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

تقرير تربص مقدم لإستكمال متطلبات شهادة ماستر أكديمي، الطور الثاني

في ميدان: علوم اقتصادية، علوم التسيير وعلوم تجارية

فرع علوم التسيير، تخصص مالية مؤسسة

بعنـــوان:

أثر أزمة الرهن العقاري على أداء سوق المال التونسي خلال الفترة من 2010-2005

من إعداد الطلبة : سويقات لامية

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ :.2019/06/30

أمام اللجنة المكونة من السادة :

الدكتور/بضياف عبد الباقي	**جامعة قاصدي مرباح ورقلة.. (رئيسا)**
الدكتورة/ صفية صديقي	**جامعة قاصدي مرباح ورقلة ..(مشرفا)**
الدكتور/كيحلي سلمى	**جامعة قاصدي مرباح ورقلة..(مناقشا)**

السنة الجامعية2019/2018

الإهداء

إلى عائلتي الكبيرة و الصغيرة فردا فردا ...

إلى كل من أدين لهم بالشكر و التقدير لما قدموه لي من مساعدة طيلة مشواري الدراسي...

إلى كل صديقاتي و زملائي في العمل دون استثناء

إلى وطني الحبيب الجزائر

إلى كل هؤلاء أهدي هذا العمل

شكر

أشكر الله عز و جل على توفيقه لإنجاز هذا العمل

كما لا يسعني و أنا بصدد وضع اللمسات الأخيرة لهذا العمل المتواضع أن أتقدم بجزيل الشكر و أسمى عبارات التقدير الى استاذتي الاستاذة "صفية صديقي" على قبولها الإشراف على هذه المذكرة و على ما قدمته من ملاحظات و تشجيعات و حث على الاستمرار .

كما اتقدم بالشكر الجزيل الى اعضاء لجنة المناقشة الذين قبلوا و تحملوا عناء قراءتها و مناقشتها.

ملخص:

تتمثل هذه الدراسة في إختبار أثر عدوى أزمة الرهن العقاري على أداء سوق المال المغربي، للفترة 2005-2010 و ذلك بإختبار العلاقة السببية بين كل من مؤشر Tun للسوق المالي التونسي كمتغير تابع و مؤشر Sp500 السوق المالي الأمريكي كمتغير مستقل، و لتحقيق هذا الهدف تم الإعتماد على إختبار السببية لغراتجر بإستخدام سلاسل العوائد.

تشير نتائج الإختبار إلى أن مؤشر S & P 500 السوق المال الأمريكي يسبب مؤشر Tunindex السوق المال التونسي، و هذا ما يفسر وجود أثر لعدوى أزمة الرهن العقاري على أداء سوق المال التونسي، كما أن مؤشر Tunindex التونسي لا يسبب مؤشر S & P 500 الأمريكي أي أن لا وجود أثر لعدوى أزمة الرهن العقاري على أداء سوق المال الأمريكي.

الكلمات المفتاحية: صدمات مالية، عدوى بين السواق، أزمة الرهن العقاري، إختبار السببية.

Abstract :

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

The results of the test that United States S & P 500 index is causing a MASI indicator of the Moroccan capital market, which explains the impact of the mortgage crisis on the performance of the Moroccan capital market.

The Tunisié Tunindex index is Not cansing the United states S & P 500 index

قائمة

الجداول

الأشكال

الملاحق

قائمة الجداول:

رقم الجدول	العنوان	الصفحة
جدول (1−1)	عرض لأهم الأزمات المالية، أسبابها ونتائجها	8، 9، 10، 11
جدول (1−2)	أكبر البنوك الخاسرة أثر أزمة الرهن العقاري	20
جدول (2−1)	نتائج الدراسة الوصفية	41
جدول (2−2)	نتائج إختبار السببية	42

قائمة الأشكال:

رقم الشكل	العنوان	الصفحة
الشكل 1	العدوى المالية عبر الأسواق	15

قائمة الملاحق:

رقم الملحق	العنـــــــــــاوين	الصفحة
الملحق 1	نتائج إختبار الدراسة الوصفية	52
الملحق 2	نتائج إختبار التوزيع الطبيعي	53
الملحق 3	نتائج إختبار جذر الوحدة	54
الملحق 4	نتائج إختبار السببية	56

مقدمة

أولا: توطئة:

لقد ظهرت الأزمة المالية في الولايات المتحدة الأمريكية نتيجة ما يسمى بأزمة الرهن العقاري الذي امتدت عدواه إلى باقي دول العالم، اتفق الجميع بأنه فضيحة للاقتصاد الرأسمالي، واعتبار أن الإقتصاد الأمريكي يعد أكبر اقتصاد في العالم فقد تحولت الأزمة الأمريكية للرهن العقاري إلى أزمة مالية واقتصادية عالمية، وشهدت بذالك الأوضاع الاقتصادية تحولات معقدة تعصف بمعظم دول العالم ودخول إقتصاديات دول كثيرة في مرحلة صعبة من الركود التي تعتبر أقل انفتاحا على الأسواق المالية العالمية.

من المعروف أن نشأة أسواق الأوراق المالية ارتبط بمجيء وتطور الرأسمالية الصناعية، إذ وجدت هذه السوق بهدف جذب مدخرات وتحقيق عمليات تبادل القيم المنقولة وتمويل النمو الاقتصادي، ولعبت هذه السوق دورا هاما في تأمين الموارد التمويلية الإقتصادية للمشروعات الإستثمارية التي تحتاج للمزيد من الموارد تفوق مدخراتها مقابل إيجاد فرص مواتية للتوظيف الفعال التي تتحقق لدى المدخرات بما يفوق احتياجاتهم الإستثمارية.

تعتبر سوق الأوراق المالية العربية شديدة الحساسية تجاه أية أحداث اقتصادية أو سياسية خارجية، حيث أن هناك أموال ضخمة موظفة في الأسواق المالية الخارجية، إضافة إلى تواجد عدد كبير من المستثمرين الأجانب في الأسواق العربية اندفعوا بشكل كبير منذ بداية الأزمة المالية لبيع أسهمهم وبأسعار منخفضة وبالتالي فإنخفاض أسعار أسهم لشركة ما دليل واضح على عدم نجاحهم، مما يتطلب البحث عن السيولة المالية لإنقاص مراكزهم المالية.

فسوق الأوراق المالية التونسية كغيره من الأسواق المالية الأخرى، فهو مرتبط بالأسواق المالية العالمية، مما قد يؤدي هذا الإرتباط إلى انتقال الصدمات المالية اليه من دولة لأخرى، وذلك حسب تأثره بالأزمة وهو ما سنحاول الإجابة عليه في الإشكالية.

ثانيا: طرح الإشكالية:

تبعا لما سبق، تتجلى معالم الإشكالية الرئيسية لهذا البحث، والتي يمكن صياغتها على النحو التالي: ما تأثير عدوى أزمة الرهن العقاري على أداء سوق المال التونسي خلال الفترة من 2005-2010؟

- هل يمكن أن تؤثر الأزمة المالية العالمية على أسواق الأوراق المالية الأخرى وبنفس المستوى أو أن هناك إختلافا؟

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

ثالثا: فرضيات البحث:

- الأزمة المالية هي إختلال يصيب النظام المالي في أحد جوانبه.

- لا يمكن أن تؤثر الأزمة المالية العالمية على أسواق الأوراق المالية العربية، بسبب قلة التداول بها وصغر حجمها وهذا بتطبيقها على سوق الأوراق التونسية.

- هناك علاقة سببية ذات اتجاه واحد بين مؤشر tunindex التونسي ومؤشر S&p500 الأمريكي.

- وجود تأثير لعدوى أزمة الرهن العقاري على أداء سوق المال التونسي.

رابعا: أهداف البحث:

يمكن بلورة أهداف البحث في النقاط التالية:

- الأهمية البالغة للموضوع خاصة وأن الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 تعتبر من أخطر الأزمات التي عصفت بالإقتصاد العالمي وكان تأثيرها جليا على عدة مجالات خاصة الصعيد الاقتصادي والمالي.

- محاولة الإحاطة بمختلف الجوانب المتعلقة بالأسواق المالية مع تحديد سوق الأوراق المالية التونسي.

- والأهم في هذه الدراسة معرفة إلى مدى تأثر سوق الأوراق المالية التونسي بهذه الأزمة

خامسا: أهمية البحث:

إن أهمية الدراسة تتجلى في الموضوع نفسه، إذ تعتبر الأزمة المالية العالمية حديث جميع الأزمنة ومن أهم مواضيع الإقتصاد، وكذا تطرقه إلى الجوانب المتعلقة بالأسواق المالية، ومدى قدرتها على مواجهة مثل هذه الأزمات المالية التي تمس الإقتصاد العالمي، بالإضافة إلى أن تبيان مدى تأثر سوق المال التونسي بالأزمة المالية العالمية الأخيرة.

سادسا: المنهج المتبع:

تم الاعتماد بشكل أساسي على المنهج الوصفي بالجوانب المتعلقة في الإطار النظري للأزمة المالية العالمية، إضافة إلى أساسيات أسواق الأوراق المالية.

أما في الجانب التطبيقي فتم إستخدام سلاسل العوائد لقيم المؤشرات وفقا لإختبار السببية لغرانجر، وتمت معالجة المعطيات التي تم الحصول عليها بالإعتماد على البرنامج الإحصائي eviews 9.0 لإختبار العلاقة السببية بين مؤشر tunindex التونسي ومؤشر S&p500 الأمريكي خلال فترة الدراسة.

سابعا: حدود الدراسة:

تناولت الدراسة كل من:

الحدود المكانية: سوق الأوراق المالية التونسية والمتمثل في بورصة تونس للأوراق المالية وبورصة نيويورك.

الحدود الزمانية: تم إختبار الفترة ما بين 2005/01/03 إلى غاية 2010/12/31 لتكون الفترة الزمنية للدراسة.

ثامنا: هيكل البحث:

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

حيث تناول الفصل الأول من الدراسة عدوى الأزمات المالية وذلك في مبحثين: حيث خصص المبحث الأول لدراسة عدوى الأزمات المالية وأثرها على الأسواق المالية وتناولنا فيه الأزمات المالية وقنوات انتقالها بين الأسواق المالية، وعدوى أزمة الرهن العقاري وأهم آثارها.

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

بينما الفصل الثاني فخصص لإختبار عدوى أزمة الرهن العقاري على أداء سوق المال التونسي بإستخدام اختبار السببية لغرانجر لقيم مؤشر tunindex التونسي ومؤشر S&p500 الأمريكي خلال الفترة.ما بين 2005/01/03 إلى غاية 2010/12/31.

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

تاسعا: مرجعية الدراسة:

لدراسة الموضوع تم الإستناد إلى عدة مصادر في ذلك : الكتب ، المقالات، المجلات، المذكرات، المواقع الإلكترونية.

صعوبات البحث:

- قصر الفترة الممنوحة لإنجاز المذكرة.
- عدم التطرق لدراسة السلاسل الزمنية واختبار السببية من قبل.

الفصل الأول

تمهيد:

شهد العالم العديد من الأزمات المالية التي كان لها آثار سلبية على مجمل الاقتصاد العالمي، مما انعكس ذلك على البلدان المعنية في جميع المجالات ، وقد تضاعف عدد هذه الأزمات بشكل مذهل مع نهاية ثمانينات القرن العشرين، وهو مايجسد انتقال العدوى بين ا لأسواق المالية لذا خصص هذا الفصل لتحديد المفاهيم المتعلقة بالأزمات المالية، وقنوات انتقال العدوى بين الأسواق المالية بالتركيز على عدوى أزمة الرهن العقاري وأثرها على أداء أبرز الأسواق المالية العالمية.

كما سيتم عرض بعض الدراسات السابقة التي لها صلة بالموضوع محل الدراسة المقارنة بينهم.

المبحث الأول : عدوى الأزمات المالية وأثرها على الأسواق المالية:

يعتبر موضوع الأزمات من المواضيع الحساسة التي تثير اهتمام العديد من الباحثين و الاقتصاديين. ومهما كان مجال الذي وقعت فيه، يترتب منها آثار سلبية قد تكون مدمرة، زمن هذا المنطق وجب علينا البحث في مفهومها قصد التمييز بينها.

المطلب الأول : الأزمات المالية وقنوات انتقالها بين الأسواق المالية.

تتضمن الأزمات المالية عموما توليفات مختلفة من المشاكل النقدية و المصرفية و مشاكل الديون، وعلى هذا الأساس فقد تعددت مفاهيمها مع تعدد أنواعها و أشكالها.

الفرع الأول : مفهوم الأزمات المالية و أنواعها.

ظهرت عبارة الأزمة المالية لأول مرة عند الكاتب " الكونت دي لاس كاز " Compte de las Cases (1766 – 1842) وذلك عام 1823.[1] و تتضمن الأزمات المالية عموما توليفات مختلفة من المشاكل النقدية و المصرفيةو مشاكل الديون، وعلى هذا الأساس فقد تعددت مفاهيمها مع تعدد أنواعها وأشكالها .

