



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير



التخصص: مالية وبنوك

الشعبة: علوم اقتصادية

أثر الانفتاح على التذبذب في أسواق الأوراق المالية دراسة تطبيقية مقارنة لأسواق مجموعة من الدول

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية تخصص مالية وبنوك

تحت إشراف:
أ. د: أحمد بوراس

إعداد الطالبة:
سمية بلجبلية

أعضاء لجنة المناقشة

الاسم واللقب	الرتبة	الصفة	الجامعة الأصلية
السعدي رجال	أستاذ التعليم العالي	رئيساً	جامعة العربي بن مهيدي
أحمد بوراس	أستاذ التعليم العالي	مشرفاً ومقرراً	جامعة قسنطينة -2-
عبد الحق بوعتروس	أستاذ التعليم العالي	عضواً	جامعة قسنطينة -2-
نعيمة غلاب	أستاذ التعليم العالي	عضواً	جامعة قسنطينة -2-
السعيد بريكة	أستاذ التعليم العالي	عضواً	جامعة العربي بن مهيدي
سماح طلحي	أستاذ محاضر -أ-	عضواً	جامعة العربي بن مهيدي

السنة الجامعية: 2018/2017

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ
الْحَمْدُ لِلَّهِ الَّذِي
خَلَقَ الْمَوَدَّعَةَ
وَالْحَمْدُ لِلَّهِ الَّذِي
خَلَقَ الْمَوَدَّعَةَ
وَالْحَمْدُ لِلَّهِ الَّذِي
خَلَقَ الْمَوَدَّعَةَ

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

(... رَبِّ أَوْزِعْنِي أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ الَّتِي أَنْعَمْتَ عَلَيَّ
وَعَلَى وَالِدِي وَأَنْ أَعْمَلَ صَالِحًا تَرْضَاهُ وَأُدْخِلْنِي بِرَحْمَتِكَ
فِي عِبَادِكَ الصَّالِحِينَ...)

الآية 19 سورة النمل

شكر وعرّفان

الحمد لله الذي عم برحمته جميع العباد وخص أهل طاعته بالهداية إلى سبيل

الرشاد ووقفهم بلطفه لصالح الأعمال والفوز ببلوغ المراد

فله الحمد والمنة.

أقدم بأسمى عبارات الشكر والعرّفان والتقدير إلى:

الأستاذ الدكتور أحمد بوراس الذي شرفني بقبول المتابعة والإشراف على هذا

العمل ولم يبخل بتوجيهاته القيمة ونصائحه المفيدة وإرشاداته الهادفة.

السادة أعضاء لجنة المناقشة لتكرمهم بتخصيص جزء من

وقتهم لقراءة ومناقشة هذا العمل.

إلى كل من ساهم في إنجاز هذا العمل بالنصح والإرشاد والدعم

لكم مني خالص الشكر و عظيم العرفان.

سهيبة

الملخص:

تعتبر قضية الانفتاح والعولمة من أهم مظاهر الاقتصاد الحديث، وهي موضوع عدد كبير من الأعمال بسبب أثارها وانعكاساتها على معظم دول العالم باختلاف مستويات تقدمها. وتهدف هذه الأطروحة لدراسة جانب من أهم جوانب أداء أسواق الأوراق المالية وهو التذبذب، وتحديد مدى تأثيره بإجراءات الانفتاح والانخراط في العولمة المالية التي تنتهجها هذه الدول بغرض زيادة قدرتها على استقطاب الاستثمار الأجنبي غير المباشر. لهذا الغرض تم اعداد نموذج انحدار متعدد معتمد على منهجية التكامل المشترك ل: أنجل-جرانجر بهدف تحديد تأثير مؤشر التدفقات الحقيقية ومؤشر اجراءات القيود على أسواق ثلاث دول تم اختيارها للتعبير عن الأسواق: المتطورة والناشئة والعربية. على الرغم من الاختلاف الكبير بين السوقين والاقتصاديين الفرنسي والقطري إلا أن نتائج الدراسة القياسية كانت متقاربة جدًا، وكان تأثير التذبذب في مؤشر الدوحة بمؤشرات الانفتاح الذي بلغ 26% أكبر بقليل منه في السوق الفرنسي الذي بلغ 23%، أما متغيرات العولمة المالية في البرازيل فهي تفسر 55% من تغيرات مستويات التذبذب في مؤشر بوفيسبا.

الكلمات المفتاحية: أسواق الأوراق المالية؛ العولمة المالية؛ الانفتاح؛ التذبذب؛ التكامل المشترك.

Résumé :

Le travail présenté par cette thèse se porte sur l'étude de l'impact de l'ouverture et de la libéralisation financière adopter par les pays développés, émergents et arabes, sur la volatilité dans les marchés des valeurs mobilières. La deuxième partie est consacrée à l'étude économétrique basée sur le modèle Agel-Granger par l'élaboration d'un modèle mesurant l'effet des variables de l'ouverture sur la volatilité des marchés. Les résultats de ce modèle montrent que : Les indicateurs flux réels et mesure restrictives expliquent (23%) de la volatilité de l'indice cac40. Ces indicateurs expliquent (26%) de la volatilité de l'indice Doha et (55%) de la volatilité de l'indice Bovispa donc la volatilité dans les marchés : Frances, Qatarien, Brésilien a été affecté par les indicateurs de la mondialisation, et l'impact de ces indicateurs sur la volatilité dans l'indice Bovespa est plus important.

Mots clés : marchés des valeurs mobilières ; mondialisation ; libéralisation ; volatilité ;

Co- intégration.

المحتويات

قائمة المحتويات

	الملخصات
	قائمة المحتويات
	قائمة الجداول
	قائمة الأشكال
9-1	مقدمة
	الفصل الأول: العولمة المالية وأسواق رأس المال
10	تمهيد
11	المبحث الأول: الاطار النظري لأسواق الأوراق المالية
11	المطلب الأول: خصائص سوق الأوراق المالية ووظائفها
14	المطلب الثاني: الأوراق المالية والعقود المشتقة
23	المطلب الثالث: آليات التعامل في أسواق الأوراق المالية
28	المبحث الثاني: العولمة الاقتصادية والعولمة المالية
28	المطلب الأول: الاطار النظري لظاهرة العولمة
35	المطلب الثاني: العولمة المالية
38	المطلب الثالث: مظاهر عولمة أسواق الأوراق المالية
39	المبحث الثالث : التحرير المالي
40	المطلب الأول: خلفيات الكبح المالي
42	المطلب الثاني: الأسس النظرية للتحرير المالي
50	المطلب الثالث: التحرير المالي والأسواق المالية
65	خلاصة
	الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة والعربية
66	تمهيد
67	المبحث الأول: أسواق الأوراق المالية المتطورة
67	المطلب الأول: أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة
73	المطلب الثاني: أسواق الأوراق المالية في الدول الأوروبية
78	المطلب الثالث: سوق الأوراق المالية في اليابان
81	المبحث الثاني: أسواق الأوراق المالية الناشئة

81	المطلب الأول: تعريف الأسواق الناشئة وتصنيفاتها
87	المطلب الثاني: محددات نمو الأسواق المالية الناشئة وموقعها
91	المطلب الثالث: خصائص الأسواق المالية الناشئة
94	المبحث الثالث: أسواق الأوراق المالية العربية
94	المطلب الأول: الواقع الاقتصادي العربي
97	المطلب الثاني: موقع الدول العربية في المؤشرات الاقتصادية الدولية
103	المطلب الثالث: واقع أسواق الأوراق المالية العربية
118-117	خلاصة
	الفصل الثالث: تحديد متغيرات ومنهجية الدراسة
119	تمهيد
120	المبحث الأول: متغيرات الدراسة
120	المطلب الأول: التذبذب في أسواق الأوراق المالية المفهوم والأسباب
123	المطلب الثاني: التذبذب في الأسواق الناشئة
126	المطلب الثالث: مؤشرات العولمة والمالية
132	المبحث الثاني: تحليل منهجية الدراسة القياسية
132	المطلب الأول: مفهوم الاقتصاد القياسي وأهدافه
135	المطلب الثاني: منهجية البحث في الاقتصاد القياسي
138	المطلب الثالث: نموذج الانحدار الخطي المتعدد
143	المبحث الثالث: منهجية أنجل-غرانجر للتكامل المشترك
143	المطلب الأول: استقرار السلاسل الزمنية والانحدار الزائف
145	المطلب الثاني: اختبارات جذور الوحدة
147	المطلب الثالث: التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ
152	خلاصة
	الفصل الرابع: دراسة قياسية لأثر مؤشرات الإنفتاح على التذبذب في
	مؤشر (cac40) الفرنسي
153	تمهيد
154	المبحث الأول: سوق الأوراق المالية الفرنسية
154	المطلب الأول: بورصة باريس نشأتها وتطورها

158	المطلب الثاني: إتحاد أسواق الأوراق المالية الأوروبية (NYSE Euronext)
164	المطلب الثالث: مؤشر السوق (cac40)
166	المبحث الثاني: دراسة قياسية لأثر مؤشرات العولمة المالية على التذبذب في مؤشر cac40 بالاعتماد على منهجية أنجل-غرانجر
166	المطلب الأول: اختبار استقرار السلاسل الزمنية
175	المطلب الثاني: معادلة الانحدار المفسرة لحركة المتغيرات
177	المطلب الثالث: تقدير نموذج تصحيح الخطأ
179	خلاصة
	الفصل الخامس: دراسة قياسية لأثر مؤشرات الانفتاح على التذبذب في مؤشر الدوحة ومؤشر بوفيسبا
180	تمهيد
182	المبحث الأول: دراسة قياسية لأثر مؤشرات العولمة على تذبذب أسعار الأوراق المالية في مؤشر الدوحة
182	المطلب الأول: سوق الدوحة للأوراق المالية
190	المطلب الثاني: اختبار استقرار السلاسل الزمنية المعبرة عن مؤشرات العولمة المالية والتذبذب في مؤشر الدوحة
201	المطلب الثالث: تقدير نموذج تصحيح الخطأ
203	المبحث الثاني: دراسة قياسية لأثر مؤشرات العولمة على التذبذب في مؤشر ساو باولو بالاعتماد على منهجية أنجل-غرانجر
203	المطلب الأول: الاقتصاد البرازيلي ومؤشر بوفيسبا (Bovespa)
204	المطلب الثاني: دراسة استقرار السلاسل الزمنية للتذبذب في مؤشر (Bovespa) ومؤشرات العولمة المالية في البرازيل
214	المطلب الثالث: تقدير نموذج تصحيح الخطأ
217	خلاصة
218	الخاتمة
224	قائمة المراجع
	الملاحق

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
18	مقارنة بين الأسهم والسندات	1-1
22-21	مقارنة العقود الآجلة والعقود المستقبلية	2-1
26	تصنيف لأهم المؤشرات العالمية على أساس معاملات الترويج	3-1
44	تواريخ بداية عمليات التحرير المالي في بعض الدول	4-1
57-55	مراحل مفاوضات الاتفاقية العامة للتعريفات والتجارة	5-1
72	مقارنة بعض المؤشرات سوق الأوراق المالية الأمريكية المعروفة	6-2
77	أهم المؤشرات البورصية البريطانية	6-2
82	المؤشرات أسواق الأوراق المالية اليابانية المعروفة	7-2
102	تصنيف الدول إلى مجموعات حسب درجة المخاطر	8-2
130	أوزان مؤشرات العولمة لدى مؤسسة كوف	10-2
163	عدد الشركات المدرجة في كل قسم من السوق الرأس المالي الفرنسي.	11-4
168	نتائج اختبار (A.D.F) لدراسة استقرار سلسلة التذبذب لمؤشر (cac40) عند المستوى	12-4
168	نتائج اختبار (P.P) لدراسة استقرار سلسلة التذبذب لمؤشر (cac40) عند المستوى	13-4

169	نتائج اختبار (A.D.F) عند الفرق الأول لدراسة استقرار سلسلة التذبذب لمؤشر (cac40)	14-4
171	نتائج اختبار (P.P) لدراسة استقرار سلسلة التذبذب لمؤشر (cac40) عند الفرق الأول	15-4
171	نتائج اختبار (A.D.F) لدراسة استقرار التدفقات الحقيقية عند المستوى	16-4
214	نتائج اختبار (P.P) لدراسة استقرار سلسلة التدفقات الحقيقية عند المستوى	17-4
172	نتائج اختبار (A.D.F) عند الفرق الأول للسلسلة الزمنية للمتغير المستقل A.F	18-4
172	نتائج اختبار (P.P) عند الفرق الأول لدراسة استقرار سلسلة التدفقات الحقيقية	19-4
173	نتائج اختبار (A.D.F) لدراسة استقرار سلسلة اجراءات القيود	20-4
174	نتائج اختبار (P.P) لدراسة استقرار سلسلة اجراءات القيود	21-4
174	نتائج اختبار (A.D.F) عند الفرق الأول للسلسلة الزمنية للمتغير المستقل RE	22-4
175	نتائج اختبار (P.P) عند الفرق الأول للسلسلة (RE)	23-4
176	نتائج اختبار سلسلة البواقي	24-4
192	نتائج اختبار (A.D.F) لدراسة استقرار سلسلة التذبذب لمؤشر الدوحة	25-5
192	نتائج اختبار (P.P) لدراسة استقرار سلسلة التذبذب لمؤشر الدوحة	26-5
193	نتائج اختبار (A.D.F) عند الفرق الأول لدراسة استقرار سلسلة التذبذب لمؤشر الدوحة	27-5
193	نتائج اختبار (P.P) عند الفرق الأول لدراسة استقرار سلسلة التذبذب لمؤشر الدوحة	28-5

195	نتائج اختبار (A.D.F) عند المستوى لدراسة استقرار التدفقات الحقيقية في الاقتصاد القطري	29-5
195	نتائج اختبار (P.P) عند المستوى لدراسة استقرار سلسلة التدفقات الحقيقية في السوق القطري	30-5
196	نتائج اختبار (A.D.F) عند الفرق الأول للسلسلة الزمنية للمتغير المستقل A.F	31-5
196	نتائج اختبار (P.P) عند الفرق الأول لدراسة استقرار سلسلة التدفقات الحقيقية	32-5
197	نتائج اختبار (A.D.F) لدراسة استقرار سلسلة إجراءات القيود لمؤشر الدوحة	33-5
198	نتائج اختبار (P.P) لدراسة استقرار سلسلة إجراءات القيود في الاقتصاد القطري	34-5
198	نتائج اختبار (A.D.F) عند الفرق الأول للسلسلة الزمنية للمتغير المستقل RE	35-5
199	نتائج اختبار (P.P) عند الفرق الأول للسلسلة RE	36-5
200	ملخص نتائج اختبار استقرار سلسلة البواقي	37-5
206	نتائج اختبار (A.D.F) لدراسة استقرار سلسلة التذبذب لمؤشر بوفيسبا عند المستوى	38-5
206	نتائج اختبار (P.P) لدراسة استقرار سلسلة التذبذب لمؤشر بوفيسبا عند المستوى	39-5
207	نتائج اختبار (A.D.F) عند الفرق الأول لدراسة استقرار سلسلة التذبذب لمؤشر بوفيسبا	40-5
207	نتائج اختبار (P.P) عند الفرق الأول لدراسة استقرار سلسلة التذبذب لمؤشر بوفيسبا	41-5

208	نتائج اختبار (A.D.F) عند المستوى لدراسة استقرار التدفقات الحقيقية في الاقتصاد البرازيلي	42-5
209	نتائج اختبار (P.P) عند المستوى لدراسة استقرار سلسلة التدفقات الحقيقية في السوق البرازيلي	43-5
210	نتائج اختبار (A.D.F) عند الفرق الأول للسلسلة الزمنية للمتغير المستقل A.F في الاقتصاد البرازيلي	44-5
210	نتائج اختبار (P.P) عند الفرق الأول لدراسة استقرار سلسلة التدفقات الحقيقية في الاقتصاد البرازيلي	45-5
211	نتائج اختبار (A.D.F) لدراسة استقرار سلسلة اجراءات القيود للاقتصاد البرازيلي	46-5
211	نتائج اختبار (P.P) لدراسة استقرار سلسلة اجراءات القيود في الاقتصاد البرازيلي	47-5
212	نتائج اختبار (A.D.F) عند الفرق الأول للسلسلة الزمنية للمتغير المستقل RE	48-5
212	نتائج اختبار (P.P) عند الفرق الأول للسلسلة (RE)	49-5
214	ملخص نتائج اختبار استقرار سلسلة البواقي	50-5

قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان	الشكل
15	أنواع الأسهم	1-1
17	أنواع السندات	2-1
20	أنواع الخيارات المالية	3-1
34	خصائص العولمة الاقتصادية	4-1
52	تطور حجم الاستثمار الأجنبي في الدول النامية خلال الفترة 1996-2012	5-1
72	توزيع الشركات المدرجة في أسواق ناسداك (omx)	6-2
99	درجة الحرية الاقتصادية في دول العالم لسنة 2017	7-2
101	مؤشر التنمية البشرية في دول العالم سنة 2017	8-2
137	منهجية البحث في الاقتصاد القياسي	9-3
160	البورصات المشكلة لـ NYSE Euronext	10-4
167	منحنى يمثل شكل تذبذب الأسعار في مؤشر (cac40) خلال الفترة 1991-2017	11-4
170	منحنى يمثل شكل التدفقات الحقيقية في الاقتصاد الفرنسي خلال الفترة 1991-2017	12-4
173	منحنى يمثل شكل اجراءات القيود في الاقتصاد الفرنسي خلال الفترة 1991-2017	13-4
191	منحنى يمثل شكل تذبذب الأسعار في مؤشر الدوحة خلال الفترة 2003-2017	14-5
194	منحنى يمثل شكل التدفقات الحقيقية في الاقتصاد القطري خلال الفترة 2003-2017	15-5
197	منحنى يمثل شكل اجراءات القيود في الاقتصاد القطري خلال الفترة 2005-2017	16-5
206	منحنى يمثل شكل التذبذب في مؤشر بوفيسبا في خلال الفترة 1996-2017	17-5
208	منحنى يمثل شكل التدفقات الحقيقية في الاقتصاد البرازيلي خلال الفترة 1996-2017	18-5

المقدمة

مقدمة:

يعد قيام النشاط الاقتصادي واستمراره رهينا بتوفر عناصر الإنتاج المختلفة وعلى رأسها عنصر رأس المال، فالحاجة إلى التمويل كانت السبب وراء نشوء وتطور الأسواق المالية بشقيها (النقدي والرأسمالي)، وتعتبر هذه الأسواق مجالاً يتيح للمدخرين سواء كانوا أفراداً أو منشآت فرصة للاستثمار وتوظيف أموالهم، وتتيح للمقترضين (قطاع الأعمال، منظمات حكومية) فرصة الحصول على عنصر رأس المال الضروري لضمان الاستثمار والتوسع والاستمرار. وينطبق مفهوم السوق على عنصر الأموال كما هو الحال بالنسبة للسلع والخدمات وذلك على اعتبار أنه فضاء يلتقي فيه العرض ممثلاً بوحدة الفائض المالي بالطلب ممثلاً بوحدة العجز المالي، ويحدث تبادل الأموال عند السعر التوازني.

وقد احتلت أسواق الأوراق المالية مكانة هامة في الحياة الاقتصادية للدول المتطورة والنامية على حد سواء، حيث كان للانتشار الواسع للشركات المتعددة الجنسيات عبر مختلف دول العالم إضافة إلى الثورة العلمية والتكنولوجية في مجال الإعلام والاتصال دوراً كبيراً في تحسين أداء هذه الأسواق وزيادة قدرتها على تعبئة المدخرات وتوجيهها بشكل فعال. وقد ارتبط ظهور وتطور هذه الأسواق بظهور وتطور الرأسمالية. ويعود ظهور هذا النظام إلى القرن الرابع عشر والخامس عشر ميلادي، ليزدهر خلال القرن السادس عشر في كل من إيطاليا وهولندا وإسبانيا، وصولاً إلى الثورة الصناعية في بريطانيا، و لاحقاً في فرنسا وألمانيا، وفي نفس الوقت تم إنشاء أول بورصة في العالم عام 1536 وهي بورصة (انفرس) (ANVERS)، وفي عام 1595 ظهرت بورصة (ليون) (LYON) الفرنسية، ثم بورصة لندن عام 1666 تلتها مجموعة من البورصات الأوروبية الأخرى. وازدادت الأهمية الاقتصادية للبورصات بظهور الرأسمالية الصناعية، وساعد على ذلك ظهور طبقة جديدة من الأثرياء الذين جمعوا ثروتهم من المضاربة وبيع العقارات وتمويل صفقات الأسلحة وشراء أسهم الشركات الكبرى. ومنذ بداية القرن السابع عشر كان آلاف الأشخاص يتدافعون في بورصة أمستردام التي احتلت المكان الأول في العالم. أما القرن التاسع عشر فكان مرحلة تثبيت وتقنين وازدهار الاقتصاد الحر. لكن الفترة التي تلت انتهاء الحرب العالمية الثانية شهدت ازدياد رقعة البلدان التي لا تخضع لاقتصاد السوق، وصار هناك نظامان دوليان: نظام السوق الرأسمالية، والنظام الاشتراكي الذي استمر حتى نهاية العقد الثامن من القرن الماضي حيث انهار الاتحاد السوفييتي فعاد توحيد العالم رأسمالياً وبزخم قوي.

لقد شهد العالم خلال السنوات القليلة الماضية عدداً من التحولات الأساسية التي طالت مختلف جوانب الحياة المعاصرة في كافة دول العالم على اختلاف تكويناتها ومستويات تقدمها. بحيث لم يعد ثمة خلاف على أن المتغيرات العالمية، التي ميزت العقدين الأخيرين من القرن العشرين، في السياسة والاقتصاد والتطور العلمي، شكلت في مجملها واقعاً تاريخياً معاصراً وضع العالم على عتبة مرحلة جديدة لم يشهدها من قبل. إذ يمكن القول أننا نعيش (عالمًا جديدًا) يختلف كل الاختلاف عن سابقه الذي امتد حتى بدايات عقد الثمانينات من القرن العشرين؛ ولا شك في أن هذه التغيرات والمستجدات هي نتاج قيام

علاقة وطيدة بين العولمة والنظام المالي، من خلال القيام بعمليات التحرير المالي والاتجاه نحو الانفتاح على الأسواق الدولية وتزايد تكامل وترابط أسواق رؤوس الأموال المحلية بالعالم الخارجي من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال بكل أنواعها. ومن ثم اتجهت الحكومات في الدول الأقل تطورا إلى فتح أسواقها المالية أمام تدفق رؤوس الأموال الأجنبية. وقد لاقت أسواق الأوراق المالية الناشئة اهتماما كبيرا من طرف المستثمرين بالنظر إلى ما توفره من فرص استثمارية، وقد كانت هذه الخطوة أداة لاستقطاب رؤوس الأموال الأجنبية وبديل عن الاستدانة. وقد نجحت عدة دول في ذلك وتمكنت من الاستفادة من التمويل الأجنبي المباشر وغير المباشر في تطوير اقتصادياتها؛ غير أن هذا الانفتاح أدى في دول أخرى إلى زيادة تعرض الاقتصاديات الوطنية للصدمات الاقتصادية وهذا ما نتج عنه مجموعة من الأزمات مست الدول الناشئة مثل أزمة المكسيك عام 1994، أزمة دول جنوب شرق آسيا عام 1997... ويعود ذلك إلى هشاشة المنظومة الاقتصادية لهذه الدول من جهة وضعف علاقاتها الاقتصادية الدولية وموقعها العالمي من جهة أخرى. ويمكن القول بان العولمة المالية أفرزت مجموعة من المخاطر والمشاكل أثرت على حدوث الأزمات وسرعة انتشارها من بلد لآخر، وقد كان هذا موضوعا لعدد كبير من الأبحاث والدراسات خلال العقود الثلاثة الماضية خلصت في مجملها إلى حصر أبرز مظاهر العولمة المالية في النقاط الآتية :

- تراجع الوساطة المالية، حيث تقلص دور الوسطاء لينحصر في تقديم النصائح في أغلب الأحيان؛
- التخفيف من القيود التنظيمية، وذلك بالسعي نحو جعل القوانين الموجودة أكثر فعالية بهدف تسهيل انسياب رؤوس الأموال نحو الأسواق المحلية؛
- إزالة الحواجز الفاصلة بين الأسواق، وعلى هذا فإن الحركة المتزايدة لإزالة الحواجز البينية الفاصلة بين مختلف الأسواق، وتساعد عملية التحرير المالي الهادفة إلى وضع مزيد من الإجراءات لجلب المستثمرين ورؤوس الأموال، دعمت وبشكل قوي ظهور موجة اندماج كبيرة بين هذه الأسواق وزيادة ترابطها.

وعلى الرغم من الآمال التي يعقدها كثير من الخبراء والاقتصاديين عن الترابط بين الأسواق المالية والنتائج الإيجابية المنتظرة من وراء هذه الظاهرة، إلا أن تلك الصورة تظل ناقصة ما لم يُستكمل التحليل بإبراز المخاطر والأزمات والمشكلات المحتملة من وراء ذلك. ويعترف خبراء صندوق النقد الدولي بهذه المخاطر صراحة لكنهم يعتقدون أن تلك المخاطر والأزمات يمكن تجنبها أو التعامل معها بقدر من قواعد التنظيم وتعزيز سلامة المؤسسات المالية. لكن وإن كان ذلك ممكنا في حالة البلدان الصناعية المتقدمة التي تتعامل مع الاقتصاد العالمي من موقع قوي ومؤثر؛ إلا أن ذلك يكاد يكون مستحيلا في حالة البلدان الناشئة في ظل ضعف مرحلة النمو الاقتصادي التي تمر بها وبسبب ضعف علاقتها الاقتصادية الدولية وضعف موقعها الاقتصادي العالمي، وكثرة تعرضها للصدمات الخارجية التي تستطيع التأثير فيها مثل صدمات تدهور أسعار المواد الأولية التي تُصدرها، الكساد العالمي وما ينجم عن ذلك من انخفاض

الطلب على صادراتها، وارتفاع أسعار الفائدة عالميا وتقلبات أسعار الصرف، وارتفاع أسعار الواردات...الخ.

في ضوء تزايد المخاطر والمشكلات التي نجمت عن العولمة المالية وما أحدثته من أزمات، وسرعة انتشار هذه الأزمات من بلد إلى آخر فإن حوارا مكثفا دار ويدور حول مدى فعالية الآمال المعقودة على تحرير حركة رأس المال وانفتاح أسواق رأس المال وتربطها. وفي حين يعتقد عدد من الاقتصاديين عدم قدرة الدول النامية من تحقيق أي استعادة من فتح أسواقها المالية، بل إنهم يؤكدون على المخاطر التي تتعرض لها الأسواق المالية الناشئة بسبب اندماجها في العولمة المالية وأهمها المخاطر الناجمة عن التقلبات الفجائية في انسياب رأس المال. حيث أشارت كثير من الدراسات إلى أن درجة التقلب التي تتسم بها حركة الاستثمار في الحافظة المالية أعلى بكثير من درجة التقلبات التي تتسم بها حركة الاستثمار الأجنبي المباشر، وذلك لأن النوع الأول من الاستثمار تحكمه العوامل قصيرة الأجل والسعي لتحقيق الأرباح السريعة في حين أن النوع الثاني من الاستثمار الذي يأخذ الآن شكل فروع لشركات متعددة الجنسيات عادة ما يهتم بالأرباح على المدى الطويل. إضافة إلى أن الاستثمار في الحافظة المالية يتأثر كثيرا بالتوقعات وبالمعلومات التي تتوفر لدى المتعاملين وبحالاتهم النفسية فقرارات المستثمرين في الحافظة المالية تتسم بدرجة عالية من الحساسية اتجاه الأمور الجارية في الأجل القصير. هذه الحركة الواسعة والمفاجئة لرأس المال الأجنبي دخولا وخروجا عبر الحدود الوطنية للدولة تتسبب في حدوث كثير من الانعكاسات السلبية على الاقتصاد الوطني. ومن أخطر ما ينجم عن عولمة الأسواق المالية للبلاد النامية هو تدويل مدخراتها الوطنية حيث أصبحت أقسام لا بأس بها من هذه المدخرات تفضل لأسباب مختلفة الاستثمار خارج بلادها. إذ أنه في الوقت الذي تسارع فيه البلدان النامية لفتح الأبواب أمام رأس المال الأجنبي من خلال التسابق على منحه الكثير من المزايا والإعفاءات والحوافز؛ إلا أنها سمحت في ضوء العولمة المالية لأصحاب المدخرات المحلية أن يتوجهوا بأموالهم للاستثمار في أي بقعة من العالم.

إن الحركة السريعة والمتقلبة في انسياب رؤوس الأموال من وإلى الأسواق المالية أدت إلى تغير كبير وسريع ومفاجئ في أسعار الأوراق المالية، وهي من أهم المشكلات التي تعاني منها هذه الأسواق. ومما يزيد من حدة هذا الخطر هو زيادة الترابط بين أسواق الأوراق المالية وتطور تكنولوجيا المعلومات التي تسمح بانتقال الأخبار في زمن حدوثها. ولطالما اعتبر التذبذب في عوائد وأسعار الأوراق المالية من أهم مميزات البورصات والدافع الأساسي وراء دخول المستثمرين إليها. ويعرف التذبذب على أنه التباين في السعر أو التغيرات التي يشهدها العائد في سوق الأوراق المالية والذي ينتج عن دخول معلومات جديدة للسوق تدفع بالمستثمر إلى تغيير تقييمه للأوراق المالية التي بحوزته. ويقاس التذبذب بحساب الانحراف المعياري للعوائد خلال فترات متتالية. وعلى الرغم من اختلاف الآراء حول مدلول هذا المؤشر؛ حيث يرى البعض أن ارتفاع التذبذب مؤشر على تطور السوق لأنه ناتج عن استجابة الأسعار لوصول معلومات جديدة، إلا أن البعض الآخر يرى أنه مرتبط بتركيبية السوق ولا يمكن أن يعبر عن مدى تطورها، فإن هذا الاختلاف لا يؤثر على أهمية هذه الظاهرة التي عادة ما يتم ربطها بانفتاح السوق، ويرى بعض

المختصين بأن حرية تدفق الأموال الأجنبية تكون سببا في التذبذب الكبير الذي تشهده الأسواق. ولطالما اعتبر انفتاح الأسواق سببا للتذبذب وعدم استقرار الأسعار بسبب الانتقال الحر والسريع للأموال بين مختلف الأسواق. في حين يرى مؤيدي الانفتاح أنه يؤدي إلى انتشار المخاطرة بين المستثمرين داخل وخارج الدولة وبالتالي انخفاض معدلات التذبذب. إضافة إلى زيادة فعالية السوق التي تضطر إلى تحسين مستوى أداءها بإتباعها للمعايير الدولية فيما يخص توفير المعلومات المالية والأطر القانونية الملائمة. وعلى الرغم من الأبحاث الكثيرة التي تعرضت لهذه الفكرة فلم يتم إثبات ارتباط التذبذب بانفتاح الأسواق أو الاندماج في العولمة.

1. الإشكالية:

ولما كانت العولمة المالية واقع وحقيقة أدت إلى انفتاح الأسواق وسهلت حركة رؤوس الأموال ظهرت الحاجة إلى دراسة تأثير هذا الانفتاح على مستويات التذبذب بالنسبة لأسواق الدول المندمجة في العولمة المالية. ولأن أسواق الأوراق المالية العالمية تتسم بعدم التجانس من حيث القوة والضخامة والتشريعات التي تحكمها تعين تقسيمها إلى أسواق ناشئة وأخرى متطورة، وأصبح من الضروري تحديد موقع الأسواق المالية العربية من العولمة المالية ومقارنتها بالمراكز المالية العالمية، وعلى ضوء هذه المعطيات يمكن صياغة إشكالية هذا العمل في التساؤل الرئيسي التالي:

هل يوجد أثر إحصائي ذو دلالة معنوية لانفتاح الأسواق الرأسمالية على تذبذب أسعار الأوراق المالية المتداولة بها؟ هل يكون تأثير انسياب رؤوس الأموال وتحرير أسواق الأوراق المالية متماثل في الأسواق الناشئة والمتطورة؟

ومن خلال هذه الإشكالية الرئيسية يمكن طرح الأسئلة الفرعية الآتية:

- ◀ ما هي الجوانب النظرية والفنية لإقامة أسواق أوراق مالية فعالة؟
- ◀ كيف أثرت العولمة المالية على أسواق الأوراق المالية العالمية ومعدلات التذبذب فيها؟
- ◀ ما هي أهم المراكز الدولية لأسواق الأوراق المالية، وكيف كانت علاقتها بالإنفتاح والتحرير المالي؟
- ◀ كيف كان تأثير حركة الانفتاح على الأسواق الناشئة والعربية؟

2. الفرضيات: وحتى تتسنى الإجابة عن التساؤل الرئيسي وكذا التساؤلات الفرعية يتوجب اقتراح مجموعة من الفرضيات التي يمكن إثباتها أو نفيها بعد الدراسة:

- ◀ يمكن للتشريعات واللوائح المنظمة لأسواق الأوراق المالية وقوة الاقتصاد المحلي أن تساهم في إنشاء سوق مالي فعال؛
- ◀ العولمة المالية كانت سببا في زيادة ترابط الأسواق المالية وساهمت في تحرير حركة رؤوس الأموال؛
- ◀ حركة الاستثمار غير المباشر تؤثر على معدلات تذبذب الأسعار في الأسواق المالية؛

◀ يوجد أثر إحصائي ذو دلالة معنوية للانفتاح على التذبذب في أسواق الأوراق المالية المتطورة الناشئة والعربية؛

◀ يكون تأثير التذبذب بالانفتاح المالي في الأسواق الناشئة والعربية أكبر منه في الأسواق الناضجة.