ومن التعاريف المبسطة لمصطلح الأزمة المالية، هي أنها " اضطراب حاد و مفاجئ في بعض التوازنات الاقتصادية يتبعه انهيار في بعض المؤسسات المالية تمتد آثاره الى القطاعات الأخرى .[2]

وهي مؤشر على هشاشة النظام المالي لهذا البلد أو ذاك.

[1] عبد الرزاق سعيد،ما معنى الأزمة؟ كتاب الأزمة، أسباب و حلول من منظور إسلامي، جدة المملكة العربية السعودية، جامعة الملك عبد العزيز، 2009 ، ص 08

[2] فريد كورتل، كمال رزيق، " الأزمة المالية: مفهومها، أسبابها و انعكاساتها على البلدان العربية " المؤتمر العالمي الثالث حول: الأزمة المالية العالمية ةانعكاساتها على اقتصاديات الدول– التحديات والآفاق المستقبلية، الأردن، جامعة الإسراء الخاصة بالإشتراك مع كلية بغداد العلوم الاقتصادية، 29/28 أفريل 2009، ص 03.

كما يمكن تعريفها على أنها " انهيار مفاجئ في سوق الأسهم، أو في عملية دولة ما ، او في سوق العقار أو مجموعة من المؤسسات المالية لتمتد بع د ذلك الى باقي الاقتصاد، ويحدث مثل هذا الانهيار المفاجئ في أسعار الاطول كنتيجة لانفجار فقاعة سعرية .

من مجمل التعاريف السابقة يمكن القول أن الأزمة المالية هي تلك التذبذبات العميقة التي تؤثر كليا أو جزئيا على مجمل المتغيرات المالية وعلى حجم الاصدار و أسعار الأسهم و السندات، و اجمالي القروض و الودائع المصرفية ، ومعدل الصرف، وتعبر عن انهيار شامل في النظام المالي و النقدي.

و اذا كانت الأزمة المالية لاتتعلق في بداية الأمر الا بالأسواق المالية ، فان توسعها وتفاقمها يؤدي الى آثار مضرة بالاقتصاد الحقيقي ، من خلال تضييق الائتمان و انخفاض الاستثمار، مما يجر الى أزمة اقتصادية ، بل وحتى الى ركود اقتصادي .[1] وقد تنتشر لأزمة لتتحول الى أزمة اقليمية أو أزمة عالمية .

وتقسم الأزمات المالية عادة الى ثلاثة أصناف ألا وهي : أزمة أسعار الصرف، أزمة أسواق المال و الأزمة المصرفية ، وهناك من يضيف أزمة الديون و الأزمة النظامية.

الأزمة البنكية :

تعتبر الأزمة البنكية بشكل عام عن تدهور وضعية البنوك التي تعتبر ضحية فقدان الثقة المرتبطة بالسيولة أو ملاءة غير كافية.

وتعرف على أنها الضائقة المالية التي من شأنها أن تؤدي الى تأكل معظم أو كل رأس مال النظام البنكي.

[1] عبد الرزاق سعيد، مرجع سابق، ص 19.

ومن أجل الفهم الدقيق لهذه الأزمة نميز بين مصطلحي الأزمة البنكية Systemematicbankingcrisisالذي هو عبارة عن امتداد أزمة سيولة الناتجة عن الزيادة الكبيرة و المفاجئة في طلب سحب الودائع لدى بنك ما الى بنوك أخرى ، ومصطلح أزمة ندرة القروض CreditCrunchالحالة التي ترفض فيها البنوك منح القرض رغم توفرها على الودائع خوفا من عدم قدرتها على الوفاء بطلبات السحب .[1]

أزمة أسعار الصرف:

قبل التطرق لهذه الأزمة يمكن أن نعرف سعر الصرف الذي يعبر عن الوحدات النقدية التي تبدل به وحدة من العملة المحلية إلى عم لة أجنبية، فهو بمثابة أداة ربط بين الإقتصاد المحلي وباقي الإقتصاديات.

تتعرض عملة ما لأزمة الصرف لما تتعرض قيمتها المعبرة بدلالة عملة مرجعية خلال سنة إلى إنخفاض يتجاوز الحدود المعقولة تقدر هذه العتبة على العموم بـ 25 % .[2]

ويمكن التمييز بين سعر الصرف الثابت والعائم، فالأول يخص تثبيت سعر صرف العملة إلى عملة واحدة، أو سلسلة من العملات عادة إنطلاقا من عملات التجاريين الأساسيين، أو ضمن هوامش محددة، سواء تعلق التثبيت بعملة واحدة أو بسلة من العملات حيث يتم تحديد مجال التقلب المسموح به.[3]

---

[1] حازم السيد حلمي عطوة مجاهد، تداعيات الأزمة المالية الحالية عالميا وأثرها على الوطن العربي والمصري المؤتمر العلمي السنوي الثالثعشر حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، ص 08.

[2] Robert Boyer et autres , les crises financière , conseit d’analyse économique , Arman colin , 2 Edition ,paris 2007 , p 114.

[3] قدي عبد المجيد، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوام المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة 03، 2006، ص 115،116.

وفي هذه الحالة عادة ما تنتهي الأزمة بتخفيض العملة والعملات المتضررة التي كانت صحية المضاربة على الإنخفاض.

أما سعر الصرف العائم، الذي يمتاز بالمرونة والقابلية للتعديل، فيمكن أن تعتبر السلطات النقدية الوطنية والدولية أن التدهور جد كبير، مما يدفعها إلى إتخاذ إجراءات موجهة لإعادة الثقة، و استقرار سعر الصرف كخلق صندوق الإصدار أو توجيهات السياسة الكلية.[1]

أزمة أسواق المال (حالة الفقاعات):

يحدث هذا النوع من الأزمات نتيجة لإنهيار أسعار الأصول التي تصل لأدنى مستوياتها، حيث يرافق ذلك حالات من الذعر يمتد أثرها نحو أسعار الأصول الأخرى، سواء كانت تنتمي لنفس القطاع أو قطاعات أخرى، وهي ناتجة عن ظاهرة الفقاعة.

تعتبر حالة انهيار الفقاعات المالية وفقا لنموذج واستن وبلانشارد Blanchard &waston(1982) عن قيام المضاربين بشراء أصل مالي بسعر يفوق قيمته الحقيقية بهدف تحقيق مكاسب رأسمالية في وقت لاحق كما يتوقعون ، واي انحراف في سعر الأصل المالي الأولي يقاس بحجم الفقاعة التي يمكن ان تستمر في النمو محققة مكاسب رأسمالية للمضاربين أو أن تتعرض للإنهيار.[2]

[1] Alin Bertone et autres , Dictionnaires des sciences économique , Arman colin, 2 Edition , Paris 2007 , p 114 .

[2] بهية بو كروح ، الأزمة المالية العالمية والإقتصاديات العالمية دراسة تحليلية للأسباب والتداعيات والحلول (2007-2010)، مذكرة مقد مة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير فرع : نقود ومالية، السنة الجامعية 2011/2010، ص 11.

(مصطلح الذعر المالي أو الإضطراب المالي فهو عبارة عن حالة من عدم الإستقرار في الأسواق المالية، يحدث عندما يسحب المقر ضون ذات الأجل القصير فجأة قروضهم من مقترض غير قادر على السداد)

أزمة المديونية:

تحدث الأزمة عند تعثر سداد المقترض أو توقف القطاع العام عن سداد التزاماته تؤدي إلى انخفاض تدفقات رؤوس الأموال الداخلة، وهذا راجع لمجموعة من الأسباب تشمل الملائة المالية، أو تسهل إدارة البنوك في منح القروض دون ضمانات كافية من المقترض، أو عندما يعتقد المقرضون أنه يمكن مواجهة حالة التوقف عن السداد، وبالتالي يتوقفون عن تقديم قروض جديدة، ويحاولون تصفية القروض القائمة.

كما يمكن أن ترتبط أزمة الديون بدين تجاري (خاص)، أو دين سيادي (عام).[1]

الأزمة النظامية:

الأزمة النظامية هي الأزمة التي لا تقتصر على قطاع أو مطهر واحد بل تمتد إلى النظام ككل، فهي أزمة عضوية أو أزمة بنيوية تتصف بمجموعة من الخصائص.[2]

الأزمات المزدوجة:

---

[1] بهية بوكروح، مرجع سابق، ص 12.

[2] بهية بوكروح، مرجع سابق، ص 12.

يقال عن أزمة مالية أنها أزمة مزدوجة عند حدوث أزمتين : بنكية وأزمة الصرف في آن و احد. وتتجلى هذه الأزمات عن طريق الجمع ما بين المضاربة القوية ضد عملة وطنية وموجة من الخسائر البنكية، أما النماذج المفسرة لها فهي متعددة.[1]

الفرع الثاني: عرض لبعض الأزمات المالية.

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

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

الأزمات	أسبابها	نتائجها
أزمة الكساد الكبير 1929	إنطلقت الأزمة بعد إنهيار مريع في بورصة وول ستريت – نيويورك والذي وضع حدا للإزدهار المالي المصطنع الناجم عن المضاربة، ويرجع انهيار البورصة الأمريكية كما يراه البعض ، إلى عدة أسباب هي[2] – الارتفاع المستمر في أسعار الأسهم قبل الأزمة بشكل خارج عن المألوف. – المضاربة الوهمية، حيث ارتفعت أسعار الأسهم نتيجة الآمال، وليس	– تسببت في زعزعة الإستقرار في النظام الرأسمالي بكامله. – استمرار هذه الأزمة لفترة طويلة نسبيا حوالي أربعة سنوات و اختلاف حدتها من بلد لآخر بشكل كبير. – الإنخفاض الكبير في مستويات أسعار الفائدة. – حدوث تقلبات حادة في أسعار صرف العملات نتج عنه إنهيار النظام الذهبي في معظم الدول.

[1] بهية بوكروح، مرجع سابق، ص 13.

[2] عماد صلاح سلام، إدارة الأزمات في البورصات للأوراق المالية العربية والتنمية المتواصلة، أبو ضبي : شركة أبو ضبي للطباعة والنشر، 2002، ص 302،300.

	لأن توزيعات و أرباح الشركات في إرتفاع. - إفلاس عن ما لا يقل عن 608 مصرف، منها: Bank of America	
الأزمة المكسيكية (1994)[1]	- إرتفاع قيمة العملة المحلية مما تسبب في خلق حالة اللاتوازن في النشاط الإقتصادي. - العجز في الموازنة التجارية الخارجية وإضعاف النظام المصرفي بعد خصخصته مع بداية التسعينات. - التذبذب المستمر في النشاط الإقتصادي. - هروب الأموال إلى الخارج بعد تدهور نظام الصرف المحلي.	-خسارة 2,4 مليون فرصة عمل خلال نصف عام، مما أدى إلى تضاعف البطالة. - إفلاس 60 ألف شركة بناء. - تقلص الناتج الإجمالي بما نسبته 10%. - ارتفاع معدل التضخم إلى 35% في الوقت الذي تقلص فيه الاستهلاك الخاص بحوالي 12% - انخفاض الرقابة على الصرف الأجنبي.
أزمة الأرجنتين (1994)[2]	كان لأزمة البيزو المكسيكي في أواخر سنة 1994، وأوائل سنة	- فقد البنك المركزي الأرجنتيني 5,3 مليون دولار أمريكي من

[1] دبار حمزة، انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الأمن الغذائي في الوطن العربي، دراسة مقدمة لإستكمال شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص إقتصاد دولي 2013/2012، ص 16.

[2] داودي ميمونة، ظهور الأزمات المالية، دراسة أزمة الكساد الكبير (1929-1993) والأزمة المالية (2007-2008) مذكرة لنيل شهادة الماجستير ، جامعة وهران 2013، 2014 ص 113.

	1995، أثار في الاسواق المالية الأرجنتينية، وفي ظل ذلك يمكن صياغة بعض الأسباب المؤدية للأزمة كالتالي: – الإرتباط الوثيق للعملة الوطنية الأرجنتينية بالبيزو المكسيكي. – عدم مرونة معدلات التبادل في الأسواق الأرجنتينية. – ال'تماد الكلي على التدفق في رأس المال الأجنبي قصير الأجل.	إجمالي إحتياطه في الفترة بين 23 ديسمبر 1994 و 31 مارس 1995، أي ثلث من السيولة العالمية لدى البنك. – كما أن مؤتمر أسعار بورصة ميرفال للأسهم قد انخفض إلى 4,12 % في الفترة من 19 إلى 31 ديسمبر 1994، ثم بعد ذلك إلى 4,5% في شهر جانفي 1995 وواصل انخفاضه الكبير في فيفري 1995 غلى أن وصل إلى 7,25 %، وفي مارس من نفس السنة سجل أدنى مستوى له حيث بلغ 50%.
الأزمة المالية الآسيوية (1997-1998) بلدان جنوب شرق أسيا	– الإفراط في القروض الخارجية قصيرة الأجل. – اتباع دول جنوب شرق أسيا نظام العرف الثابت. – هروب رؤوس الأموال والمضاربة	– تكبد أسواق المال في دول جنوب شرق أسيا خسائر بحوالي 600 مليار دولار فقد خسرت أسواق الأسهم حوالي 60% من قيمتها في المتوسط للفترة من

	على عملات دول جنوب شرق أسيا. – انخفاض المدخرات المحلية بالمقارنة بحجم الإستثمار.	1997/07/01 إلى 1998/2. – افلاس وانهيار العديد من المصارف والشركات مما أدى إلى ارتفاع نسبة البطالة والتضخم.[1]
أزمة فقاعة شركة الإنترنت سنة 2000 [2]	– المضاربة المفرطة والمبالغة الشديدة في أسعار الأسهم، وخاصة أسعار أسهم شركات التكنولوجيا والمعلوماتية. – إدانة شركة ميكروسوفت بممارسة أنشطة إحتكارية وهو ما نعكس بشكل عام على أسعار الأسهم التكن ولوجية في أسواق المال الأمريكية والأوروبية على حد سواء.	– إنخفاض أسعار تلك الأسهم بسرعة وبصورة ملحوظة. – تزامن هذا الإنخفاض مع حدوث هجمات سبتمبر 2001 والتي أدت إلى إغلاق أسواق المال الأمريكية بشكل مؤقت. – استمرار الإنخفاض لتهبط قيمة مؤشر التكنولوجيا المرجح لنسداك بحوالي 78% في 2002.

المصدر: من إعداد الطالبة إعتمادا على مجموعة من المصادر

[1] بوصبيع صالح، التكتلات الاقتصادية في ميزان الأزمة، دراسة في العلاقات السببية بين انتشار الأز مات والتكتل الإقتصادي، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2011، ص 55.

[2] دليلة بن خدة، أثر الصدمات المالية على أداء الأسواق المالية "دراسة حالة سوق المغرب خلال أزمة الرهن العقاري 2007-2008تخصص مالية المؤسسة جامعة قاصدي مرباح، 2018، ص 06.

الفرع الثالث: قنوات انتقال العدوى بين الأسواق المالية

1- مفهوم عدوى الأزمات المالية:

يعتمد البنك الدولي في تعريفه لعدوى الأزمات المالية على ثلاثة معايير وهي:[1]

✓ **المفهوم الواسع** :(La définition large)تعرف الأزمة بإنتقال الصدمة ما بين الدول، التي يمكن أن تحدث في فترة الأزمة أو فترة الإستقرار، كما يمكن أن ترفق العدوى بصدمة سلبية أو صدمة إيجابية.

✓ **المفهوم الضيق** :La définition)(restrictiveيقصد بالعدوى في هذه الحالة انتشار (propagation)الصدمة ما بين دولتين أو أكثر، التي تولد انحرافا مقارنة بأساسيات. كما تتسبب التحركات المشتركة (comouvements)بواسطة صدمات مشتركة ما بين دولتين أو أكثر.

✓ **المفهوم الضيق جدا** :(la définition très restrictive) اعتمد هذا التعريف من طرف "RigObon و Forbes " ، والذي يعني ذلك التغير في ميكانيزماالإنتشار خلال فترة الأزمة، حيث يعكس ارتفاع الروابط ما بين الدول خلال فترة الأزمة انتقال العدوى.

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

أ –**التجارة الدولية**:(lacommerceinternational)

[1] Ronis Myriam et TrabelsiJamel , La dynamique du phénomène de contagion dans les pays d'Asie , journées de recherche sur les crises financières internationales , Université d'Orléans, France, p 2-3 .

تؤدي التجارة الدولية دورا مهما في إنتقال عدوى الأزمات المالية، خاصة بالنسبة للدولة المرتبطة إرتباطا حقيقيا فيما بينها.

حيث يترتب عن تراجع عملة دولة ما معينة بإنخفاض صادراتها وإرتفاع واردات شركائها التجاريين، وفي هذه الحالة ليس ضعف اقتصادياتها الذي يكون وراء نشوب الأزمة، بل انتشار الأزمة التي تؤدي إلى تدهور أساسيات الإقتصاد الكلي.

ب –الصدمات المشتركة:(lechoccommun)

تعرف كذلك بأثر موسو "Effet Mousson"وهي تلك الصدمة التي تؤثر على عدد كبير من الدول مثل ارتفاع معدلات الفائدة الأمريكية، تراجع في الطلب العالمي وتدهور أسعار بعض المواد الأولية. تعتبر هذه الصدمة عشوائية كما تؤثر بصفة مشابهة ومتزامنة على مجموعة من الدول.[1]

جـ – التشابه على مستوى الإقتصاد الكلي:(la similarité macroéconomique)

يمكن لأزمة معينة أن تنتشر إلى باقي الدول التي لديها نفس الخصائص الاقتصادية.

وفي هذه الحالة حدد كل من " sachstoenell " و " velasco " ثلاثة مؤشرات والمتمثلة في : تدهور سعر الصرف الحقيقي، ضعف الجهاز المصرفي ونقص في احتياطات الصرف بالنسبة للالتزامات.

د – الروابط المالية: (les liens financier)

[1] نسيمة حاج موسى، الأزمات المالية الدولية وأثرها على الأسواق المالية العربية مع دراسة حالة أزمة الرهن العقاري، خلال الفترة 2007–2008، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات مالية وبنوك، 2008–2009، ص بدون صفحات.

يترتب عن نشوب أزمة في دولة ما تغير سلوك المستثمرين لأسباب مرتبطة بتسيير المخاطر أو للبحث عن السيولة.

مثال: إذا ظهرت أزمة في دولة معينة، يلجأ المستثمر الذي لديه أصول في الدولة الأخرى إلى بيعها بعدف التقليل من مخاطر انتشار الأز مة، وبالتالي يقومون ببيع الأصول لإعتقادهم أنها تساوي درجة المخاطر في دولة الأزمة، وعليه تعتبر هذه الآلية أن تعرض الدولة لأزمة مالية يحدث بمعزل عن أساسيات الإقتصاد الكلي.[1]

هـ - **سلوك القطيع:** (le mimétisme)

يعرف سلوك القطيع بأنه تلك العملية التي يقوم من خلالها عون إقتصادي ما بإتباع نفس سلوك الأعوان الآخرين في الأسواق المالية، فتوقعات القطيع هي تلك التي تتخذ من طرف عون اقتصادي بالإعتماد على توقعات عون آخر أتخذ كأفضل نموذج.

وفي كتاب كينز عنوانه : " théorie généralede l'emploi de l'intérêt et de la monnaie"

سنة 1936، كان يعتبر أول إقتصادي الذي إعتبر أن المتدخلين في الأسواق المالية لا يبحثون عن القيمة الأساسية للأصول بل عن قيمتها التي تنتج عن الرأي المتوسط للأعوان الإقتصاديين، لذا يشبه كينز عمل الأسواق المالية بمسابقة جمال(concoure de beauté) والتي تعني اختبار أجمل وجه من بين 100 صورة والمتفوق هو الذي يقترب إختباره من المتوسط.[2]

[1] نسيمة حاج موسى، مرجع سابق، بدون صفحات (الصفحة التي بعدها)

[2] دليلة بن خدة، أمرجع سابق الذكر، ص 8.

الشكل رقم 1 : العدوى المالية عبر الأسواق

المصدر: من إعداد الطالبة نقلا عن الموقع الإلكتروني لمجلة الإقتصاد الإسلامي العالمية

https : //giem . Kantakji .com/article/details/ID/641 (تاريخ التصفح 2019/06/03)

المطلب الثاني: عدوى أزمة الرهن العقاري وأثرها على الأسواق المالية

تتميز الأزمات المالية وخاصة تلك التي ضربت بإقتصاديات الدول الناشئة بسرعة واحدة انتشار الصدمة من دولة غلى أخرى، مما أدى بالإقتصاديين إلى محاولة التعرف وتحديد أهم القنوات التي يمكن أن تفسر كيفية إنتقال العدوى من دولة إلى أخرى.

وعليه من المهم إستعراض قنوات انتشار الأزمات المالية بين الأسواق المالية.

الفرع الأول: عدوى أزمة الرهن العقاري

أزمة الرهن العقاري أو أزمة الرهون العقارية الثانوية أو أزمة الإسكان الأمريكية أو أزمة الإئتمان، أو الأزمة المالية العالمية، كلها مسميات لأزمة ما زالت تداعياتها مستمرة إلى يومنا هذا، وكانت أبرز تجلياتها نقص سيولة السوق وسيولة التمويل.[1] فيالنظام البنكي الأمريكي، والتي بدأت خلال 2006 بعد إنفجار فقاعة سوق الإسكان في الولايات ا لمتحدة الأمريكية، لتتطور بعد ذلك وتصبح أزمة مالية عالمية ابتداء من عام 2007، وبلغت ذروتها في سبتمبر/ أكتوبر عام 2008 عندما قررت الحكومة عدم إنقاذ بنك الإستثمار " Lehmanbrothers " وهو ما زعزع الإستقرار في الأسواق المالية العالمية، وقد انتقلت عدوى الأزمة إلى الأسواق المالية، حيث شهد القطاع المصرفي انهيار في أسعار أسهمه، وقد زادت الأمور توترا بعد فشل بنك الإحتياطي الفيديرالي الأمريكي، والبنك المركزي الأوروبي في التخفيف من تراجع المؤشرات.[2]

---

[1] راندال دود، الرهونات العقارية الثانوية : مجسات أزمة، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 44، العدد 4، ديسمبر 2007، واشنطن دي سي، الولايات المتحدة الأمريكية، ص 18 بتصرف.

[2] دليلة بن خدة، أثر الصدمات المالية على أداء الأسواق المالية "دراسة حالة سوق المغرب خلال أزمة الرهن العقاري 2007-2008تخصص مالية المؤسسة جامعة قاصدي مرباح، 2018، ص 10

الفرع الثاني: قنوات إنتقالها بين الأسواق المالية

1- القناة التجارية: حسب عبد اللاوي وجوادي (2010)، لا تزال السياسات والنظريات التي تؤيد تحرير التجارة الخارجية، سواء عن طريق المفاوضات متعددة الأطراف أم عن طريق الترتيبات الإقليمية الجديدة، تستمد مصداقيتها من توليفة أساسية تجمع بين التجارة والتنمية، تؤسس لعلاقة سببية ارتباطية وطيدة بين تحرير التجارة الخارجية على كافة مستوياتها وبين ارتفاع معدلات التنمية في اقتصاديات الدول. بمعنى آخر يصبح على الدول التي تهدف إلى زيادة معدلات التنمية لديها لزاما أن تحرر تجارتها الخارجية.[1]

2- قناة الأسواق المالية : أصبحت الأزمات المالية تنتقل من دو لة إلى أخرى بسرعة . نتيجة ارتباط الأسواق المالية والحركة السريعة لرؤوس الأموال قصيرة الأجل أو ما يعرف برؤوس الأموال الساخنة. تشير العديد من الأبحاث والدراسات إلى أن دخول أدوات مالية وقوى فاعلة جديدة يزيد من احتمال حدوث أزمات مالية معدية، ويرفع من التحركات المشتركة للأسواق المالية.[2]

3 -الإرتباط بالدولار واستفحال الأزمات : تؤكد التجربة المؤلمة لدول جنوب شرق أسيا النتائج الوخيمة جراء تعويم عملاتها وارتباطها ارتباطا وثيقا بالدولار الأمريكي، فحينما أثيرت الشكوك حول استدامة ترتيبات سعر الصرف، بدأت خطوات متسارعة للتدفقات الرأسمالية قصيرة الأجل تجاه دول الأقاليم ساعية للإختطاف السريع للمضاربة ... بهذا المعنى، فإن إرتفاع قيمة سعر الصرف الحقيقي، وتنامي الدين الخارجي قصير الأجل، والعجز الواضح في الحساب الجاري الخارجي، تفاقم أثرها السلبي بفعل ضعف النظام المالي، وحينما فقد المستثمرون الأجانب ثقتهم في اقتصاد دول الأقاليم، تعرضت

---

[1] محمد قلي، عدوى انتقال الأزمات المالية: أزمة الرهون العقارية الأمريكية و أزمة الديون السيادية الأوروبية نموذجا، كلية العلوم الإقتصادية، تجارية وعلوم التسيير جامعة بومرداس، مجلة دراسات اقتصادية العدد 27. ص 34.

[2] محمد قلي، مرجع سابق، ص 34.