3. أهداف الدراسة:

- تسعى هذه الدراسة إلى بلوغ مجموعة من الأهداف يمكن تلخيص أهمها في النقاط التالية:
- تحديد آثار العولمة المالية والانفتاح على أسواق الأوراق المالية؛
- إبراز أهم الخصائص التي تميز أسواق الأوراق المالية بأنواعها؛
- معرفة أهم المحددات المتحركة في تذبذب مستويات أسعار الأوراق المالية؛
- إعداد دراسة قياسية لدراسة تأثير التذبذب بانفتاح أسواق الأوراق المالية الناشئة والمتطورة.

4. الإطار المكاني والزمني للدراسة:

تتمحور هذه الدراسة حول خاصية من خصائص أسواق الأوراق المالية وتأثيرها بمتغيرات العولمة المالية. ولكن لا يمكن اعتبار أسواق الأوراق المالية كوحدة متجانسة بسبب تباينها من حيث مستويات تطورها وأدائها، كفاءتها، مستويات السيولة والرسمة، حيث أن بعضها أكبر من الآخر وأدائها أحسن بالمقابل لا يزال العديد من الأسواق في بداية الطريق. ومن هذا المنطلق سيتم تقسيم أسواق الأوراق المالية إلى أسواق متطورة وأسواق ناشئة، وتم اختيار ثلاث أسواق متقاربة من حيث درجة الانفتاح ومستوى الاندماج في العولمة؛ وهي السوق الفرنسي والبرازيلي والقطري للمقارنة بين استجابات مستويات التذبذب في هذه الأسواق لمظاهر العولمة المالية.

أما في ما يخص الإطار الزمني فإن التركيز يكون على المراحل التي تبنت فيها هذه الدول إجراءات التحرير وسياسات الانفتاح. بالإضافة إلى مدى توفر المعلومات عن هذه الأسواق والدول محل الدراسة.

5. أهمية الدراسة:

إن المتتبع للتطورات الاقتصادية لابد أن يلاحظ مدى التحول الذي تشهده الساحة الاقتصادية الدولية والتوجه الكبير نحو الاقتصاد الحر والانفتاح وإسقاط الحواجز والقيود. هذا الواقع زاد من تعقيد العوامل المؤثرة في سوق الأوراق المالية وكثرتها، إضافة إلى اختلاف طرق تجاوب هذه الأسواق مع مختلف المتغيرات، الأمر الذي استوجب دراسة سلوك أسواق الأوراق المالية في ظل هذا الواقع الاقتصادي الجديد. وقد ساعد على ذلك التطور الهائل في أساليب تحليل السلاسل الزمنية أو الاقتصاد القياسي.

6. الدراسات السابقة

اهتمت العديد من الدراسات بالتحرير المالي والانفتاح الاقتصادي ولكن أغلبها كان يركز على التحرير الداخلي وآثاره على القطاع البنكي. وحسب ما تم الاطلاع عليه من المراجع التي توفرت لدينا يتم عرض من خلال النقاط التالية الدراسات السابقة التي تتقاطع مع هذه الدراسة في بعض النقاط ومنها:

❖ **Feldman. R and Kumar. M : Emerging equity markets, growth, benefits and policy concerns.**

وكانت هذه الدراسة في شكل مقالة نشرت في: The World Bank Research Observer Vol.10, No.2. 1995. ويؤكد الباحثان من خلال هذه الدراسة على الأهمية المتزايدة لنشاط مجموعة من أسواق الأوراق المالية في عدد من الأسواق النامية. وشمل المقال 38 سوق للأوراق المالية منها 13 سوق آسيوي 12 سوق من أمريكا اللاتينية 7 أسواق أفريقية و6 أسواق في الشرق الأوسط، بالدراسة والتحليل من أجل تحديد العوامل والمتغيرات التي كانت سبب في تطور هذه الأسواق، تحديد لعوامل داخلية وخارجية المؤثرة على حركة الأسعار، حيث كانت هذه المقالة بداية الاهتمام بعنصر التذبذب واعتباره من أهم خصائص الأسواق الناشئة. كما اهتم الباحثان بتوضيح آثار تطور أسواق الأوراق المالية الناشئة على الاقتصاديات المحلية للدولة الأم من جهة والآفاق الاستثمارية التي توفرها هذه الأسواق للمستثمرين الأجانب في اطار ما يعرف باستثمار المحفظة. أما أهم ما خلصت إليه هذه الدراسة فهو التأكيد على أن هذه الأسواق ليست وحدات متجانسة بل أن لكل منها خصوصيات، بعضها يصل إلى مرحلة متقدمة من النضج وأصبحت على درجة عالية من السيولة والأداء؛ في حين كانت أسواق أخرى أقل نضجا حيث تتخض رسمة السوق وعدد الشركات المسعرة بها بالإضافة لعدم استقرار الأسعار والعوائد.

❖ **Bekaert. G and Campbell. R: Time-Varying World Market Integration.**

نشرت هذه الدراسة في شكل مقالة في: The journal of finance. Vol.30, No.2. 1995. ركز الباحثان على أهمية الانفتاح الفعلي للسوق وركزت الدراسة على تبيان أثر عدد صناديق الاستثمار والأدوات المالية المدرجة في الأسواق على مستوى اندماج السوق المالي في الأسواق الدولية. وحددت هذه الدراسة دور القيود والحواجز على حركة رؤوس الأموال؛ من جهة أخرى أشارت الدراسة إلى العوائق التي تحد من انفتاح السوق. وكانت النتيجة التي وصل إليها الباحثين أن على الدول الراغبة في جلب تدفقات المحفظة أن تسعى لإدراج أوراق مالية وصناديق استثمار في الأسواق العالمية، إضافة إلى تحسين أداء السوق واحترام شروط الافصاح واجراءات التسوية باعتبارها عوامل جذب، وفي الأخير عالج الباحثان اشكالية التدفقات النقدية وحركة الأوراق المالية على استقرار الأسواق خاصة منها التدفقات قصيرة الأجل. وعلى الرغم من كون تطور السوق عامل مهم لجذب الاستثمارات الأجنبية إلى أن درجة الاندماج في الأسواق العالمية مرتبطة بمتغيرين أساسيين؛ الأول يشمل الاطار القانوني والمحاسبي والتنظيمي للسوق أما الثاني فهو الاجراءات الحمائية والقيود المفروضة على الأسواق. ويقترح الباحثان مقياس لتكامل واندماج أسواق رأس المال عن طريق قياس أثر القيود والحواجز على الاستثمار التي تتبناها الدول. وشملت الدراسة مجموعة من الأسواق العالمية والأسواق الناشئة. وأظهرت النتائج أن بعض الأسواق أكثر تكاملاً من أسواق أخرى على الرغم من القيود على الاستثمار. كما تبدو أسواق الأخرى أقل تكاملاً على الرغم من أن أهمية الاستثمارات الأجنبية.

❖ **وليد أحمد الصافي:** الأسواق المالية العربية، الواقع والآفاق. وهي عبارة عن رسالة دكتوراه مقدمة بكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر سنة 2003 حيث تدور إشكالية هذا البحث حول: هل يمكن الوصول إلى تكامل مالي بين الدول العربية ومن ثمة إقامة سوق أوراق مالية عربية حتى تستطيع الدول العربية والمستثمرين العرب من توظيف مدخراتها المالية الموظفة في الخارج والتي منيت بخسائر وهزات كلما تعرضت الأسواق المستقطبة لها لهزات عنيفة أو شديدة الوقع. وإلى أي مرحلة وصلت لها الأسواق المالية العربية من الإصلاحات والتطور لكي تتمكن ليس فقط من استرجاع وتوظيف رؤوس الأموال العربية المستثمرة في الخارج بل واستقطاب رؤوس الأموال الأجنبية، ومنافسة أسواق المال الناشئة في هذا المجال؟

وقد قسم الباحث رسالته إلى خمسة فصول رئيسية، توصل من خلالها إلى نتيجة مفادها أن تكامل الأسواق المالية العربية تواجهه عدة عوائق حالت دون تحقيقه. لكن الاختلاف كان في النتيجة التي توصل إليها هو أن تطور الأسواق المالية العربية مرتبط بتطور أسواق السلع والخدمات وحجم المبادلات. حيث يرى أنه هناك ارتباط مباشر بين القدرة على استقطاب رؤوس الأموال وتوفر مناخ الاستثمار الملائم. إذ في المرحلة الأولى يتم تكوين سوق مالي ناشئ ومنفتح ثم تأتي عملية التكامل بين البورصات العربية الذي تهدف إلى تنمية آفاق التعاون بين البورصات العربية، وتذليل العقبات أمام انسياب الاستثمارات والأموال العربية فيما بينها، وهذا يؤدي إلى إقامة سوق مال عربية تعمل على تجميع مدخرات الأفراد وإعادة استثمارها في المنطقة العربية بما يضمن تمويل خطط التنمية الاقتصادية في الوطن العربي.

7. منهج البحث

بالنظر إلى طبيعة الموضوع وبغية الوصول إلى تحقيق أهداف الدراسة والإحاطة بمختلف جوانبها، تم المزج بين منهجين:

تم اعتماد المنهج الوصفي التحليلي بالنظر إلى طبيعة العناصر التي تم تناولها عند عرض الجوانب النظرية والفنية لأسواق الأوراق المالية، وماهية العولمة والتحرير المالي، وأهم أسواق الأوراق المالية والناشئة. وتطلب الأمر الاعتماد على أدوات دراسة الحالة واستخدام بعض التقنيات الإحصائية والأدوات القياسية لأعداد نماذج الانحدار لكل سوق بغرض تحديد العلاقة وتبيان أثر المتغيرات التي تم اختيارها للتعبير عن الانفتاح على تذبذب أسعار الأوراق المالية في السوق الفرنسي والقطري والبرازيلي.

8. خطة الدراسة وهيكلها:

بغية الإجابة عن إشكالية البحث وانطلاقاً من الفرضيات التي تم صياغتها تم تقسيم الدراسة إلى خمسة فصول:

• الفصل الأول: العولمة المالية وأسواق رأس المال.

تعرض إلى الملامح الأساسية لأسواق الأوراق المالية ظهورها أقسامها والمتعاملين بها. بالإضافة لدراسة التحرير المالي والعولمة المالية ومحاولة تفسير الواقع الاقتصادي الذي يعيشه العالم في ظل سياسات الانفتاح الاقتصادي والتحرير المالي. مع التركيز على تبيان آثاره على استقرار البنى الاقتصادية والمالية بشكل عام وأسواق الأوراق المالية بشكل خاص ومن أجل تحليل هذه العناصر تم تقسيم الفصل الأول للمباحث التالية:

المبحث الأول: الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية؛

المبحث الثاني: العولمة الاقتصادية والعولمة المالية؛

المبحث الثالث: التحرير المالي وأسواق الأوراق المالية.

• الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة والعربية.

فقد خصص هذا الفصل لوضع إطار نظري تحليلي لأسواق الأوراق المالية الأكثر تقدماً وأسواق الأوراق المالية الناشئة والأسواق العربية من خلال عرض خصائص كل مجموعة وتبيان واقعها مع التركيز على نقاط القوة ونقاط ضعف كل منها وموقعها من العولمة المالية، ولعرض هذه العناصر تم تقسيم الفصل الثاني للمباحث التالية:

المبحث الأول: أسواق الأوراق المالية المتطورة؛

المبحث الثاني: أسواق الأوراق المالية الناشئة؛

المبحث الثالث: أسواق الأوراق المالية العربية.

• الفصل الثالث: تحديد المتغيرات ومنهجية الدراسة.

عالج هذا الفصل المتغيرات المعبرة عن الظواهر الاقتصادية المدروسة، واهتم بتحديد المتغيرات المعبرة عن التحرير المالي والانفتاح الاقتصادي من جهة؛ وتبيان علاقتها بالتذبذب من جهة أخرى بالإضافة لتوضيح منهجية القياس الاقتصادي المعتمدة مع التركيز على طريقة أنجل-جرانجر للتكامل المتزامن لذلك قسم الفصل الخامس للمباحث التالية.

المبحث الأول: تحديد متغيرات الدراسة؛

المبحث الثاني: منهجية الدراسة القياسية؛

المبحث الثالث: التكامل المتزامن حسب منهجية أنجل-جرانجر.

• الفصل الرابع: دراسة قياسية لأثر مؤشرات الانفتاح على التذبذب في السوق الفرنسي.

يخصص هذا الفصل لدراسة تأثير التدفقات الحقيقية وإجراءات القيود على مستويات التذبذب في الأسواق المتطورة من خلال دراسة المؤشر الفرنسي (cac 40) من خلال المباحث التالية.

المبحث الأول: سوق الأوراق المالية الفرنسية؛

المبحث الثاني: دراسة أثر مؤشرات العولمة المالية على تذبذب أسعار الأوراق المالية في مؤشر (cac 40) بالاعتماد على منهجية أنجل-غرانجر.

• **الفصل الخامس:** دراسة قياسية لأثر مؤشرات الانفتاح على التذبذب في السوق القطري والبرازيلي. خصص الفصل الخامس لدراسة تأثير التدفقات الحقيقية وإجراءات القيود على مستويات التذبذب في بعض الأسواق الناشئة من خلال دراسة المؤشر الدوحة القطري ومؤشر بوفيسبا البرازيلي، لذلك قسم الفصل الخامس للمباحث التالية:

المبحث الأول: دراسة قياسية لأثر مؤشرات العولمة المالية على تذبذب أسعار الأوراق المالية في مؤشر الدوحة بالاعتماد على منهجية أنجل-غرانجر؛

المبحث الثاني: دراسة قياسية لأثر مؤشرات العولمة المالية على تذبذب أسعار الأوراق المالية في مؤشر ساو بولو بالاعتماد على منهجية أنجل-غرانجر.

الفصل الأول

العولمة المالية وأسواق رأس

المال

مقدمة:

ظهرت أسواق الأوراق المالية كنتيجة حتمية لتطور الرأسمالية حيث رافقتها منذ بداياتها الأولى وسارت معها عبر مختلف المراحل، موفرة الأموال اللازمة لضمان الاستمرار والتوسع للشركات ومجالات توظيف مناسبة لرغبات المستثمرين. ومع استمرار تطور الاقتصاد الرأسمالي وزيادة قدراته الإنتاجية واتساع تأثير المنافسة وآلية السوق وظهور الحاجة لتعزيز فعالية الأدوات الاستثمارية وتعبئة المدخرات ورفع كفاءة تخصيص واستخدام الموارد المالية المتاحة؛ تعاظمت أهمية أسواق الأوراق المالية وأصبحت تشكل أداة أساسية لتدعيم النمو الاقتصادي وتحقيق نهوض شامل ومتسارع. كانت الفترة التي تلت انهيار القطب الاشتراكي ساحةً للكثير من المتغيرات الاجتماعية والسياسية والاقتصادية العالمية التي ساعدت على الانفتاح وإزالة القيود على حركة الأفراد والأموال والسلع بين الدول. كما كان للثورة التي شهدتها مجال الاتصال وتكنولوجيا المعلومات دورًا كبيرًا في زيادة الاندماج والترابط وإلغاء الحدود الزمانية والمكانية. هذا الواقع الجديد الذي يعيشه العالم اليوم عرف باسم العولمة، وقد أثار موضوعها الكثير من النقاش والجدل حول أصولها ومظاهرها ونتائجها بين المفكرين والأكاديميين حول العالم. أما هذا الفصل فهو مخصص لموضوع العولمة المالية التي حررت رؤوس الأموال بين الأسواق لتصبح سوق واحد حر ومترابط. ولهذا الغرض قسم الفصل الثاني للعناصر التالية:

المبحث الأول: الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية؛

المبحث الثاني: العولمة الاقتصادية والعولمة المالية؛

المبحث الثالث: التحرير المالي وأسواق الأوراق المالية.

المبحث الأول: الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية

يعد قيام النشاط الاقتصادي وتوسعه رهينا بتوفر عناصر الإنتاج المختلفة وعلى رأسها عنصر رأس المال، لذلك فالحاجة إلى التمويل كانت السبب وراء نشأة وتطور الأسواق المالية، حيث تقوم هذه الأسواق بدور الوساطة المالية وتتيح بذلك للمدخرين سواء كانوا أفراد أو منشآت فرصة لاستثمار وتوظيف أموالهم، وتتيح للمقترضين (قطاع الأعمال، منظمات حكومية) فرصة الحصول على عنصر رأس المال الضروري لضمان الاستثمار والتوسع والاستمرار. وينطبق مفهوم السوق على عنصر الأموال كما هو الحال بالنسبة للسلع والخدمات وذلك على اعتبار أنه موقع يلتقي فيه العرض ممثلاً بوحدة الفائض المالي بالطلب ممثلاً بوحدة العجز المالي، ويحدث تبادل الأموال عند السعر التوازني، وهو تعريف السوق المالية والنقدية سواء كانت قصيرة أو متوسطة، أو طويلة الأجل. [خلف، 2006، ص7] أما تحقق ذلك يستوجب توفر الأسواق المالية على الشروط التالية:

- المكان أو الموقع حيث يلتقي فيه تيار العرض بتيار الطلب، وقد يكون هذا المكان موقعا جغرافيا (كالبورصات... إلخ) أو غير ذلك (كشبكة المعلومات...);
- الأطراف المشاركة في عملية التبادل أي وحدات العجز المالي ووحدة الفائض المالي.

يمكن تقسيم أسواق الأوراق المالية إلى قسمين رئيسيين هما: الأسواق الحاضرة أو الفورية وأسواق الخيار والعقود المستقبلية. تستمد سوق الأوراق المالية أهميتها من الدور الذي تؤديه في الاقتصاد تمكن من تجميع المدخرات وتوجيهها للاستثمار فتساهم بذلك في تنشيط الاقتصاد.

المطلب الأول: خصائص سوق الأوراق المالية ووظائفها

تختلف أسواق الأوراق المالية عن غيرها من الأسواق من حيث طبيعة الأدوات محل التعامل والمتعاملين والوظائف ويمكن توضيح ذلك من خلال النقاط التالية:

- 1- خصائص سوق الأوراق المالية: تتميز سوق الأوراق المالية ببعض الخصائص تميزها عن باقي الأسواق الأخرى أهمها: [جويدان، 2002، ص26]

- سوق الأوراق المالية تتسم بكونها أكثر تنظيما من باقي الأسواق المالية الأخرى، نظرا لكون المتعاملين فيها من الوكلاء المختصين، وهناك شروط وقواعد قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق، لذلك تحرص معظم الدول على خلق إدارات مستقلة تدير العمليات في أسواق الأوراق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية؛

- يتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية، يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل بما يكفل توفير السيولة؛
 - التداول في هذه السوق يتم بتوفير المناخ الملائم، وكذا المنافسة التامة حتى يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس تفاعل قوى العرض والطلب؛
 - التداول في سوق الأوراق المالية الثانوية يتم من خلال الوسطاء ذوي خبرة في الشؤون المالية؛
 - سوق الأوراق المالية تتميز بالمرونة، وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات فإن ذلك يعطي خاصية للأسواق المالية بكونها تتميز عن غيرها من الأسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت؛
 - الاستثمار في سوق الأوراق المالية يتطلب توفر المعلومات السوقية، لاتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة؛
 - الاستثمار في سوق الأوراق المالية عادةً يكون أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدي، نظراً لكون أدوات الاستثمار فيه، مثل السندات طويلة الأجل يحتمل مخاطر سعرية، سوقية، وتنظيمية مختلفة، وكذلك الأسهم على الرغم من أنها ذات عائد أكبر نسبياً إلا أن مخاطرها كبيرة أيضاً؛ [Pilverdier, 1998, p10]
 - الاستثمار في سوق الأوراق المالية يعتبر ذا عائد مرتفع نسبياً، وبالتالي فإن اهتمام المستثمرين في سوق الأوراق المالية يكون نحو الدخل أكثر منه نحو السيولة والمخاطرة.
- 2- وظائف سوق الأوراق المالية:** تقوم أسواق الأوراق المالية بمجموعة من الوظائف على درجة كبيرة من الأهمية:
- المساهمة في تمويل المشاريع التنموية عن طريق طرح السندات الحكومية للاكتتاب العام للجمهور، كما أن هذه الأسواق أداة لتنفيذ السياسات المالية والنقدية؛ [السريتي، نجا، 2011، ص107]
 - سوق الأوراق المالية تضمن للمؤسسات المالية على المدى الطويل، كما تمكن للدولة من أداء سياستها الاقتصادية والتنموية بقدر كبير من الفعالية؛
 - كما تعمل سوق الأوراق المالية على توجيه الفوائض للمؤسسات الاقتصادية ذات العجز في التمويل أو التي تريد توسيع نشاطها، بالإضافة إلى أنها تؤمن للدولة موارد إضافية تساعد على تحقيق سياستها الاقتصادية والاجتماعية، فهي إذن تمثل القناة الكاملة للتمويل المباشر والسريع والأمثل بين المدخر والمستثمر؛

- تعتبر أداة لتوفير فرص استثمارية متنوعة تتنوع هذه الفرص وتتفاوت بتفاوت الخطر المرتبط بالأوراق المتداولة في سوق الأوراق المالية، ويعود ذلك لكثرة وتنوع هذه الأوراق، ومدى توفر البيانات والمعلومات عنها؛ [هندي، قرياقص، 1997، ص45]
- أداة ومؤشر للحالة الاقتصادية لأنها تساعد في تحديد الاتجاهات العامة، فهي تعتبر المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الاقتصاد؛ [قرياقص، 1999، ص48]
- أداة لتمويل المؤسسات وخلق السيولة، بما يكفل التحول من نظام التمويل غير المباشر إلى نظام التمويل المباشر، حيث تتمكن المؤسسات من ضمان تمويلها بطريقة مباشرة، انطلاقاً من عرض أوراقها المالية مباشرة للاكتتاب في السوق؛
- أداة للتأثير على معدلات التضخم في هيكل الاقتصاد الوطني، حيث تساعد سوق الأوراق المالية على جذب المدخرات من الأفراد والمؤسسات وبالتالي امتصاص فائض السيولة النقدية؛
- أداة جذب للاستثمارات الأجنبية، حيث تعمل سوق الأوراق المالية على زيادة الانفتاح على العالم عن طريق ارتباطها بالأسواق المالية الدولية؛
- أداة غير رسمية للرقابة الخارجية على كفاءة السياسات الاستثمارية، التمويلية، التشغيلية والتسويقية للشركات المدرجة لأوراقها؛
- تضمن أسواق الأوراق المالية سيولة الاستثمارات بمعنى إمكانية الرجوع في قرار استثماري سابق بأقل تكلفة ممكنة وفي وقت قصير [Jaquillat & solinik, 2002, pp 9-10]؛
- إن الاستثمار في أسواق الأوراق المالية يتميز بتوفر المعلومات اللازمة عن كل المجالات المتاحة للتوظيف.
- الأسواق المالية ضرورة ملحة في كل الاقتصاديات متطورة أو نامية. ولكن هذه الحاجة أكبر وأكثر أهمية في الدول النامية، وذلك نظراً لحاجة هذه الدول إلى الموارد التمويلية لتنمية نشاطاتها الاقتصادية وتطوير وتحديث هذه النشاطات: [خلف، 2006، ص 33 - 34]
- الأسواق المالية تساهم في توفير الموارد المالية اللازمة لتحقيق التنمية الاقتصادية؛
 - ضعف حجم المدخرات في الدول النامية وضعف التوجهات الاستثمارية للأفراد، حيث تصبح البورصة أحسن وسيلة لتجميع وتوجيه هذه المدخرات؛
 - ضعف دور المصارف المتخصصة في تمويل الأنشطة الاستثمارية؛
 - توفر البورصة التمويل اللازم للدول النامية وبشروط مناسبة تغنيها عن اللجوء إلى مصادر تمويل خارجية؛

- تمكن البورصة ذوي المداخل الضعيفة من استثمار مدخراتهم ومما يتيح لهم إمكانية الحصول على عائد؛
- تعتبر البورصة إحدى الأدوات المستعملة لتنفيذ السياسة النقدية في الدولة، خاصة في حالة التضخم أو الانكماش، فوجودها ضروري بالنسبة للدول النامية الأكثر تعرضاً لمثل هذه المشكلات.

المطلب الثاني: الأوراق المالية والعقود المشتقة

- تعتبر الأوراق المالية السلعة الأساسية المتداولة في أسواق رأس المال ومن هنا تبرز أهمية دراستها باعتبارها تجمع بين طرفين:
- جهة الإصدار (الشركات، الحكومات) التي تهدف إلى توفير الأموال اللازمة لنشاطها؛
 - أما الطرف الثاني فهو المستثمر الذي يريد توظيف مدخراته والحصول على عوائد من حيازته للأوراق المالية.
 - فالورقة المالية تثبت حقاً قانونياً لحاملها في أصل رأس مالي نقدي أو عيني تجاه الجهة المصدرة لها.

يمكن تصنيف الأوراق المالية على أساس معايير مختلفة، تمكن المهتم من التعرف على الخصائص المميزة لكل نوع منها ومن أبرز معايير تصنيف الأوراق المالية:

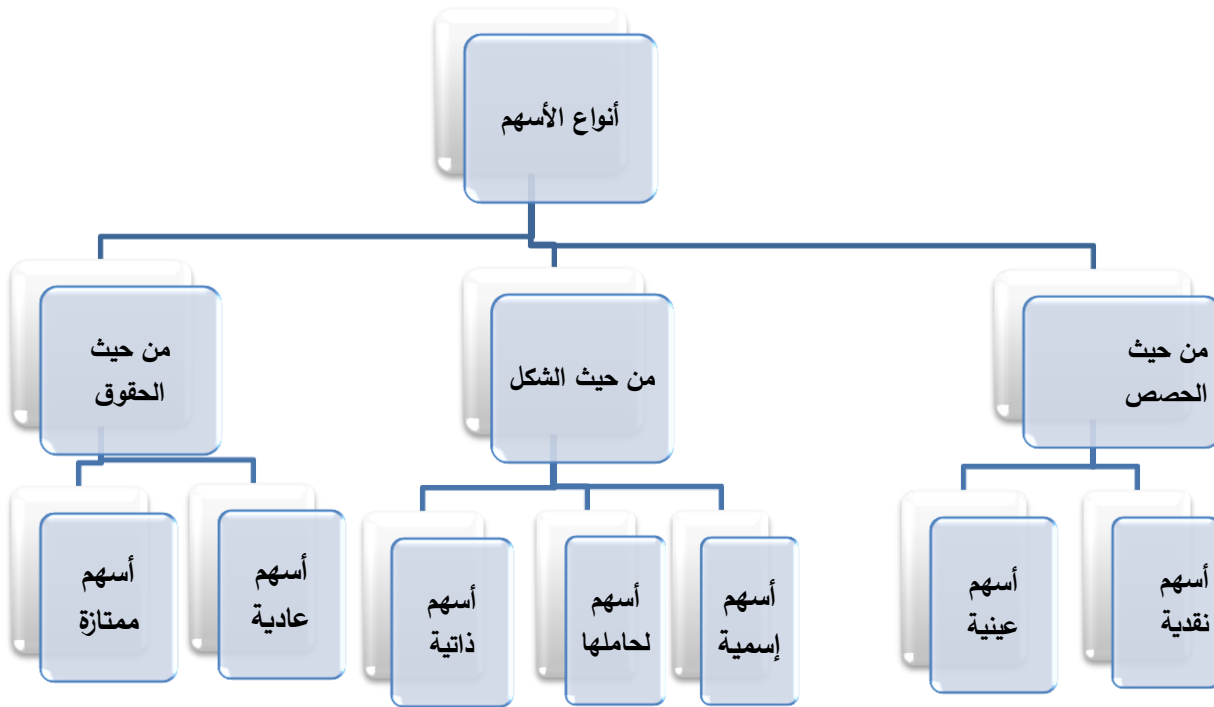
- **معيار طبيعة الحق:** على أساس هذا المعيار يمكن تصنيف الأوراق المالية إلى أوراق تكفل لصاحبها الحق في أصل فضلاً عن الحق في الدخل المتولد عن النشاط فهي أوراق ملكية، أما النوع الثاني فهي الأوراق التي تثبت حق المديونية باعتبارها صك دين تمكن صاحبها من استرداد ماله مع الدخل المتفق عليه وفي تاريخ محدد (تاريخ الاستحقاق).
- **معيار جهة الإصدار:** إذ تصنف الأوراق المالية على أساس كونها صدرت من قبل منشأة أعمال (عامة أو خاصة) كالأسهم العادية أو من قبل الحكومة (البنك المركزي، الخزانة، الحكومة المركزية أو الحكومات المحلية)... ويمكن هذا التصنيف من التعرف على درجة الضمان والمخاطر والعائد حسب جهة الإصدار [الداغر، 2005، ص 86-87].

1- الأوراق المالية تعتبر الأسهم والسندات من أكثر الأوراق المالية انتشارا وقد خصص هذا العنصر لدراسة هذه الفئة من الأوراق بنوعيتها الأسهم والسندات.

1-1 الأسهم: تقوم الشركات خلال نشاطها بإصدار أنواع عدة من الأوراق المالية بهدف الحصول تمويل استثماراتها، من أهمها الأسهم، ويمثل السهم الحصة التي يقدمها الشريك في رأس مال الشركة، كما يطلق لفظ السهم على الصك المثبت لهذا الحق. كما تعرف الأسهم على أنها مستند يثبت حق صاحب الأسهم في ملكية جزء من رأس مال الشركة لذلك فهي تمثل الملكية الأصلية في المنشأة، وهي أيضا أحد الوسائل الرئيسية للتمويل طويل الأجل في المنشأة خاصة رأس المال الدائم. فالشركات المساهمة تعتمد اعتمادًا يكاد يكون تاما على إصدار هذه الأسهم للحصول على رأس المال اللازم لها بصفة دائمة خاصة عند بدء التكوين [حنفي، قرياقص، 2002، ص 496]. و بذلك فالأسهم العادية تضمن للشركات التمويل، وتضمن لصاحب الحق الحصول على حصة من أرباح الشركة تتناسب مع ما يملكه من أسهم.

- تصنيف الأسهم (أنواع الأسهم): يمكن أن تصنف الأسهم على أساس عدة معايير إلى الأصناف الآتية الموضحة بالشكل (1-1):

الشكل (1-1): أنواع الأسهم



المصدر: من إعداد الطالبة

- 2-1 **السندات:** لكي تلبي الشركات حاجتها من الأموال طويلة الأجل تلجأ للمصادر الآتية:
- الاقتراض من البنوك والتي تفرض على الشركات التي تطلب قروض طويلة الأجل الكثير من القيود والشروط تقاديا للمخاطر التي يمكن أن يتعرض لها البنك. كما أن البنوك يمكن أن ترفض إقراضها إذا أظهرت التحليلات والدراسات المالية على ميزانية الشركة قدرة ضعيفة على الوفاء. [Hutin, 2000, P 649].
 - فتح رأس مالها للاكتتاب العام بطرح أسهم جديدة، لكن هذه العملية قد تكون صعبة إذا كان للشركة أسهم قديمة في التداول أو كانت معدلات الأرباح الحالية ضعيفة.
 - إصدار السندات، وهذا يعني أن تقسم الشركة المبالغ التي تريد اقتراضها إلى أجزاء متساوية القيمة وتكون هذه الأجزاء بمبالغ منخفضة حتى تلقى اهتمام أكبر عدد من المكتتبين، وتضمن الشركة المقترضة وصول السندات إليهم عن طريق وسطاء كالبنوك أو شركات البورصة [Hutin, 2000, P 657].