العملات ا لمحلية لضغوط المضاربة، واستمرت الضغوط لتنفد الإحتياطات الرسمية للبنوك المركزية، وبالتالي فقدانها سلاحها الأساسي للحفاظ على القيمة التعادلية للعملة . ومن ثم صار الإتجاه نحو التعويم أمرا لا مفر منه، عندها أصبح استمرار وجود رؤوس الأموال قصيرة الأجل التي استثمر ت بسبب ارتفاع أسعار الفائدة دون جدوى، والنتيجة لابد من إحداث التدفق المعاكس من الخارج من قبل المضاربين، وهو ما حصل فعلا.[1]

4 – قنوات أخرى لانتقال الأزمات المالية:

أ: **الصدمات المشتركة:** يمكن للعديد من الدول أن تتأثر بصدمة مشتركة في الوقت نفسه، فمن ضمن الصدمات الخارجية التي يمكن أن تؤثر على كامل المجموعة أو جزء منها فقط، نجد الإرتفاع في معدلات الفائدة الأمريكية، الإنخفاض في أسعار الطاقة والمواد الأولية وكذلك الإرتفاع في الدولار الأمريكي.

ب: المعلومات غير التامة: عندما تنفجر الأزمة في دولة معينة، فإن المستثمرين الأجانب الذين هم ليسو على دراية كافية بأوضاع الدول الأخرى، سيعتبرون أن الدول التي لها نفس خصائص الدولة التي تعرضت لأزمة ستدخل هي الأخرى في أزمة، حيث يقوم المستثمرون ببيع سندات وأصول أخرى في هذه الدول مسببين بذلك أزمة، وفي هذه الحالة تكون بصدد هجمات مضاربية ذاتية التحقق.

د –العدوى السياسية: تم طرحها من قبل Dragen (1999)، حيث يرى أنه في حالة ما إذا تخلت بعض الدول لمنطقة معينة عن نظام الصرف الثابت، فإن تكلفة القيام بذلك ستكون أقل لبقية الدول الأخرى.[2]

---

[1] محمد قلي، نفس المرجع، ص 35.

[2] محمد قلي، نفس المرجع، ص 35

الفرع الثالث: أبرز أثار الأزمة المالية

1 –تأثير على الأسواق المالية:

أدت الأزمة إلى انهيار عام للأسواق المالية العالمية، فمثلا خلال الفترة ما بين 3 سبتمبر 2008 و 22 أكتوبر 2008، تراجع مؤشر داو جونز للأسهم الـ 30 الممتازة بـ 26,1% من قيمته، مؤشر S&P الأمريكي بـ 29,7%، ومؤشر ناسداك لشركات التكنولوجية بـ 30,8% ومؤشر نيكاي الياباني بـ 31,6%، ومؤشر الفاينانشال تايمز المجمع للبورصات الأوروبية بـ 32,1%. كذلك ساهمت الأزمة في المضاربة المالية للسلع الآجلة، في أعقاب انهيار أسواق المشتقات المالية، مما أدت إلى ارتفاع السعر العالمي للأغذية وأزمة الزيادات في أسعار النفط.[1]

2 –تأثير على المؤسسات المالية:

كثير من البنوك ومؤسسات الرهن العقاري، وشركات التأمينات، وصناديق التحوط، عانت من خسائر كبيرة نتيجة للتخلف عن دفع الرهن العقاري أو تخفيض قيمة الرهن، الجدول التالي يعرض أكبر الخاسرين من أزمة الرهن العقاري (إلى غاية أوت 2008).

[1] يوسفات علي، أزمة الرهن العقاري، مجلة العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية، العدد 2009/2، جامعة المسيلة ، ص 7-8.

جدول رقم 2: أكبر البنوك الخاسرة أثر أزمة الرهن العقاري.

البنوك الأولى المتأثرة بالأزمة	الخسائر (إلى غاية أوت 2008)	مصير المدراء التنفيذيين (....)	انخفاض في سعر السهم %
Citigroup	54 ,6	إستبدال	%58-
Merrill Lynch	51,8	إستبدال	%62-
UBS	38,2	إستبدال	%63-
HSBC	27,4	باق	%6-
Wachoria	22	إستبدال	%61-
Bank of America	21,2	باق	%31-
IKB	15,9	إستبدال	%83-
Royal Bank of Scotland	15 ,2	باق	%53-
Washington Mutual	14,8	باق	%86-
Margan Stanley	14,4	باق	%30-

Source : Bank Losses , Hall of Shame, Finance et Economies , Economist Magazine, 07/08/2008, Retrievedfrom :
http : //www.economist.com /finance /displaystory .cfm ? Storyied = 11897636

- لم تسلم من هذه الخسائر الضخمة في قطاع البنوك سوى المؤسسات البنكية الإسلامية، التي تحرم إعادة بيع الدين، بالإضافة لأسباب التحريم التقليدية.

- قدرت صندوق النقد الدولي خسائر الأزمة المالية إلى غاية ابريل 2009 بأنها ستكلف أكثر من 4 تريليون دولار وإن الأضرار التي لحقت بالنظام المالي العالمي ستستمر لعدة سنوات.

- وأكد رئيس الإحتياط الفيديرالي بين برنانكي أمام الكونجرس بأنه إذا لم تتبع الحكومة السياسات المناسبة، فإن الركود يشهده الإقتصاد الأمريكي حاليا قد يتواصل إلى عام 2010.

3 – تأثير على أصحاب المنازل وسوق الإسكان : من المتوقع أن أسعار المساكن تستمر في الإنخفاض بسبب الفائض في عرض المنازل، وسيستمر الإنخفاض إلى مستويات أكثر نموذجية، كما أن الأدوات المالية من نوع MBS و CDO ستستمر في الخسائر حتى يتم تحقيق الإستقرار في أسعار المساكن، كما أن هذا انخفاض في أسعار المساكن جاء في أعقاب ارتفاع أسعار المساكن الناجمة عن المضاربة وإعادة التمويل في السنوات السابقة.

4 – تأثير على شركات التأمين: هناك قلق من أن بعض أصحاب البيوت قاموا بإشعال الحرائق المتعمدة كوسيلة للهروب من الرهون العقارية، أو أنهم يرفضون الدفع، لتلقى في النهاية على عاتق شركات التأمين، وحسب تقارير FBI تفيد بأن إشعال الحرائق عمدا نما بنسبة 4% في الضواحي والمدن 2,2%في الفترة من 2005 إلى 2006. كما أن شركات التأمينات قامت بتقديم تأمينات على الأدوات المالية العقارية مثل أداة Credit Defanlts Swaps-CDS

مبادلة التخلف عن السداد، لتأمين المستثمرين من مخاطر عدم السداد، ومع الأزمة الحالية تعاظم خسائر هذا القطاع، مثل ما حدث لشركة AIGعملاق التأمينات الأمريكي، والتي كان إفلاسها

لوحدث، قد يؤدي إلى كارثة مالية عالمية لا يعرف تبعاتها، وتفوق ما أحدثه انهيار بنك ليما ن برادرز بكثير.[1]

5 – تأثير على فرص العمل في القطاع المالي : ووفقا لبلومبرغ قامت المؤسسات المالية في الفترة من يوليو 2007 إلى مارس 2008 بتسريح أكثر من 34000 موظف.

6 – تأثير على الإقتصاد العالمي : لقد أدت أزمة سوق الرهن العقاري إلى إثارة المخاوف من نشوء ركود ط ويل في الولايات المتحدة الأمريكية، وهو عامل سلبي جدا له تأثير على معدلات نمو الاقتصاد العالمي، وهذا ما أثار مسألة أكبر تتعلق بمدى ارتباط العالم بالإقتصاد الأمريكي، فحسب صندوق النقد الدولي انخفض معدل النمو العالمي إلى 5% عام 2007، و غلى 3,9% عام 2008، و إلى 3% عام 2009، أما منظمة العمل الدولية فإن الأزمة أدت إلى زيادة معدل البطالة العالمية من 6% عام 2007 إلى 6,1% عام 2009 أي 210 ملايين عاطل.[2]

المبحث الثاني: الدراسات السابقة

لقد تعددت الدراسات التي تناوله موضوع عدوى الأزمات المالية و تأثيرها على الأسواق المالية ونذكر منها:

---

[1] يوسفات علي، أزمة الرهن العقاري، مجلة العلوم الإقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 2009/2، جامعة المسيلة، ص 8.

[2] يوسفات علي، مرجع سابق، ص 9.

المطلب الأول: الدراسات السابقة باللغة العربية والأجنبية

الفرع الأول: الدراسات باللغة العربية

الدراسة الأولى:[1]صفية صديقي، 2018، دراسة الإنتقال الدولي للأزمات المالية- اختبار العدوى المالية لأزمة الرهن العقاري نحو دول شمال إفريقيا والشرق الأوسط، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق قاصدي مرباح ورقلة .

تمحورت إشكالية البحث فيما يلي : " ما مدى مساهمة ظاهرة العدوى المالية في انتقال أزمة الرهن العقاري (2007-2008) وهل هناك دليل على حدوث عدوى لهذه الأزمة باتجاه دول شمال إفريقيا والشرق الأوسط (MENA) ؟ "

وكان الهدف منها:

- مناقشة المفاهيم المتعلقة بهذا الموضوع، ومحاولة إزالة الغموض المرتبط خاصة بمفهوم العدوى وتقديم إطار نظري يوضح أهم الآليات المسؤولة عن الحدوث المتزامن للأزمات.

- التطرق لأهم المنهجيات المستخدمة لإختبار العدوى ، ومحاولة توظيفها في إختبار حدوث عدوى لأزمة الرهن العقاري من السوق الأمريكي نحو أسواق دول شمال إفريقيا والشرق الأوسط، وبغرض معالجة الإشكالية تم إستخدام المنهج الوصفي في الجانب النظري ، كما اعتمدت في الجانب التطبيقي لإختبار حدوث العدوى بإستعمال مجموعة من الأد وات القياسية وبالمروع على عدد من الإختبارات، هذا بالإعتماد على برنامجي Eviews 8 و OxMetrices 6.

[1] صفية صديقي، دراسة الإنتقال الدولي للأزمات المالية- اختبار العدوى المالية لأزمة الرهن العقاري نحو دول شمال إفريقيا والشرق الأوسط، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق قاصدي مرباح ورقلة، 2018.

الدراسة الثانية:[1] صياغ رفيقة، 2014، الأزمات المالية العالمية وأثرها على الدول النامية، " أطروحة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، غير منشورة، تخصص تحليل اقتصادي، جامعة أبو بكر بالقايد، تلمسان.

وتمحورت الإشكالية في ما يلي : ما أثر أزمة الرهن العقاري الأمريكية على اقتصاديات دول مجلس التعاون لدول الخليج العربي؟

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

الدراسة الثالثة:[2] محمد الهاشمي حجاج 2012، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية دراسة حالة سوق الدوحة الأوراق المالية خلال الفترة 2007 – 2009 ، مذكرة لإستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية السوق جامعة قاصدي مرباح.

---

[1] صياغ رفيقة، الأزمات المالية العالمية وأثرها على الدول النامية، " أطروحة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، غير منشورة، تخصص تحليل اقتصادي، جامعة أبو بكر بالقايد، تلمسان، 2014

[2] محمد الهاشمي حجاج ، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية دراسة حالة سوق الدوحة الأوراق المالية خلال الفترة 2007 – 2009 ، مذكرة لإستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص م الية السوق جامعة قاصدي مرباح، 2012.

تمحورت الإشكالية في: ما مدى تأثير الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية في ظل العولمة المالية وإنفتاحها على الأسواق المالية العربية ؟

وهدفت الدراسة إلى تبيان البوادر الأولية لأزمة الرهن العقاري الأمريكية، و التعرف على تداعيات الأزمة المالية العالمية و الحلول التي طرحت للخروج منها بعد محاولة الأحاطة بمختلف الجوانب النظرية المتعلقة بالسو ق المالية، وكذا محاولة اختبار فيها إذا كان هناك أثر لهذه الأزمة على أداء سوق الدوحة للأوراق المالية، والقطاعات العاملة فيه .

وتم إتباع المنهج الوصفي في الدراسة إلى جانب عدة أساليب إحصائية .

وخلصت الدراسة إلى أن الأزمة المالية أثرت على الدول العربية وبدرجا ت متفاوتة، إذ أن دول مجلس التعاون الخليجي قد تأثرت بشكل أكبر بحكم الصلات و الروابط الوثيقة التي تربطها بالاقتصاد الرأسمالي العالمي .

وأن الأزمة المالية العالمية انعكست بآثارها على أداء سوق الدوحة للأوراق المالية، نتيجة لانخفاض مؤشر السوق المرجح بالقيمة السوقية للأسهم القابلة للتداول .

وإن الانعكاس الأكبر للأزمة المالية العالمية كان في قطاعي البنوك و التأمين في سوق الدوحة للأوراق المالية وأن للاستثمار الأجنبي غير المباشر دور في التأثير على أداء أسواق الأوراق المالية العربية، إذ لعبت هذه الاستثمارات دور في إظهار الآثار السلبية للأزمة المالية .

الدراسة الرابعة: نسمية حاج موسى، 2009 الأزمات المالية الدولية وأثرها على الأسواق المالية العربية "رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية غير منشورة، تخصص اقتصاديات مالية و بنوك جامعة بومرداس .

وتمحورت إشكالية البحث حول : ماهي وضعية الأسواق المالية العربية في ظل الأزمات المالية الدولية بصفة عامة وأزمة الرهن العقاري بصفة خاصة ؟

وهدفت الدراسة إلى محاولة التعرف على الأزمات المالية الدولية وعلاقتها بالأسواق المالية العربية وإبراز مدى انفتاح الأسواق المالية العربية، ومن ثم مدى إمكانية انتقال عدوى الأزمات المالية اليها وكذا الكشف عن وضعية الأسواق المالية العربية في ظل الأزمات المالية الدولية، وذلك باستخدام المنهج الوصفي و التحليلي و دراسة حالة، وخلصت الدراسة إلى أن توريق قروض الرهن العقاري أي تحويل الخطر المالي من عون اقتصادي الى مستثمرين وبيعها في البورصات في مختلف انحاء العالم سببا في انتقال عدوى أزمة الرهن العقاري الى مختلف الدول وحتى الى بعض الدول العربية .

وكذالك أشارت النتائج كون أن دول مجلس التعاون الخليجي كانت من أكثر الدول العربية تأثرا بأزمة 2008 نتيجة الروابط الكبيرة بينها وبين البورصات المتقدمة، كما أن الأسواق المالية العربية هي امتداد للأسواق المالية الدولية، وهو ما جعلها تتأثر بالأزمة المالية العالمية .

الدراسة الخامسة: [1] دليلة بن خدة 2018 ، "أثر الصدمات المالية على أداء الأسواق المالية : دراسة حالة سوق المغرب خلال أزمة الرهن العقاري 2007- 2008" مذكرة مقدمة لإشكال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي تخصص مالية مؤسسة جامعة قاصدي مرباح ورقلة.

وتمحورت أشكاله البحث كما يلي : "ما مدى تأثير عدوى أزمة الرهن العقاري على أداء سوق المال المغربي" ؟

[1] دليلة بن خدة 2018 ، "أثر الصدمات المالية على أداء الأسواق المالية : دراسة حالة سوق المغرب خلال أزمة الرهن العقاري 2007- 2008" مذكرة مقدمة لإشكال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي تخصص مالية مؤسسة جامعة قاصدي مرباح ورقلة.

وهدفت الدراسة إلى إظهار أثر إنتقال عدوى أزمة الرهن العقاري الى الأسواق المالية، كما يهدف إلى اختبار وجود أثر لعدوى أزمة الرهن العقاري على أداء سوق المال المغربي، وتم اعتماد المنهج الوصفي واستخدام سلاسل العوائد لقيم المؤشرات وفقا لإختبار السببية لغرانجر وتم معالجة المعطيات التي تم الحصول عليها بالإعتماد على البرنامج الإحصائي "eviews"

وخلصت النتائج إلى أن ألية توريق القروض من أهم الأسباب التي أدت إلى إنتقال عدوى أزمة الرهن العقاري لمختلف الأسواق المالية الدولية، وكذالك اختلاف أثار الأزمة المالية العالمية 2008 من سوق مالي لآخر حسب درجة إرتباطه بالسوق المالي الأمريكي.

الفرع الثاني : الدراسات باللغة الأجنبية

الدراسة الأولى: [1]

Taoulimustafakamal ,krimabdelkarim :" Impact de la crise financière internationale sur l'économie réelle des pays maghrébins et enjeux de développement" , journal ro’ aiqtissadia ,issue 16 , 2013 université EchahidHammaLakhder , Eloued.

تهدف إلى دراسة قنوات و أثار الأزمة المالية الدولية على الإقتصاد الحقيقي لدول المغرب العربي، من خلال تحليل بيانات الإحصائيات المالية، وفقا لنموذج الإنحذار التجميعي، لثلاث دول

---

[1] Taoulimustafakamal ,krimabdelkarim" Impact de la crise financière internationale sur l'économie réelle des pays maghrébins et enjeux de développement " , journal ro’ aiqtissadia ,issue 16 , université EchahidHammaLakhder , Eloued2013 .

مغاربية (الجزائر، تونس، المغرب) خلال الفترة 1980 – 2010 وخلصت الدراسة إلى أن آثار الأزمة قد انتشرت إلى بلدان المغرب العربي من خلال التجارة الخارجية و الاستثمار الأجنبي المباشر.

الدراسة الثانية :[1]

AtishKumarDash ,HrushikeshMallick, Contagion affect of global Financial crises on stock mark et in india (central university of southebihar)

وتهدف هذه الدراسة الى البحث ما إذا كانت تأثيرات الع دوى موجودة في سوق الأسهم الهندي خلال الأزمة المالية التي نشأت في الولايات المتحدة الأمريكية وتم إستخدام عوائد الأسهم في السوق البحرين للأوراق المالية وناسداك كممثلين للأسواق الهندية و الأمريكية على التوالي لقياس درجة معاملات الارتباط المتغيرة بمرور الوقت .

وخلصت الدراسة (بعد النتائج التجريبية) أن هناك زيادة كبيرة في متوسط معامل الإرتباط بين الأسواق في فترات الأزمة مقارنة بما قبل الأزمة وهذا يثبت وجود عدوى بين الولايات المتحدة والأسواق الهندية.

الدراسة الثالثة :

Bong–han kim and HyeongWookim "spillover affects of the U – S financial crises on Financial marcet in emerging asien countries "2011, articlssrn électronique journal issue 39 auburn university .

[1] AtishKumarDash ,HrushikeshMallick, Contagion affect of global Financial crises on stock mark et in india (central university of southebihar)

تهدف إلى دراسة قنوات انتشار عدوى الأزمة المالية الأمريكة الى الأسواق المالية لخمسة دولة أسيوية ناشئة هي اندونيسيا ، كوبا، الفلبين، تايلاند و تايوان بإستخدم نموذج Garsh، لتقدير الارتباطات الشرطية للعوائد المالية للولايات المتحدة الأمريكية وخمس دول أسيوية ناشئة، ونتج عن هذه الدراسة أن الأزمة المالية الأمريكية لعام 2008، كان لها تأثير جوهري على الدول الأسيوية ا لناشئة لكونها ضعيفة أمام الصدمات الخارجية، كما أن هناك تأثير كبير للأزمة على سوق الصرف الأجنبيبي مقارنة بسوق الأسهم .

الدراسة الرابعة:[1]

Julie Viengsavanhsengsay , " la crise financière de 2008 la volatilité des marchés boursiers canadien et américain " 2013 Mémoire de la maitrise en économique , université du QuébecaMontrél .

تهدف إلى دراسة التقلبات في سوق الأسهم الكندية و الأمريكية خلال أزمة 2008، وذلك باستخدام نموذج Garsh ، خلال الفترة الممتدة من 2005/01/01 إلى 2010/07/31، وخلصت الدراسة إلى أن هناك انتقا ل للأزمة المالية العالمية 2008 من الأسواق المالية الأمريكية إلى الأسواق المالية الكندية، وذلك من خلال زيادة حجم الارتباطات بين الدولتين خلال فترة الأزمة.

---

[1]Julie Viengsavanhsengsay , " la crise financière de 2008 la volatilité des marchés boursiers canadien et américain " Mémoire de la maitrise en économique , université du QuébecaMontrél2013

المطلب الثاني : مقارنة الدراسات السابقة بالدراسة الحالية

بعد عرضنا لمجموعة من الدراسات السابقة سواء باللغة العربية أو الأجنبية سنقوم بمقارنة هذه الدراسات مع الدراسة الحالية وذلك على النحو التالي :

1 - اختلفت جميع الدراسات من حيث العينة المدروسة ما بين الأسواق المالية الخليجية والأسواق المالية الأمريكية و الأسواق المالية للدول الناشئة والأسواق المالية الهندي ة وعينة من الدول المغاربية وكذلك السوق المالي المغربي في حين اقتصرت الدراسة الحالية على السوق المالية التونسي .

2 - اعتمدت الدراسة الطالبة دليلة بن خدة على اختبار العلاقة السببية بين مؤشر Masi للسوق المالي المغربي و مؤشر s&p500 للسوق المالي الأمريكي، مثل ما هو معتمد عليه في الدراسة الحالية إلا أن الإختلاف في أن الدراسة الحالية تطبق على السوق المالي التونسي .

أما باقي الدراسات سواء باللغة العربية أو اللغة الأجنبية لم تعتمد في طريقة المعالجة على اختبار السببية لغرانجر، بل اختلفت الطرق مابين المنهج التحليلي ومنه ج دراسة حالة بالإضافة إلى الأساليب الإحصائية، ومنها من استخدم نموذج Garch.

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

4 - هناك اختلاف ملحوظ في الحدود الزمنية من دراسة إلى أخرى فبالنسبة لدراسة دليلة بن خدة كانت لسنتين ودراسة محمد الهاشمي حجاج كانت لثلاث سنوات، ودراسة Julie

Véngsavanh ستة سنوات، ودراسة Taoulimustafakamalkrimabdlkarim لـ 30 سنة، أما الدراسة الحالية ودراسة Julie Véngsavanh ستة سنوات فكانت لـ ستة سنوات.

خلاصة الفصل:

تم التطرق من خلال هذا الفصل لعدوى الأزمات المالية، وذلك من خلال عرض بعض المفاهيم وكل ما يتعلق بالأزمة المالية بصفة مختصرة، واتضح لنا أن هناك ارتباط بين الأسواق المالية الدولية فيما بينها، ساهم في انتقال عدوى الأزمات المالية عبر مختلف القنوات مثل الصدمات المشت ركة والروابط المالية وسلوك القطيع الذي يؤثر على المستثمرين المحليين في الأسواق المالية الدولية.

الفصل الثاني

تمهيد:

بعد تناولنا في الفصل الأول لعدوى الأزمات المالية ومحاولة تطرقنا لكل ما يتعلق بها، سنحاول في الجانب اختبار عدوى أزمة الرهن العقاري على أداء سوق المال التونسي خلال الفترة 2007-2008.

من خلال اختبار العلاقة السببية بين كل من مؤشر **S&p500** لبورصة نيويورك ومؤشر **tunindex** لبورصة الأوراق المالية بتونس، وقمنا بتقسيم هذا الفصل كما يلي:

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

المبحث الثاني : نتائج إختبار عدوى أزمة الرهن العقاري على أداء سوق المال التونسي ومناقشتها.

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

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

المطلب الأول: تقديم عام لسوق المال التونسي

حتى نتمكن من التوصل إلى نتائج في دراستنا سنقوم بتقديم عام لسوق المال التونسي في هذا المطلب، وهذا من خلال عرض مجتمع وعينة الدراسة التي تم اعتمادها للإجابة على إشكالية البحث واختبار الفرضيات.

الفرع الأول: مجتمع الدراسة وعينتها.

حيث يتمثل مجتمع الدراسة في كل من بورصة تونس وبورصة نيويورك

1 – بورصة تونس: وهي شركة خفية الإسم يشارك فيها بالتساوي الوسطاء بالبورصة، تتمثل مهمتها الأساسية في التسيير التقني لسوق الأوراق المالية والبث في إدراج الشركات.[1]

وتعود أولى التجارب في مجال البورصة عند إنشاء مكتب التصفية والمقايضة والذي استمر نشاطه كمثيله في المغرب من 1937 إلى 1945، فقد شهدت هذه الفترة أول إصدار رسمي للأوراق المالية (سند قرض عقاري) في السوق المحلي من طرف شركة فرنسية عام 1939، وهذا يعد مؤشرا ولو مبدئي لظهور سوق ثانوي . في عام 1945، تم إنشاء مكتب تسعير القيم المنقولة OTCVM نتيجة لتحسين الأوضاع.

---

[1] http://www.bvmt.com.tn/AR/documentation/trading system /functioning.html (13/06/2019)(18:55)

كما عرفت تونس ظاهرة عقد الصفقات في البورصة في العهد الإستعماري قبل استقلالها سنة 1956.[1]

لكن الفترة الممتدة من الاستقلال وحتى سنة 1968 ، فقد توقفت بورصة تونس عن العمل. وفي سنة 1969 أنشأت البورصة كسوق منظمة وكجهة رقابية وتنفيذية في آن واحد بموجب القانون 13-69 المؤرخ في 1969/02/27 كمؤسسة عمومية ذات طابع تجاري تتمتع بالشخصية المدنية والاستقلال المالي وتخضع لإشراف كاتب الدولة للتخطيط والاقتصاد، وكان هذا في ظل السياسة الاقتصادية العامة التي تعطي أهمية كبيرة للقطاع الخاص ومع بداية وضع أسس نظام اقتصادي يعتمد على آليات السوق.

كما قامت السلطات التونسية بنشر أول قانون للاستثمارات، وأعلنت عن إعادة انطلاق بورصة تونس للقيم المنقولة BVMT في ماي 1970، كأول تاريخ لأول تسعيرة وتداول للقيم المنقولة بها . ثم بصدور القانون رقم 1988/13 بدأت سوق القيم المنقولة تمارس نشاطها كسوق منظمة في 1989، وتتولى مراقبة أسواق الأوراق المالية وتنظيم وإدارة السوق، والتحقق من سلامة التعامل فيها.[2]

2 - بورصة نيويورك: تأسست عام 1792، تقع في مدينة نيويورك شارع وول ستريت، وهي أكبر سوق لتبادل الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية، من حيث تعاملاتها بالدولار وثاني أكبر بورصة من حيث عدد الشركات المدرجة أو ما يعرف بالرسملة السوقية، فهي أكبر بخمس أضعاف عن الشركة المدرجة في سوق نازداك.