1-2-1 تعريف السندات: السند يمثل جزء من قرض، والمقترض قد يكون الدولة أو شركة، لذلك نميز بين السندات الحكومية وسندات الشركات، ويعتبر حامل السند مقرضاً، يستحق فائدة ثابتة سنوية مقابل استثمار أمواله في شكل سندات. ويتميز التمويل بالسندات مقارنة بالقرض التقليدي بالسيولة العالية لحامله بوجود سوق للأوراق المالية، فضلاً عن إمكانية تحقيق المكاسب الرأسمالية خلال عمليات التداول [الداغر، 2005، ص. 103] ويحصل أصحاب السندات على فوائد سنوية من الشركة المصدرة بمعدلات محددة.

2-2-1 **أنواع السندات:** تقسم السندات إلى عدة أنواع بناء على معايير عدة يمكن تلخيص أهمها من خلال الشكل رقم (2-1)

الشكل رقم (1-2): أنواع السندات



المصدر: من اعداد الطالبة.

3-1 مقارنة بين الأسهم والسندات: يمكن تلخيص أهم الفروق بين الأسهم والسندات من

خلال الجدول رقم(1-1):

الجدول رقم (1-1)

مقارنة بين الأسهم والسندات

السند	السهم
1- دين على الشركة؛	1- جزء من رأس المال الشركة؛
2- حامل السند دائن بقيمة السند؛	2- حامل السهم شريك في الشركة بقدر مساهماته؛
3- عائد السند ثابت ولا يتأثر بالخسارة؛	3- ربح السهم متغير حسب النشاط وقد يكون خسارة؛
4- حامل السند ليس له الحق في الإدارة إلا في حالتين التغيير شكل قانوني، أو إدماج الشركة في أخرى؛	4- حامل السهم له حق الرقابة والمساهمة في إدارة الشركة؛
5- حامل السند يسترد رأسماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد بالكامل؛	5- حامل السهم لا يسترد ماله إلا بالبيع في البورصة أو عند التصفية، ولا يشترط أن يكون ما دفعه هو ما يسترده؛
6- حامل السند يكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة أو في حالة التصفية؛	6- عند الخسارة وتصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم الباقي بعد تسديد الديون كاملة؛
7- القيمة الجارية لسند تعتمد على سعر الفائدة الجاري وسعر الفائدة الاسمية على السند؛	7- القيمة الجارية أو السوقية للسهم تعتمد على مقدار العائد المتوقع من السهم؛
8- الفوائد على السندات تعد من النفقات ولا تخضع للضريبة؛	8- عائد الأسهم يعتبر توزيعاً للأرباح يخضع للضريبة؛
9- حملة السندات ليس لهم حق الاطلاع أو حضور اجتماعات الجمعية العامة أو الحصول على التقارير والبيانات؛	9- للمساهمين حق الإطلاع والحصول على المعلومات خاصة بسير الأعمال في الشركة؛
10- يمكن إصدار السندات بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى منها وتسد بقيمة أعلى من القيمة الاسمية.	10- يمكن إصدار السهم بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى منها.

المصدر: مجيد، ضياء الدين الموسوي، المؤسسات النقدية-البنوك التجارية-البنوك المركزية، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 2008 ص ص 44-45.

2- العقود المشتقة

بالإضافة إلى أدوات الملكية وأدوات الدين، بمختلف أنواعها توجد أنواع أخرى من الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، لا يمكن اعتبارها أسهم ولا سندات.

1-2 تعريف المشتقات: تعرف الأدوات المالية المشتقة على أنها نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي، أو المرتبط كالأسهم أو السندات أو السلع، ومن أبرز أشكالها عقود المستقبلات، العقود الآجلة، عقود المبادلة وعقود الخيارات وغيرها من العقود المالية ذات الخصائص المماثلة. [عطية، 2003، ص211]

2-2 أنواع المشتقات: يمكن التمييز بين الأنواع التالية من المشتقات:

1-2-2 عقود الخيار: تعتبر عقود الخيار من أهم مشتقات الأصول المالية التي تتداول وهي عقود تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع ورقة مالية خلال فترة محددة، ويطلق عليه الخيار الأمريكي، أو في تاريخ محدد ويسمى الخيار الأوروبي بسعر متفق عليه مقدما. ويضمن عقد الخيار لحامله حقا وليس التزاما، أي أن حامل عقد الخيار لديه حق الاختيار في شراء أو بيع الأسهم المتفق عليها حسب نوع العقد، ولكنه غير ملزم بالشراء أو البيع إذا لم يرغب في ذلك، أي أن لديه الحرية في تنفيذ هذا العقد من عدمه، وعند حلول موعد التنفيذ، فإن اختيار حامل عقد الخيار قد لا ينفذ، فإن مفعول العقد ينتهي دون أي التزام عليه، أما إذا قام بتنفيذه فإن على محرر العقد أن يستجيب لذلك لأن العقد يصبح ملزما. [رمضان، 1998، ص91] ويمكن تلخيص أنواع الخيارات المالية من خلال الشكل رقم (1-3)

الشكل رقم (1-3) أنواع الخيارات المالية



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على: عبد الكريم أحمد قندوز، المشتقات المالية، دار الوراق، عمان، ص ص 212-214.

2-2-2 تعريف العقود المستقبلية: يمكن تعريف العقود المستقبلية على أنها من الأدوات الحديثة في مجال الاستثمار المالي، فهي تشبه العقود الآجلة حيث تمثل تعاقدًا بين طرفين أحدهما بائع والآخر مشتري، بغرض تسليم السلعة أو الأصل في تاريخ لاحق ومنتهق عليه. [الحناوي، 2001، ص.413] ومن بين أنواع العقود المستقبلية نذكر ما يلي:

- عقود مستقبلية على أسعار الفائدة: هي العقود التي تتم بين مشتري العقد وبائع العقد، أغلب هذه العقود يتم إحلالها قبل تاريخ الاستحقاق بصفة عكسية عن التي تم عنها الاتفاق في البداية، ولا يتم التسليم الفعلي للأصول المقترضة.
 - العقود المستقبلية التي تنصب على مؤشرات السوق: هذه العقود عبارة عن تسليم المؤشر المفترض في تاريخ وسعر محددين مسبقًا، وتكون قيمة العقود الملزم دفعها من طرف المشتري تساوي قيمة ثانياً تحددها البورصة مضروبة في الفرق بين قيمة المؤشر على أساس سعر إقفال آخر يوم يتعامل في العقد وسعر شراء العقد.
 - عقود مستقبلية على سلع: هو بمثابة عقد بين الطرفين يلتزم بمقتضاه أحدهما على تسليم الطرف الثاني مقداراً محددًا من سلعة معينة بسعر محدد في تاريخ محدد.
- 2-2-3 الفرق بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة: يمكن تلخيص أهم الفروق بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية من خلال الجدول رقم (2-1)

الجدول رقم (2-1)

مقارنة العقود الآجلة والعقود المستقبلية

وجه المقارنة	العقود الآجلة	العقود المستقبلية
نوع العقد	شخصية ويتم التوصل إليها بالتفاوض بين أطراف العقد.	نمطية وتتداول في سوق منظمة وهي البورصة.
ثبات السعر المحدد في العقد	يظل السعر ثابتاً خلال فترة العقد، ويتم دفع المبلغ الإجمالي من المشتري إلى البائع في نهاية مدة العقد.	يتم مراقبة الأسعار بصفة يومية، وهذا يعني أن سعر العقد يعدل كل يوم حسب السعر المستقبلي لتغيرات موضوع العقد.
تسوية المكاسب والخسائر	لا يتم مراقبة التحركات السعريّة بصورة يومية، ولذلك لا توجد تدفقات نقدية قصيرة،	يتم مراقبة التحركات السوقية في نهاية كل يوم تعامل، ولذلك فإن العقود المستقبلية يترتب عنها تدفقات نقدية قصيرة، حيث

الفصل الأول: العولمة المالية وأسواق رأس المال

لأطراف العقد.	كما لا توجد متطلبات لهامش مبدئي .	يتطلب الأمر إيداع هامش لكل من المشتري والبايع وهذا الهامش سوف يعكس التحركات السعرية للأصل موضوع العقد، فمع كل تغير في السعر يحقق أحد أطراف العقد مكسبا يضاف للهامش ويجوز سحبه، ويحقق الطرف الآخر خسارة يجب ايداعها مرة أخرى ليصل الهامش إلى الحد المطلوب.
سوق العقود	يتم تداولها في الأسواق غير منظمة.	يتم تداولها في الأسواق المنظمة .
المزايا والعيوب	- مرونة في التفاوض وسهولة الاستخدام. - تعرض أطراف العقد لمخاطر الائتمان. - أقل سيولة لا يحق لأي طرف الخروج من العقد إلا بوجود من يحل محله.	- مخاطر ائتمان قليلة. - أكثر سيولة بسبب إمكانية تصفية العقد عند الرغبة في ذلك.

1. المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على: مؤيد عبد الرحمان الدوري؛ سعيد جمعة عقل، إدارة المشتقات المالية، دار إثراء، عمان، 2012، ص 119.
- 2-3 عقود المبادلات (المقايضات): عقد المبادلة هو اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة مستقبلية.
- 2-3-1 أنواع عقود المبادلات: لعقود المبادلة انواع كثيرة نذكر منها: [قندوز، 2014، ص 257-260]

- مبادلات أسعار الفائدة : عقود مقايضة أسعار الفوائد من الأدوات المالية ذات الفاعلية العالية جدا ويمكن إنشائها بكلفة منخفضة جداً في هذه العقود أحد الأطراف يُوافق على أن يدفع سلسلة من معدلات الفائدة الثابتة وفي نفس الوقت يتسلم سلسلة من التدفقات النقدية التي تعتمد على معدلات الفائدة المتغيرة، و في المقابل يوافق الطرف الآخر على استلام سلسلة من معدلات الفائدة الثابتة مقابل دفع سلسلة من معدلات الفائدة المتغيرة.
- مبادلات العملة: تتضمن مبادلة العملات في أبسط صورها مبادلة أصل قرض أو مدفوعات فائدة ثابتة على قرض، بعملة ما بأصل قرض ومدفوعات ثابتة على القرض مكافئ تقريبا بعملة اخرى. و يمكن استخدام مبادلة العملة في تحويل قرض بعملة ما إلى قرض بعملة

أخرى. في مبادلات العملة يوجد طرف يمتلك عملة معينة ويرغب في حيازة عملة مختلفة، وتتشأ المبادلة عندما يقوم أحد أطراف المعاملة بتقديم أصل معين بعملة معينة لطرفه الآخر وذلك لغرض تبادل كمية مساوية من عملة أخرى، و كل طرف سوف يدفع الفائدة على العملة التي يتسلمها في المبادلة.

- **المبادلة الخيارية:** هي عقد خيار لمبادلة أسعار فائدة يعطي حامله الحق و ليس الالتزام للدخول في صفقة مبادلة أسعار فائدة، ثابتة او متغيرة، خلال مدة محددة مستقبلية بشروط يتم الاتفاق عليها وقت التعاقد على الخيار.

المطلب الثالث: آليات التعامل في أسواق الأوراق المالية

تبنى قرارات البيع والشراء في البورصة على أساس التوقعات واحتمالات تحققها كما تبنى توقعات المستثمرين على المعلومات المتدفقة من أسواق الأوراق المالية. حيث حضت فكرة جدوى المعلومات المتدفقة إلى السوق الرأسمالي في صنع القرارات الاستثمارية بكثير من الدراسة والاهتمام ووضع المختصون لها صياغة نظرية من خلال فرضيات كفاءة السوق (efficient Market Hypothesis).

1- كفاءة أسواق رأس المال وأشكالها:

ترتبط الكفاءة في أسواق الأوراق المالية بحركة أسعار الأسهم التي تتأرجح بين العشوائية المطلقة، حيث تكون الكفاءة كاملة، والنمطية التامة، حيث تكون الكفاءة ضعيفة.

1-1 مفهوم كفاءة السوق:

يكون السوق الرأسمالي كفاء إذا كان سعر السهم في لحظة زمنية معينة يعكس كل المعلومات المتوفرة عن الشركة المصدرة له وعن الظروف الاقتصادية العامة. وعليه يمكن القول بأن قيمة السهم في السوق الكفاء هي قيمة عادلة وتعكس تمامًا القيمة الحقيقية له، أي أن تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناجمة عن امتلاكه والمخصومة بمعدل عائد على الاستثمار يكفي لتعويض المستثمر عن مخاطر تساوي تمامًا القيمة السوقية للسهم يوم شرائه [هندي، 1999، ص 490].

1-2 الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية: تتأثر كفاءة السوق المالي بسرعة وصول المعلومات إلى المستثمرين وفي هذا الصدد يمكن التمييز بين الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية.

- الكفاءة الكاملة للسوق: من خلال ما سبق يمكن القول بأن السوق كفء حيث لا يوجد فاصل زمني بين وصول المعلومات إلى السوق واتخاذ القرارات الاستثمارية بشأن سعر السهم، ويتحقق ذلك إذا توفرت الشروط التالية:
- وفرة المعلومات وسهولة الحصول عليها دون تكاليف تذكر وهو ما يعرف بالكفاءة المعلوماتية؛
- حرية الدخول والخروج للمستثمرين أو الشركات المسعرة في هذا السوق دون قيود؛
- لا توجد أي قيود على التعامل، بمعنى عدم وجود تكاليف للمعاملات أو الضرائب وعدم وجود قيود على الكميات المباعة أو المشتراة؛
- إن العدد الكبير من المستثمرين المتعاملين بالأوراق المالية يجعل منهم متلقي أسعار وبالتالي ينعدم تأثير قراراتهم الاستثمارية على حركة الأسعار؛
- يتصف المستثمر في البورصات بالرشد والعقلانية، هو وغيره من المستثمرين يهدف لتعظيم الربح ويخاف من الخسارة.

يتفق المختصون على أن اجتماع الشروط السالفة الذكر كاملة في سوق واحد يكاد يكون مستحيل.

- الكفاءة الاقتصادية: في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق وحتى تنعكس آثار تلك المعلومات على أسعار الأسهم وهو ما يعني أن القيمة السوقية لسهم ما قد تكون أعلى أو أقل من القيمة الحقيقية لبعض الوقت على الأقل [هندي، 1999، ص 497].

2- مؤشرات بورصة الأوراق المالية

ظهرت المؤشرات في بورصات الأوراق المالية في البداية بغرض قياس تحركات السوق في الأجل القصير ولم يدخل ضمن حساب تلك المؤشرات قياس أداء السوق حيث أهملت توزيعات الأرباح للأسهم التي تحتوى عليها. فكان الغرض الرئيسي هو استخدامها كأداة في التنبؤ باتجاهات حركة الأسعار داخل السوق، و انعكس ذلك على المؤشرات الأولى التي تم تكوينها من حيث حجم العينة وأساليب الترجيح للأسهم المكونة للمؤشر. وقد أصبحت المؤشرات اليوم

أداة أساسية في إدارة الحافظة الاستثمارية لأنها تمكن من قياس أداء السوق بشكل عام مثل مؤشر (CAC 40) الفرنسي أو مؤشر ستندر أند بور (S & p500) أو تستخدم لقياس أداء الأسهم التابعة لقطاع نشاط واحد مثل مؤشر قطاع السيارات بفرنسا أو مؤشر داو جونز لشركات النقل. [vialles, 2005, p. 24]. ومن هنا نخلص إلى وجود نوعين من المؤشرات:

- النوع الأول: المؤشرات التي تقيس حالة السوق إجمالاً توضع هذه المؤشرات على أساس عينة من أسهم عدد من الشركات المتداولة في أسواق رأس المال بطريقة تسمح للمؤشر بأن يعكس الوضعية المالية السائدة في السوق، وفي هذا النوع يكون المؤشر قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء لأعلى أو للأسفل حيث يعكس المؤشر أسعار السوق ككل واتجاهها. [الحنوي، العبد، 2002، ص 251] حيث يمثل مؤشر السوق مقياساً شاملاً لاتجاه السوق يعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم، لذلك يمثل مؤشر السوق مستوى مرجعي للمستثمر عن سوق الأوراق المالية، أو مجموعة معينة من الأسهم.

- أما النوع الثاني: المؤشرات التي تقيس حركة أسعار الأسهم التابعة لصناعة محددة أو قطاع نشاط معين وفي هذه الحالة يبني المؤشر على أساس عينة من أسهم مجموعة من الشركات تابعة لنفس الصناعة أو القطاع.

2-1 الاستخدامات الأساسية للمؤشرات:

تعتبر مؤشرات أسواق الأوراق المالية مقياس للحكم على درجة تطور الاقتصاد بصفة عامة والسوق بصفة خاصة والقطاعات المكونة له بدرجة أخص. ويلخص المؤشر أداء السوق المالي الإجمالي حيث يتكون المؤشر من الشركات في كل القطاعات المختلفة للاقتصاد لذلك فهو يمثل أسلوباً سهلاً لتحويل أداء السوق إلى صورة كمية.

■ متابعة أداء المحفظة الاستثمارية: تبنى المؤشرات على أساس عينة تشكل مجموعة من أسهم أهم الشركات الناشطة في السوق أو في الصناعة، وتزيد كفاءة المؤشر كلما كانت العينة ممثلة لكافة الأسهم في السوق، وهذا يعني وجود علاقة طردية بين التغير في سعر سهم ما والتغير الذي يطرأ على مؤشرات الأسعار، الذي هو انعكاس لحركة أسعار كافة الأسهم المتداولة في السوق. وبهذا يتمكن المستثمر من المقارنة بين العائد على المحفظة الاستثمارية وبين العائد السوقي الذي يقيسه المؤشر. أما إذا رغب المستثمر في الأداء

بصورة تتفق مع أداء السوق يمكن أن يكون محفظة استثمارات كالتالي يتم على أساسها حساب المؤشر. [عبد اللطيف، 1998، ص 233]

▪ **الحكم على أداء مديري المحافظ الاستثمارية:** المنتظر من المحافظ الاستثمارية التي يقوم بإدارتها مديرون محترفون أن يفوق معدل العائد عليها العائد الذي يقدمه المؤشر وهو بذلك مقياس لأداء المستثمر المحترف.

▪ **التنبؤ بحركة أسعار الأسهم:** يمكن التوصل إلى نمط التغيرات التي تطرأ على مؤشرات قياس حركة السوق من خلال التحليل التاريخي لتلك التغيرات باستخدام تحليل السلاسل الزمنية والمتوسطات المتحركة، وبالتالي يمكن التنبؤ بالتطورات المتوقعة لحركة السوق في المستقبل [عبد اللطيف، 1999، ص 234].

▪ **تقدير مخاطر المحفظة ومعامل المخاطر المنتظمة:** تتمكن بعض المؤشرات المبنية على أساس عينة متنوعة تنوعاً جيداً من حساب معامل المخاطرة المنتظمة (بيتا β).

2-2 المؤشرات في البورصات العالمية: تحتل المؤشرات في وقتنا الحالي مكانة حساسة بين المستثمرين حيث تعتبر الأساس لكل القرارات التي يتخذونها. لذلك تهتم كل وسائل الإعلام بنشر المؤشرات الأكثر شيوعاً وتحديد مستويات أدائها بشكل مستمر. والملاحظ هو أن المؤشرات يمكن أن تقسم بناءً على طرق حسابها إلى ثلاثة أقسام. ويوضح الجدول رقم (1-3) التقسيمات الثلاثة للمؤشرات على أساس طريقة حسابها إضافة إلى تصنيف لأهم المؤشرات العالمية على نفس الأساس.

الجدول رقم (1-3):

تصنيف أهم المؤشرات العالمية على أساس معاملات الترجيح

مؤشرات العالمية	معيار التقييم
مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة (DJIA) مؤشر داو جونز لشركات النقل مؤشر داو جونز لشركات المنافع العامة المؤشر العام للسوق (Major Market index)	مؤشرات مرجحة على أساس السعر السوقي للسهم
مؤشر ستندر أندر بور 500 (S & P500) مؤشر ويلشار 5000 (the welchere 5000) مؤشر بورصة نيويورك (NYSE)	مؤشرات مرجحة على أساس القيمة السوقية الإجمالية

مؤشر البورصة الأمريكية (AMEX) وسلسلة مؤشرات نازداك للأسواق الغير المنتظمة	مؤشرات مرجحة بأوزان متساوية
فينشال تايمز 30 (Financial times 30)	

المصدر: أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1999، ص 242.

3- محفظة الأوراق المالية: توفر سوق الأوراق المالية للمستثمر أدوات وطرق مختلفة للاستثمار بها، إذ من الممكن القيام بعمليات استثمار بصفة فردية في ورقة مالية معينة؛ غير أن هذه العمليات تنتج عنها مجموعة من المخاطر بسبب التركيز على أداة مالية واحدة و لذلك يستحسن تشكيل محفظة للأوراق المالية.

3-1 مفهوم المحفظة المالية: المحفظة الاستثمارية هي أداة من أدوات الاستثمار المركبة لأنها غالبا ما تتكون من مجموعة من الأصول المالية التي تختلف من حيث نوعيتها وجودتها ومصدرها وتخضع لإدارة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة. [مطر، 2004، ص 107]

3-2 نظرية المحفظة المالية: تنسب نظرية المحفظة المالية إلى ماركوفيتش (Markowitz) حيث تم وضع المبادئ الأولى لها عام 1952، و تقوم هذه النظرية على مجموعة من الفروض:

- ينظر المستثمر إلى التوزيعات الاحتمالية للعائد المتوقع لكل أصل في المحفظة خلال فترة زمنية محددة؛

- المستثمر يسعى إلى تعظيم المنفعة المتوقعة للفترة الواحدة؛
- يقيم المستثمر حجم المخاطر على أساس العائد المتوقع؛
- القرارات الاستثمارية تستند إلى حجم العائد والمخاطر. [التميمي، سلام، 2004، ص ص 190-191]

وحسب ماركوفيتش فالقرارات الاستثمارية الخاصة بالمستثمرين الذين يسعون إلى تجنب المخاطر والذين يتميزون بالرشد والعقلانية، تتسم بالموازنة بين العائد والمخاطرة وذلك بتحقيق أكبر عائد عند مستوى معين من المخاطرة، أو من خلال تدنية المخاطرة عند مستوى معين من العائد.

3-3 أنواع المحافظ الاستثمارية:

عموما يمكن تقسيم المحافظ الاستثمارية الى نوعين على أساس مالك المحفظة وهما:

- محافظ خاصة بالعملاء: حيث يتم تشكيل هذه المحافظ بناءً على طلب العميل الذي يكون له الحق في تشكيل محفظته وتحديد نسب توزيعها وأدواتها، أما مدير المحفظة فيكون دوره تنفيذياً حسب الصلاحيات الممنوحة له من طرف المستثمر.
- محافظ عامة (محافظ المؤسسات): وهي محافظ خاصة بالمؤسسات الاستثمارية وتتكون من أدوات استثمارية متنوعة على شكل صناديق مشتركة أو شركات استثمارية ذات أسهم مطروحة للاكتتاب العام. ويكون المستثمر هنا مساهم في رأس مال الشركة وليس له دور في إدارة المحفظة.

المبحث الثاني : العولمة الاقتصادية والعولمة المالية

أصبحت العولمة من أبرز مظاهر النظام العالمي الجديد، وكان تأثيرها شاملاً لكل المستويات الاجتماعية، الثقافية، السياسية، الاجتماعية والاقتصادية. فالتغيرات السريعة والمتلاحقة التي شهدتها العقود الأخيرة منها التطور في وسائل الاتصال وتعاضم دور الشركات العابرة للقارات والنزعة العالمية نحو الاندماج والتكامل، أعاد تشكيل العالم في صورة جديدة لا تعترف بالحدود و القيود والحواجز.

المطلب الأول: الاطار النظري لظاهرة العولمة

يخصص هذا المطلب لعرض الجوانب النظرية المتعلقة بظاهرة العولمة من خلال العناصر التالية.

1- تعريف العولمة : يمكن التعرف على معنى العولمة من خلال العنصرين الآتيين :

1-1 العولمة لغةً:

تعني العولمة من الناحية اللغوية جعل الشيء عالمياً، بما يعني جعل العالم كله وكأنه في منظومة واحدة متكاملة، وهذا هو المعنى الذي حدده المفكرون باللغات اللاتينية للعولمة (globalisation) في اللغة الإنجليزية. وعبروا عن ذلك في اللغة الفرنسية بمصطلح (Mondialisation). أما كلمة العولمة في اللغة العربية فتعتبر مقابلاً حديثاً للدلالة على هذا المفهوم الجديد، ورغم تعدد السياقات التي ترد فيها العولمة فإن المفهوم الذي يعبر عنه الجميع في اللغات الحية هو الاتجاه نحو السيطرة على العالم وجعله في نسق واحد، ومن هنا جاء قرار مجمع اللغة العربية بالقاهرة بإجازة استعمال مصطلح العولمة بمعنى جعل الشيء عالمياً. [قابل، 2004، ص ص 15-16]

كما يظهر إختلاف من حيث المدلول اللغوي حول المصطلح الأنسب لإطلاقه على هذه

الظاهرة وهو ناجم عن أمرين: [الزبيدي، راضي، 2002، ص ص 128-129]

- ترجمة المصطلح الانجليزي تميل إلى استعمال كوكبة أو التوكب أو الكونية لأن (globalisation) مشتقة من (Globe) أي كوكب، وهي تعني انضواء المجتمعات البشرية تحت لواء الكوكبة لتصبح كقرية كونية.
- **الأمر الثاني** : فهو تباين رؤى الباحثين حول أبعاد هذه الظاهرة وفي هذا الصدد نجد أن البعض أسماها العالمية انطلاقاً من تشخيص حالة البناء المقصودة، وأطلق عليها آخرون اسم الكوكبة تبعاً لما تهدف إليه من خلق عوالم جديدة متعدد ومتباينة إلى حد التناقض في حين يرى آخرون أن يطلقون عليها اسم التدويل انطلاقاً من رمزها الأول الشركات متعددة الجنسيات واتفاقات منظمة العالمية للتجارة.

1-2 العولمة إصلاحاً :

أصبحت العولمة من أبرز الظواهر في التطور العالمي على جميع المستويات الاقتصادي، الثقافي والسياسي ويظهر الأدب الاقتصادي تباين في الآراء حول تحديد مضمونها وذلك على النحو التالي: [صقر، 2003، ص ص 5-6]

- **ينظر وترز (1995 Waters)**: إلى العولمة على أنها العمليات الاجتماعية التي يترتب عليها تراجع القيود الجغرافية على الترتيبات الثقافية والاجتماعية ويزيد في نفس الوقت إدراك الأفراد لذلك التراجع.
- **ويعرف أوتسوبو (1996 Otsubo)** : العولمة على أنها تكامل الإنتاج والتوزيع واستخدام السلع والخدمات بين اقتصاديات الدول العالم.

- **صندوق النقد الدولي**: يعرف العولمة بأنها تزايد الاعتمادات الاقتصادية المتبادلة بين الدول عن طريق زيادة حجم وتنوع معاملات السلع والخدمات عبر الحدود والتدفقات الرأسمالية الدولية، إضافة إلى سرعة ومدى انتشار التكنولوجيا.

وفي الأخير يمكن القول أن العولمة هي نتيجة لترايط واندماج أسواق العالم في حقول التجارة والاستثمارات المباشرة ضمن إطار الرأسمالية حرية الأسواق من جهة وإلى اختراق الحدود الدولية وإلى انحسار الكبير في سيادة الدولة من جهة أخرى.

2- التطور التاريخي للعولمة:

يتيح لنا البحث في تاريخ العولمة معرفة العمق التاريخي لهذه الظاهرة وبداية نجد أغلب الآراء تتفق على أن هذه الظاهرة وإن كانت حديثة من حيث الاصطلاح إلا أن جذورها قديمة. فالتاريخ الاقتصادي ينشئ من تتابع أحداث المهمة قبل الحرب العالمية الأولى، لقد ازدهرت

صلات الاقتصاد الدولي مع تدفق الاستثمار من العالم الجديد إلى العالم القديم. غير أن الشكل الحالي للعولمة قد يتصف توزيع الإنتاج بين بلدان عديدة تبدو وكأنها مكان واحد ترتبط معا في الزمن الحقيقي. [الزبيدي، راضي، 2002، ص ص 136-137]

العولمة أصلا ظاهره ارتبطت بنشوء الرأسمالية والفكر اللبرالي، واتخذت أشكالها وأنماطها بحسب درجة تطور الرأسمالية والتغيرات التي طرأت على هذا النظام الذي تبلورت توجهاته في السبعينيات واتضحت خطوطه وملامحه الرئيسية مع بداية التسعينيات تتمثل أساسا في انهيار بريتن وودز عولمة النشاط الإنتاجي، عولمة النشاط المالي واندماج الأسواق وتغيير مراكز القوى المالية والعالمية وهيكل الاقتصاد العالمي وسياساته التنموية. [عبد الحميد، 2008، ص 20] أما ما يشهده الاقتصاد العالمي من موجات متزايدة باتجاه عولمة الاقتصاديات الوطنية في مجالات التجارة والمال والاستخدام المتزايد للتقنية وتغيير مواقع الإنتاج، إنما هو ناجم عن الثورة المتصاعدة في تقنيات الاتصالات وتزايد الاتجاه نحو تحرير الاقتصاديات، بينما كانت العولمة في القرن التاسع عشر تتضح معالمها في التدفقات السلع ورؤوس الأموال وانتقال الأشخاص بين الحدود.

وفي صياغة متكاملة لنشوء وتطور ظاهرة العولمة ينطلق رولاند روبرتسون (roland Robertson) في كتابه (globalization social theory and global culture) من فرضية أساسية مفادها ارتباط ظاهرة العولمة بظاهرة الدولة القومية الموحدة، وبالتالي اعتبار نقطة البداية هي ظهور الدول القومية كحلقة فاصلة في تاريخ المجتمعات المعاصرة. وبهذا الصدد يرى روبرتسون أن ظهور المجتمع القومي منذ منتصف القرن الثامن عشر يمثل بنية تاريخية فريدة، والدول القومية المتجانسة في ثقافة مواطنيها وخضوعهم لإيراداتها تمثل تشكيلا محدودا لنمط محدد من الحياة، وأن شيوع المجتمعات القومية للقرن العشرين هو فعل من أفعال العولمة كما أن نشر فكرة المجتمع القومي من جهة ثانية شرط ضروري لتعجيل العولمة التي ظهرت منذ قرن من الزمن.

وتتحصن مكونات العولمة في المجتمعات القومية الأفراد، الإنسانية، ويقسم روبرتسون مراحل نشوء وتطور العولمة إلى خمسة مراحل هي:

المرحلة الجينية 1400-1750: شهدت هذه المرحلة نمو المجتمعات القومية في أوروبا، وإضعاف القيود التي كانت سائدة في القرون الوسطى وعمق الأفكار الخاصة بالفرد وبالإنسانية.

مرحلة النشوء 1750-1870: وهي تلك المرحلة التي حدث فيها تحول حاد في فكرة الدولة الموحدة وتبلورت أثناء هذه المرحلة المفاهيم الخاصة بالعلاقات الدولية وبالأفراد كمواطنين لهم أوضاع مقننة في الدول.

مرحلة الانطلاق 1870-1920: حيث تم إدماج العديد من المجتمعات غير أوروبية في المجتمع الدولي وبدأت عملية الصياغة الدولية لأفكار الخاصة بالإنسانية ومحاولة تطبيقها وهنا حدث تطور كبير في الأشكال الكونية للاتصال.

مرحلة الصراع من أجل الهيمنة 1920-1965: حيث حدثت الخلافات والحروب الفكرية حول المصطلحات الناشئة بعملية العولمة التي بدأت في مرحلة الانطلاق ونشأت صراعات كونية حول صور الحياة وأشكالها المختلفة وتم التركيز على الموضوعات الإنسانية وبرز دور الأمم المتحدة في هذه المرحلة.

مرحلة عدم اليقين 1965- ؟ : وهي المرحلة التي تم فيها إدماج العالم الثالث في حركة العولمة، وانتهت فيها الحرب الباردة وازدادت المؤسسات الكونية والحركات العالمية وظهرت حركة الحقوق المدنية وأصبح النظام الدولي أكثر سيولة، وازداد الاهتمام في هذه المرحلة بالمجتمع المدني العالمي والمواطنة العالمية وتم تدعيم نظام الإعلام الكوني.