حيث تضم بورصة نيويورك أسهم لـ 2764 شركة (مقابل نحو 3200 في بورصة نازداك)، وقيمة سوقية إجمالية لأسهم الشركات فيها بنحو 25 تريليون دولار بنهاية 2006.

[1] http://www.bvmt.com.tn/AR/documentation/(13/06/2019)(19:01)

[2] بن أعمر بن حاسين، "فعالية الأسواق في الدول ال نامية – دراسة قياسية- " أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، جامعة أبي بكر بالقايد، تلمسان،2013، ص 158

وقد اندمجت مجموعة بورصة نيويورك مع البورصة الأوروبية " يورونكست" لتشكيل Nyse Euronext والتي أصبحت بذلك أول سوق عالمي للأوراق المالية، تحوي بورصة نيويورك على عدة مؤشرات منها مؤشر داو جونز الصناعي، ومؤشر **S&p500** لأكبر 500 شركة مالية أمريكية.[1]

وتم استخدام بيانات يومية لسلاسل العوائد للفترة الممتدة من 2007 إلى سنة 2015، لكل من مؤشر **S&p500** للسوق المالي الأمريكي ومؤشر **tunindex** للسوق المالي التونسي.

<u>الفرع الثاني: متغيرات الدراسة</u>

حددت متغيرات الدراسة كما يلي:

المتغير التابع: يتمثل في مؤشر **tunindex** للسوق المالي التونسي، وقد إعتمدنا على أسعار الإقفال اليومية للمؤشر للفترة من 2005/01/03 إلى غاية 2010/05/31.

المتغير المستقل: أزمة الرهن العقاري معبر عنها بالمؤشر الأمريكي **S&p500**

<u>الفرع الثالث: طريقة جمع البيانات</u>

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

- الموقع الإلكتروني لبورصة تونس.
- الموقع الإلكتروني لبورصة نيويورك.

المطلب الثاني: إختبار عدوى أزمة الرهن العقاري

لتحليل دراستنا تم الإعتماد على الإختبار التالي:

[1] http://www.hyse.com (13/06/2019) (20 :02 h) الموقع الالكتروني لبورصة نيويورك

إختبار السببية لغرانجر 1969 (Granger causality test):

يستخدم إختبار غرانجر (Granger) في التأكد من مدى وجود علاقة تغذية مرتدة أو إسترجاعية أو علاقة تبادلية بين متغيرين، وذلك في حالة وجود بيانات سلسلة زمنية.

وتعد مساهمة Granger الأبرز بين باقي الدراسات التي تعرضت لمفهوم السببية، وطبقا له إذا كان لدينا سلسلتان زمنيتان تعبران عن تطور ظاهرتين اقتصاديتين مختلفتين عبر الزمن t وكانت السلسلة Y_t تحتوي على المعلومات التي من خلالها يمكن تحسين التوقعات بالنسبة للسلسلة X_t في هذه الحالة نقول إن المتغير Y يسبب المتغير X، إذا نقولعن متغير أنه سبب فيما إذا كان يحتوي على معلومات تساعد على تحسين التوقع لمتغير آخر . ومن المشاكل التي توجد في هذه الحالة هو أن بـيانات السلسلة الزمنية لمتغير ما كثيرا ما تكون مرتبطة، أي يوجد ارتباط ذاتي بين قيم المتغير الواحد عبر الزمن، ولاستبعاد أثر هذا الإرتباط الذاتي يتم إدراج قيم نفس المتغير التابع لعدد من الفجوات الزمنية كمتغيرات تفسيرية في العلاقة السببية المراد قياسها، يضاف ل ها كذلك قيم المتغير التفسيري لعدد من الفجوات الزمنية كمتغيرات تفسيرية في العلاقة السببية المراد قياسها، يضاف لها كذلك قيم المتغير التفسيري لعدد من الفجوات الزمنية كمتغيرات تفسيرية أيضا، وذلك باعتبار أن السبب يسبق النتيجة في الزمن.

بناءا على ما سبق يتطلب اختبار السببية لغرانجر تقدير العلاقتين التاليتين:

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

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

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

وتتمثل خطوات إختبار غرانجر فيما يلي:[1]

أ – تقدير الصيغة المقيدة: ونقصد بها المعادلة:

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

التي تفرض أن يكون $\sum_{i=1}^{p} \varphi_i = 0$ في المعادلة رقم (1)، بمعنى أن المتغير X لا يؤثر على المتغير Y ، ثم نحصل على مجموع مربعات البواقي المقدرة المستخرجة من معادلة الصيغة المقيدة (3): $\sum \hat{\varepsilon}_{1t}^{2}$

ب – تقدير الصيغة غير المقيدة: التي تتمثل في المعادلة رقم (1) ، ومن ثم نستطيع الحصول على مجموع مربعات البواقي المقدرة المستخرجة من معادلة الصيغة غير المقيدة (1): $\sum \hat{\varepsilon}_{1t}^{2}$

جـ – اختبار فرض العدم التالي: $\sum_{i=1}^{p} \varphi_i \; H_0 = 0$

من أجل ذلك يجب حساب إحصائية فيشر (4) $FC = \frac{(\sum \hat{\varepsilon}_{1t}^{2} - \Sigma \hat{\mu}_{1t}^{2})/P}{\Sigma \hat{\mu}_{1t}^{2} \; /(n-k)}$

حيث n : حجم العينة، k : عدد المعالم المقدرة في الصيغة غير المقيدة، n–k : درجات الحرية للصيغة غير المقيدة ثم نقوم بمقارنة F_c المحسوبة مع F_t المجدولة حيث إذا كانت

$F_t < F_c$ نرفض الفرضية الصفرية ونقبل الفرضية البديلة.

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

[1] شفيق عريش، عثمان نقار، رولي شفيق إسماعيل، إختبارات السببية والتكامل المشترك في تحليل السلاسل الزمنية، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، العدد 05، 2011، ص 82،83.

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

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

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

وتتلخص مراحل الدراسة فيما يلي:

<u>المرحلة الأولى:</u> معالجة البيانات

ويتم ذلك من خلال تحويل سلاسل الأسعار لكلا المؤشرين إلى سلاسل عوائد وذلك باستخدام العلاقة التالية:

$$r_{t=\ 100\%} \times In(\frac{p_i}{p_{t-1}})$$

<u>المرحلة الثانية:</u> الدراسة الوصفية لمتغيرات الدراسة

ويتم فيها إستخراج كل الإحصائيات الوصفية والمتمثلة في المتوسط الحسابي، الوسيط، أعلى قيمة، أدنى قيمة، الانحراف المعياري من البرنامج الإحصائي **eviews 9.0** .

<u>المرحلة الثالثة:</u>إختبار التوزيع الطبيعي

لمعرفة ما إذا كانت سلسلتي العوائد تتوزع توزيعا طبيعيا، وذلك بالإستعانة بكل من اختبار التناظر والتفرطح والإلتواء.

المرحلة الرابعة: دراسة الإستقرارية

إن عدم إستقرار السلاسل الزمنية يرجع لوجود جذر الوحدة، ومن أشهر الإختبارات جذر الوحدة اختبار ديكي – فولر المطور (ADF ,1981).

المبحث الثاني : نتائج إختبار عدوى أزمة الرهن العقاري على أداء سوق المال التونسي ومناقشتها

بعد تطرقنا في المبحث السابق إلى إختبار السببية لغرانجر، وبعد تحديد متغيرات الدراسة سنقوم في هذا المبحث بعرض أهم النتائج المتوصل إليها مع تحليلها ومناقشتها.

المطلب الأول : اختبار العلاقة بين مؤشر tunindex(tunisia) لتونس و مؤشر الأمريكي لبورصة واشنطن

سيتم في هذا المطلب عرض النتائج المتحصل عليها ومناقشتها حتى يتسنى لنا محاولة الإجابة على الإشكالية المطروحة، وهذا ما سيتم تقديمه في هذا المطلب.

1 - نتائج الدراسة الوصفية :

الجدول (2-1) نتائج الدراسة الوصفية

القيم	Tunindex(tunisia)	S&p500
الوسط الحسابي	2682.236	1225.372
الوسيط	2596.450	1250.560
أعلى قيمة	4955.660	1565.150
أدنى قيمة	1304.780	676.5300
الانحراف المعياري	938.6783	195.7767
معامل الالتواء	0.595948	-0.538392
معامل التفرطح	2.671328	2.659720
Jarque	89.87134	74.97420
	0.00000	0.00000
Adf	0.9998	0.7089
	0.00000	0.000000

المصدر : من اعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات eviews 9.0

توضح لنا النتائج الدراسة الوصفية في الجدول أعلاه التذبذبات الي تحصل في سلستي العوائد لكل من مؤشر (tunindex(tunisia ومؤشر s&p500 وذلك من خلال اكبر قيمة واقل قيمة ومتوسط هذه القيم وانحرافها المعياري وتبين لنا كذلك ما ادا كانت سلاسل العوائد الموزعة توزيعا طبيعيا وذلك من خلال مقارنة قيم مستخرجة من الرسم البياني مع قيم توزيع طبيعي وممثلة في معامل تفرطح والذي يجب ان تكون تساوي ثلاثة ومعامل الالتواء معدوما واحصائية jardquebera أقل من القيمة الحرجة لتوزيع كاي تربيع .

كما تشير نتائج الدراسة الى ان ال قيم الاحتمالية لاختبار جذر الوحدة adf لكل من سلستي العوائد لمؤشر tunindex (tunisia) و مؤشر s&p500 اكبر من 5%، وهذا ما يدل على عدم استقرار السلسلتين، وبعد اجراء حساب الفروقات من الدرجة الأولى كانت نتائج الاحتمال لاختبار adf اقل من 5 % وعليه فان السلسلتين مستقرتين .

2 - <u>نتائج اختبار السببية</u> :

الجدول رقم (2-2) نتائج اختبار السببية :

الفرضية الصفرية	قيمةF المحسوبة	الاحتمال *prob
لاTunindex(tunisia) تسبب s&p500	3.866983	0.0211
لا يسبب s&p500 tunindex(tunisia)	20.7172	1.E-09

المصدر : اعداد الطلبة اعتمادا على مخرجات EVIEWS 9.0

تشير نتائج الجدول أعلاه الى ان القيمة الاحتمالية لفيشر لمؤشر (tunisia)tunindex اقل من 0.05 وعلية نرفض الفرضية الصفرية ونقبل الفرضية البديلة .

اما القيمة الاحتمالية لفيشر لمؤشر s&p500 اكبر من 0.05 وعلية نقبل الفرضية الصفرية ونرفض الفرضية البديلة .

المطلب الثاني: تحليل ومناقشة النتائج المتوصل اليها

سنقوم في هذا الجزء بتحليل النتائج المتوصل اليها باستخدام اختبار السببية وذلك كما يلي :

1: تحليل نتائج الدراسة الوصفية :

اعتمادا على نتائج الرداسة الوصفية من الجدول (2-1) نلاحظ ان :

- قيم عوائد سلسلة مؤشر tunindex (tunisia) خلال فترة الدراسة كانت محصورة بين أعلى قدرت ب 4955.660 وأقل قيمة قدرت ب 1304.780 وبمتوسط حسابي 2682.836 وانحراف معياري 938.6783 ،بما ان قيمة الانحراف المعياري مرتفعة بشكل كبير و فرق الزمن الكبير بين اعلى واقل قيمة يدل على وجود الأسواق المالية في حالة مس تقرة خلال فترة الدراسة .

- قيم عوائد سلسلة مؤشر S&P500 خلال فترة الدراسة كانت محصورة بين أعلى قدرت ب 1565.150 وأقل قيمة قدرت ب 676.5300 وبمتوسط حسابي 1225.372 وانحراف معياري 195.7767 ، بما ان قيمة الانحراف المعياري مرتفعة بشكل كبير و فرق الزمن الكبير بين ا على واقل قيمة يدل على وجود الأسواق المالية في حالة مستقرة خلال فترة الدراسة .

- قيمة معامل التفرطح مساوية ل 2.671328 وهي اقل من 3 ومعامل التواء دو قيمة موجبة 0.595948 وهدا ما يفسر بان التوزيع سلسلة العوائد لمؤشر tunindex (tunisia) توزيع غير طبيعي والقيمة الإ حتمالية ل jarque-bera 0.00000 تثبت دلك لانها اقل من مستوى معنوية 5 % .

- قيمة معامل التفرطح مساوية ل 2.659720 وهي اقل من 3 ومعامل التواء دو قيمة سالبة 0.538392- وهدا ما يفسر بان التوزيع سلسلة العوائد لمؤشر S&P500 توزيع غير طبيعي والقيمة الإحتمالية ل. jarque-bera 0.0000 تثبت دلك لانها اقل من مستوى معنوية 5 % .