النقد الموجه لـ نموذج روبرتسون (Robertson) : يهمل هذا النموذج حقيقة الصراع بين العالم الثالث والبلدان الرأسمالية من أجل فك تبعية الأولى للثانية، ولذا فإنه لا يمكن الاعتماد على نموذج روبرتسون كنموذج عالمي لأنه يظهر من خلال هذا النموذج التجريد الواضح وربطه لتاريخ العالم والإنسانية بالتاريخ الأوروبي. وحتى ما إذا سلمنا بأن العولمة هي نتاج التطور الرأسمالي الأوروبي الأمر الذي ينطوي قدر كبير من الصحة فإنه يصعب التسليم بأن مفاهيم الإنسانية والأفراد والثقافة هي محط اكتشافات أوروبية نظر لأن الباحث ينطلق من رؤية متمركزة حول الذات الأوروبية. و من جانب آخر يدعي النموذج إدماج العالم الثالث في المجتمع العالمي من دون أن يبين ماهية الدمج هل هي ثقافية، اجتماعية، اقتصادية أم سياسية؟ بعضها أو كلها. أما المتغيرات التي طرأت على هذه الظاهرة في الثلاثين سنة الأخيرة أبرزها :

- وصول العولمة لمناطق كانت سابقا مغلقة أمامها مثل الصين وأوروبا الشرقية؛

- التوسع في حركة السلع والخدمات التي يجري تبادلها وحجم واتجاه رؤوس الأموال التي يجري استثمارها؛

- التحول باتجاه تبادل المعلومات والأفكار كنمط جديد للعلاقات الدولية؛

- هيمنة الشركات متعددة الجنسيات في انتقال السلع ورؤوس الأموال والمعلومات؛

- تغير موقف الدولة من النمط الجديد في العلاقات الاقتصادية الدولية.

3- العولمة أنواعها وأهدافها : يتم التطرق من خلال هذا العنصر إلى:

3-1- أنواع العولمة : للعولمة عدة أنواع تشمل المجالات التالية :

- **العولمة السياسية :** وأبرز مظهر للعولمة السياسية ما حدث من تغير ملحوظ في قوة الدولة إذ بدأ دورها يتضاءل وصار الخضوع لرؤوس الأموال أمرا تقتضيه الحكمة السياسية وتتساوى في ذلك جميع الدول، بل صار رأس المال يتحكم في الخيارات السياسية ويقرر القرارات قبل أن تصل إلى الدولة وأصبحت الشركات العملاقة متعددة الجنسيات تحل تدريجيا محل الدولة وقفزت فوق أسوارها بل أخذت هذه الأسوار تفقد قيمتها الفعلية كما برز سقوط الشمولية والسلطوية والنزوع إلى الديمقراطية والتعددية السياسية واحترام حقوق الانسان بالإضافة إلى ذلك ظهرت مشكلة ازدواجية المعايير في تطبيق قواعد حقوق الإنسان بسبب مشكلة هيمنة الدول الكبرى على مجلس الأمن والأمم المتحدة.

- **العولمة الثقافية :** تعني العولمة على مستوى ثقافي تعميم أنماط الثقافة الغربية عامة والأمريكية على وجه الخصوص وتوسيع دائرة انتشاره بحيث ترتبط أطراف العالم بهذه الثقافة العالية والمهيمنة وتشكل انطلاقا من ذلك ثقافة عالمية واحدة تخترق الثقافات المختلفة بحيث تحولها إلى توابع تسبح في مدار هذه الثقافة العالمية، وفي هذا المجال فإن التحدي الذي يجب تحويله إلى رهان يمكن كسبه بالنسبة للدولة النامية على العموم ودولنا العربية على الخصوص هو تقليل الفجوة الثقافية والعلمية والتكنولوجية.

- **العولمة التكنولوجية:** وتعني شمولية النزعة المعرفية بلا وطن بحيث تتجاوز مفهوم المكان وتختصر الزمن وتخدمها وسائل كثيرة كشبكة التلفزة الفضائية والأنترنترنت وما شابه ذلك ويظهر ذلك واضحا على لسان الرئيس الأمريكي كلينتون: "الجسر إلى القرن الواحد والعشرون يتطلب توفير الإمكانيات اللازمة لاستخدام كل الأطفال الأمريكيين للكمبيوتر ولمن بلغ الحادية عشرة من عمره فهم التفاعل مع الشبكة العالمية للمعلومات".

- **العولمة الاقتصادية :** برز مفهوم العولمة الاقتصادية حديثا نتيجة للأسباب التالية:

- انهيار نظام بريتن وودز 1971-1973؛
- عولمة النشاط الإنتاجي والتجاري؛
- تغير مراكز القوى العالمية بعد انهيار المعسكر الاشتراكي؛
- التطور التكنولوجي، وزيادة حرية التنقل للأفراد والسلع ورؤوس الأموال.

وشهدت فترة التسعينيات من القرن العشرين نقطة تحول بارزة في النظام الاقتصادي العالمي والعلاقات الاقتصادية الدولية، فبعد انهيار النظام الاشتراكي سادت النظرية الاقتصادية الغربية التي تعتمد على اقتصاد السوق والمنافسة وتعظيم دور القطاع الخاص واتساع نشاط التجارة بين الدول، فالعولمة الاقتصادية تمثل الانفتاح الاقتصادي والمنافسة في الأسواق وتوسيعها والنمو المتسارع لتبادل السلع والخدمات واستخدام التكنولوجيا وحركة رؤوس الأموال عبر دور العام في النشاط الاقتصادي، هذه التجليات الاقتصادية تظهر بوجه خاص من خلال عمل التكتلات الاقتصادية العالمية وإنشاء منظمة التجارة العالمية ونشاط الشركات الدولية والمؤسسات المالية الدولية كالبنك الدولي وصندوق النقد الدولي. [الحاجي، 2001، ص 9-10]

2-3 أهداف العولمة: منذ ظهور العولمة وهي تثير الكثير من التساؤلات وتفرز الكثير من الآراء ووجهات النظر حول أهدافها، لذلك سوف تعرض أهداف العولمة من وجهتين :

1-2-3 أهداف العولمة من وجهة نظر مؤيديها : وهم يعتبرون العولمة مرحلة من مراحل النظام الرأسمالي، مهني أساس استقراره واستمراره لأنها تهدف إلى:

- توحيد اتجاهات العالمية وتقريبها بهدف الوصول إلى تحرير التجارة العالمية (السلع ورؤوس الأموال)؛
- محاولة إيجاد فرص للنمو الاقتصادي العالمي؛
- زيادة الإنتاج العالمي وتوسيع فرص التجارة العالمية؛
- تسريع دوران رأس المال على مستوى العالمي؛
- التعاون في حل المسائل ذات الطابع العالمي كالأسلحة المدمرة، المشاكل البيئية، الجريمة المنظمة، تبييض الأموال... إلخ
- ضمان التنافس الحر؛
- تيسير تدفق الاستثمارات الأجنبية سواء كانت مباشرة أو غير مباشرة.

2-2-3 أهداف العولمة من وجهة نظر المعارضين : واجهة العولمة الكثير من النقد والمعارضة بسبب نتائجها السلبية التي يرى المعارضون أنها تؤدي لاختلال لنظام العالمي وذلك كما يلي :

- فرض السيطرة الاقتصادية والسياسية والعسكرية على شعوب العالم؛
- هيمنة الولايات المتحدة الأمريكية على الاقتصاد العالمي من خلال سيطرة الشركات الأمريكية الكبرى على اقتصاديات الدول؛
- تدمير الهويات والثقافة القومية وتغليب الثقافة الغربية ؛

- صناعة القرار السياسي والتحكم في خدمة مصالح أمريكا؛
- إلغاء النسيج الحضاري والاجتماعي للأمم الأخرى؛
- تقنيت الدول والقضاء على الكيانات القومية.

ويمكن تلخيص أهم خصائص العولمة الاقتصادية من خلال الشكل رقم (1-4)

الشكل رقم (1-4): خصائص العولمة الاقتصادية



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على: [عبد الحميد، 2008، ص ص22-24].

المطلب الثاني : العولمة المالية

ظهرت العولمة المالية نتيجة لتحرير الأسواق المالية في كل الدول المصدرة والمتلقية لها، فقد قامت كثير من الدول النامية بإلغاء القيود على التدفقات المالية عبر الحدود، لتصبح أكثر تكاملاً مع النظام المالي العالمي.

❖ **مفهوم العولمة المالية:** العولمة المالية هي نتاج قيام علاقة وطيدة بين العولمة والنظام المالي، من خلال القيام بعمليات التحرير المالي والاتجاه نحو الانفتاح على الأسواق الدولية وتزايد تكامل وارتباط أسواق رؤوس الأموال المحلية بالعالم الخارجي من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال بكل أنواعها وأخذها بتدفق عبر الحدود لتصب في الأسواق العالمية لتكون شبه معقدة بين الدول. [عبد الحميد، 2001، ص32] ومن مظاهر العولمة المالية النقاط الآتية :

- تخفيف من القيود التنظيمية والاتجاه نحو تحرير حركة رؤوس الأموال؛
- تزايد حركة الاندماج بين الأسواق المالية، حيث أصبحت أكثر الآليات التي تربط الدول ببعضها البعض؛
- إزالة الحواجز البينية الفاصلة بين مختلف الأسواق، وتساعد عملية التحرر المالي وتهيئة المناخ المناسب لاستقطاب المستثمرين ورؤوس الأموال من أي مكان ومن أي سوق.

❖ التحرير المالي والعولمة المالية:

يقصد بالتحرير المالي مجموعة الأساليب والإجراءات التي تتخذها الدولة لإلغاء أو تخفيف درجة القيود المفروضة على عمل النظام المالي، تحرير عمليات السوق المالية من القيود المفروضة عليها والتي تعيق عملية تداول الأوراق المالية ضمن المستويين المحلي والدولي، بهدف تعزيز مستوى كفاءته وإصلاحه كلياً. وللتحرير المالي علاقة وطيدة مع العولمة المالية فهذه الأخيرة هي الناتج الأساسي لعملية التحرير المالي والتحول إلى ما يسمى بالانفتاح المالي مما أدى إلى تكامل وارتباط الأسواق المالية المحلية بالعالم الخارجي من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال، ومن ثمة أخذت تتدفق عبر الحدود لتصب في الأسواق المالية العالمية بحيث أصبحت أسواق رأس المال أكثر إرتباطاً. [عبد الحميد، 2001، ص33]

❖ **العوامل المؤدية للعولمة المالية:** ويمكن إدراج العوامل التي أدت إلى العولمة المالية في

النقاط التالية:

3-1 تطور سوق العملة الأوروبية الدولية : وتضم سوق الأورو- دولار والسوق العملة الأوروبية الدولية، وهي سوق للعملات خارج حدودها الوطنية ولا تخضع للقيود والضوابط التي تفرضها السلطات النقدية الوطنية. وقد ساعد على نمو سوق الأورو دولار، عجز الميزان المدفوعات الأمريكي في الستينيات وما ترتب عليه من خروج الدولار من الولايات المتحدة الأمريكية بالإضافة إلى إتساع نشاط شركات متعدد الجنسيات، والارتفاع الكبير في أسعار البترول بعد سنة 1973 وإيداع الدول النفطية لفوائدها في البنوك العالمية في هذه الأسواق الأوروبية.

3-2 الابتكارات المالية في الأسواق المالية الكبرى: إذ قام المتخصصون في عالم المال والإستثمار بإبتكار الكثير من الأدوات المالية التي تدعم الإتجاه نحو الإندماج فضلاً عن تطوير الأدوات السابقة التي كانت تستخدم عمليات في السوق المالية الأمر الذي سهل التعامل في الأسواق المالية الدولية وأصبح التوقي وتقدير درجة المخاطرة أكثر يسراً كما أن عملية تطوير الأدوات المالية التقليدية وإبتكار أدوات مالية جديدة أزال الكثير من المعوقات أمام المستثمر والمقترض المحليين للتعامل في الأسواق المالية الدولية، وقد تمثلت تلك الأدوات المبتكرة في الأدوات المشتقة كالخيارات، المستقبلات، المقايضات وكذلك الأدوات المسندة. [العاني، 2002، ص 199]

❖ **مخاطر الناجمة عن عولمة الأسواق المالية :** [زكي، 2000، ص 36-50]

على الرغم من الآمال التي يعقدها كثير من الخبراء والاقتصاديين حول عولمة الأسواق المالية والنتائج الإيجابية المنتظرة من ورائها، إلا أن تلك الصورة تظل ناقصة بل مشوهة مالم يستكمل التحليل بإبراز المخاطر والأزمات والمشكلات المحتملة من وراءها.

- حدوث الأزمات المالية المكلفة كالمكسيك عام 1994، دول جنوب شرق آسيا 1997، البرازيل وروسيا 1999... الخ. ويعترف خبراء صندوق النقد الدولي بتلك المخاطر صراحة لكنهم يعتقدون أن تلك المخاطر والأزمات يمكن تجنبها أو التعامل معها بقدر من قواعد التحوط والتنظيم لتعزيز سلامة المؤسسات المالية؛
- على عكس البلدان الصناعية المتقدمة التي تتعامل مع الإقتصاد العالمي من موقع قوي ومؤثر؛ فإن البلدان الناشئة وفي ظل ضعف مرحلة النمو الإقتصادي التي تمر بها واختلال علاقتها الإقتصادية الدولية، تكون أكثر عرضة للصدمات الخارجية، مثل تدهور أسعار المواد الأولية التي تصدرها، الكساد العالمي وانخفاض الطلب على

صادراتها، وارتفاع أسعار الفائدة عالميا وتقلبات أسعار الصرف، وارتفاع أسعار الواردات... إلخ؛

• سرعة إنتشار الأزمات المالية بسبب زيادة تكامل الأسواق المالية الدولية وترابطها.

5. **مؤشر العولمة:** بدأت كل من مجلة الشؤون الخارجية فورين افيررز ومجموعة أي تي كيرني الاستشارية في علوم الإدارة بإصدار مؤشر العولمة منذ عام 2001 لقياس درجة التكامل والاندماج في الاقتصاد العالمي، وقد دخل في المؤشر 50 دولة بداية، ثم ارتفع العدد إلى 62 دولة للعامين التاليين منها دول صناعية متقدمة ودول اقتصاديات الناهضة ودول نامية تشكل مجموعها 95% من حجم الاقتصاد العالمي ويقطنها 85% من سكان العالم. وأكد المسؤولون عن اعداد المؤشر إنه على الرغم من تدهور الأسواق المالية العالمية عام 2000 بانفجار ما يدعى بفقاعة أسهم شركات التكنولوجيا وما تلاها من حوادث تفجيرات في نيويورك وواشنطن، وتهديدات بالحرب على العراق، وتباطؤ في النمو الاقتصادي خاصة في اقتصاديات الدول المتقدمة، والأزمة المالية في الأرجنتين وقبلها الأزمة المالية الآسيوية وتقلب الدورات الاقتصادية، إلى أن هذه العوامل لم تؤثر على تيار العولمة واندماج الدول في هذا الفكر.

ويحاول مؤشر العولمة قياس مدى انتشار العولمة وتجذرها، ويدخل في المؤشر 4

مكونات رئيسية تتضمن 13 عنصرا منها:

- درجة الاندماج الاقتصادي؛

- العلاقات مع العالم كالسياحة الدولية، استخدام الهاتف، والتحويلات عبر الحدود؛

- درجة التقدم التكنولوجي في مكونات الإقتصاد الجديد؛

- المشاركة السياسية كالعسوية في المؤسسات الدولية، والمشاركة في بعثات مجلس الأمن.

وقد أضيف المكون الرابع عشر للمؤشر عام 2002 وترصد هذه المكونات عبر تجميع

سلاسل زمنية تصل إلى 50 سنة مضت لتحديد اتجاه التطور والتغيير، ويعطي لكل عنصر قيمة تتراوح ما بين صفر إلى واحد ثم يجمع رصيد كل دولة.

ومن الملاحظات العامة للمؤشر أن أكثر الدول عولمة تمتاز بمستوى أكثر عدلا في توزيع

الدخل مقارنة مع الدول الأقل عولمة مما يخالف المقولة المنتشرة أن العولمة تعمق الفقر وعدم

المساواة. كما أن أكثر الدول عولمة هي الدول ذات الاقتصاديات الصغيرة الأكثر انفتاحا مثل

إيرلندا وسنغافورة وهي التي تتمتع بدرجة أعلى من الحرية الاقتصادية في مؤشرات الحرية.

المطلب الثالث: مظاهر عولمة أسواق الأوراق المالية

يمكن تلخيص مظاهر عولمة أسواق الأوراق المالية فيما يلي :

1- الترابط بين البورصات: تحاول البورصات توسيع نطاق التداول وتنويع الأوراق المالية بغرض تخفيض المخاطر عن طريق الربط والتشابك ويتم ربط البورصات ببعضها البعض بأساليب مختلفة منها: [النجار، 1999، ص173-175]

- الربط الحاسوبي للبورصات ويقضي ذلك وجود شبكة من الحواسيب الإلكترونية في مختلف الأسواق عن طريق الإنترنت وشبكة الهاتف، وهو ما يلاحظ على أسواق الدول المتقدمة حيث يتطلب الربط وجود خطوط مباشرة بين شبكة نقل المعلومات لكل سوق مع الشبكة العالمية فمثلا توجد في أمريكا 35 شبكة معلومات، وهناك شبكة تربط بين بورصة لندن وباريس وفرنكفورت من خلال شبكة المعلومات البريطانية؛

- الربط بالوسطاء الماليين: حيث يتواجد عدد من ممثلي البورصات العالمية في مختلف الأسواق والسماح لهم بتسجيل فيها، وهم يلعبون دورا هاما في ربط أسواق الأسهم والسندات والعملات بين أكثر من دولة؛

- الربط بين الشركات المالية العالمية: ويكون ذلك بطريقة غير مباشرة عن طريق وجود مكاتب وفروع لهذه الشركات في الدول والمراكز المالية؛

- الربط بمحفظة الاستثمار الدولية: من خلال بناء محفظة الاستثمار ذات أوراق مالية متعددة الجنسيات وتغيير مكوناتها لضمان أعلى عائد بأقل مخاطرة مشتركة؛

- الربط بالسياسات المالية: بتوحيدها بين مختلف الأسواق من حيث سياسة الإقراض والاقتراض والاستثمار وقوانين شركات المساهمة وشروط التسجيل الأوراق المالية فيها؛

- الربط التنظيمي: تقوم بعض البورصات باستخدام هياكل تنظيمية متوافقة مع تلك الهياكل الموجودة بالبورصات الأخرى المستهدف الربط معها مما يعني أن جميع الأدوات والآليات تكون موحدة مما يسهل الاتصالات التسويقية بين تلك الأسواق؛

- الربط المتكامل: تحقق الدول في الاتحاد الأوروبي ربطا للبورصات بأكثر من طريقة وآلية من آليات المنكورة أعلاه حيث ترتبط البورصات الأوروبية بالحاسوب والبريد السريع وتوحيد نظم التسجيل والتداول والإفصاح...الخ.

2- **عولمة الأسهم والسندات:** بدأت عولمة أسواق السندات في نهاية السبعينيات وبداية الثمانينيات بإصدار سندات من طرق المقترضين وبمساعدة البنوك آنذاك، وكان الهدف من ذلك البحث عن أفضل تمويل وبأقل تكلفة فاختلاف معايير التقييم المحاسبي وتنوع قطاعات الخدمات لكل دولة وتباين معدلات الفائدة وآجال وشروط إصدار السندات كل ذلك ساعد في تدويل إصدار السندات وتداولها في مختلف الأسواق. و في المقابل فعولمة أسواق الأسهم عرفت تباطؤًا كبيرًا وهذا راجع إلى اختلاف طرق تقييم الأسهم من سوق إلى آخر حتى مع مؤسسات نفس القطاع.

3- **تزايد دور تكنولوجيا المعلومات في عولمة أسواق الأوراق المالية:** إن التقدم العلمي في عالم الاتصالات والمعلومات من أهم مظاهر هذه الفترة، إذا أصبح تجميع المعلومات وتصنيفها يتم بسرعة فائقة وهذا ساعد على تقدم عولمة الأسواق خاصة منها الأسواق المالية حيث توجد سوق مالية عالية تضم معظم المراكز المالية الموجودة ويرتبط كل مركز من هذه المراكز مشكلة شبكة عملاقة.

المبحث الثالث: التحرير المالي

في بداية السبعينيات من القرن الماضي ظهرت ملامح سياسات التحرير المالي، كنتيجة مباشرة لفشل سياسات الكبح المالي التي انتهجتها معظم الدول، بعد الحرب العالمية الثانية وأزمة عام 1929. بناءً على خلفيتها الاقتصادية والثقافية والقانونية. أثر الكبح المالي على اقتصاديات هذه الدول التي كانت في غالبيتها مستعمرات قديمة، ورثت بعد استقلالها نظام اقتصادي غير مكتمل ونظام مالي متخلخل. فكان انتهاج سياسات الانفتاح الاقتصادي والتحرير المالي سبيلها الوحيد لاجتذاب رؤوس الأموال والاستثمارات والاندماج في الاقتصاد العالمي. وقد عرفت فترة بداية السبعينيات مجموعة من المتغيرات الاقتصادية والسياسية العالمية هيئة المناخ لأفكار التحرير المالي أهمها:

- الأزمة البترولية؛
- انهيار نظام برينتن وودز؛
- موجات تحرر للمستعمرات في كل أنحاء العالم.

المطلب الأول: خلفيات الكبح المالي

اعتبرت الحكومات في الدول النامية القطاع المالي قطاعا استراتيجيا وأخضعته لرقابتها المباشرة، فانتهجت سياسات التأميم وفرضت القيود والحواجز على النشاط المالي والبنكي عن طريق تحديد

أسعار الفائدة الدائنة والمدينة، إضافة إلى الاحتياطي الإلزامي الكبير وتخصيص الائتمان إلى قطاعات اقتصادية محددة.

1- تعريف سياسات الكبح المالي:

بعد نهاية الحرب العالمية الثانية تبنت معظم البلدان الصناعية والنامية أفكار كينز الذي أكد من خلال كتابه "النظرية العامة في النقود والفائدة والتوظيف" (1936) إلى ضرورة تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي وزيادة الإنفاق الحكومي وتوجيه النظام المالي والتحكم في معدلات الفائدة من أجل تشجيع الاستثمار ورفع مستوى النمو الاقتصادي.

ويعرف الكبح المالي بأنه مجموعة من السياسات والإجراءات والقوانين والقيود كمية أو نوعية ومباشرة أو غير مباشرة تفرضها الحكومة حتى تمنع الوساطة المالية من توظيف كامل قدرتها في تمويل الاقتصادي. [حسن، محمود، 2006، ص ص 25-26]

2- صور الكبح المالي:

يتخذ الكبح المالي شكلين أساسيين صريح ومستتر:

1-2 الصور الصريحة للكبح المالي:

وهي إجراءات مباشرة تؤثر على أداء مؤسسات الوساطة المالية وذلك باقتطاع جزء كبير من أرباحها أو تقييد نشاطها من خلال فرض ضرائب ورسوم على الأرباح أو القروض الممنوحة أو المعاملات البنكية الأخرى.

2-2 الصور المستترة للكبح المالي:

على عكس الشكل السابق فهذه الطرق لا تتعلق بالضرائب ولا الرسوم وتتمثل أساساً في الطرق التالية:

- قيود على سعر الفائدة: في هذه الحالة تتدخل الدولة لتخفيض معدلات الفائدة عن طريق فرض حدود قصوى على الفائدة المقدمة على الودائع والمفروضة على القروض. وينتج عن هذا الإجراء انتشار معدلات فائدة حقيقية سالبة خاصة عند ارتفاع معدلات التضخم. أما الهدف من هذا الإجراء فهو تشجيع الاستثمار في قطاعات معينة وتمكين المؤسسات المملوكة للدولة من الحصول على قروض بمعدلات فائدة منخفضة.
- التأثير على الاحتياطي الإلزامي: ويمثل الاحتياطي الإلزامي جزءاً من أصول البنك السائلة مودعة لدى البنك المركزي، تؤثر الدول من خلال رفع أو خفض هذه النسبة على قدرة البنوك العاملة في الاقتصاد على التوسع في منح القروض من جهة وتوفير للتمويل اللازم لتغطية العجز في الخزينة.

- فرض حواجز وقيود أمام حركات رؤوس الأموال: تلجئ الدول التي تتبنى سياسة الكبح المالي إلى تقييد كل المعاملات المالية الدولية وتقييد حركة رؤوس الأموال سواء كانت استثمارات مباشرة أو غير مباشرة داخل وخارج الدولة. إضافة إلى تقييد الملكية الأجنبية في المؤسسات المالية المحلية. [أندراوس، 2005، ص199]
- تقييد إدارة المحافظ المالية: وهي القوانين التي تقيّد تكوين وإدارة المحافظ المالية، حيث تفرض على البنوك إقتناء الأوراق المالية الحكومية أو الأوراق الصادرة عن مؤسسات عمومية وبذلك تؤثر سلباً على عائد المؤسسات المالية الذي يتولد عن هذه المحافظ.
- توجيه الائتمان: وهو يعني تدخل الدولة مباشرة في منح القروض لقطاعات معينة دون أخرى عن طريق التمييز في معدلات الفائدة .

3- آثار الكبح المالي :

كان الهدف من وراء إتباع سياسات الكبح المالي هو ضمان تعبئة الموارد المالية اللازمة لدعم البنى الاقتصادية وتوجيهها للمشاريع الاستراتيجية. إلا أن هذه السياسات كانت لها نتائج عكسية لأنها أضرت بالنظام المالي وقزمت دور مؤسسات الوساطة المالية وأثرت سلباً على فعاليتها. فالاقتصاد المكبوح يتصف غالباً بقنوات ادخار متخلفة، حيث يكون العائد على هذا الادخار سالباً، فالمؤسسات المالية المكلفة بتجميع الادخارات لا يمكنها تخصيصها بطريقة مثلى في ظل سياسة الكبح المالي، فهي لا تشجع على الاستثمار [قدي، 2005، ص80]

ويمكن تلخيص أهم آثار الكبح المالي في العناصر التالية:

- التدخل في تخصيص الائتمان أثر على القطاعات والمشاريع الأخرى حيث استفادت بعض القطاعات غير المنتجة على حساب قطاعات أخرى ذات إنتاجية كبيرة؛
- توجيه الائتمان يؤثر على ربحية البنوك التي أصبحت تمنح قروض بمعدلات فائدة منخفضة لمشاريع غير قادرة على السداد حيث أصبحت هذه القروض غير مستردة؛
- القيود والضغط المفروضة على النظام المالي أدى في النهاية إلى هروب رؤوس الأموال إلى الخارج بحثاً عن معدلات عائد أكبر؛
- زعزعت هيكل النظام المالي بسبب ارتفاع معدلات التضخم وضعف مؤسسات الوساطة المالية وافتقار الاقتصاد إلى آليات شفافة وواضحة لإدارة المعاملات المالية؛
- تعاضد دور الاقتصاد الغير رسمي الذي ظهر بسبب رغبة أصحاب الفوائض المالية في الحصول على عوائد حقيقية موجبة أعلى من العوائد المتاحة في النظام المالي الرسمي، التي عادة ما تكون سالبة بسبب ارتفاع معدلات التضخم. واستجابة للطلب على التمويل

الذي نشأ بسبب قصور الوساطة المالية عن تلبية حاجات أصحاب العجز بسبب سياسة الكبح المنتهجة من طرف الدولة؛

- في ظل سياسات الكبح المالي تعاضم دور القطاع البنكي على حساب باقي أنواع مؤسسات الوساطة المالية مثل سوق الأوراق المالية.

المطلب الثاني: الأسس النظرية للتحرير المالي

إن الأحداث العالمية الهامة التي شهدتها مطلع السبعينات من أزمة بترولية أدت إلى ظهور الركود التضخمي إضافة إلى انهيار النظام النقدي الدولي، دفع بالدول المصنعة إلى إعادة النظر في مبادئ النظرية الكينزية القائمة على تدخل الدولة في الأنظمة الاقتصادية والمالية، وأصبحت النظرية النقدية لفريدمان (M.Freidman) هي السبيل لتحقيق الاستقرار النقدي. من هذه الخلفية ظهر مفهوم التحرير المالي منذ أن قام كل من ماكينون وشاو (E.Shawe & R.Mckinnon) بنشر أعمالها عن الكبح المالي وأثاره السلبية وضرورة التوجه نحو التحرير المالي.

1- تعريف التحرير المالي :

المقصود بالتحرير المالي هو إلغاء القيود والترتيبات والضوابط المفروضة على حركات رؤوس الأموال قصيرة وطويلة الأجل عبر الحدود الوطنية وإعطاء السوق مطلق الفعالية في عمليات ضمان، توزيع وتخصيص الموارد المالية، وتحديد أسعار العمليات المالية طبقاً لقوى العرض والطلب، وإلغاء الرقابة المالية الحكومية وخصخصة البنوك ذات الملكية العامة، وإعطاء البنوك والمؤسسات المالية استقلالها التام، دون أي قيود على حرية الدخول والخروج من الصناعة المالية. [زكي، 1999، ص73]

كما يعرف أيضاً على أنه تخفيف القيود الحكومية على المؤسسات المالية وعملها وأدواتها عن طريق التخلي عن الأدوات المباشرة للسياسة النقدية خاصة تثبيت سعر الفائدة إدارياً، وتوجيه القروض إلى قطاعات ومشاريع محددة على حساب آخرين وفرض ضريبة مرتفعة على القطاع المصرفي ورفع مستوى الاحتياطي الإجباري. [كوكب، 2001، ص ص 36-37]

2- أعمال ماكينون وشاو:

لقد قام كل من (R.Mckinnon 1973) في كتابه "النقود ورأس المال في التنمية الاقتصادية" و(E.Shawe 1973) في كتابه "التعمق المالي في التنمية الاقتصادية" بوضع أسس التحرير المالي. وذلك بعد فشل سياسة الكبح في تحسين تراكم رأس المال وتحقيق نمو اقتصادي.

2-1 أعمال ماكينون: إن أهم م اجاء به ماكينون في ما يخص التحرير المالي هو تكاملية النقود ورأس المال. وفي هذا الإطار قام بإعادة صياغة دالة الطلب على النقود بناء على الفرضيات التالية:

- الاقتصاد مجزئ: بمعنى وجود درجة كبيرة من الانفصال بين المؤسسات والعائلات، حيث أن الفئتين لا تحصلان على نفس الموارد وبنفس السعر؛
 - الاعتماد على التمويل الذاتي بالنسبة للوحدات الاقتصادية، كما أن التمويل الخارجي غير متاح؛
 - الادخار يكون في صورتين: على شكل أصول حقيقية غير منتجة أو أرصدة نقدية تؤثر على معدل الفائدة؛
 - الدولة لا تساهم في تراكم رأس المال، أما المحصلة الضريبية فهي تستعمل لتمويل العمليات العادية للأجهزة الحكومية كما أن البنوك لا تقرض الدولة.
- وكانت هذه الفرضيات مناسبة لواقع اقتصاد الدول النامية الذي تتميز بضعف القطاع المالي وعدم تنوع الأدوات والأصول المالية. من هذا المنطلق كانت معادلة الطلب على الأرصدة النقدية لماكينون حسب الصيغة التالية:

.....المعادلة(1)

$$(M/p)dt = L[Yt, (I/Y)t, d - p]$$

حيث أن:

M : الطلب على النقود؛

P : مستوى الأسعار؛

Y : الدخل الجاري؛

I : مستوى الاستثمارات؛

Y/I : نسبة الاستثمارات إلى الدخل؛

(d-p) : العائد الحقيقي وهو الفرق بين معدل الفائدة الاسمي على الودائع ومعدل التضخم.

من المعادلة (1) يمكن القول بأن معادلة الطلب على الأرصدة النقدية تتزايد كلما تزايد الاستثمار لأن تركز الادخار يؤدي إلى تراكم رأس المال ويصبح عنصر الاستثمار أهم متغيرات دالة الطلب على النقود. يعتبر ماكينون النقود هي قناة تراكم رأس المال ويزيد الاستثمار وتتحقق التنمية الاقتصادي.

2-2 أعمال شاو:

جاءت أعمال شاو مكملة لدراسة ماكينون حول أثر التحرير المالي في تحقيق مستويات أكبر من النمو الاقتصادي في الدول النامية، فركز من خلال أعماله على دور التعمق المالي أو تطور الوساطة المالية داخل الاقتصاد ويؤكد على أن ارتفاع معدلات الفائدة يؤدي إلى ارتفاع حجم الادخار والاستثمار وتتحقق معدلات أعلى للنمو الاقتصادية.