تشير نتائج الدراسة الى ان القيمة الاحتمالية لاختباري جذر الوحدة لديكي – فورط المطور اكبر من 5% بمعنى ان سلسلتي العوائد لكل من المؤشر tunindex(tunisia) و مؤشر S&P500 غير مستقرين ، لكن بعد حساب الفر وق من الدرجة الأولى أظهرت نتائج احتمال ADF قيم اقل من 5% وهذا يدل على استقرار السلستين عند هذا المستوى .

2: تحليل نتائج اختبار السببيۃ

بعد حدوث صدمة في سوق ما تنتشر موجة من الخوف بين المستثمرين مما تؤثر على سلوكياتهم تجعلهم في حالة منافية لما كانوا عليه في فترة الاستقرار، هذا ما يحدث اضطراب في أغلب الأسواق حتى تلك التي تربطها علاقة ضعيفة مع سوق الأزمة،

إلا أن نتائج الجدول 02 تشير الى قبول الفرضية البديلة و رفض الفرضية الصفرية في الحالة الأولى أي ان مؤشر tunindex (tunisia) يسبب مؤشر S&P500 ، والى قبول الفرضية الصفرية ورفض الفرضية البديلة في الحالة الثانية أي ان مؤشر S&P500 لا يسبب مؤشر tunindex (tunisia) .

فالعلاقة ليست تبادلية بين المؤشرين، وهو ما يفسر لنا عدم تأثر بورصة تونس للأوراق المالية بعدوى الأزمة المالية ا لعالمية 2008 بعد إنهيار البورصات الأجنبية وخاصة البورصة الأمريكية، نتيجة لإنخفاض مؤشرات بورصة "وول ستريت"، ولعل ذلك يعود لقرار الرئيس التونسي في أفريل 2008، حيث

قام بتثبيت معدلات الفائدة بهدف المحافظة على قدرة الأسر على تسديد ديونها وتفادي إرتفاع معدلات الفائدة في المستقبل مثلما حدث في الولايات المتحدة الأمريكية.

كما أن مؤشر tunindex (tunisia) يسبب مؤشر S&P500، ما هي إلا نتيجة إحصائية ولا يمكن تطبيقها عمليا لأن سوق المال التونسي من الأسواق المالية التي تصنف ضمن الأسواق الأقل انفتاحا على سوق المال الأمريكي.

خلاصة الفصل:

بعد قيامنا باختبار عدوى أزمة الرهن العقاري على أداء سوق المال التونسي خلال الفترة 2007-2008. من خلال اختبار العلاقة السببية بين كل من مؤشر **S&p500** لبورصة نيويورك ومؤشر **tunindex** لبورصة الأوراق المالية بتونس للفترة من 2005/01/03 إلى غاية 2010/05/31 بإستخدام سلاسل العوائد، وبالإعتماد على البرنامج الإحصائي **EVIEWS 9.0**.

بعد اختبار العلاقة السببية بين المؤشرين تم عرض نتائج الاختبار وتحليلها ، تبين لنا وجود علاقة سببية ذات اتجاه واحد بين المتغيرين خلال فترة الدراسة.

الخاتمة

خاتمة :

تعتبر أسواق الأوراق المالية أحد الآليات لتجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية، فهي تؤدي دور الوسيط بين المستثمرين وبين الجهات المصدرة للأوراق المالية، كما تمنح من جهة أخرى للأفراد وصغار المستثمرين فرصا متنوعة لتوظيف مدخراتهم كما تسهل للمنشآت إيجاد مصادر تمويل متنوعة، إذ يتم تداول في هذا السوق العديد من الأدوات المالية، بنص التعليمة كالأسهم والسندات بمختلف أنواعها . فمنها الحديثة التي تم ابتكارها تماشيا مع المستجدات والتطورات في القطاع المالي كالمشتقات المالية، كما تنقسم سوق الأوراق المالية إلى سوقين فرعيين هما السوق الأولى الذي تصدر فيه الأوراق المالية لأول مرة والسوق الثانوي الذي تتداول فيه الأوراق المالية، ويتيح السيولة لأصحاب الأوراق المالية عند الحاجة.

إن الأزمة المالية العالمية الأخيرة التي عرفها الاقتصاد العالمي تعتبر أحد أسوأ الأزمات خطرا لعالميتها فقد طالت الأزمة كل دول العالم بما فيها الدول العربية، هذه الأخيرة اختلفت درجة تأثرها من دولة لأخرى حيث أثرت بدرجة كبيرة على الدول ذات الانفتاح الاقتصادي والمالي الكبيرين، في حين نجد بعض أسواق الأوراق المالية العربية لم تتعرض للأزمة، وترجع ذلك إلى قلة عدد الشركات المدرجة وصغر حجم التداول فيها.

لذا جاءت دراستنا لاختبار عدوى أزمة الرهن العقاري على أحد هذه الأسواق ألا وهو السوق المالي التونسي، ومن خلال ذلك توصلنا إلى النتائج التالية :

أولا – نتائج الدراسة :

تتلخص أهم النتائج التي تم التوصل إليها فيما يلي :

- تعتبر آلية توريق القروض من أهم الأسباب التي أدت إلى انتقال عدوى الرهن العقاري للأسواق المالية الدولية.
- السبب الرئيسي في تراجع البورصات العربية يعود لإتباعها لسلوك القطيع.
- تختلف آثار الأزمة العالمية 2008 من سوق لآخر حسب درجة ارتباطه بالسوق المالي الأمريكي.

- أشارت نتائج اختبار السببية إلى وجود علاقة سببية ذات اتجاه واحد بين مؤشر Tunindex لسوق المال التونسي ومؤشر S&p500 لسوق المال الأمريكي

ثانيا – نتائج اختبار الفرضيات :

- تحدث العدوى المالية عندنا بتأثر سوق مالي تأثير سلبي عن التغير في أسعار الأسهم لسوق مالي في دولة أخرى وهذا ما يوافق الفرضية الأولى.

أما فيما يخص الفرضية الثانية فقد تبين لنا أن أثر الأزمة المالية العالمية 2008 تختلف من سوق لآخر حسب درجة ارتباطه بالسوق المالي الأ مريكي، وهذا يثبت صحة الفرضية من خلال توضيح أثر الأزمة المالية 2008 على عينة من الأسواق المالية الدولية.

من خلال نتائج اختبار العلاقة السببية بين مؤشر S&p500 لسوق المال الأمريكي اتضح لنا وجود علاقة سببية ذات اتجاه واحد بين المؤشرين.

بالنسبة للفرضية الرابعة فقد توصلنا إلى عدم تأثر سوق المال التونسي بعدوى أزمة الرهن العقاري وهذا ما تبينه نتائج اختبار السببية.

ثالثا – توصيات الدراسة :

من خلال هذا البحث نحاول اقتراح بعض التوصيات التي تعتقد أنها تساعد الأسواق المالية العربية على مواجهة ما قد تتعرض له من أزمات مالية، تتمثل هذه التوصيات في ما يلي :

- ضرورة عدم السماح لنشوء أسواق موازية في الدول العربية تكون خارج سيطرة الأسواق المالية نظرا لما تشكله هذه الأسواق من بيئة مناسبة لظهور الأزمات.
- وضع نظم عربية موحدة لوقف عمليات المضاربة في الأوراق المالية.
- أهمية وجود الشركات صانعة السوق في الأسواق المالية لخلق التوازن ومنع حدوث الكوارث المالية فيها.
- ضرورة التكفل والتعاون الاقتصادي والمالي بين الأقطار العربية وتنمية وتطوير أسواق الأوراق المالية العربية والاستعداد والوقاية من حدوث الأزمات.
- تطوير هياكل الأسواق المالية لكل بلد عربي على حدى مع محاولة جعل القوانين والإجراءات المستخدمة في كل بلد منسجمة مع بقية البلدان العربية الأخرى.

رابعا – آفاق الدراسة :

في الأخير نرجو من الله أننا ومن خلال هذا العمل قد وفقنا في تحقيق الأهداف المسطرة، عسانا أننا حاولنا توضيح وتقريب كل جزء ولو بسيط من هذا الموضوع و الذي يقودنا إلى فتح آفاق مستقبلية لـ:

– دراسة حالة سوق المال العربي في ظل أزمة الرهن العقاري خلال الفترة المستقبلية.

قائمة الملاحق

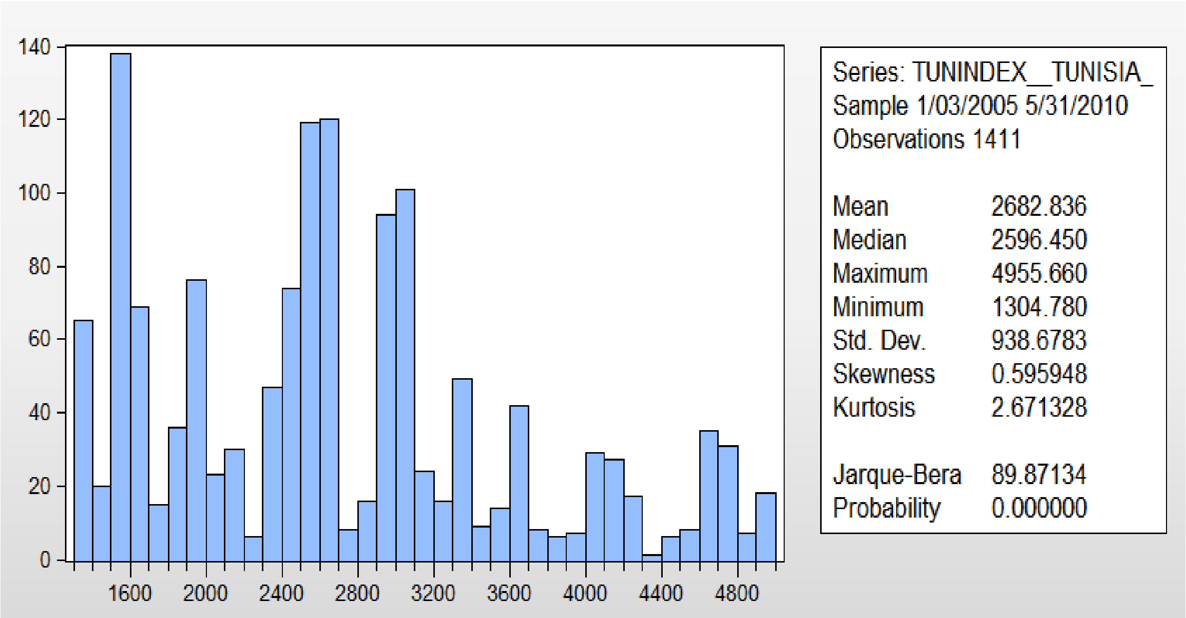
الملحق رقم 01 نتائج اختبار الدراسة الوصفية

	TUNINDEX_...	S_P500
Mean	2682.836	1225.372
Median	2596.450	1250.560
Maximum	4955.660	1565.150
Minimum	1304.780	676.5300
Std. Dev.	938.6783	195.7767
Skewness	0.595948	-0.538392
Kurtosis	2.671328	2.659720
Jarque-Bera	89.87134	74.97420
Probability	0.000000	0.000000
Sum	3785482.	1729000.
Sum Sq. Dev.	1.24E+09	54043182
Observations	1411	1411

المصدر : من إعداد الطالبة

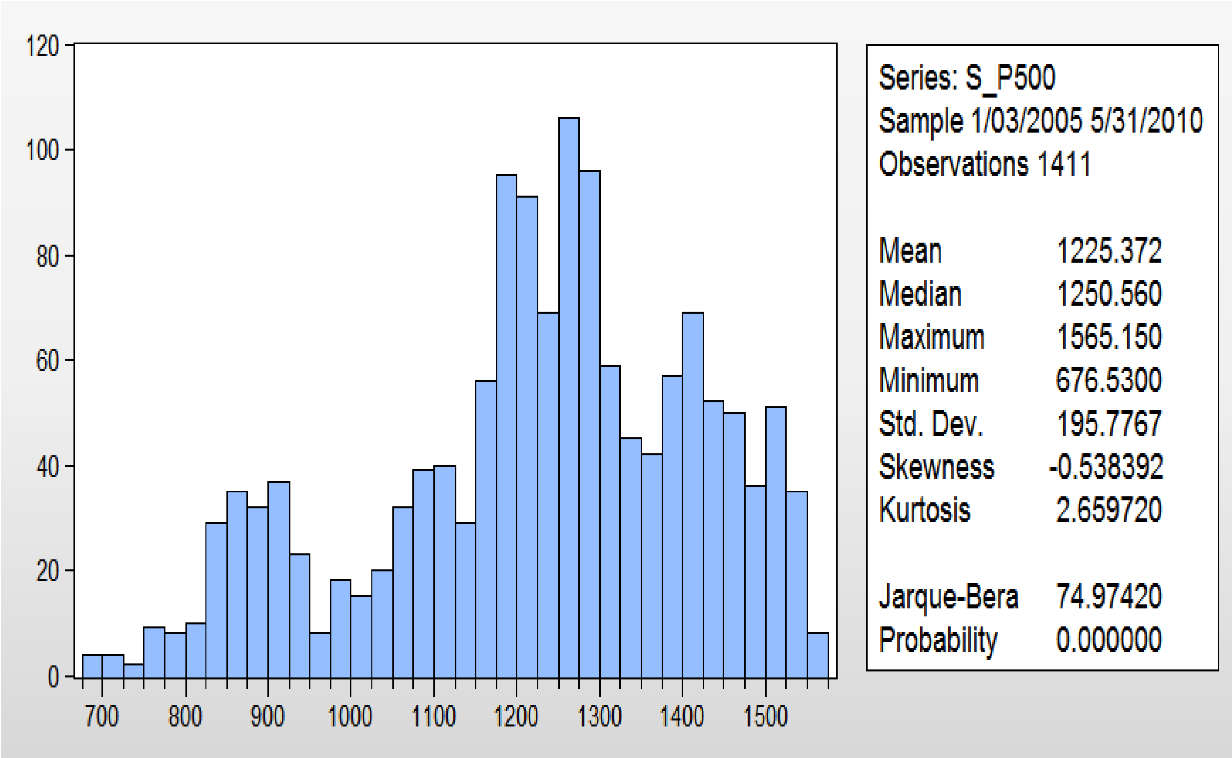
الملحق رقم 02: نتائج اختبار التوزيع الطبيعي