جدول رقم (1-4)

تواريخ بداية عمليات التحرير المالي في بعض الدول

الدول	سنوات بداية التحرير	الدول	سنوات بداية التحرير
الولايات المتحدة	1982	المكسيك	1989
كندا	1980	بيرو	1991
اليابان	1979	فنزويلا	1991
المملكة المتحدة	1981	مصر	1991
هونك كونغ	1978	المغرب	1991
أندونيسيا	1981	جنوب إفريقيا	1980
كوريا الجنوبية	1978	بنجلادش	1988
ماليزيا	1978	الهند	1989
الفلبين	1981	فرنسا	1984
سنغافورة	1978	تاييلاند	منتصف الثمانينات
تايوان	1979	البرازيل	1989
ألمانيا	1984	شيلي	1974

1. المصدر: شذى جمال خطيب، الأسواق المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال،

مؤسسة طابا للنشر، مصر، 2002، ص 21

كانت بداية الأفكار النظرية للتحرير المالي مع أعمال ماكينون - شاو في 1973، ونلاحظ من الجدول أن الكثير من الدول تبنت سياسات التحرير منذ بداية ظهورها مثل شيلي 1974، سنغافورة وهونك كونغ 1978، أما الدول المتقدمة فقد جاءت موجة التحرير المالي متأخرة في بداية الثمانينات مثل الولايات المتحدة 1982، ألمانيا 1984 والمملكة المتحدة 1981 في حين تأخرت معظم الدول العربية في عمليات التحرير المالي إلى بداية التسعينات من القرن الماضي.

3- أهمية التحرير المالي:

إن لوضعية الكبح المالي وتقييد القطاع المالي ومؤسسات الوساطة المالية أثر سلبي على كمية الأموال المقرضة، وتدفع بالمستثمرين إلى الاعتماد على التمويل الذاتي أو اللجوء إلى القطاع المالي غير الرسمي. كما أن انخفاض معدلات الفائدة سبب عزوف الأفراد عن الادخار وجعلهم يتوجهون إلى الاستهلاك. كما تؤدي إلى هروب رؤوس الأموال المحلية للخارج بحثاً عن عائد أعلى، وتحد من دخول رؤوس الأموال الأجنبية إلى الدولة بسبب القيود والضوابط المفروضة على النظام المالي وبالمقابل فإن إنتهاج سياسات التحرير المالي تؤثر إيجاباً على الوضع الاقتصادي العام وعلى معدلات النمو لأنها: [أيوب، 2000، ص ص 38-39]

- سياسات التحرير المالي تقلص دور القطاع المالي غير الرسمي، لأن فعالية الوساطة المالية في أداء دورها ينفي سبب وجوده؛
- يساهم التحرير المالي بتدفق رؤوس الأموال الأجنبية نتيجة ارتفاع معدلات الفائدة الحقيقية؛
- يسمح التحرير المالي بظهور مؤسسات مالية متخصصة مما يزيد في تنوع السوق المالي ويخفض من تكاليف الخدمات المالية ويزيد من درجة التعمق المالي؛
- ارتفاع معدلات الفائدة الحقيقية تشجع عمليات الإيداع لدى البنوك وهذا ما يؤثر إيجاباً على قدرتها على الإقراض من جهة ومن جهة أخرى يقلص حجم الكتلة النقدية خارج الدائرة المصرفية ويخفض معدلات التضخم؛
- فتح المجال أمام دخول الاستثمارات الأجنبية سواء كانت مباشرة أو غير مباشرة يؤثر إيجاباً على المشاريع المحلية لأنه يساعد على اكتساب خبرات وتكنولوجيا جديدة ويخلف جواً من المنافسة.

4- الانتقادات الموجهة لنموذج التحرير المالي:

واجه نموذج التحرير المالي بالكثير من الدعم والتشجيع من المؤسسات المالية والعالمية، كما حظي باهتمام الكثير من الاقتصاديين الذين أيدوا أفكار (ماكينون - شاو) كما ساهموا في إثراء هذا النموذج بأفكار جديدة وقاموا بالعديد من الدراسات القياسية والتحليلية لتوضيح آثار التحرير المالي على المتغيرات الاقتصادية المختلفة.

وعلى الرغم من ذلك فقد تعرض النموذج للكثير من الانتقادات خاصة من طرف مدرسة الهيكلين الجدد ومن أهم الانتقادات نذكر:

- أن ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية لا يؤدي الى إرتفاع الإذخار بالضرورة خاصة في الدول النامية حيث ينخفض الوعي المصرفي وعادات الدفع والخدمات المقدمة من طرف البنوك؛
- نموذج التحرير المالي يعتبر أن معدل الفائدة الحقيقي هو المحدد الوحيد للاستثمار ويهمل بذلك أثر الدخل؛
- إن ارتفاع معدل الفائدة الإسمي إلى مستويات أعلى من مستوى التضخم تؤدي إلى ارتفاع معدل الفائدة الإسمي على القروض، وارتفاع تكلفة الاقتراض تتعكس على تكاليف الإنتاج وأسعار المنتجات ويساهم في رفع معدل التضخم؛
- الأنظمة المالية في الدول النامية تعاني الكثير من المشاكل ومؤسسات الوساطة المالية متخلفة وغير فعالة وفتح الأسواق المالية للاستثمارات الأجنبية يزيد من المخاطر والصدمات التي يتعرض لها النظام المالي.

5- شروط نجاح التحرير المالي:

كانت تجارب بعض الدول مع سياسات التحرير المالي فاشلة إلى حد كبير ونتج عنها أزمات مالية وإنهيار في البنيان الاقتصادي، مما دفع بعض المفكرين إلى إعادة النظر في آليات التحرير بالشكل الذي يسمح للنظام المالي بالتأقلم مع الأوضاع الجديدة ومن أهم شروط نجاح التحرير المالي نذكر:

- **الاستقرار الاقتصادي:** قام ماكينون بإعداد نموذج جديد عام 1991 يركز فيه على أهمية استقرار الاقتصاد على المستوى الكلي كشرط أساسي لنجاح التحرير المالي، حيث أنه في ظل عدم وجود أي مظهر من مظاهر الكبح المالي تتجه البنوك إلى تخفيض معدلات فائدة أدنى من مستوى التوازن وتقوم بتوجيه عمليات الإقراض تجنباً للمخاطر وهذا يعني عدم وجود مؤسسات وساطة مالية تسمح للمشاريع الأكثر مخاطرة بالحصول على التمويل، في المرحلة الثانية افترض ماكينون وجود بعض الاختلالات الاقتصادية مثل: ارتفاع معدل التضخم وعدم استقرار أسعار الصرف وعجز في الميزانية، ونتيجة لذلك فإن البنوك التجارية تتجه من تلقاء نفسها إلى الاحتفاظ باحتياطيات كبيرة لمواجهة أي مشاكل مالية، وعليه فإن القدرة الإقراضية لهذه البنوك تتخفض [Brana,2001, p144]. وتوصل ماكينون إلى أن عدم استقرار الاقتصاد يدفع بالبنوك إلى تحديد معدلات الفائدة في مستوى أقل من مستوى التوازن، وتقييد وتوجيه الائتمان الى المشاريع والقطاعات التي تكون مخاطرها أقل.
- **التدرج في عملية التحرير المالي:** يعتبر التدرج المناسب والأمثل للإصلاح المالي من بين أهم شروط نجاح التحرير المالي، وهذا يعني إيجاد الترتيب المناسب الذي يضمن تحرير

القطاع المالي بشكل مستقر ومتوازن، بما يتماشى مع متطلبات القطاع الحقيقي وفي هذا الإطار يمكن إقترح الخطوات التالية:

المرحلة الأولى: إصلاح القطاع الحقيقي وتحرير مختلف القطاعات الاقتصادية، لتحسين الكفاءة والاستقرار للاقتصاد الكلي .

المرحلة الثانية: تحرير عمليات القطاع المالي وفتح المجال أمام الوساطة المالية للقيام بدورها، وتحرير معدلات الفائدة إضافة إلى فتح المجال أمام الاستثمار الأجنبي والخاص في القطاع المالي وإقامة أسواق للأوراق المالية.

المرحلة الثالثة: في هذه المرحلة يكون التحرير الخارجي وذلك بتحرير سعر الصرف وحساب العمليات الجارية ثم تحرير حساب رأس المال، إضافة إلى رفع القيود على دخول الاستثمارات الأجنبية سواء كانت مباشرة أو غير مباشرة .

6- مخاطر التحرير المالي:

وعموما يمكن رصد أهم المخاطر التي تنجم عن عولمة أسواق المالية للبلاد النامية فيما يلي :

1-6 المخاطر الناجمة عن التقلبات الفجائية لرأس المال : حينما نلقي نظرة خاطفة على مكونات انسياب رؤوس الأموال الأجنبية التي اتجهت إلى البلاد النامية في عقد التسعينيات، فنلاحظ على الفور كيف يتعاضم وبسرعة شديدة حجم انسياب رؤوس الأموال الأجنبية الخاصة ففي عام 1997 وصل حجم هذا الانسياب إلى حوالي 280 مليار دولار أمريكي، وخلال المدة 1990-1997. كان النصيب النسبي لتدفق القروض من البنوك التجارية الخاصة دولية النشاط لا يزيد عن 10% من جملة انسياب رؤوس الأموال الأجنبية الخاصة التي تدفقت إلى هذه البلاد، أما الاستثمار في الحافظة المالية فقد كان نصيبه حوالي 3/1 من مجموع هذا الانسياب. وبتحليل حركة هذا الانسياب يتضح أن استثمار الحافظة المالية يتسم بسرعة النمو وبضخامة الحركة والتنقل من سوق لآخر وبصورة فجائية فهو يدخل إلى سوق ما ويخرج منها في فترة قصيرة وبأحجام ربما تكون كبيرة، وقد أشارت كثير من الكتابات إلى أن درجة تقلب التي تتسم بها حركة الاستثمار في الحافظة المالية هي أعلى بكثير من درجة تقلبات التي تتسم بها حركة الاستثمار الأجنبي المباشر، وقد أشار تقرير الاستثمار العالمي لعام 1998 إلى أن درجة التقلب في استثمار الحافظة المالية مقاسا على أساس معامل الاختلاف، يصل إلى 0.43 في حين يصل 0.35 بالنسبة للاستثمار الأجنبي المباشر. والواقع أن ارتفاع درجة تقلب الاستثمار في الحافظة المالية بالمقارنة مع الاستثمار الأجنبي المباشر يعود إلى أن النوع الأول من الاستثمار، تحكمه العوامل قصيرة الأجل وسعيه الدؤوب نحو الأرباح السريعة في حين أن النوع الثاني من

الاستثمار الذي يأخذ الآن شكل فروع لشركات متعددة الجنسيات عادة ما تهتم بالأرباح على المدى الطويل، لذا فعملية تصفية المشروع أو إغلاقه تكون عملية صعبة وتحتاج لبعض الوقت، بينما أن التخلص من الاستثمار في الحافظة المالية يمكن أن يتم بسهولة عن طريق البيع في الأسواق المالية كما أن الاستثمار في الحافظة المالية يتأثر كثيرا بالتوقعات وبالمعلومات التي تتوفر لدى المتعاملين وبحالاتهم النفسية وغالبا ما يطغى عليهم سلوك القطيع وهو أمر يختلف عن طبيعة من يعملون في مجال الاستثمار الأجنبي المباشر. [عبد الحميد، 2008، ص ص 192-193]

وأي كان الأمر فإن قرارات المستثمرين في الحافظة المالية تتسم بدرجة عالية من الحساسية اتجاه الأمور الجارية في الأجل القصير فهم يميلون إلى تصفية استثماراتهم على نحو واسع والخروج بها من البلد حينما تحدث أية أزمة وقد يعودون بكميات كبيرة من استثماراتهم حينما تسترد الثقة في الأسواق، ويلعب سلوك القطيع هنا دور مؤثرا، هذه الحركة الواسعة والمفاجئة لرأس المال الأجنبي دخولا وخروجا عبر الحدود الوطنية للدولة تتسبب في حدوث كثير من الانعكاسات السلبية على الاقتصاد الوطني.

2-6 مخاطر هروب الأموال الوطنية إلى الخارج: من أخطر ما ينجم عن عولمة الأسواق المالية للبلاد النامية هو تدويل مدخراتها الوطنية حيث أصبحت أقسام لا بأس بها من هذه المدخرات، في ضوء فتح حساب رأس المال تفضل لأسباب مختلفة الاستثمار خارج بلادها، إذ أنه في الوقت الذي تسارع فيه البلدان النامية لفتح الأبواب لرأس المال الأجنبي من خلال التسابق على منحه الكثير من المزايا والإعفاءات والحوافز إلا أنها سمحت في ضوء العولمة المالية لأصحاب المدخرات المحلية أن يخرجوا بها للاستثمار في أي بقعة من العالم.

و يمكن القول أن الانخراط في العولمة المالية وسياسات التحرير المالي تشجع على حدوث تدفقات كبيرة ومفاجئة ومتقلبة لرؤوس الأموال قصيرة الأجل الباحثة عن الربح السريع والتي تحدث آثار ضارة بالاستقرار الاقتصادي، ويتعين تحصين الاقتصاد الوطني لمنع حدوثها. كما يجب في الوقت نفسه تأمين الاقتصاد الوطني ضد مخاطر تدويل مدخراتها المحلية، والتصدي بحزم للمضاربات المالية سواء من جانب المستثمرين المحليين أو الأجانب لكي لا تتحول إلى نشاط مهيم. كما العولمة المالية التي تؤدي إلى حدوث تدفقات كثيرة لرؤوس الأموال طويل الأجل هي أمر مرغوب فيه ويجب البحث عن السياسات والإجراءات الفاعلة الرامية لتحقيق هذا الهدف.

7- عناصر التحرير المالي: يشمل التحرير المالي مجموعة من العناصر منها الداخلية ومنها الخارجية. يمكن اجمالها أساساً في العناصر التالية:

7-1 تحرير النظام المالي الداخلي: يتمثل في تحرير معدلات الفائدة والتخلي عن سياسات التوجيه القطاعي للقروض والاحتياطي الإجباري وفتح المجال للبنوك الخاصة والاستثمارات الخارجية، ويمكن توضيح آليات التحرير من خلال العناصر التالية:

- تحرير أسعار الفائدة: ويتم ذلك بتجنب تدخل السلطات النقدية في تحديد الفائدة الدائنة والمدينة إدارياً بحيث يصبح مستواها يتحدد وفقاً لآليات السوق فقط؛
- التخلي عن سياسة التخصيص القطاعي للقروض: تتم هذه المرحلة بتخلي السلطة النقدية عن التدخل في طريقة منح الائتمان وتحرير عمليات الإقراض حيث تصبح البنوك المسؤولة الوحيدة عن عملية الإقراض بما يتماشى مع آليات العمل المصرفي؛
- فتح المجال أمام البنوك الخاصة والأجنبية: لممارسة نشاط الوساطة المالية، ومن شأن هذه الخطوة تحسين نوعية الخدمات المالية المقدمة من طرف البنوك؛
- تخفيض معدلات الاحتياطيات الإجبارية: المفروضة على البنوك من طرف البنك المركزي بشكل يضمن معدلات معقولة من الأمان ويسمح للبنوك بالتوسع في نشاطها الائتماني؛
- تحرير الأسواق الرأس مالية: يعني إلغاء القيود والحوجز التي تحول دون تمكين الأجانب من الاستثمار في الأصول المالية، داخل الدولة أو خارج الأموال المستثمرة أو العوائد المحققة إلى الخارج.

7-2 التحرير المالي الخارجي: يقصد به إلغاء القيود على معاملات حساب رأس المال وتسهيل دخول رؤوس الأموال وخروجها إلى الدولة ويتمثل ذلك في العناصر التالية: [زكي، 1999، ص82]

- تحرير أسواق الأوراق المالية: ترتبط هذه الخطوة بتحرير المعاملات المتعلقة بالاستثمار في سوق الأسواق المالية، وذلك بتمكين غير المقيمين بالتعامل بأدوات أسواق رأس المال (أسهم، سندات، مشتقات). أو إصدارها الأوراق المالية بالأسواق المحلية. كما تسمح للمقيمين بإتمام نفس المعاملات بالخارج؛
- تحرير تدفق رؤوس الأموال: تتمثل في فتح المجال للبنوك بالتعامل مع غير المقيمين عن طريق عمليات الإيداع أو الإقراض وغيرها وتمكين المقيمين من التعامل مع البنوك الأجنبية؛

- **تحرير الاستثمار المباشر:** أي إلغاء القيود على الاستثمار المباشر الوارد إلى داخل الدولة أو المتجه إلى خارجها؛
- **تحرير التعامل بالنقد الأجنبي:** عدم تدخل السلطات النقدية في تحديد معدل صرف العملة المحلية، بحيث يتحدد هذا المعدل في السوق بناءً على قوى العرض والطلب. ويمكن القول بأن التحرير المالي الداخلي والخارجي متكاملان، ومعا يضمنان تدفق رؤوس الأموال إلى الداخل ويؤثران إيجاباً على التنمية الاقتصادية.

المطلب الثالث: التحرير المالي وأسواق الأوراق المالية

تعتبر الاستثمارات الدولية في أسواق الأوراق المالية من أبرز أنواع الاستثمارات المالية غير المباشرة حيث زاد حجمها وتدفعها في العقود الأخيرة مع تبني كل الدول لسياسات التحرير المالي، حيث ساعدت إجراءاته على تحرير انتقال رؤوس الأموال عبر الحدود ومكنت الأجانب من التعامل في الأسواق المحلية، وساعدت الشركات الأجنبية بتسجيل أوراقها المالية بالأسواق المحلية وإتاحة الفرصة للشركات المحلية بتسجيل أوراقها المالية في الأسواق الأجنبية.

1- الاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية

يتخذ الاستثمار عدة أشكال باعتباره من أهم الأنشطة الاقتصادية التي تهدف إلى تحقيق عائد يمكن أن يكون مادي في أصول حقيقية ومشاريع أو غير مادي كالاستثمار في الأصول المالية. كما يمكن أن تصنف إلى استثمارات محلية وهي التي تكون داخل حدود البلد ومن طرف مستثمرين مقيمين، أما الدولي فهو الاستثمار الذي يتم خارج موطنه الأصلي مهما كانت أدواته حيث يكون في شكل تدفقات دولية إلى دولة مضيضة بهدف شراء أصول. [النجار، 2000، ص.23]

1-1 تعريف الاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية (الاستثمار الأجنبي غير المباشر): لا

يحظى الاستثمار الدولي في محفظة الأوراق المالية بالكثير من الدراسة، لأن الاهتمام بالاستثمارات الدولية ينصب عادةً على الاستثمار المباشر. وعلى الرغم من ذلك فإنه على درجة عالية من الأهمية خاصة بعد تحرير أسواق الأوراق المالية وتدويل التعاملات بالأصول المالية، فهو يمثل مجموع التوظيفات المالية في الأسهم والسندات والمشتقات الذي يقنته مستثمر أجنبي. وهو يأخذ صورتين الأولى تتمثل في قيام المستثمر بشراء الأوراق المالية في السوق المحلي سواءً السوق الأولي أو الثانوي، أما الثانية فتتمثل في قيد الورقة المالية الأجنبية في السوق المحلي أو العكس عند قيام المقيمين بنفس

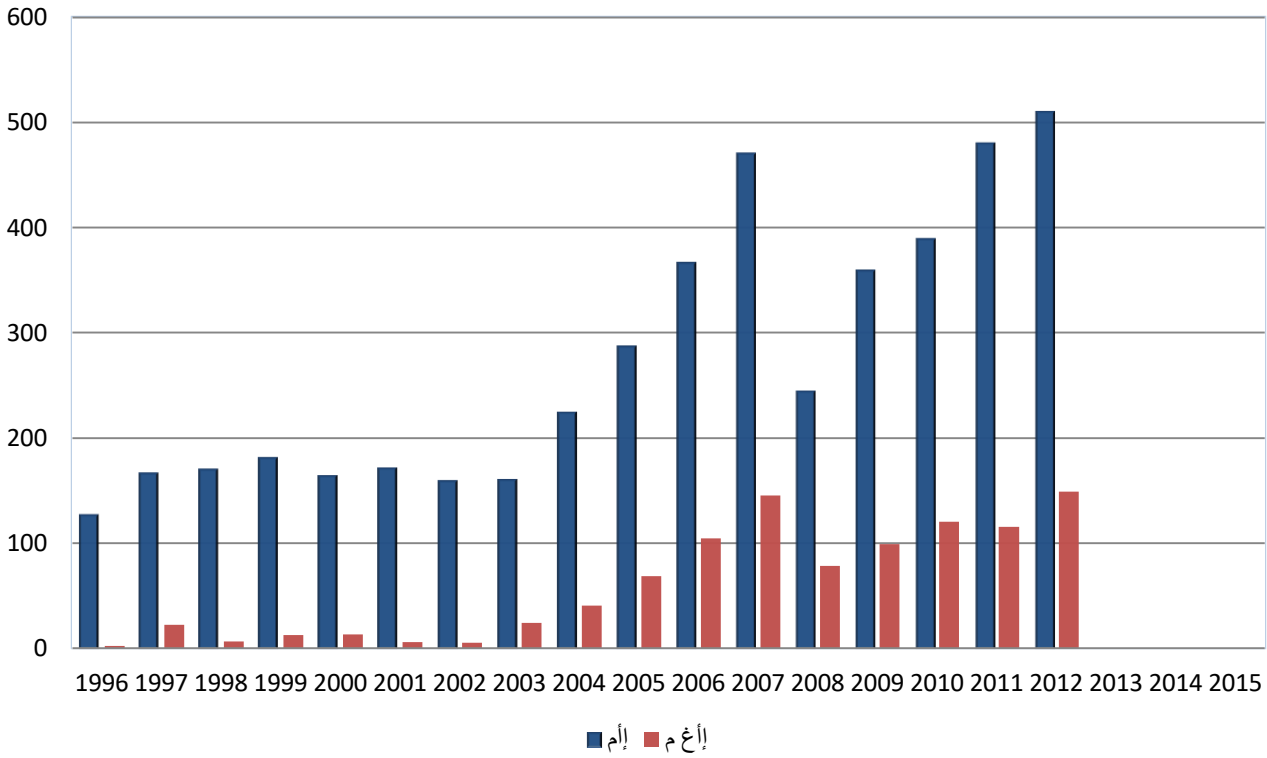
العمليات في الأسواق الأجنبية. [هندي، 1999، ص 459]

2-1 خصائص الاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية: يتميز الاستثمار الأجنبي غير المباشر بمجموعة من الخصائص تميزه عن الاستثمارات الأخرى، يمكن أن نحصر أهمها في النقاط التالية:

- ينحصر الاستثمار الأجنبي غير المباشر في التعامل بالأوراق المالية فقط (بيع، شراء، إصدار)؛
- يتميز بسرعة حركة تدفقاته من وإلى الدول المضيفة لدى يطلق عليه عادة اسم الأموال الساخنة؛
- الانتقال بين الدول في فترات قصيرة جدا بحثا عن معدلات عائد أعلى ومخاطر أقل؛
- التقلبات الكبيرة في سلوك المستثمرين يكون سببا في حدوث أزمات حادة تنتقل بين الأسواق بفعل ترابطها واندماجها.

3-1 أهمية الاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية: ازدادت أهمية الاستثمار الأجنبي بعد موجة التحرير المالي التي عرفتتها معظم الدول المتطورة والنامية منذ بداية سبعينات القرن الماضي حيث أن الهيكل العام للاستثمارات الدولية تغير جذريا منذ نهاية الحرب العالمية الثانية وأصبح الجزء الأكبر من هذه الاستثمارات يتم في شكل استثمارات مباشرة على حساب الاستثمار في الأوراق المالية. [عبد الحفيظ، 2005، ص. 47-48] إلا أن توسع وانتشار أسواق الأوراق المالية في الدول النامية وتطورها إضافة إلى انفتاح أسواق هذه البلدان، والتطورات التكنولوجية في مجال الاتصال والمعلومات أدى إلى زيادة الاهتمام بالاستثمار الغير المباشر. والمتابع لحجم هذه التدفقات يمكن أن يلاحظ ذلك، والشكل رقم (1-6) يعبر عن تطور حجم الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر المتدفق للدول النامية خلال الفترة (1996-2012)

الشكل رقم: 5
تطور حجم الاستثمار الأجنبي في الدول النامية خلال الفترة 1996-2012



Sources : IMF International Financial statistics / world debtor reporting and staff estimates.

• أهمية الاستثمار الأجنبي غير المباشر بالنسبة للدول المضيفة:

يحقق الاستثمار الأجنبي المباشر عدد من المزايا بالنسبة للدولة المستقبلية تكون هذه المزايا ناتجة عن حركة رؤوس الأموال ومن أبرز هذه المزايا:

- الاستثمارات في الحافظة المالية تزيد من سيولة الأسواق المحلية وهو امتياز يسعى وراءه كل المستثمرين حيث يتمكنون من استبدال محافظهم الاستثمارية بسهولة وبكلفة أقل، مما يجعل الاستثمار أقل مخاطرة؛ [يونس، 2008، ص 307]
- يعتبر الاستثمار الأجنبي الغير المباشر قناة تمويل جديدة تضخ في الاقتصاد الحقيقي وتساهم في الاستثمار والتنمية داخل الدولة؛
- في سعيها لتوفير مناخ استثماري مناسب تقوم البلدان المضيفة بتهيئة جو من الانضباط والخبرة وهو ما ينعكس إيجاباً على بيئة الاستثمار وشفافية المعاملات؛
- إن توجه الاستثمارات الأجنبية إلى أسواق الأوراق المالية المحلية يعني حركة رؤوس الأموال إلى ذلك البلد ويؤدي إلى زيادة الطلب على العملة المحلية مما يؤدي إلى ارتفاع سعر صرفها. [عوض، شكري، 2004، ص 228]

4-1 مخاطر الاستثمار الأجنبي الغير مباشر: يتعرض المستثمر في أسواق الأوراق المالية العالمية إلى نفس مخاطر الاستثمار في الأسواق المحلية بالإضافة إلى مخاطر الاستثمار الأجنبي ويمكن حصرها في النقاط التالية:

• **المخاطر المنتظمة:** تتعلق بالأوضاع العامة للأسواق وحركتها، إضافة إلى العوامل السياسية والاقتصادية وهذه العوامل لا ترتبط بنوع معين من الأوراق المالية حيث أنها تؤثر على كل أنواع الاستثمارات؛

• **المخاطر غير المنتظمة:** وهي ناتجة عن نوع معين من الأوراق لأنها مرتبطة بالشركة المصدرة لها أو القطاع الذي تعمل به. ويمكن تجنب هذه المخاطر بتنوع الحافظة المالية .

• **مخاطر الاستثمار الأجنبي غير المباشر بالنسبة للدولة المضيفة:** أثبتت العديد من التجارب أن الاستثمار الأجنبي المباشر كثيرا ما يؤدي إلى أزمات مالية كبيرة ومدمرة (المكسيك 1994، دول جنوب شرق آسيا 1997، البرازيل عام 1999). بسبب ضعف الاقتصاد المحلي للدول المضيفة أو كثرة تعرضها للصدمات الخارجية وأهم المشاكل والمخاطر يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

- التقلبات الفجائية لاتجاه رأس المال: إن الاستثمار في الحافظة المالية يتم بسرعة كبيرة لأن رؤوس الأموال تنتقل من سوق لأخرى بصورة فجائية وفي مدة زمنية قصيرة إذا ما قورنت بالاستثمار الأجنبي المباشر. وينتج عن هذه التقلبات آثار سلبية تؤدي إلى تقلب أسعار صرف العملة الوطنية، تأثر أسعار الأوراق المالية؛

- التعرض لموجات مضاربة: تعتبر المضاربة الدافع الرئيسي وراء الاستثمارات الأجنبية في الأوراق المالية، فالمضاربين يسعون وراء تحقيق أعلى عائد ممكن، يستطيعون أن يسحبوا أموالهم في فترات قصيرة من سوق إلى سوق آخر سعيا وراء عائد أعلى ولكن هذه العمليات تؤثر على الأسواق وتتسبب في أزمات خطيرة؛ [الجميلي، 2015، ص 363-364]

- هروب رؤوس الأموال الوطنية للخارج: إن تحرير أسواق الأوراق المالية هو أحد إجراءات التحرير المالي التي تقضي بإزالة القيود على حركة رؤوس الأموال في اتجاهين. وبالتالي فإن تشجيع المستثمرين المقيمين على الاستثمار المحفظي في الأسواق المحلية يقابله تمكين المستثمرين المقيمين من الاستثمار في أسواق الأوراق المالية العالمية؛

- عمليات تبييض الأموال: ترتبط عمليات تبييض الأموال مباشرة بعمليات التحرير الاقتصادي والمالي، وهي العملية التي يلجا إليها من يعمل بتجارة المخدرات والجريمة المنظمة أو غيرها، لإخفاء المصدر الحقيقي للدخل غير المشروع للتمويه وإضفاء الشرعية عليه؛ ويتم ذلك عبر وسائل مختلفة من أجل إدخال هذه الأموال إلى القنوات الرسمية [الخضيري، 2003، ص 73]. ويعتبر الاستثمار الغير مباشر في أسواق الأوراق المالية من أبرز قنوات تبييض الأموال؛
- إضعاف نتائج السياسة النقدية والمالية: حيث تفقد الدول القدرة على التحكم في المؤشرات الاقتصادية الكلية مثل الكتلة النقدية ومعدل التضخم، كما يحد من قدرة استخدام السياسة النقدية والمالية لتحقيق الأهداف الاقتصادية الكلية.

2- الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات: * (GATS)

لقد هيأت الظروف والمتغيرات الدولية لظهور سياسات تحرير الاقتصاد بكل جوانبه. وكانت الاتفاقية العامة للتعريفات والتجارة (عام 1947) وجولاته الثمانية من 1947 إلى 1994 التي انتهت بإعلان قيام منظمة التجارة العالمية (W.T.O) ** بعد 46 عام من المفاوضات التي تهدف لتخفيض التعريفات الجمركية وتسهيل عمليات التبادل التجاري.

وتعد منظمة التجارة العالمية المرجعية الوحيدة التي تحكم قواعد وإجراءات تحرير التجارة الدولية، وتنظيم المفاوضات الدولية وفض النزاعات ومراقبة السياسات التجارية للدول الأعضاء بالتعاون مع صندوق النقد الدولي والبنك الدولي.

2-1 مراحل مفاوضات الاتفاقية العامة للتعريفات والتجارة: *** (GATT)

يمكن تلخيص المراحل التي مرت بها مفاوضات الاتفاقية العامة للتعريفات والتجارة ونتائجها من خلال الجدول (1-5)

* General Agreement Trade Service.

** World Trade Organization

*** The General Agreement for Tarrifs and Trade

الجدول (5)

مراحل مفاوضات الاتفاقية العامة للتعريفات والتجارة

النواتج	الجولات
<ul style="list-style-type: none"> - تأسيس الجات بمبادرة أمريكية؛ - تخفيض التعريفات الجمركية والالتزام بعدم زيادتها؛ - توقيع الاتفاقية من طرف 23 دولة. 	<p>جولة جنيف -1946 1947</p>
<ul style="list-style-type: none"> - المصادقة على ميثاق المنظمة الدولية للتجارة؛ - زيادة عدد الدول المنظمة إلى المعاهدة ليصل إلى 33. 	<p>مؤتمر هافانا 1948</p>
<ul style="list-style-type: none"> - إنضمام 10 دول جديدة للاتفاقية؛ - الاتفاق على تخفيضات للتعريفات الجمركية شملت 5000 سلعة. 	<p>جولة أنيسي 1949</p>
<ul style="list-style-type: none"> - إنضمام ألمانيا إضافة إلى 3 دول أخرى؛ - بلغت نسبة التخفيضات الجمركية 25%؛ - تبادل الأعضاء 8700 امتياز تجاري؛ - ظهور خلافات بسبب قيام بعض الدول بحماية منتجاتها من المنافسة الخارجية. 	<p>جولة تورجي 1950</p>
<ul style="list-style-type: none"> - إعادة تنظيم التعريفات مع الإتحاد الأوروبي؛ - نجحت الجولة في تخفيض التعريفات على 4000 سلعة؛ - كانت المفاوضات تدور بين الدول الصناعية بشكل خاص. 	<p>جولة ديون -1960 1961 جنييف 2</p>
<ul style="list-style-type: none"> - شملت المفاوضات المنتجات الزراعية والصناعية؛ - تقرر تخفيض الضرائب على المنتجات الزراعية بنسبة 25%؛ - تخفيض الضرائب الجمركية على المنتجات الكيميائية بنسبة 50% في الولايات المتحدة ونسبة 20% بالنسبة للسوق الأوروبية المشتركة وبريطانيا؛ - منح بعض المنتجات ذات الأهمية خاصة لدول الجنوب. 	<p>جولة كندي -1964 1967</p>
<ul style="list-style-type: none"> - شارك في الجولة 102 دولة؛ - تخفيض أو إزالة القيود الجمركية ابتداء من 01/11/1979؛ - تنظيم القواعد الجمركية والمساعدات والحوافز الفنية إضافة إلى 	<p>جولة طوكيو -1973 1979</p>

<ul style="list-style-type: none"> - مراجعة الترتيبات المتعلقة باللحوم ومنتجات الألبان والطيغان المدني؛ - خفض التعريفات الجمركية على السلع الصناعية بنسبة 30%؛ - تقديم إعانات لبعض السلع دون تأثيرها على التجارة الخارجية بالنسبة للمنتجات الزراعية والغذائية؛ - تعهد الحكومات بإدارة تراخيص الاستهلاك بطريقة محايدة اتجاه أعضاء الاتفاقية؛ - الاتفاق على استخدام معايير دولية بدلا من المعايير الوطنية (أمنية، صحية أو بيئية)؛ - منح دول الجنوب معاملة تفضيلية في تجارتها الدولية؛ - تخفيض التعريفات على السلع المصنعة في الأسواق السبع الكبرى من 7% - 4.7%. 	
<ul style="list-style-type: none"> - تعتبر من أهم الجولات وأكثرها تعقيدا؛ - رفض دول الجنوب فكرة إدراج المسائل الجديدة كالخدمات وحقوق الملكية الفكرية؛ - رفض المجموعة الأوروبية تقديم أية تنازلات على صعيد سياستها الزراعية؛ - زيادة الصراعات بين الدول المتقدمة خاصة فيما يخص الدخول إلى أسواق خارجية أو حماية أسواقها من المنافسة؛ - ظهور إجراءات المنطقة الرمادية كاستخدام إجراءات فردية لتحقيق الأهداف التجارية المحلية أو التحايل على الاتفاقيات العامة للجات بالاتفاقيات البيئية الثنائية؛ - وجود خلافات حول كفاءة آليات فض النزاعات التجارية بين الدول؛ - ضغوط الولايات المتحدة باتجاه فرض هيمنتها على الاقتصاد العالمي وإزالة الحواجز أمام الشركات متعددة الجنسيات؛ - سياسات الدعم الزراعي في أوروبا خاصة على الصادرات؛ - تنامي حجم تجارة الخدمات وضرورة اتخاذ إجراءات لحماية الملكية الفكرية والخدمات؛ - 1993 توقيع اتفاقية الأورغواي بين الولايات المتحدة والاتحاد الأوروبي بموجب اتفاقية بلير؛ 	<p>جولة أورغواي 1982</p>

- جانفي 1995 ظهور منظمة التجارة العالمية لتكون الإطار المؤسسي لكل الاتفاقات الناتجة عن الجولات السابقة والمنظمة للتجارة الحرة في العالم والمكملة لكل من صندوق النقد الدولي والبنك العالمي.

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على:

- هيفاء عبد الرحمان التكريتي، آليات العولمة الاقتصادية وأثارها في الاقتصاد العربي، دار حامد، عمان، 2010، ص ص 399-403
- علاء كامل، الجات ونهب الجنوب، الطبعة الثانية، مركز المحروسة، القاهرة، 1996، ص ص 54-55

كانت جولة الأورغواي من أصعب وأطول الجولات، وتناولت موضوعات جديدة لم يسبق تناولها من قبل. ولأول مرة دخلت تجارة الخدمات في عمليات تحرير التبادل التجاري. وكان تحرير تجارة الخدمات محل خلاف بين الدول الصناعية ودول الجنوب التي تعتبر أن تحرير تجارة الخدمات سيؤثر سلبا على قطاع الخدمات بسبب عدم امتلاكها مقومات المنافسة. وقد عرفت هذه المفاوضات تجارة الخدمات على أنها تشمل الخدمات المصرفية والمالية والتأمين والنقل البري والبحري والجوي والمقاولات والبناء والسياحة والاتصالات السلكية واللاسلكية والتعليم والصحة. وتضمنت هذه الاتفاقية مجموعة من العناصر والالتزامات يمكن تلخيصها في النقاط التالية: [التكريتي، 2010، ص 410]

- تحديد القواعد المناسبة لتجارة الخدمات بين الدول، وإزالة العوائق ووضع أسس لفض المنازعات عند حدوثها؛
- امتدت المفاوضات إلى القيود واللوائح الداخلية للدول بعد أن كانت تقتصر على القيود المطبقة في نقاط العبور؛
- تجارة الخدمات تتطلب انتقال مقدمي الخدمة ومتلقيها عبر الحدود ولذلك تم وضع إطار يضمن حرية انتقال الخدمة، والعمالة والمستهلكين وحق التأسيس في البلد المضيف للخدمات؛
- وضع إطار لبعض الاستثناءات العامة عند تطبيق قواعد الحماية والأخلاق والنظام العام بغرض حماية الأمن القومي؛
- التعهد بالدخول في الجولات المتتالية على امتداد 5 سنوات من تاريخ قيام منظمة التجارة العالمية لتحقيق مستوى أعلى من تحرير تجارة الخدمات. وقد خصص ملحق

لأحكام الخدمات المالية ومورديها يضمن حصولهم على نفس المعاملة التي يحض بها الموردين المقيمين.

2-2 نتائج الانضمام إلى الاتفاقية العامة لتحرير الخدمات:

إن الانضمام إلى الاتفاقية العامة لتحرير الخدمات ينطوي على عدد من المخاطر التي تؤثر سلبا على الدول النامية بشكل خاص، وذلك مرده إلى انخفاض كفاءة قطاع الخدمات المالية وضعف قدرته التنافسية مقارنة بنظيره في الدول المتقدمة. فالانضمام إلى الاتفاقية يستوجب الالتزام بعدد من الالتزامات يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

• النفاذ إلى الأسواق المحلية:

تتعهد الدول المنظمة للاتفاقية بموجب هذا الالتزام بمنح جميع موردي الخدمات معاملة لا تقل عن تلك التي يحظى بها المنتجون المقيمون، وعليه للاتفاقية تسعى لتمكين المنتجين الأجانب من الدخول إلى أسواق الأعضاء والمنافسة مع المنتجين المحليين دون أي قيود أو حواجز. وأهم البنود التي يجب استبعادها عند الانضمام للاتفاقية يمكن حصرها في النقاط التالية: [خطيب، 2008، ص 139]

- تسقيف إجمالي قيمة التعامل أو الأصول؛
- تحديد عدد موردي الخدمات في شكل حصص أو احتكارات؛
- تحديد عدد العمليات الخدمية المقدمة؛
- تحديد عدد الموظفين في كل قطاع من قطاعات الخدمات المالية؛
- لتوظيف عدد من الأشخاص يتناسب وحاجة نشاطه؛
- إلغاء الحد الأقصى للملكية الأجنبية أو تحديد قيمة الاستثمارات الأجنبية.

• المعاملة الوطنية:

بموجب هذا البند تلتزم الدولة المضيضة بمنح موردي الخدمات الأجانب نفس المعاملة التي توفرها لموردي الخدمات المقيمين. دون أن تؤدي القوانين أو الإجراءات الداخلية إلى تعديل كفة المنافسة لصاح موردي الخدمات المقيمين. وهذا الالتزام من شأنه أن يشكل أفضلية للموردين الأجانب نتيجة لتفوقهم في الجانب التكنولوجي والخبراتي.

2-3 آثار الاتفاقية العامة لتحرير الخدمات:

تسعى الدول المنظمة للاتفاقية العامة لتحرير الخدمات إلى تحقيق الاستغلال الأمثل للموارد المالية وذلك بتحسين كفاءة قطاع الخدمات المالية وتحسين مستويات الادخار والاستثمار ويمكن عرض أهم هذه الآثار في النقاط التالية:

- تحسين مستوى فعالية وكفاءة القطاع المالي المحلي؛
- تقديم خدمات مالية شاملة لكل جوانب النشاط وتستجيب لمتطلبات الانفتاح على الاقتصاد العالمي؛
- تهيئة مناخ مناسب للاستثمارات الأجنبية سواء كانت مباشرة أو غير مباشرة؛
- الانفتاح على العالم الخارجي وتحديداً على الأسواق المالية العالمية وتنمية القدرة على دخول الأسواق والحصول على تمويل دولي، إضافة إلى تعزيز التواجد المالي للدول النامية في الخارج ووضع حد لسياسات التمييز والتهميش. [حشاد، 1990، ص 143]

3- الانفتاح المالي والأزمات العالمية

شكل تكرار الأزمات المالية في الدول النامية والمتطورة ظاهرة مثيرة للقلق والاهتمام، لأنها هددت الاستقرار الاقتصادي والسياسي لهذه الدول، إضافة إلى انتشار عدوى الأزمات المالية لتشمل دولاً أخرى نتيجة للانفتاح الاقتصادي والمالي الذي تشهده هذه الدول ولاندماجها في المنظمة العالمية للتجارة، وتشير تقارير صندوق النقد الدولي إلى أنه خلال الفترة 1980-1999 تعرض أكثر من ثلثي الدول الأعضاء في الصندوق لأزمات مالية واضطرابات مصرفية حادة، كما أن وتيرة تلك الأزمات تكررت وتلاحقت عالمياً، فشملت دول شرق آسيا وروسيا والبرازيل والأرجنتين والمكسيك، وزادت حدة الأضرار الناجمة عنها، حيث قدرت خسائر اليابان مثلاً في الأزمة الآسيوية الأخيرة بحوالي 10% من ناتجها المحلي الإجمالي، في حين قدرت خسائر الولايات المتحدة الأمريكية بحوالي 03 %، وأكدت تقارير مختلفة لصندوق النقد الدولي أن أكثر من 50% من تلك الأزمات حدثت في الدول النامية وفي الدول ذات الأسواق الناشئة على الخصوص، مما يؤكد الحاجة إلى تحسين مستوى الرقابة المصرفية في تلك الدول.

3-1 تعريف الأزمة: يقصد بالأزمة من الناحية الاجتماعية توقف الأحداث المنظمة والمتوقعة واضطراب العادات والعرف مما يستلزم التغيير السريع لإعادة التوازن ولتكوين عادات جديدة أكثر ملائمة تتناسب مع الأوضاع الجديدة. [عليوة، 2004، ص 13]. وعليه فالأزمة المالية هي اختلال فجائي يطرأ على التوازنات التي تنظم حركة السوق المالي، والاختلالات في

آليات عمل مؤسساته. وهي بهذا المعنى تعرف بنتائجها، ومظاهرها من انهيار للبورصات، وحوادث مضاربات نقدية كبيرة ومتقاربة، وبطالة دائمة. وتكون الأزمات على عدة مستويات منها العالمية مثل أزمة الرهون العقارية في 2008 أو اقليمية تشمل عدد محدد من الدول مثل أزمة النمرور الآسيوية سنة 1997 أو دولة واحدة مثل أزمة روسيا سنة 2001 أو قطاعية مثل الأزمات البنكية أو البورصية. للآزمات المالية أنواع أهمها: [رزق، 2012، ص49]

- **الأزمات المصرفية:** عادةً تكون نتيجة زيادة طلبات السحب على الودائع، وبما أن البنك يقوم بإقراض معظم الودائع ويحتفظ بنسبة صغيرة لمواجهة طلبات السحب فلن يستطيع الاستجابة للطلبات ما دامت تتغذى هذه النسبة، وهذه الحالة تعرف باسم أزمة سيولة. ولو حصل أن الودائع متوفرة لدى البنوك لكنها ترفض التوسع في منح الائتمان تعرف هذه الحالة باسم التعثر المالي.
- **أزمات العملة وأسعار الصرف:** تحدث عندما تتغير أسعار الصرف بسرعة وبشكل يؤثر على قدرة العملة في أداء مهمتها كوسيط للتبادل أو مخزن للقيمة. وتحدث مثل هذه الأزمات عندما تتخذ السلطات النقدية القرار بخفض سعر صرف العملة أو التعرض لموجات من المضاربة مثل ما حدث في تايلند وكان السبب في أزمة النمرور الآسيوية.
- **أزمة الأسواق الرأسمالية أو الفقاعات:** وهي الحالة حيث تكون أسعار الأصول تفوق قيمتها. ويكون الهدف من شراء هذه الأصول الربح الناتج عن المضاربة وليس قدرة الأصل على توليد الدخل. في هذه الحالة يصبح إنهار أسعار الأصول مسألة وقت وحيث يكون هناك اتجاه لبيع ذلك الأصل ويهبط سعره، يعم الذعر فتنهار الأسعار ويمتد الأثر لباقي القطاعات مثل ما حدث

2-3 أسباب الأزمات المالية: هناك جملة من الأسباب والمتغيرات والظروف تجتمع في آن واحد لإحداث أزمة مالية، ويمكن تلخيص هذه الأسباب في النقاط التالية:

❖ عدم استقرار الاقتصاد الكلي

- إن أحد أهم مصادر الأزمات الخارجية هو التقلبات في شروط التبادل التجاري. فعندما تتخفف شروط التجارة يصعب على عملاء البنوك المشتغلين بنشاطات ذات علاقة بالتصدير والاستيراد الوفاء بالتزاماتهم خصوصاً خدمة الديون.
- وتعتبر التقلبات في أسعار الفائدة العالمية أحد المصادر الخارجية المسببة للآزمات المالية في الدول النامية، فالتغيرات الكبيرة في أسعار الفائدة عالمياً لا تؤثر فقط على تكلفة

الاقتراض، بل الأهم من ذلك أنها تؤثر على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر إلى الدول النامية.

- كما تعتبر التقلبات في أسعار الصرف الحقيقية المصدر الثالث من مصادر الاضطرابات على مستوى الاقتصاد الكلي، والتي كانت سببا مباشرا أو غير مباشر لحدوث العديد من الأزمات المالية.
- التقلبات في معدل التضخم التي تعتبر عنصرا حاسما في قدرة القطاع المصرفي على القيام بدور الوساطة المالية وخصوصا منح الائتمان وتوفير السيولة، وقد اعتبر الركود الاقتصادي الناتج عن ارتفاع مستويات الأسعار سببا مباشرا لحدوث الأزمات المالية في العديد من دول.

❖ **اضطرابات القطاع المالي:** شكل التوسع في منح الائتمان والتدفقات الكبيرة لرؤوس الأموال من أو إلى الخارج وانهيار أسواق الأوراق المالية القاسم المشترك الذي يسبق حدوث الأزمات المالية، نتيجة الانفتاح الاقتصادي والتجاري والتحرير المالي بالإضافة إلى صغر حجم ونشاط القطاع المالي في الاقتصاد، وعدم التهيئة الكافية لمؤسسات الوساطة المالية.

❖ **سوء التسيير وإنعدام الرقابة:** إن ملاك المصارف والإدارات العليا فيها لا يتأثرون ماليا من جراء الأزمات المالية التي ساهموا في حدوثها، فلا يتم مثلا إنهاء خدماتهم أو تحميلهم الخسائر التي حدثت من جراء الأزمة خصوصا عند تحمل المصرف مخاطر زائدة عن مقدرته، كما حدث مثلا في كوريا وكولومبيا والأرجنتين وسنغافورة وهونج كونج. كما تدل التجارب العالمية على أن قلة خبرة و كفاءة الإدارات العليا في البنوك، كانت من الأسباب الأساسية للأزمات التي مست هذا القطاع، ودلت التجارب كذلك على أن الإدارات العليا في حالات متعددة نجحت في أن تخفي الديون المعدومة لسنوات، وذلك نتيجة لضعف الرقابة المصرفية من ناحية، وضعف النظم والإجراءات المحاسبية من ناحية أخرى، وهذا الوضع جعل من الصعب التعرف على العلامات السابقة لحدوث الأزمات المالية والاستعداد الجيد لتفادي حدوثها والتخفيف من آثارها.

4- بعض الأزمات المالية: من بين الأزمات المالية التي شهدتها العقود الأخيرة تم اختيار أزمة المكسيك كحالة من أمريكا اللاتينية وأزمة تايلاند كحالة من جنوب شرق آسيا، وأزمة

1-4 أزمة المكسيك: أدت سياسات التحرير والخصخصة التي طبقت خلال الفترة 1988-1993، إلى انخفاض كبير في معدل التضخم وتحسن ملحوظ في الموازنة العامة وميزان المدفوعات، وقد ساهمت سياسة سعر الصرف المتبعة في تلك الفترة بدرجة كبيرة في تخفيض معدل التضخم، وبعد أن تم تثبيت سعر صرف البيسو مقابل الدولار بين ديسمبر 1987 وجانفي 1989، تغير تدريجياً نظام سعر الصرف إلى نظام تميز بتحريك البيسو في نطاق محدد من 1% في نوفمبر 1991 إلى 9% في آخر 1993. وبدأ المستثمرون الأجانب بتوظيف أموالهم بكثافة في الاقتصاد المكسيكي، حيث دخل ما يزيد عن 90 مليار دولار ما بين 1990-1993 ثلثا هذه الاستثمارات كان على شكل استثمارات المحفظة المالية. في نفس الفترة بدأت معدلات الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية بالارتفاع ومرت المكسيك بفترة من الاضطرابات السياسية بالإضافة إلى قرار الحكومة بتخفيض قيمة البيسو. كل هذه الأحداث تسببت في هروب الاستثمارات الأجنبية بصورة كثيفة ومفاجئة. وفي ديسمبر 1994 خرج ما يقارب 5 مليارات دولار خارج البلد بضعة أيام. وأمام عجز الإجراءات التي اتخذتها الحكومة في احتواء الأوضاع انتقلت الأزمة إلى البورصة التي فقدت نصف قيمتها خلال بضعة أشهر. [الموسوي، 2013(A)، ص51] في 20 ديسمبر 1994، وسعت السلطات النقدية نطاق تذبذب سعر الصرف إلى 15.3%، ولكنها لم تتمكن من الحفاظ على قيمة العملة عند ذلك المستوى حيث تسببت مخاوف المستثمرين في زيادة الضغوط على سعر الصرف، ويوم 22 ديسمبر 1994، تبنت المكسيك نظام سعر الصرف المرن. بين 20 ديسمبر 1994 و3 جانفي 1995، أي خلال أسبوعين فقد البيسو حوالي 30% من قيمته.

2-4 أزمة تايلاند: في بداية 1984 تم ربط العملة المحلية "الباهت" بسلة من عملات أهم الشركاء التجاريين لتايلاند، وكان الدولار العملة الرئيسية في هذه السلة، وقد شهدت تايلاند زيادة ملحوظة في التدفقات الرأسمالية إلى الجهاز المصرفي ابتداء من 1988 استجابة للإصلاحات الاقتصادية التي قامت بها الحكومة خلال تلك الفترة والتحسين في الأداء الاقتصادي الذي نجم عنها، ونظراً لكون معدل التضخم في تايلاند في بداية التسعينيات أعلى من معدل التضخم في اقتصاديات أهم شركائها التجاريين فقد ارتفع سعر الصرف الحقيقي للباهت بدرجة كبيرة. ونظراً لأهمية الدولار في سلة العملات التي كان يتحدد على أساسها سعر صرف الباهت، فقد أثرت التقلبات في سعر صرف الدولار مقابل الين والعملات الأوروبية على سعر الصرف الحقيقي للباهت.

[الموسوي 2013(A)، ص58] أدى ارتفاع الدولار ابتداء من منتصف 1995 إلى ارتفاع سعر الصرف الحقيقي للباهت مما تسبب في تدهور الحساب الجاري وميزان المدفوعات حيث وصل العجز فيه إلى 8% من الناتج المحلي الإجمالي في 1996، ومع نهاية 1996 وبداية 1997، زادت مخاوف العملاء في السوق من تردي الأوضاع الاقتصادية في تايلاند. بدأ البنك المركزي في تطبيق سياسة نقدية انكماشية متشددة ورفع أسعار الفائدة، ولكن لم يتم ذلك إلا بعد انهيار سعر العملة المحلية، وكان توقيت هذا التوجه في السياسة النقدية غير مناسب حيث أدى الانكماش في الائتمان إلى انخفاض الناتج المحلي الإجمالي وارتفاع نسبة الإفلاس بين الشركات الخاصة والقروض المعدومة.

3-4 أزمة إندونيسيا: اتبعت إندونيسيا سياسة اقتصادية لبرالية وأطلقت برامج إصلاح متعلقة بتحرير التجارة وصرف العملات الأجنبية والاستثمار والقطاع المالي عن طريق إلغاء القيود على معدلات الفائدة وفتح الأسواق المالية أمام المستثمرين والمصارف الأجنبية. وبعد انهيار الباهت التايلندي واجهت الروبية الإندونيسية نفس المصير حيث بلغ الانخفاض 63% خلال الفترة جويلية-ديسمبر 1997.

4-4 أزمة الرهون العقارية 2008: في سبتمبر 2008 انفجرت أزمة مالية عالمية اعتبرت الأسوأ منذ أزمة الكساد لعام 1929 انطلقت الأزمة من الولايات المتحدة الأمريكية وامتدت لباقي دول العام. أما البوادر الأولى للأزمة كان منشأها الائتمان في مجال الرهن العقاري الذي كان يمثل أحد أجزاء القطاع التمويلي الأمريكي، وقد تم تحرير القطاع في ثمانينات القرن الماضي وتزايدت عمليات التحرير مع الإلغاء التدريجي لأسعار الفائدة مما نتج عنه انشاء سوق ثانوية للرهن العقاري خلقت سهولة و مرونة في تمويل هذه القروض عن طريق الأسواق الرأسمالية وتعمقت العلاقة بين السوق النقدي وسوق رأس المال. خلال الفترة 2001-2007 انتهجت الولايات المتحدة سياسة توسعية بهدف زيادة وتيرة النمو الاقتصادي، حيث انخفضت أسعار الفائدة وتوسعت البنوك في منح القروض العقارية بشكل أدى إلى زيادات حدة المنافسة بينها فتوجهت إلى تسهيل اجراءات الحصول على القروض العقارية. من جهة أخرى ساعد انفجار فقاعة قطاع تكنولوجيا المعلومات وتراجع معدلات الاستثمار في القطاع إلى تحول كبير للاستثمارات الشخصية لصالح قطاع الاسكان والعقار. كان وضع شركتي "فاني ماي" و"فريدي ماك" نقطة تحول في مسار الأزمة حيث كانتا بمفردهما تغطيان

45% من القروض العقارية الامريكية عن طريق تأمين القروض أو إعادة شرائها من البنوك الأخرى، وكانت الشركتين تمولان نشاطهما من خلال سندات عرفت باسم "سندات المنازل المضمونة عقارياً". [عبد الحميد، 2009، ص254] ارتفع عدد القروض الممنوحة خلال الفترة 2001-2007 ثم عاد للانخفاض نتيجة العدد المتزايد للقروض المتعثرة هذه، القروض التي تم توريقها من طرف البنوك المصدرة لها من أجل إعادة تمويل هذه البنوك، كما ظهرت عمليات توريق الرهونات العقارية عالية المخاطر الممنوحة لمقترضين جدارتهم الائتمانية منخفضة وكانت هذه السندات حاصلة على تصنيف متدني. [الموسوي، 2013، ص26-27] وهكذا حملت العقارات المرهونة بعدد كبير من القروض التي تفوق قيمتها وانقطعت الصلة بين المستثمرين والمقترضين بضمان هذه العقارات، هذه الأخيرة شهدت أسعارها انخفاً كبيراً بسبب عجز المقترضين عن دفع اقساط القروض وزيادة ظاهرة استيلاء المقرضين على العقارات وعرض ما لا يقل عن ثلاث ملايين منزل للبيع خلال الأشهر الستة الأولى من سنة 2007. عجزت البنوك عن استرداد قروضها وانتقلت الأزمة إلى السوق الرأسمالية حيث انخفضت أسعار الأوراق المالية المرتبطة بالرهن العقاري، وتم اعلان تعثر الكثير من البنوك نتيجة لخسائرها وبلغ عدد البنوك التي أعلنت إفلاسها 19 بنك على رأسها "ليمان براذرز" وهو بنك أعمال استثماري ورابع أكبر بنك امريكي انهار تحت وطأة الأصول عالية المخاطر المرتبطة بالرهون العقارية وأعلن إفلاسه في 15 سبتمبر 2008. [رزق، 2013، ص61] واجهت شركة التأمين العملاقة (AIG) صعوبات كبيرة في مواجهة موجة الأزمة وقرر الإحتياطي الفدرالي و الحكومة التدخل لإنقاذ المؤسسة بتقديم مساعدات مقابل امتلاك جزء كبير من رأس مالها. ومن جهة أخرى تم وضع المجموعتين فريدي ماك وفاني ماي تحت وصاية الخزينة الأمريكية من أجل إعادة هيكلتهما ماليًا. ومن أهم تداعيات انهيار سوق الرهن العقاري تدهور البورصات الأمريكية وامتدت هذه الانهيارات إلى بورصات طوكيو وفرانك فورت وباريس ولندن وكل الأسواق العالمية المرتبطة بالاقتصاد الأمريكي. وفي مرحلة أخيرة دخل الاقتصاد العالمي في حالة ركود حيث أعلنت الدول الصناعية الثمانية الكبرى دخول مرحلة ركود على الرغم من كل المحاولات والتدخلات الحكومية بمساعدة أو شراء المؤسسات المتعثرة.

خلاصة:

تناول هذا الفصل سوق الأوراق المالية التي تعتبر قناة تدفق الأموال من اصحاب الفوائض مالية إلى اصحاب العجز أو الاحتياج، وبالتالي فإن من أهداف أسواق الأوراق المالية تحقيق التوازن بين عرض الأموال والطلب عليها. كذلك تمثل سوق الأوراق المالية سوقا بالمفهوم الاقتصادي للسوق، حيث تمثل المكان المنظم الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون من خلال السماسرة لتبادل مجموعة من الأصول المالية عبر آليات محددة. ويعتبر الاستثمار أحد أساسيات النشاط الاقتصادي وأيضا أحد المقومات المعول عليها للنهوض بالاقتصاد الوطني ويتخذ الاستثمار عدة أشكال من بينها الاستثمار المحفظي هذا الأخير له مفهوم وخصائص تميزه عن الاستثمارات الأخرى حيث يتم عن طريق مجموعة من القنوات التي تمكنه من الوصول إلى الأسواق العالمية والانتقال بينها بحرية وسلاسة، ولذلك خصص المبحث الثاني لدراسة العولمة المالية والتحرير المالي تحليل أثرهما على أسواق الأوراق المالية، مع التركيز على العولمة المالية أسبابها وانعكاساته على الأسواق الأوراق المالية بالضافة إلى التحرير المالي وتطور الأفكار التي عالجت أسباب التحرير المالي وعناصره وأثاره. كما تعرض أيضا للأزمات المالية وأنواعها مع التعرض لأهم الأزمات وواقع وأفاق الأسواق الأوراق المالية في ظل المتغيرات العالمية الجديدة. استخلصنا أن للعولمة المالية أثر كبير على المتغيرات الاقتصادية لكل الدول التي انتهجت سياسات التحرير المالي واندمجت في العولمة المالية. مع الاشارة للأزمات التي اجتاحت المراكز الدولية للأسواق الأوراق المالية سواء كانت متطورة أو ناشئة. في هذا الاطار خصص الفصل الثاني للتعرف على خصائص الأسواق المتطورة الناشئة والعربية.

الفصل الثاني
أسواق الأوراق المالية الناضجة
الناشئة و العربية

الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة والعربية

مقدمة:

لقد صاحب التطور الذي شهدته الدول الرأسمالية، تطور أسواق الأوراق المالية كنتيجة لزيادة الحاجة إلى التمويل، خاصة مع انتشار شركات المساهمة، حيث أن النمو السريع في نشاطها يحتاج إلى توفير التمويل من خارج الشركة عن طريق إصدار الأوراق المالية من أسهم وسندات. كما عرفت بورصات تلك الدول تطورًا كبيرًا ساعد على رفع أداءها خاصة مع الحركة الكبيرة والسريعة للشركات المتعددة الجنسيات، فأصبح السوق المالي الأمريكي من أكبر المراكز المالية حجمًا وأكثرها نشاطًا، كما كانت الولايات المتحدة الأمريكية دائمًا السبّاقة في الابتكارات المالية والتقنيات المالية الأكثر شهرة وأهمية على المستوى الدولي. أما الأسواق الأوروبية فلا تقل أهمية عنه، أبرزها سوق لندن للأوراق المالية الذي يحتل مركز الصدارة على الصعيد الأوروبي، حيث عرف تطورًا كبيرًا خاصة خلال الفترة التي أعقبت الحرب العالمية الثانية، كما يتمتع السوق المالي الياباني بأهمية كبيرة حيث تحتل بورصة طوكيو الرتبة الثانية على الصعيد العالمي .

تعتبر أزمة المديونية التي شهدتها مجموعة من الدول النامية في بداية الثمانينات نقطة تحول في البنية المالية لهذه الدول، خاصة وأن الدول المتطورة أعادت النظر في شروط إقراضها، وبذلك اتجهت هذه الدول للبحث عن مصادر أخرى للتمويل بعيدا عن الديون، بالاعتماد على الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر. فظهرت أسواق حديثة ازدادت أهميتها خاصة بعد إلغاء القيود على التدفقات المالية وتوجهها نحو التحرر المالي والعالمية سعيًا وراء الاندماج مع أكبر أسواق الأوراق المالية. وكانت نتيجة حركة التحرر المالي التي شهدتها العالم سببا في ظهور أسواق أوراق مالية على درجة كبيرة من التطور في الدول النامية أطلق عليها مصطلح أسواق الأوراق المالية الناشئة. أثارت هذه الأسواق اهتمام المستثمرين ونجحت في استقطابهم باعتبارها مصدر تنويع لمحفظةهم. وفي هذا الإطار جاء الفصل الثاني ليتعرض للعناصر التالية:

المبحث الأول: أسواق الأوراق المالية المتطورة؛

المبحث الثاني: أسواق الأوراق المالية الناشئة؛

المبحث الثالث: أسواق الأوراق المالية العربية.

المبحث الأول: الأسواق المالية المتطورة

ارتبط تطور أسواق الأوراق المالية تاريخياً بالتطور الاقتصادي والصناعي وقد أدى التقدم التقني، في المعلومات والاتصالات إلى تنشيط التداول في البورصات العالمية، ومع التوسع في الشركات العابرة للقارات وشركات المساهمة زاد المعروض من الأوراق المالية في البورصات. ومع ارتفاع معدل الادخار في الدول الصناعية تمكنت بورصات هذه الدول من الترويج الفعال للأوراق المالية وتنشيط الطلب عليها، واستطاعت الدول الصناعية الكبرى من خلال بناء الأسواق المالية أن توفر التمويل اللازم للشركات الجديدة والتوسع في نشاط الشركات القائمة. وسوف يقتصر هذا المبحث على أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية باعتبارها أقوى البورصات العالمية، وكذا أسواق الأوراق المالية في بريطانيا واليابان أما السوق الفرنسي يخصص له مبحث من الفصل الرابع.

المطلب الأول: أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية

تحتل أسواق الأوراق المالية الأمريكية المركز الأول في العالم من حيث حجم عملياتها وتأثيرها على باقي أسواق الأوراق المالية الدولية، وتحتوي أيضاً على أكبر عدد من الشركات المسجلة بالبورصة، كما هو الحال في وول ستريت (Stock exchange American)، ومجلس شيكاغو للتجارة (Chicago Board trade)، وتتميز أسواق الأوراق المالية الأمريكية بالأهمية البالغة للأسواق الآجلة، حيث يتم التعامل في عقود المستقبلات والخيارات اللذان بدأ التعامل بهما في السبعينيات. [حنفي، قرياقص، 2002، ص 291] تكتسب كذلك الأسواق المعروفة أهمية كبيرة خارج المقصورة والتي تشتهر بدور بارز في تطوير رأس مال المخاطرة، وقد كان دورها كبيراً خاصة في مجال تمويل شركات التكنولوجيا. إضافة إلى ناسداك (NASDAQ) والتي تعتبر أكبر شركة لإدارة البورصات في العالم من حيث عدد الشركات المدرجة حيث تجاوزت 3800 شركة مدرجة في أكثر من 39 دولة مع نهاية سنة 2012.

وتتسم أسواق الأوراق المالية الأمريكية بالخصائص التالية : [النجار، 1999، ص 115]

- الكفاءة المرتفعة؛
- نظام معلومات مالية متطور وربط إلكتروني فعال؛
- القدرة على الاتصال بجميع البورصات العالمية؛
- تأمين المعاملات بالبورصة بفضل جهاز البورصة وهيئة حماية المستثمرين في الأوراق المالية؛

الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة والعربية

- يتم تطوير وتجديد البورصات الأمريكية بصفة مستمرة.