أولا : نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لمؤشر tunindex (tunisia)



المصدر : من إعداد الطالبة

ثانيا : نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لمؤشر s&p500



المصدر : مخرجات برنامج eviews 9.0

الملحق 03 : نتائج اختبار جذر الوحدة

أولا:نتائج اختبار جذر الوحدة لمؤشر tunindex (tunisia)

Null Hypothesis: TUNINDEX__TUNISIA_ has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 4 (Fixed)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		1.835905	0.9998
Test critical values:	1% level	-3.434792	
	5% level	-2.863309	
	10% level	-2.567803	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(TUNINDEX__TUNISIA_)
Method: Least Squares
Date: 06/25/19 Time: 00:41
Sample (adjusted): 1/10/2005 5/31/2010
Included observations: 1406 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TUNINDEX__TUNISIA_(-1)	0.000817	0.000445	1.835905	0.0666
D(TUNINDEX__TUNISIA_(-1))	0.165622	0.026752	6.191109	0.0000
D(TUNINDEX__TUNISIA_(-2))	0.049772	0.027110	1.835892	0.0666
D(TUNINDEX__TUNISIA_(-3))	0.021015	0.027112	0.775119	0.4384
D(TUNINDEX__TUNISIA_(-4))	-0.003905	0.026778	-0.145835	0.8841
C	-0.236456	1.252376	-0.188806	0.8503

R-squared	0.038541	Mean dependent var	2.551380
Adjusted R-squared	0.035107	S.D. dependent var	15.70294
S.E. of regression	15.42483	Akaike info criterion	8.314093
Sum squared resid	333095.7	Schwarz criterion	8.336491
Log likelihood	-5838.807	Hannan-Quinn criter.	8.322464
F-statistic	11.22402	Durbin-Watson stat	1.999549
Prob(F-statistic)	0.000000		

المصدر : من إعداد الطالبة

ثانيا : نتائج اختبار جذر الوحدة لمؤشر s&p500

Null Hypothesis: S_P500 has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 4 (Fixed)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-1.122479	0.7089
Test critical values:	1% level	-3.434792	
	5% level	-2.863389	
	10% level	-2.567803	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(S_P500)
Method: Least Squares
Date: 06/25/19 Time: 00:39
Sample (adjusted): 1/10/2005 5/31/2010
Included observations: 1406 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
S_P500(-1)	-0.002364	0.002106	-1.122479	0.2619
D(S_P500(-1))	-0.147565	0.026745	-5.517562	0.0000
D(S_P500(-2))	-0.088377	0.027026	-3.270097	0.0011
D(S_P500(-3))	0.031121	0.027062	1.149989	0.2503
D(S_P500(-4))	-0.007532	0.026772	-0.281323	0.7785
C	2.814530	2.613671	1.076849	0.2817

R-squared	0.029853	Mean dependent var	-0.068834
Adjusted R-squared	0.026388	S.D. dependent var	15.64134
S.E. of regression	15.43358	Akaike info criterion	8.315227
Sum squared resid	333473.6	Schwarz criterion	8.337624
Log likelihood	-5839.605	Hannan-Quinn criter.	8.323598
F-statistic	8.616134	Durbin-Watson stat	1.999782
Prob(F-statistic)	0.000000		

المصدر : من إعداد الطالبة

الملحق 04: نتائج اختبار السببية

Pairwise Granger Causality Tests
Date: 06/24/19 Time: 23:22
Sample: 1/03/2005 5/31/2010
Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
S_P500 does not Granger Cause TUNINDEX__TUNISIA_	1409	20.7172	1.E-09
TUNINDEX__TUNISIA_ does not Granger Cause S_P500		3.86983	0.0211

المصدر : من إعداد الطالبة

قائمة المراجع

قائمة المراجع:

المراجع باللغة العربية:

الأطروحات ورسائل الماجستير:

1 بن أعمر بن حاسين، "فعالية الأسواق في الدول النامية – دراسة قياسية– " أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، جامعة أبي بكر بالقايد، تلمسان،2013

2 بهية بو كروح ، الأزمة المالية العالمية والإقتصاديات العالمية دراسة تحليلية للأسباب والتداعيات والحلول (2007–2010)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير فرع : نقود ومالية، السنة الجامعية 2011/2010.

3 بوصبيع صالح، التكتلات الاقتصادية في ميزان الأزمة، دراسة في العلاقات السببية بين انتشار الأزمات والتكتل الإقتصادي، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2011.

5 داودي ميمونة، ظهور الأزمات المالية، دراسة أزمة الكساد الكبير (1929–1993) والأزمة الم الية (2007–2008) مذكرة لنيل شهادة الماجستير ، جامعة وهران 2013، 2014.

6 صفية صديقي، دراسة الإنتقال الدولي للأزمات المالية– اختبار العدوى المالية لأزمة الرهن العقاري نحو دول شمال إفريقيا والشرق الأوسط، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق قاصدي مرباح ورقلة، 2018.

7 صياغ رفيقة، الأزمات المالية العالمية وأثرها على الدول النامية، " أطروحة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، غير منشورة، تخصص تحليل اقتصادي، جامعة أبو بكر بالقايد، تلمسان، 2014

8محمد الهاشمي حجاج ، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية دراسة حالة سوق الدوحة الأوراق المالية خلال الفترة 2007 – 2009 ، مذكرة لإستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية السوق جامعة قاصدي مرباح، 2012.

9 نسيمة حاج موسى، الأزمات المالية الدولية وأثرها على الأسواق المالية العربية مع دراسة حالة أزمة الرهن العقاري، خلال الفترة 2007–2008، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات مالية وبنوك، 2008–2009.

مدكرات:

10دليلة بن خدة، أثر الصدمات المالية على أداء الأسواق المالية "دراسة حالة سوق المغرب خلال أزمة الرهن العقاري 2007–2008تخصص مالية المؤسسة جامعة قاصدي مرباح، 2018.

منشورات ومجلات:

11 حازم السيد حلمي عطوة مجاهد، تداعيات الأزمة المالية الحالية عالميا وأثرها على الوطن العربي والمصري المؤتمر العلمي السنوي الثالثع شر حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية.

12 راندال دود، الرهونات العقارية الثانوية : مجسات أزمة، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 44، العدد 4، ديسمبر 2007، واشنطن دي سي، الولايات المتحدة الأمريكية، ص 18 بتصرف.

13شفيق عريش، عثمان نقار، رولي شفيق إسماعيل، إختبارات السببية والتكامل المشترك في تحليل السلاسل الزمنية، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، العدد 05، 2011.

14عبد الرزاق سعيد،ما معنى الأزمة؟ كتاب الأزمة، أسباب و حلول من منظور إسلامي، جدة المملكة العربية السعودية، جامعة الملك عبد العزيز، 2009 .

15 عماد صلاح سلام، إدارة الأزمات في البورصات للأوراق المالية العربية والتنمية المتواصلة، أبو ضبي: شركة أبو ضبي للطباعة والنشر، 2002.

16فريد كورتل، كمال رزيق،" الأزمة المالية: مفهومها، أسبابها و انعكاساتها على البلدان العربية" المؤتمر العالمي الثالث حول : الأزمة ا لمالية العالمية ةانعكاساتها على اقتصاديات الدول– التحديات والآفاق المستقبلية، الأردن، جامعة الإسراء الخاصة بالإشتراك مع كلية بغداد العلوم الاقتصادية، 29/28 أفريل 2009.

17 قدي عبد المجيد، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوام المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة 03، 2006.

18محمد قلي، عدوى انتقال الأزمات المالية: أزمة الرهون العقارية الأمريكية و أزمة الديون السيادية الأوروبية نموذجا، كلية العلوم الإقتصادية، تجارية وعلوم التسيير جامعة بومرداس، مجلة دراسات اقتصادية العدد 27.

19 يوسفات علي، أزمة الرهن العقاري، مجلة العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية، العدد 2009/2، جامعة المسيلة.

المراجع باللغة الفرنسية:

-Alin Bertone et autres , Dictionnaires des sciences économique , Arman colin, 2 Edition , Paris 2007.

-Julie Viengsavanhsengsay , " la crise financière de 2008 la volatilité des marchés boursiers canadien et américain " Mémoire de la maitrise en économique , université duQuébecaMontrél2013

-Ronis Myriam et TrabelsiJamel , La dynamique du phénomène de contagion dans les pays d'Asie , journées de recherche sur les crises financières internationales , Université d'Orléans, France.

-Robert Boyer et autres , les crises financière , conseit d'analyse économique , Arman colin , 2 Edition ,paris 2007.

المواقع:

http://www.hyse.com

http://www.bvmt.com.tn/AR/documentation/

الفهرس

الإهداء.. III

تشكرات.. IV

الملخص.. V

قائمة المحتويات.. VI

قائمة الجداول والأشكال والملاحق.. VII

مقدمة.. ب

الفصل الأول: عدوى الأزمات الآلية

تمهيد.. 2

المبحث الأول: عدوى الأزمات المالية و أثرها على الأسواق المالية........ 3

المطلب الأول: الأزمات المالية و قنوات انتقالها بين الأسواق المالية........ 3

الفرع الأول: مفهوم الأزمات المالية و أنواعها........ 3

الفرع الثاني: عرض لبعض الأزمات المالية........ 8

الفرع الثالث: قنوات انتقال العدوى بين الأسواق المالية........ 12

المطلب الثاني: عدوى أزمة الرهن العقاري و أثرها على الأسواق المالية........ 16

الفرع الأول: عدوى أزمة الرهن العقاري........ 16

الفرع الثاني: قنوات انتقالها بين الأسواق المالية........ 17

الفرع الثالث: أبرز أثار الأزمة المالية........ 19

المبحث الثاني: الدراسات السابقة........ 22

المطلب الأول: الدراسات السابقة باللغة العربية و الأجنبية........ 23

الفرع الأول: الدراسات باللغة العربية........ 23

الفرع الثاني: الدراسات باللغة الأجنبية........ 27

المطلب الثاني: مقارنة الدراسات السابقة بالدراسة الحالية........ 30

خلاصة الفصل.. 32

الفهرس

الفصل الثاني: اختبار عدوى أزمة الرهن العقاري

تمهيد.. 33

المبحث الأول: اختبار عدوى أزمة الرهن العقاري على أداء سوق المال التونسي........ 34

المطلب الأول: تقديم عام للسوق المالي التونسي........................... 34

الفرع الأول: مجتمع الدراسة و عينتها 34

الفرع الثاني: متغيرات الدراسة.. 36

الفرع الثالث: طريقة جمع البيانات...................................... 36

المطلب الثاني: اختبار عدوى أزمة الرهن العقاري........................... 36

المبحث الثاني: نتائج اختبار عدوى أزمة الرهن العقاري على أداء سوق المال التونسي ومناقشته 40

المطلب الأول: : اختبار العلاقة بين مؤشر tunindex(tunisia) لتونس و مؤشر الامريكي لبورصة واشنطن.. 40

الفرع الأول: نتائج الدراسة الوصفية...................................... 41

الفرع الثاني: نتائج اختبار السببية.. 42

المطلب الثاني: تحليل النتائج المتوصل إليها................................ 43

الفرع الأول: تحليل نتائج الدراسة الوصفية................................ 43

الفرع الثاني: تحليل نتائج اختبار السببية.................................. 44

خلاصة الفصل.. 46

الخاتمة.. 48

الملاحق.. 52

قائمة المراجع.. 58

الفهرس.. 62