وفيما يلي أهم البورصات الموجودة في أمريكا:

1- بورصة نيويورك (NEW YORK STOCK EXCHANGE)

هو أحد أسواق البورصات الرسمية تأسس عام 1792 وبقيت بورصة نيويورك إلى مدى طويل جمعية تضم أكثر من 1300 عضو. تحولت في عام 1971 إلى شركة مساهمة، أما القواعد التي تحكمها فقد كانت غير محددة إلى غاية أزمة 1929 أصبحت بعدها أكثر صرامة وتنظيم إثر انشاء (Securities and exchange commission) [ملاك، 2003، ص27]. يبلغ عدد أعضاء هذه البورصة 1366 عضواً، وتحكم أنشطة أعضائها مجموعة من القواعد والإجراءات بالإضافة إلى نظامها الأساسي، ويتم انتخاب 26 عضواً لمجلس المديرين للإشراف على البورصة، ويضطلع بالإدارة الفعلية 12 عضو فقط، بالإضافة إلى عضوين يعملان كل الوقت داخل البورصة وهما الرئيس التنفيذي ونائب الرئيس، أما بقية الأعضاء فيطلق عليهم مديري العموم. ولكي ينضم أي فرد لعضوية البورصة عليه أن يقوم بشراء مقعد مخصص من عضو حالي، وهذا المقعد يسمح للعضو بتنفيذ عمليات التداول واستخدام إمكانيات البورصة. ويلاحظ أن لمعظم بيوت السمسرة عضوية في البورصة عن طريق أحد كبار العاملين بها أو أحد الشركاء، وقد يكون لها أكثر من عضو واحد، ويطلق على السهم الذي يتم تداوله في بورصة نيويورك اسم السهم المسجل، ويتم التسجيل بناء على طلب تتقدم به الشركة والطلب يكون عادة غير رسمي وفي حالة الموافقة على هذا الطلب يتحول إلى طلب رسمي معن، وتتخلص الشروط العامة للتسجيل في بورصة نيويورك في النقاط التالية: [Douhane, 2000, p 21]

- ألا تقل قيمة الأصول المادية الملموسة عن 18 مليون دولار؛
- أن يملك الجمهور حصة لا تقل قيمتها عن 1.1 مليون دولار في رأس المال الشركة؛
- ألا تقل القيمة الاسمية للأسهم الشركة عن 18 مليون دولار؛
- ألا يقل صافي الربح قبل الضريبة أي الربح الإجمالي الذي حققته الشركة في السنة الماضية عن 2.5 مليون دولار، وألا يقل عن 2 مليون دولار في السنتين السابقتين عن السنة السابقة؛
- أن يملك 2000 مساهم، كحد أدنى، كل منهم 1000 سهم على الأقل.

بالإضافة إلى شروط السابقة هناك شروط عامة للتسجيل في بورصة نيويورك يمكن تلخيصها في النقاط التالية: [هندي، قرياقص، 1997، ص437]

الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة والعربية

- أن يكون للشركة مكانتها على المستوى القومي، أي تثبت الشركة وجودها عن طريق مساهمتها في الناتج القومي؛
- أن تكون الشركة مستقرة داخل الصناعة، ولها وضع متميز، أي تبرهن على قدرتها على التمايز عن باقي المؤسسات في الصناعة التي تنشط فيها؛
- أن تنتمي الشركة إلى صناعة تتميز بالتوسع والنمو.

وإذا حدث بعد التسجيل أن انخفض التداول في السهم بصورة كبيرة للغاية، فإنه يتم إلغاء التسجيل بواسطة البورصة، وبالتالي يتوقف التعامل فيها، كما يتم إلغاء تسجيل السهم إذا تم اندماج الشركة في شركة أخرى أو يتم شرائها بواسطة شركة أخرى، كما يمكن تجميد التداول أي توقيف مؤقت للتعامل بالسهم، ويحدث هذا التجميد عادة إذا انخفض حجم التعامل بصورة غير طبيعية، بسبب انتشار شائعات لا تستند إلى أساس، أو أن تعلن الشركة عن أرباح ربع سنوية منخفضة.

ويتم إلغاء التسجيل إذا تحقق أي شرط من هذه الشروط التالية:

- انخفاض عدد حائزي الأسهم الذين يملكون 100 سهم أو أكثر إلى أقل من 1200 مساهم؛
- انخفاض عدد الأسهم المتداولة عن 600000 سهم؛
- انخفاض إجمالي القيمة السوقية للأسهم المتداولة عن 5 ملايين دولار، ويمكن أن تسجل الورقة المالية في أكثر من بورصة واحدة. كما يمكن أن تلغي البورصة التسجيل لأسباب أخرى تراها جوهريّة.

2- البورصة الأمريكية (AMEX):

لا تقوم البورصة الأمريكية بنفس الدور الذي تؤديه بورصة نيويورك، فلقبول ورقة مالية في التسعير تفرض البورصة الأمريكية شروطاً أقل تعقيداً، فالمشروع الذي يكون في مرحلة نمو والذي يظهر هيكله المالية متينة وآفاق جيدة للربح، يحق له الدخول لهذا السوق، وذلك تشجيعاً لهذه المشروعات، ومن هنا فإن تكلفة التسجيل من أجل التسعير متدنية بالمقارنة مع هو سائد في سوق نيويورك، وبذلك فإن العديد من الشركات تكتفي بالتسعير في البورصة الأمريكية، وهذا يعتبر بالنسبة لتلك الشركات نوعاً من التدرج قبل انتقالها إلى بورصة نيويورك. كما أن بعض القيم غير المسعرة يمكن أيضاً أن تتداول في هذا السوق، وعلى عكس بورصة نيويورك فإن أوامر البورصة تصدر خصوصاً عن أشخاص طبيعيين. أخيراً أن عدداً كبيراً من وكلاء الصيرفة يتبعون إلى شركات هي أيضاً أعضاء في بورصة نيويورك، وهؤلاء الأعضاء

الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة والعربية

يتوزعون بين السماسرة الذين من ضمن مهامهم التعامل في بورصة نيويورك. [ملاك، 2003، ص ص31-32]

3- بعض مؤشرات الأسواق المالية الأمريكية:

3-1- مؤشر دوجونز الصناعي : يعتبر مؤشر دوجونز (Dow djones) أقدم المؤشرات في العالم حيث قام تشارلز داو في صحيفة وول ستريت (Wall street jorna) 1885/02/16 بإصدار مؤشره والذي عرف بمؤشر دوجونز وكان يتضمن اثنا عشر سهما، عشرة أسهم منها أسهم شركات السكك الحديدية وسهمين من أسهم شركات الصناعية والتي تحتل أنداك الأسهم الأكثر نشاطا في بورصة نيويورك وبعد مرور أربعة سنوات تضمن مؤشر دوجونز عشرون سهما، ثمانية عشر منها أسهم شركات السكك الحديدية، واثنان منها أسهم شركات الصناعية. [الحنوي، العبد، 2002، ص256] وفي عام 1928 ارتفع حجم العينة ليصل إلى ثلاثون سهما ومنذ ذلك التاريخ لم يضاف أي سهم للعينة. ويعتبر مؤشر دوجونز الصناعي مؤشر خاص بسوق نيويورك يتم حسابه بواسطة المتوسط الحسابي للأسعار أو يتم تعديله بالأخذ في الحسبان عملية إحلال الأوراق المالية داخل المجموعة المعتمدة في حساب المؤشر، ويتم حسابه كل نصف ساعة وتضم المجموعة المعتمدة في حساب المؤشر 65 ورقة مالية الممثلة لـ 65 شركة موزعة كما يلي :

- ثلاثون شركة صناعية؛

- عشرون شركة لنقل؛

- خمسة عشر شركة من شركات المرافق العامة والخدمات.

ويتم حساب المؤشر على أساس سعر الأقفال للأوراق المالية المكونة للعينة المعتمدة، ويتم الإعلان عنه بواسطة مجموعة من النقاط تتغير طبقا لحالة سوق الأوراق المالية. وما تجدر إليه الإشارة أنه يتم تمثيل 30 شركة داخل المؤشر بمعدل سهم لكل منها ولهذا وجهت للمؤشر دوجونز عدة انتقادات موضوعية يمكن تلخيصها في النقاط التالية: [هندي، 1999، ص261]

- يحتوي مؤشر دوجونز على ثلاثون سهم فقط، أما عدد الأسهم المتداولة ببورصة نيويورك تتجاوز 1700 سهم، وبالتالي فإن حجم العينة لا يمثل مجتمع الأسهم المتداولة إحصائيا خاصة وأن هناك مؤشرات أخرى يصل حجم العينة فيها إلى 500 مثل مؤشر ستندرد أندبور؛

- هناك تحيز في حجم العينة ومدى تمثيلها لمؤشر داو جونز للشركات الصناعية؛

- يتم ترجيح أسهم مؤشر داو جونز على أساس السعر السوقي وهذا يعني أن السهم ذو السعر المرتفع يكون له وزن أكبر داخل العينة.

الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة والعربية

3-2- مؤشر ستاندر آندبور:

بدأ تكوين مؤشر ستاندر آندبور في 1957/03/04 وبناء هذا المؤشر على أساس القيمة ويعتبر هذا المؤشر الأكثر شهرة واستخداما وأصبح الآن يعرف باسم (S & P 500) لأنه يتكون من 500 سهم تتوزع كما يلي:

425 سهم من الشركات الصناعية؛

25 سهم من منشآت المنافع العامة مثل قطاع الكهرباء، الماء... إلخ

50 سهم من شركة الخدمات العامة.

وهذه الشركات تمثل 90% من الأسهم المسجلة في بورصة نيويورك. [الحناوي، العيد، 2002، ص253] ويضم معظم الشركات الكبيرة الحجم في مجال الصناعة والمنافع العامة والنقل والشركات المالية بالولايات المتحدة الأمريكية مثل شركة (IBM) وشركة جنيرال موتورز (GENERAL MOTORS) حيث تحظى هذه الشركات بوزن نسبي في المؤشر عن مقارنتها بالشركات صغيرة الحجم التي يضمها المؤشر، وما تجدر الإشارة إليه أن الزيادة النسبية في قيمة المؤشر تعادل نفس الزيادة في القيمة السوقية الإجمالية لأسهم المؤشر.

القيمة السوقية للأسهم في الفترة

$$\text{قيمة المؤشر} = \frac{\text{..... المعادلة رقم (2)}}{\text{القيمة السوقية للأسهم في فترة الأساس}}$$

القيمة السوقية للأسهم في فترة الأساس

من الانتقادات الموجهة لمؤشر ستاندر أند بور 500 تأثر الشديد بالتغير في أسعار الأسهم مرتفعة السعر والتي لها عدد كبير من الأسهم، أي قيمة المؤشر تتأثر بالتغير في أسعار الأسهم المنخفضة القيمة، وخير مثال على ذلك تغير أسعار منشآت المنافع العامة التي تمثل 5% من العينة لا يؤثر على قيمة المؤشر الكلي. ومن خلال الجدول رقم (6) يمكن تلخيص الفروقات بين أهم المؤشرات الأمريكية.

الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة والعربية

جدول رقم (2-6)

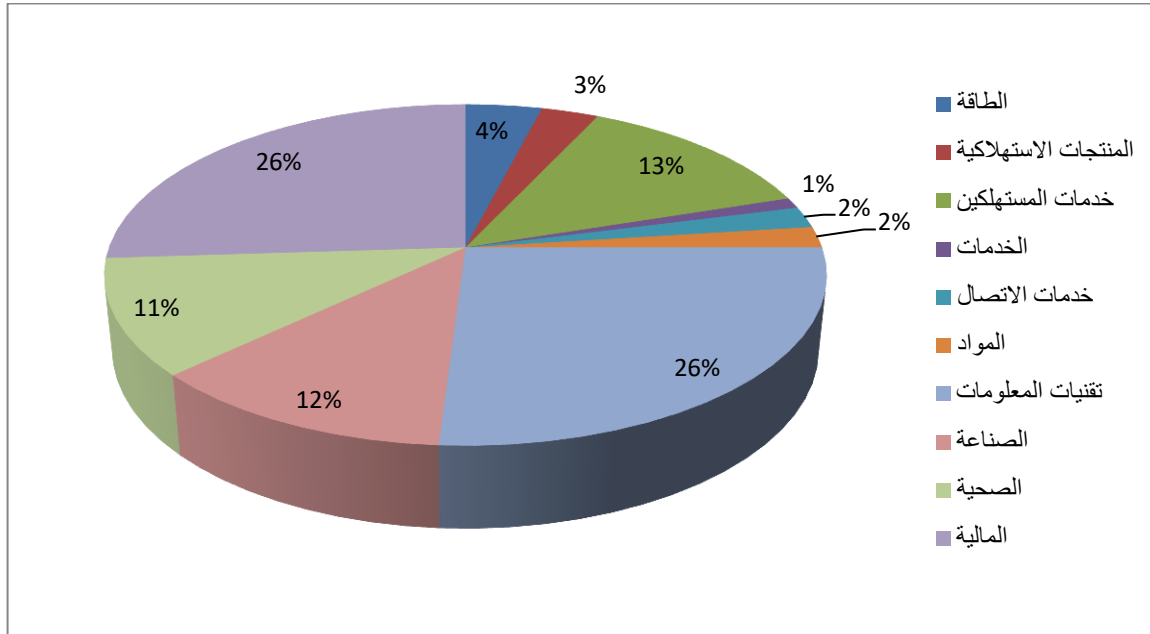
مقارنة بعض المؤشرات سوق الأوراق المالية الأمريكية المعروفة

المؤشرات الأمريكية	دوجونز لمتوسط الصناعة	S & P 500	S & P 100
- عدد وتصنيف القيم	30 سهما في القطاع الصناعي ل NYSE	بين 400 و500 سهما	100 سهم
- معيار الاختيار	الأسعار	الرسمة البورصية	الرسمة البورصية
- الأساس	100 في 1929	10 بين 1941 و1943	100 في 1976/01/02
- طريقة الحساب	المتوسط الحساب مرجح بالأسعار	المتوسط الحسابي	المتوسط الحسابي
- زمن الحساب	كل 30 دقيقة	كل 15 ثانية	15 ثانية

Source S.A. Boukrami, Vade-mecum de la Finance Office des Publications Universitaire Alger Algérie, 1992, p76.

- مؤشر الجمعية الدولية للنظام المتجارة الآلي للأوراق المالية (نسداك NASDAQ) يتكون من ستة مؤشرات منفصلة كلها مرجحة بالقيمة وتغطي الشركات الصناعية والبنوك وشركات التأمين والشركات المالية الأخرى والشركات النقل وشركات المنافع العامة بالإضافة إلى مؤشر المركب من تلك المؤشرات الستة ويتم نشر هذه المؤشرات في جريدة وول ستريت.

الشكل (7): توزيع الشركات المدرجة في أسواق ناسداك (omx)



Source: Nasdaq: Daily Stock Market Overview, Data Updates, Reports & News

الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة والعربية

المطلب الثاني: أسواق الأوراق المالية في الدول الأوروبية

تؤكد اتفاقية إنشاء الاتحاد الأوروبي على توحيد أسواق المال الأوروبية، وتعتبر بورصة إنجلترا وهولندا ذاتية الإدارة على عكس بورصات فرنسا وإيطاليا التي كانت حكومة القرار تؤكد اتفاقية أسواق المال الأوروبية على تخفيض القيد في التعامل في البورصات بتطبيق نظام الاختصاص المالي، وتوحيد أنماط التعامل في الأوراق المالية، وتسعى اتفاقية البورصات الأوروبية إلى القضاء على العقبات التي تحول دون الربط من خلال:

- القضاء على اشكالية نقص المعلومات المتداولة عن كل بورصة؛
- إلغاء أو تقليل معدل الضريبة على عائد الأوراق المالية؛
- تخفيض تكلفة عقد صفقات الأوراق المالية في البورصات المختلفة؛
- زيادة حجم تداول الأوراق المالية عبر البورصات؛
- إلغاء القيود التنظيمية والإدارية في التداول الدولي عبر البورصات؛
- توحيد شروط التداول والتسجيل في البورصات الأوروبية؛
- تنوع أدوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية.

1- سوق الإصدارات الجديدة في بريطانيا: (New issue market)

لا يوجد مقر محدد لسوق الإصدارات الجديدة فهذا السوق ناتج عن التعاملات بين البنوك التجارية والبنوك المتخصصة في الإصدار وبنوك الأعمال وشركات التأمين ووكلاء البورصة، أما الإصدارات الجديدة في هذا السوق فهي نوعان:

1-1 إصدارات الدولة البريطانية للأوراق المالية: تكون هذه الإصدارات بواسطة الخزينة وبنك إنجلترا مباشرة دون تدخل البنوك التجارية. كما تقوم مديرية الإصدار في بنك إنجلترا بالاكتمال بالجزء غير المكتتب به من طرف الجمهور، ويبيع هذا الجزء لاحقاً في السوق الثاني. [ملاك، 2003، ص48]

1-2 إصدارات الشركات البريطانية وإصدارات القيم الأجنبية: تتوجه الشركات المصدرة لبيوت الإصدار سواءً لتكون هذه الأخيرة وسيط بين الشركات والمستثمرين ليكون الاكتمال عندها مباشراً، أو عبر عروض البيع حيث يكتب البنك بكامل الإصدار ويعيد توظيفه في السوق. ويرتكز دور بيوت الإصدار بشكل أساسي على تنظيم وضمان الإصدار، ونادراً ما يتعدى ذلك ليضمن التوفير الفعلي لرؤوس الأموال. زيادة على ذلك تبحث الشركات المصدرة في الكثير من الأحيان عن اللجوء إلى وكلاء يعرفون باسم (Under writers) الذين يتلقون

الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة والعربية

عمولة تتغير تبعا للخطر المرتقب مقابل ضمانهم تصريف الإصدار، هؤلاء (Under writers) هم بنوك الودائع، وشركات التأمين ووكلاء البورصة.

2- سوق الأوراق المالية في المملكة المتحدة

يعتبر سوق لندن المالي الأكثر عراقا والأكبر حجما في أوروبا:

2-1- نشأة وتطور سوق الأوراق المالية في بريطانيا

نشأت بورصة لندن (London stock exchange) رسميا في عام 1802، وبقيت على امتداد القرن 19 البورصة الأهم، لكنها تراجعت لاحقا وخسرت موقعها لصالح بورصة نيويورك، ولقد تجاوز عدد القيم المسعرة في بورصة لندن 9000 في النصف الثاني من ثمانينيات القرن الماضي، وهذا السوق يأتي حاليا في المرتبة الثالثة عالميا، بعد كل من نيويورك وطوكيو، وإلى جانب بورصة لندن ظهرت منذ عام 1980 سوق موازية ثانية تعرف باسم (Unlisted securities market). [ملاك، 2003، ص ص 55-56]

2-1- تعريف سوق الأوراق المالية البريطانية

سوق الأوراق المالية مستقلة تماما عن السلطات الرسمية، إذ أنه سوق خاص ومقفل، فالدخول إليه ينحصر فقط في أعضاء (Stock Exchange)، على رأس البورصة يوجد منذ عام 1948 ما يعرف بمجلس البورصة، الذي يضم 46 عضوا يجري تعيينهم من ضمن أعضاء البورصة، ويتم انتخاب ثلث أعضاء هذا المجلس سنويا من قبل أعضائه السابقين، ويضطلع مجلس البورصة بالمهام التالية: [www.Londonstockexchange.com]

- إدارة البورصة لأن هذا المجلس يبيت في القبول والفصل أو إعادة القبول السنوي للأعضاء؛
- دور تقني، يتمثل بالبحث في تسجيل القيم بغية تسعيرها، وتحديد آلية العمليات؛
- دور قضائي، يتمثل في الفصل في كل نزاع لا يرفع أمام المحكمة العادية.

أما أعضاء البورصة الذين يعينون من قبل المجلس يتوزعون بين (Jobbers Brokers and).

- Brokers وهم الوكلاء الذين يشترون ويبيعون لحساب الزبائن، ويقومون بعمليات على مختلف القيم.

الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة والعربية

- أما **Jobbers** فهم أولئك الذين يشترون ويبيعون لحسابهم الخاص ويعتبرون مضاربين بالأوراق المالية، حيث تنشأ أرباحهم عن الفارق الحاصل بالأسعار، كما أنهم يعملون حصرا مع Brokers

أما فيما يخص القيم المسعرة في بورصة لندن التي كان عددها لا يتجاوز الثلاثين في عام 1815، فقد أصبح اليوم بحدود عشرة آلاف، ويقوم مجلس البورصة بتسجيل التسعير الرسمي، أو الشطب منه، ويوضح التسجيل الرسمي أسعار الشراء والبيع المطبقة من قبل **Jobbers** لكل القيم، وإلى جانب أسعار العمليات الحاصلة تنشر أيضا أسعار Reports و Deports، وأسعار العمليات على الأوراق المالية غير المقبولة في التسعير الرسمي، ومنذ عام 1972 انتقلت بورصة لندن للقيم المنقولة إلى المقر الجديد وتمت عصرنتها على صعيد واسع بإدخال نظام معلوماتي (TALISMAN)، حيث بدأ العمل به منذ عام 1977 بدلا من "القيد الدفترى" وسمح لاحقا باستخدام أكثر فاعلية لأجهزة المعلوماتية المتطورة. [ملاك، 2003، ص ص 57-58]

وتعتبر بورصة لندن أهم مركز مالي على المستوى الأوروبي، وبدأت بورصة لندن تسترجع مكانتها تدريجيا من خلال الإصلاحات التي قامت بها الدولة في هذا الصدد، وقدمت شتى التسهيلات للمتعاملين الماليين الدوليين، كما أن الخبرة الواسعة للوسطاء ساهمت بشكل كبير في إدارة المعاملات النقدية والمالية الدولية، وتطورت مكانتها في سوق اليور ودولار، حيث أن بورصة لندن نظرا لمكانتها الكبيرة وعلاقتها الوثيقة بمختلف المراكز المالية الدولية قد تمكنت من الحصول على فوائد كبيرة ومزايا من خلال تقديمها للتسهيلات المالية بواسطة قروض سندات الدولية. وتصل عدد الأوراق المالية المسجلة أي الشركات في بورصات لندن ما يزيد عن 6000 سهم تقدر بنسبة 50% من إجمالي الأوراق المالية المسجلة في بورصات أوروبا منها 2000 سهم للشركات دولية وأوروبية أخرى، تؤثر على مؤشر أسعار البورصة بصفة أساسية ويرجع ذلك إلى الأسباب التالية:

- خبرة طويلة في المعاملات؛
- سوق مستمرة للعمليات الأجنبية؛
- دور فعال لتنشيط الاستثمار للوسطاء الماليين؛
- أدى تطبيق المعدلات النمطية للتداول في البورصة إلى زيادة الثقة مما جعل بورصة لندن من البورصات الرائدة في أوروبا؛
- تخفيض الضرائب على الأرباح الأوراق المالية.

الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة والعربية

وبدأت البنوك الأمريكية والبريطانية في التعامل بالأوراق المالية في بورصة لندن بعد رفع حظر تعامل المؤسسات الدولية في البورصة عام 1985.

2- مؤشرات أسواق الأوراق المالية في بريطانيا :

هناك مؤشرين الأكثر استخداما وشهرة في البورصات البريطانية وهما:

- المؤشر فيناشل تايمز (Financial Times Stock of Exchange FTSE) ؛

- مؤشر فيناشل لكثافة الأسهم (FT-All -Share)؛

4-1 مؤشر فاينانشال تايمز (FTSE 100):

يعد هذا المؤشر أحدث مؤشر يتم حسابه ونشره في بريطانيا، ويتكون من مئة سهم من الأسهم القائمة والمتداولة ببورصة لندن حيث تمثل هذه الأسهم 100 شركة من أكبر شركات المساهمة من حيث القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المتداولة، وتمثل قيمة هذه الأسهم 70% من حجم رأس المال المتداول بالبورصة تقريبا من الأسهم المحلية المتداولة، وقد تم حساب قيمة المؤشر على أساس أسعار الأقفال ليوم العمل المنتهي في 1983/12/30 وتم إعطاء قيمة أساسية للمؤشر قدرها 1000 في هذا التاريخ.

ويعتمد حساب هذا المؤشر على المتوسط الحسابي المرجع ويتم تعديله عند الضرورة لاستيعاب التغيرات التي تؤثر على قيمة المؤشر والتي لا ترجع إلى حركة التعامل العادية بالسوق مثل التغير في رأس المال الشركات المصدرة للأسهم المؤشر. ويتم حساب قيمة المؤشر كل دقيقة من خلال نظام إلكتروني يطلق عليه (EPIS) ببورصة إنجلترا ويتم نشره على شاشات عرض ملحقه بحاسبات آلية " TOPIC " وهي إحتصار لمصطلح وتعرض قيمة المؤشر في نفس الوقت بالمقصورة كما تنشر قيمة المؤشر من خلال الإذاعة ودور النشر. [عبد اللطيف، 1998، صص 251-252]

4-2 مؤشر فاينانشال لكثافة الأسهم (FT-All - Share):

يضم هذا المؤشر مجموعة من المؤشرات الفرعية كل منها يختص بصناعة معينة أو قطاع معين والتي تمثل في مجموعها قيمة المؤشر العام ويسمح هذا المؤشر بوجود مقاييس نوعية يمكن استخدامها كمؤشرات عامة لمحافظ الاستثمارية النوعية، ويقصد بها تلك المحافظ التي تحتوي على أسهم شركات تعمل في قطاع نوعي معين، كذلك يمكن استخدام المؤشر العام لكثافة الأسهم في حساب معامل المخاطرة المنتظمة التي يطلق عليها معامل بيتا (β).

4-3 مؤشر الفاينانشال تايمز الـ 30 (FT 30 Chares index) :

يعتبر من أقدم المؤشرات أسواق الأوراق المالية البريطانية وأكثرها حساسا منذ عام 1935 ويضم المؤشر 30 سهما لأكبر الشركات الصناعية ببريطانيا، وما تجدر الإشارة إليه هو أنه

الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة والعربية

يمثل 35% من جملة قيمة الأسهم المتداولة ببورصة لندن مما يعكس تحركات السوق بالكامل وبالكفاءة. ولقد كان الغرض الرئيسي من حساب هذا المؤشر على المتوسط الهندسي ولا يتم ترجيح أسهم المؤشر حتى يتم إعطاء كافة أسهم المؤشر أوزاناً متساوية أي أنه بهمل حجم الشركات المصدرة للأسهم المؤشر. [عبد اللطيف، 1998، ص، 251-252] ويمكن تلخيص الفروق الأساسية بين مؤشرات أسواق الأوراق المالية البريطانية من خلال الجدول رقم (2-7)

جدول رقم (2-7)

مؤشرات البورصة البريطانية المعروفة

FT 30	فاينانشل تايمز للبورصة الأوراق المالية FT-SE 100	فاينانشل تايمز لكثافة الأسهم - FT-ALL- share	المؤشرات البريطانية
30 مؤسسة	100 سهم من LES	يزيد عن 700 من LES	- عدد وتصنيف القيم
الرسمة البورصية	الرسمة البورصية	الرسمة البورصية	- معيار الاختيار
100 في 1935/07/01	100 في 1983/12/30	100 في 1964/04/10	- الأساس
باستمرار	كل 60 ثانية	-	- زمن الحساب
المتوسط الهندسي	المتوسط الحسابي	المتوسط الحسابي	- طريقة الحساب

Source : S.A. Boukrami, Vade-mecum de la Finance Office des Publications
Universitaire Alger Algérie, 1992, p78

2- سوق الأوراق المالية في ألمانيا:

يوجد في ألمانيا 08 بورصات للأوراق المالية تقع في فرانكفورت، ميونيخ، أسبادورف، شتوتجارت هامبورج، هانوقو، وست بيرلين.

2-1- خصائص سوق الأوراق المالية في ألمانيا

وتتميز البورصات الألمانية بالخصائص التالية: [أبو فخرة، 2001، ص92]

- تعتبر بورصة فرانكفورت أكبر بورصات ألمانيا حيث تسيطر على ثلثي التداول في الأسهم والسندات المتداولة؛
- يتركز تداول الأوراق المالية في ألمانيا على 04 بورصات فقط من أصل ثمانية؛

الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة والعربية

- يتم تسجيل السندات الحكومية وسندات الشركات عن طريق الوسطاء الماليين الرسميين؛
- أنشئ السوق الثانوي في ألمانيا في ماي 1987 لتشجيع تداول السهم والسندات الخاصة بالشركات صغيرة الحجم؛
- يتم التعاملات في السوق الثانوي عن طريق الاتصالات التليفونية، وفق القوانين التجارية والمالية خارج البورصة شريطة الإفصاح المالي والتسجيل؛
- يعتبر سوق الأوراق المالية الخاص بالشركات الصغيرة سوقا غير رسمي في ألمانيا؛
- تعتبر سوق رأس المال في ألمانيا محدودا نسبيا بالمقارنة مع حجم الاقتصاد الألماني؛
- تم إدخال الأسهم الأجنبية للتداول في البورصات منذ الخمسينيات.

2-2- أشكال البورصات في ألمانيا: توجد ثلاث أشكال من البورصات في ألمانيا وهي: الرسمية، الخاصة، شبه الخاصة؛

- التعامل في الأسواق المالية الأجنبية يتم من خلال عمليات المقاصة التي تقوم بها اتحادات ومكاتب متخصصة؛
- تعتبر الرسوم على الأسهم الألمانية مرتفعة عن بقية البورصات الأوروبية ولكنه في مقابل ذلك تحقق الكفاءة العالية عائدا مناسباً للمتعاملين؛
- يستفيد المستثمرون ورجال الأعمال في ألمانيا من البورصات في التمويل وزيادة رؤوس الأموال.

ولقد زاد من كفاءة البورصات الألمانية استقرار العملة الألمانية وسهولة استخدامها عبر الأسواق الأوروبية والعالمية وتوحيد الألمانية، وعموما مازالت البورصات الألمانية محدودة النشاط بالمقارنة مع بورصة لندن وبورصة نيويورك وبورصة طوكيو. لذلك فسوق الأوراق المالية الألمانية يعتبر صغير الحجم مقارنة بالاقتصاد الألماني الضخم، وضخامة حجم الشركات واحتياجاتها المالية، ويكاد تعامل تلك الأسواق أن يكون محتكرا على المصارف، إذ أن تعامل الشركات بشكل كبير مع المصارف يؤدي إلى إضعاف حجم التداول في السوق المالية، ولكنه من المحتمل أن تتطور السوق المالية نتيجة معاهدة ماستريخت واختيار فرانكفورت كمركز مالي أوروبي.

المطلب الثالث: سوق الأوراق المالية في اليابان

توجد في اليابان حاليا ثمان بورصات أهمها بورصة طوكيو التي تمثل 86% من حجم التداول الاجمالي في كل بورصات اليابان كما أنها مصنفة في المرتبة الثانية على المستوى العالمي. وتغطي

الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة والعربية

الأسواق المالية في اليابان أسواق الأسهم، أسواق سندات التأمين، وأسواق الاستثمار برأس المال، والتي تشمل : صناديق الاستثمار وصناديق المعاشات.

1- نشأة بورصة اليابان وخصائصها

تم إنشاء أول بورصة باليابان بطوكيو ولوزاكا، وكانت السندات الحكومية هي الأوراق المالية الوحيدة في التداول بتلك البورصات آنذاك، وأدى التطور الاقتصادي في اليابان خلال الفترة 1868- 1913 إلى قيام البورصات بدور أساسي في توفير التمويل اللازم للصناعة ابتداء عام 1930 وفي عام 1949 قامت اليابان بتطوير البورصات اليابانية على النسق الأمريكي، وكانت بورصة طوكيو ولوزاكا ونابويا من أول البورصات اليابانية تطورا أو تحديثا عام 1961. يتم تداول أسهم الشركات اليابانية في ثماني بورصات محلية هي: طوكيو، لوزاكا، نابويا، هيروشيما، نياجاتا، فوكوكا، كيوتو، سابورو. وتشير مؤشرات أداء البورصات اليابانية إلى انخفاض السيولة مؤخرا حيث وصلت 21.31% في الأسهم طويلة الأجل بالبنوك، كما أن هناك 50% من الأسهم غير متداولة، وحقت بورصة طوكيو 87% من حجم التداول، وحوالي 83% من قيمة إجمالي التداول بالبورصات اليابانية. [النجار، 1999، ص133]

ويمكن تلخيص أهم خصائص البورصات اليابانية في النقاط التالية:

- انخفاض المخاطر؛
- تنوع الأوراق المالية المتداولة؛
- اتجاه متزايد نحو تسجيل وتداول الأوراق المالية الأجنبية؛
- نظام اتصالات فعال بين البورصات اليابانية والبورصات الدولية؛
- انتشار الوعي الاستثماري؛
- استقرار التداول في البورصات اليابانية؛
- زيادة عدد الشركات المسجلة في البورصات اليابانية؛
- اتساع قاعدة الوعي الادخاري لدى اليابانيين؛
- تجديد وتطوير أدوات البورصات اليابانية؛
- تدويل البورصات اليابانية؛
- الاهتمام بقياس الأداء الاقتصادي للبورصة؛
- تطوير أدوات السوق الأولي والسوق الثانوية؛
- مكننة العمليات في البورصة بالحواسب المتقدمة؛
- بناء شبكة معلومات فعالة لتداول الأوراق المالية بالبورصات اليابانية.

الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة والعربية

ومن الشروط الأساسية للتسعير ببورصة طوكيو يمكن ذكر النقاط التالية: [ملاك، 2003، ص 78-79]

- يجب أن يبلغ رأس المال 500 مليون ين وأن يبلغ خارج طوكيو 1000 مليون ين على الأقل، أو أن يكون موزعا على أكثر من 10 ملايين سهم و200 مليون سهم خارج طوكيو؛
- يجب أن يبلغ عدد المساهمين 2000 على الأقل؛
- الأصول الصافية الملموسة يجب أن تكون مساوية لمائة ين على الأقل، مقابل كل سهم أي القيمة الإجمالية الدنيا 1.5 مليار ين، والأرباح العائدة للسهم يجب أن تساوي على الأقل 15 ين عن السنوات الثلاث الأخيرة وعشرون ين على الأقل فيما يتعلق بالسنة الأخيرة، كما أن الأرباح الموزعة العائدة للسهم يجب أن تساوي على الأقل 5 ين خلال السنوات الثلاث الأخيرة أيضا؛
- يجب أن تكون الشركة منشأة منذ ما لا يقل عن خمس سنوات، وان تستجيب للعديد من الشروط التفصيلية الأخرى.

2- تدويل السوق المالية اليابانية

حصل التطور السريع الذي عرفه السوق المالي الياباني على مستوى الدولي في اتجاهين مختلفين [www.jpx.co.jp]

- **الاتجاه نحو الخارج:** كان قد بدأ منذ مطلع الستينيات بواسطة (American depositary Receipts)، على أثر الطلب الملح للشركات اليابانية الحريضة على رفع اعتبارها عبر تسعير أوراقها المالية في البورصات الأمريكية، وهذه الصيغة قد أقرتها وزارة المالية اليابانية في عام 1961، ثم توسعت هذه الصيغة لكي تطل الأسواق الأوروبية، وعلى وجه الخصوص سوق اليورو الدولار، وحتى هذا الحين تقوم A.D.R بعشرات الإصدارات السنوية لصالح الشركات اليابانية. في عام 1971 حصل المستثمرون اليابانيون القريديون على إذن شراء قيم أجنبية مسعرة في البورصات الخارجية، ومنذ عام 1981 سمح بإصدار سندات مضمونة وأسهم في التداول. وفي عام 1961 كانت هناك ستة (06) بنوك يابانية تمارس نشاطها خارج اليابان عبر حوالي ثلاثين فرعا ومكتبا تمثيليا، في حين أنه في نهاية السبعينيات أصبح عدد البنوك في الخارج 23 بنكا، تمارس نشاطها عبر 131 فرعا، هذا الارتفاع في عدد البنوك اليابانية التي تمارس نشاطها خارج اليابان تواصل أيضا باطراد خلال العقدين الأخيرين، ومن جهتها ضاعفت بيوت الأوراق المالية اليابانية من عدد

الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة والعربية

فروعها. وابتداء من عام 1965 حافظت بيوت الأوراق المالية اليابانية الأربعة على مكانتها في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا، ومنذ بداية السبعينيات فتحت أيضا تلك البيوت مكاتب لها في هونغ كونغ وسنغافورة والبحرين، ولوحظ أنها كانت تحقق خلال الثمانينيات حوالي 10% من مداخيلها نتيجة عمليات خارجية، وما يشار إليه أن البيت المالي الياباني الأكثر أهمية أصبح عضوا في بورصة نيويورك بدأ من عام 1981.

▪ **الاتجاه نحو الداخل:** ظهرت معالم تدويل السوق باتجاه الداخل منذ عام 1970 وذلك من خلال إصدار سندات أجنبية بالين، وكذلك من خلال توجه المستثمرين الأجانب إلى السوق الداخلي الياباني بغية الاستثمار المباشر أو غير المباشر. وفي نهاية عام 1973 قررت بورصة طوكيو قبول تسعير إصدارات الأسهم الأجنبية. وما تجدر الإشارة إليه أنه خلال عام 1980 تم تبادل ما قيمته 7000 مليار من الأوراق المالية الأجنبية 86% كانت سندات و 14% كانت أسهم والابتكار الهام الذي حدث في عام 1982 تمثل في بيع المصارف وبيوت الأوراق المالية للأوراق التجارية وشهادات الإيداع الأجنبية التي يقوم بشرائها المستثمرون اليابانيون، وبذلك تم فتح الأسواق النقدية المالية الأجنبية أمام رؤوس الأموال اليابانية القصيرة الأجل. كما حصلت العديد من البيوت الأوراق المالية الأجنبية منذ عام 1972 على إذن بفتح فروع لها في اليابان.

3- مؤشرات أسواق الأوراق المالية في اليابان :

بخصوص أسعار الأسهم هناك مؤشران يكثر استخدامهما في البورصات اليابانية ولهما شهرة عالمية وهما: [زويل، البطريق، 2002، ص123]

3-1 مؤشر نيكاي (NIKKEI) : تم إنشائه عام 1950 ويتكون من 225 مؤسسة يابانية كبيرة وطريقة حسابه تقوم على جمع أسعار الـ 225 مؤسسة المكونة لعينة المؤشر والمجموع المحصل عليه يقسم على عدد المؤسسات المكونة للعينة، بمعنى أن مؤشر نيكاي هو الوسط الحسابي للعينة التي يقوم عليها، ومن نقائص هذا المؤشر أنه يتأثر بالأسعار العالية نسبيا والتي قد لا تكون بالضرورة أسعار أسهم المؤسسات ذات القيمة السوقية الكبيرة.

2-2 مؤشر توبيكس (TOPIX): لقد تم إنشاؤه بتاريخ 1968/01/04 وأعطيت له قيمة 100 بنفس التاريخ الذي اعتبر سنة الأساس وهذا المؤشر يعتبر أهم من سابقه لأنه يغطي 1165 مؤسسة تمثل كل قطاعات الاقتصاد الياباني وجاء موزونا على أساس القيمة السوقية بكافة المؤسسات المكونة للمؤشر ومن ثمة فإنه يعكس وضعية البورصات اليابانية بصورة أكثر دقة من مؤشر نيكاي. والجدول (2-8) يوضح أهم الفروقات بين المؤشرين.

الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة والعربية

جدول رقم (2-8)

مؤشرات أسواق الأوراق المالية اليابانية المعروفة

المؤشرات اليابانية	نيكاي Nikkei stock Average	توبيكس Topix
- عدد وتصنيف القيم	225 سهم من الفئة الأولى لبورصة طوكيو	مجموع الأوراق المالية
- معيار الإختيار	- الرسملة البورصية	الرسملة البورصية
- الأساس	176.21 في 1949/09/16	100 في 1968/01/04
- زمن الحساب	بإستمرار	/
- طريقة الحساب	المتوسط الحسابي مرجح بالأسعار	المتوسط الحسابي.

Source : S.A. Boukrami, Vade-mecum de la Finance Office des Publications Universitaire Alger, 1992, p77

المبحث الثاني: أسواق الأوراق المالية الناشئة

لقد كانت لحركة التحرر المالي التي شهدها العالم سببا في ظهور أسواق أوراق مالية على درجة كبيرة من التطور في الدول النامية أطلق عليها مصطلح أسواق الأوراق المالية الناشئة وقد كان ظهورها بمثابة المعجزة إذ شدد انتباه المستثمرين واستطبتهم نحوها نظرا للعائد الكبير الذي تقدمه لهم، باعتبارها مصدر تنوع لمحافظهم، ولقد لعبت هذه الأسواق دور كبيرا في تنمية اقتصاداتها المحلية نظرا للتدفقات المالية الكبيرة نحوها كما عملت على مواكبة أي تطورا في عالم الأسواق المالية سعيا للوصول لاندماج مع أكبر الأسواق المالية الدولية.

المطلب الأول: تعريف الأسواق الناشئة وتصنيفاتها

يخصص هذا المطلب لتعريف أسواق الأوراق المالية الناشئة وأنواعها:

1- تعريف الأسواق الناشئة: يقصد بالأسواق الناشئة الأسواق المالية التي يمر اقتصادها في مرحلة تحول باتجاه اقتصاد السوق، والطريقة الأفضل لتحديد سوق ناشئ تستوجب الرجوع إلى عدد من الخصائص النوعية، فصفة الناشئ إذا ما أطلقت على الاقتصاد، فإنها تعني مرحلة الانطلاق، حيث توجد إمكانية نمو هامة، وهناك من يعرفها [صافي، 2003، ص 91] بأنها تلك الأسواق

الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة والعربية

التي توجد خارج الدول الأكثر تقدماً، وتنتمي إلى دول نامية في مرحلة التحول إلى اقتصاد السوق، وأهم ما تتميز به هذه الأسواق هو الزيادة الكبيرة في القيمة السوقية للأسهم، بالإضافة إلى تزايد حجم الإصدارات الجديدة. وتقدر الهيئات المالية الدولية عدد الأسواق المالية الناشئة بنحو 38 سوقاً على المستوى العالمي، 13 في قارة آسيا، 12 في أمريكا اللاتينية، 07 في إفريقيا، 06 في الشرق الأوسط.

وبالرغم أن الصفات العامة التي تميز الأسواق الناشئة هي واحدة في معظمها إلا أنه توجد اختلافات عديدة تفرق بينها مثل منها عدد الشركات الجديدة، القيمة السوقية للأسهم، حجم رؤوس الأموال المتداولة. وهذه الاختلافات تعكس بدورها طبيعة كل دولة من الناحية الاقتصادية والمالية، مثل حجم القطاع الخاص ودوره، ومدى اشتراك المستثمرين الخارجيين، ومصادر التمويل الأخرى، فاعلية الجهات الرقابية وترتيبات المقاصة والتسوية.

استخدم مصطلح الأسواق الناشئة لأول مرة سنة 1981 من طرف الشركة المالية الدولية على أسواق الأوراق المالية التي تكون في مرحلة انتقالية ويكون حجمها ونشاطها أو مستوى تطورها في نمو متزايد، فمثلاً تكون الأسواق ناشئة حسب شركة S&P إذ توفر فيها الشرطان التاليان على الأقل:

- أن تنتمي لاقتصاد ذو دخل متوسط أو منخفض حسب تصنيفات البنك الدولي؛
- أن يكون رأس مال القابل للاستثمار منخفضاً مقارنة بالنتائج المحلي الخام.

ظل تعريف S&P للأسواق الناشئة يعتمد إلى غاية 1995 على تصنيف البنك الدولي للاقتصاديات التي تكون فيها الدخل متوسطة أو ضعيفة، إلا أن هذه الطريقة أصبحت غير ناجعة بسبب الاعتماد على الدولار كأساس لحساب الناتج الخام للفرد، لتجاوز هذا الضعف لجأ S&P إلى طريقة أخرى تتمثل في مقارنة مستويات الناتج المحلي الخام للفرد خلال السنوات الثلاثة الماضية بالعينة التي يحددها البنك الدولي.

الميزة الثانية للأسواق الناشئة تتمثل في الضعف النسبي لرأس المال القابل للاستثمار نسبة للناتج المحلي الخام، ويعرف رأسمال السوق القابل للاستثمار برأس مال السوق بعد خصم رأس المال الذي لا يسمح للأجانب بالاستثمار فيه، فعليه تكون السوق الناشئة إذا كانت لا تنتمي لـ 25% الأولى من الأسواق المضيفة وفق هذا المعيار، وذلك خلال إحدى السنوات الثلاث الماضية، وكما يلاحظ، فإن هذا المعيار الأخير يركز على مدى انفتاح السوق الاستثمارية الأجنبية، فالأسواق التي تضع حدوداً للاستثمارات مثل القيود على الاستثمار الأجنبي، مراقبة رأس المال تدخل

الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة والعربية

الحكومة في الشركات المدرجة في السوق والتشريعات تقيد نشاط السوق وبالخصوص الاستثمار الأجنبي تعتبر عموماً أسواقاً ناشئة.

إلى جانب الأسواق الناشئة هناك أيضاً ما يعرف بالأسواق الحدودية، وهي أسواق صغيرة نسبياً وغير سائلة حتى بمقاييس الأسواق الناشئة، وتكون فيها المعلومات عادة أقل وفرة من الأسواق الأخرى، بحسب مؤشر، كما أنها تعتبر أسواقاً غير قابلة للاستثمار ولو أنها قد تكون مفتوحة للأجانب، من بين الدول العربية المنتمة لهذه الأسواق نجد تونس ولبنان.

2- شروط قيام السوق المالية الناشئة: ظهرت الأسواق المالية الناشئة أساساً من وجود ضغوطات داخلية (الطلب على التمويل) وأخرى خارجية (عرض التمويل) مع توفر الشروط الجاذبية المطلوبة التي تسمح بالتقاء كل من العرض والطلب الدوليين على التمويل.

1-2 **الطلب الدولي على رؤوس الأموال:** أدت أزمة المديونية في بداية الثمانينات إلى التقليل من اللجوء إلى القروض المصرفية لتمويل هذه الاقتصاديات المدينة، ومن ثم كان لابد من إيجاد مصادر تمويل مباشرة دون اللجوء إلى الوساطة، وقد تم في بداية عمليات التخفيض من المديونية، والتي وضعت في إطار مخطط برادي (Brady) في مارس 1989 الذي جاء بفكرة توريق ديون البلدان النامية حيث ساهمت هذه العمليات في امكانية الاستجابة في الأسواق الدولية للرؤوس الأموال لعشرات المليارات من الدولارات من سندات برادي المصدرة في بلدان أمريكا اللاتينية بشكل خاص. كما قدمت البنوك الامتيازات بكثافة للاختبارات تحويل مستحقاتها على البلدان النامية إلى سندات مقابل تخفيض المبلغ الرئيسي أو الفائدة، وضمن هذه الشروط قادت عمليات توريق الديون مع التطور الكبير للأسواق الناشئة إلى تحول جزء من قروض هذه البلدان إلى محافظ المستثمرين الدوليين.

2-2 **العرض الدولي لرؤوس الأموال:** مع الركود الاقتصادي الذي ضرب البلدان المتقدمة في بداية التسعينات إضافة إلى انخفاض معدل الفائدة في عدد منها ومن بينها الولايات المتحدة سارع المستثمرون الأجانب والمحليون سعياً وراء العوائد المرتفعة إلى استثمار أموالهم في البلدان الناشئة، سواء في الأسواق المالية (أسهم وسندات) أو باستثمارات طويلة الأجل في شكل مساهمات في قطاع الانتاج المحلي، ولقد تطورت التدفقات المالية المتوجهة إلى الأسواق الناشئة في شكل استثمارات مباشرة أو في شكل استثمارات المحفظة المالية. ويعود ذلك بالتأكيد إلى التغييرات التي طرأت على هذه البلدان من خلال تحسن الاستقرار السياسي والاجتماعي، إضافة إلى الإصلاحات الاقتصادية والمؤسسية، الموضوعات عادة من طرف صندوق النقد الدولي التي تهدف اليات اقتصاد

الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة والعربية

السوق، وتقديم دور مهم وفعال للمؤسسات الخاصة في تخصيص الموارد، وكل هذه الأمور قد دعمت نمو الأسواق المالية، وعموما فإن تطور الأسواق الناشئة مرتبطة ارتباطا وثيقا بإدارة السلطات العمومية، والتزامها بضرورة الاندماج ضمن المحيط التجاري والمالي الدولي.

3- تصنيف الأسواق الناشئة: يمكن تصنيف الأسواق الناشئة ضمن ثلاثة مجموعات:

• **الأسواق الناشئة الأكثر تقدما:** هذه المجموعة تضم أسواق بلدان عدة ماليزيا- المكسيك- كوريا الجنوبية-تايوان- تايلاند... الخ تجمعها بعض الخصائص المشتركة مع الأسواق المتطورة.

- معدلات تضخم منخفضة؛

- استقرار نسبي في لأسعار الصرف؛

- أنظمة مالية ومصرفية متطورة؛

- سهولة الاندماج مع الأسواق الدولية؛

- كبر حجم التبادل في سوق الأسهم؛

- استخدام تقنيات متطورة نسبيا في كافة العمليات الواقعة على الأوراق المالية.

غير أن أسواق هذه المجموعة لا يمكن أن تشبه بالأسواق المتطورة، ولا زالت أمامها مراحل من التقدم يجب إن تجتازها، فهي شديدة الحساسية على الظروف الاقتصادية السائدة، لا بل أنها عرضة لتقلبات حادة في الأسعار. أما المشروعات المحلية ليست في معظمها مؤهلة لتلبية الشروط الخاصة بالتسعير (نشر المعلومات المحاسبية والمالية، التقيد بالقواعد المحاسبية) بل يقتصر التسعير أحيانا في هذه الأسواق على كبريات الشركات الدولية والشركات المتعددة الجنسيات.

• **الأسواق الناشئة بالمعنى الضيق للمصطلح:** الأسواق الناشئة بالمعنى الضيق هي أسواق

الأرجنتين والبرازيل والهند ونيجيريا والفلبين التي تعتبر حسب (Intrenational finance corporation) سائرة باتجاه تحقيق تبادلات نوعية في بنائها وتقنية عملها. فعلى الصعيد التقني، يلاحظ أن بعض التقنيات المرتبطة بحسن أداء الأسواق قليلة الانتشار، كالعلاقات المتعلقة بتسليم الأوراق المالية، وبنشر المعلومات، وبدرجة استخدام المعلوماتية في التسعير، بالإضافة إلى ما تقدم فإن هذه البلدان لم تستطع لغاية الآن حل بعض مشاكلها الدورية والهيكلية كالتضخم الحاد والتركز الهام للمداخل والثروات، وعدم التوازن في المبادلات الخارجية، والتطور غير الكافي للأسواق المالية. إذن بالنسبة لتلك البلدان لا يبدو عادة

الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة والعربية

التوجه إلى أسواق رؤوس الأموال الدولية في غاية السهولة، لكن على الرغم من ذلك فإن هذه الأسواق تسير باتجاه أفضل.

- **الأسواق الحديثة النشأة:** ينطبق هذا المصطلح على أسواق جميع البلدان التي لا يمكن أن تعتبر اقتصادها متقدما، وفيما يلي بعض مميزات الأسواق الحديثة النشأة والأسواق الراكدة هي أسواق البلدان النامية، وأسواق بلدان أوروبا الوسطي والشرقية وأسواق البلدان التي ظهرت على إثر سقوط الاتحاد السوفيتي السابق، وكذلك أسواق بعض البلدان الاشتراكية في آسيا فان النتائج التي حققتها هذه البلدان كانت على وجه عام غير مرضية، كما أن توجهها نحو تدفقات رؤوس الموال الدولية كان محدودا أيضا، هذه الأسواق المالية هي إجمالا في مرحلة نشوء حيث يبدو حجم الاقتصاد الوطني متواضع فيها، وهذا بدوره ينعكس سلبا على حجم العمليات.

4- مراحل تطور الأسواق الناشئة: إن متابعة تطور أسواق الأوراق المالية الناشئة مكن من وضع إطار لمراحل النمو التي تمر بها، مع الإشارة إلى أن طول كل مرحلة من سوق لآخر، وفي كل مرحلة يزداد هذا السوق نضجا مقارنة بالمرحلة السابقة، وفيما يلي عرض هذه المراحل [صقر، 2003، ص ص 107-108]

4-1 المرحلة الأولى: تتميز السوق الناشئة في هذه المرحلة بما يلي: قلة عدد الشركات المسجلة وانخفاض عدد الأسهم وتعرضها لتقلبات شديدة في أسعار الأوراق المالية. كما تتصف هذه الأسواق بارتفاع درجة التركيز وانخفاض السيولة. تتجه أسعار الأوراق المالية في هذه المرحلة إلى الارتفاع الأمر الذي يجعلها تجذب المدخرات المحلية التي كانت توجه إلى أنشطة أخرى، وتمر العديد من هذه الأسواق بهذه المرحلة في إفريقيا مثل كينيا وزمبابوي، وفي شرق أوروبا مثل.

4-2 المرحلة الثانية: وتتميز الأسواق الناشئة في هذه المرحلة ب: ارتفاع مستوى السيولة وتنوع الأسهم، كما يتم البدء في تطوير اللوائح التنظيمية، الأمر الذي يوفر فرصة أكبر لتحقيق الربح، ومن ثم تبدأ في اجتذاب المستثمر الأجنبي. ولكن تبقى سوق الأوراق المالية صغيرة بالنسبة لاقتصاد الدولة، وأن كان يتزايد الاعتماد عليها كمصدر تمويل، ومن بين أسواق الأوراق المالية الناشئة التي دخلت في هذه المرحلة البرازيل، الصين، كولومبيا، الهند، المغرب، باكستان، الفلبين ومصر.

4-3 المرحلة الثالثة: حيث تصبح عوائد السوق أقل تقلبا مع زيادة سرعة التعامل وحجم الأسهم المصدرة، كما تزداد حركة التداول مع قيام شركات القطاع الخاص أو شركات القطاع العام التي

الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة والعربية

تحولت إلى قطاع خاص بطرح إصداراتها للجمهور، وتشمل هذه الأسواق الأرجنتين وإندونيسيا- تركيا- ماليزيا، المجر وتايلاند.

4-4 المرحلة الرابعة: وهي آخر مرحلة حيث تصبح هذه الأسواق أكثر نضجا وتتميز بارتفاع درجة السيولة فيها بدرجة كبيرة مع أنشطة المتاجرة، كما يزداد السوق المالي اتساعا، وانخفاض علاوة المخاطرة للأوراق المالية إلى مستويات الدولية التنافسية، تعتبر أسواق الأوراق المالية في كثير من هذه الاقتصاديات مؤشرا للحالة الاقتصادية، كما أنها تعكس درجة ثقة المستثمرين الأجانب في اقتصاد الدولة. ومن أهم هذه الأسواق هونغ كونغ، كوريا، المكسيك، سنغافورة وتايوان.

المطلب الثاني: محددات نمو الأسواق المالية الناشئة وموقعها

أثارت محاولة تحديد الأسباب التي كانت وراء النمو الكبير والسريع الذي عرفته الأسواق الناشئة جدلا كبيرا بين الباحثين فمنهم من أرجعه إلى عوامل خارجية متمثلة أساسا في تدويل حركة رأس المال وانخفاض معدلات الفائدة في الدول الصناعية المتقدمة وتباطؤ معدلات نمو اقتصاداتها، وهي عوامل لا يمكن التحكم فيها من قبل صانع السياسة في الدول النامية، ويرى البعض الآخر أن العوامل الداخلية مثل حركة الإصلاح الاقتصادي هي التي شجعت تدفق رأس المال إلى هذه الأسواق. في الحقيقة يمكن إرجاع أسباب النمو في هذه الأسواق إلى توليفة تضم عوامل خارجية، وعوامل داخلية، فمن المؤكد أن انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق المتقدمة دفع بالمستثمرين للبحث عن عائد أعلى في الأسواق الصاعدة، ولكن نظرا لأن التدفقات إلى أسواق الدوال النامية لم تكن بشكل متساوي، فإن ذلك يعني أن للعوامل الداخلية دورا في نموها.

1-العوامل الخارجية: تعرف أيضا باسم عوامل الدفع من المحددات المهمة لنمو أسواق

- الأوراق المالية الناشئة، وتتمثل هذه العوامل في : [صقر، 2003، ص ص113-116]
- انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق المالية الدولية، حيث انخفضت معدلات فائدة البنوك الفيدرالية في الوم أ من 9.8% في أبريل 1989 إلى 2.9% في نوفمبر 1992، وقد حفز هذا الانخفاض في معدلات الفائدة للمستثمرين في الدول الصناعية المقدمة على الاستثمار في الأسواق الناشئة ذات العائد المرتفع المتاح للاستثمارات بالأسهم والسندات.
 - الركود الاقتصادي وضعف الطلب على الأموال الذي شهدتها الدول الصناعية في أوائل التسعينيات.
 - التغييرات المؤسسية في الدول المتقدمة والتي تمت من أجل مزيد من التكامل العالمي لأسواق الأوراق المالية، والتدابير والإجراءات لتقليل القيود المالية في الدول الصناعية، مثل

الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة والعربية

المادة 144 التي أصدرتها الولايات المتحدة والتي كانت تنص على إتاحة المصدرين الأجانب سهولة الوصول وإصدار في أسواقها المالية، وذلك بتبسيط الاتجار في أسهم رأس المال الأجنبي من خلال تقليل إجراءات التسجيل، ومشاكل دفع أرباح الأسهم بالإضافة إلى رفع القيود المفروضة على الاستثمار الأجنبي من قبل ولاية نيويورك من طرف شركات التأمين، مما أدى إلى زيادة استثمارات هذه الشركات في أسواق الأوراق المالية الناشئة.

• الاتجاه نحو زيادة التنوع الدولي لمحفظة الأوراق المالية للمستثمرين ذوي الطابع المؤسسي - مثل صناديق المعاشات، وشركات التأمين - خاصة وأن هذه المؤسسات تضم نصيباً متزايداً من الادخار العالمي. وقد ارتفع مجموع الاستثمارات الدولية للمستثمرين ذوي الطابع المؤسسي في الولايات المتحدة، اليابان، ألمانيا، فرنسا، والمملكة المتحدة من حوالي 4.8% من أصولهم في عام 1980 إلى 7.2% من أصولهم عام 1993. وقد بلغت استثمارات صناديق المعاشات وشركات التأمين للدول الصناعية في أسواق الأوراق المالية الناشئة 3% من القيمة السوقية لكل أسواق الأوراق المالية الناشئة. أما تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى الأسواق الناشئة فقد ساهم في تحسين كفاءتها، وهذا نتيجة الاحتكاك، والاتصال المباشر بالمؤسسات الأجنبية المالية التي تستخدم التكنولوجيا المتقدمة، الأمر الذي ساعد على نقل التكنولوجيا المتقدمة إلى هذه الأسواق.

2- العوامل الداخلية : كل العوامل الخارجية لها أهميتها في تدفق رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة، لكنها ما كانت لتؤدي ذلك الدور لو لم تطبق الإصلاحات الأساسية للاقتصاد الكلي الداخلي، وتحسين الإطار المؤسسي وما نتج عن ذلك من ازدياد الثقة بتلك الأسواق. يطلق على العوامل الداخلية أيضاً مصطلح عوامل الجذب لأنها عوامل تساعد على جذب الاستثمارات إلى أسواق الأوراق المالية الناشئة وتعتبر "داخلية" لأنها تخضع لتحكم صانع السياسة في الدول النامية، ومن أهم هذه العوامل ما يلي: [صقر، 2003، ص117-119]

1-2 سياسات الإصلاح الاقتصادي:

طبقت معظم الدول النامية سياسات لإصلاح اقتصادها بهدف توفير المناخ الملائم لنمو أسواق الأوراق النقدية، هذا وتهدف هذه السياسات إلى الحد من تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي، مع تدعيم دور القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي، وكذلك تخفيض العجز المالي ومعدلات التضخم، بالإضافة إلى تحقيق استقرار أسعار الصرف، ذلك أن التقلبات التي تحدث في سعر الصرف سوف تؤثر سلباً على تدفقات رأس المال على الدول النامية.

الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة والعربية

2-2 ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي:

إن معدلات النمو المرتفعة التي حققتها الاقتصاديات الناشئة، تعد من العوامل المهمة التي أدت إلى تشجيع الاستثمار بأسواقها، إذ تمكنت دول نامية مثل تايلاند، كوريا واندونيسيا من تحقيق معدلات نمو اقتصادي أعلى من معظم الدول الصناعية المتقدمة، لذلك يفضل مديرو المحافظ المالية الاستثمار في الدول التي يتوقع أن تحقق معدلات نمو مرتفعة في المستقبل.

2-3 إصلاح القطاع المالي وتوسيع الملكية:

إن حركة الإصلاح التي عرفها القطاع المالي في اقتصاديات الناشئة، ساعد على نمو سريع لأسواق الأوراق المالية بها، إذ قامت هذه الدول بتحرير أسعار الفائدة، والتخلي عن الائتمان الموجه، ووضع البنية الأساسية لتعميق الأسواق المالية، مع إدخال صكوك مالية جديدة، وتبسيط إجراءات قيد الشركات وتخفيف الضرائب والرسوم على الخدمات. فظهرت الآلية الخاصة بتسوية المنازعات بين المتعاملين، وتكوين لجان للإشراف على القوانين واللوائح المتعلقة بشفافية المعاملات، وهذا كله أدى إلى زيادة ثقة المستثمرين المحليين وكذا الأجانب في الأسواق الناشئة. بالإضافة إلى حركة إصلاح القطاع المالي ساعد إتباع هذه الدول برامج خصخصة شركات القطاع العام ونقل ملكية العديد من وحداته إلى القطاع الخاص على نمو أسواق الأوراق المالية.

3- موقع الأسواق الناشئة ضمن التنوع الدولي:

لقد انعكس هذا التطور الكبير في اقتصاديات البلدان الناشئة بشكل إيجابي على تدفقات رؤوس الأموال الدولية إليها مع بداية التسعينات من القرن العشرين، حيث أصبحت قطبا هاما لجذب الاستثمارات الدولية. بمختلف أشكالها، وهذا الانطلاق في العمليات مع الأسواق الناشئة يمكنه في الحقيقة أن يوضح إمكانية التحكم في أزمة المديونية المشهورة، إذ أصبح بإمكان هذه الدول أن تقلص من لجوئها إلى الاقتراض الحكومي من الجهات الرسمية أو الخاصة، من خلال فتح أسواقها أمام تدفق رأس المال الأجنبي الخاص في شكل استثمارات أجنبية سواء مباشرة أو في الحافظة المالية. شغلت هذه الأسواق مقدمة الأحداث خلال كل عشرية التسعينات، وأخذت الاهتمام الكبير، حتى بعد تعرضها للأزمة المالية في أواخر تلك العشرية من خلال استقطابها لرؤوس الأموال الخاصة، والتي ارتفعت تدفقاتها إلى داخل مجموع هذه الأسواق من 53.2 مليار دولار في 1990 لتصل إلى 231 مليار دولار في 1996 ثم 202.7 مليار دولار في 1997 مع عودتها إلى الاقتراض الحكومي (الرسمي) مع إنتقال اثار عدوى الأزمة المكسيكية في 1995. ولقد اتجهت هذه الأموال بشكل كبير نحو جنوب شرق آسيا (47%) وأمريكا اللاتينية (38%) كأقطاب رئيسية، بينما تتقاسم باقي مناطق العالم النسبة

الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة والعربية

المتبقية (15%)، وعلى العموم فإن أهمية التدفقات المالية الدولية الداخلة إلى الأسواق الناشئة، إنما تعكس مدى فعالية الاقتصادية والمالية لهذه الأسواق، وليست هنالك أية مبالغة إذا اعتبرت هذه الأسواق العنصر الأساسي والمحرك للأسواق المالية الدولية خلال هذه المدة، فنلاحظ تصاعد تدفقات رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة أصبح يمثل بشكل كبير قواعد وأسس العولمة الجديدة. [www.fmi.org]

إن النظرة المستقبلية والتوقع الدائم لمعدلات نمو مرتفعة هي التي تبرر هذا التصاعد للأسواق الناشئة، وحتى بعد الأزمة التي أصابها في 1997، استطاعت بفضل توقعات النمو فيها، أن تستعيد نشاطها، فهذه العوائد المرتفعة في الأسواق الناشئة، وضعف معدلات العوائد في الأسواق المالية الكبرى في نفس الوقت، بالإضافة إلى سياسات الانفتاح الموسعة التي اتبعتها سلطات هذه البلدان، كل هذه العوامل ساعدت في إعادة تحريك رؤوس الأموال في العالم، وفي وضع الأسس الجغرافية-المالية الدولية-. وتبني نظريات الاستثمار الدولي عادة على التحليل ذي بعدين (مخاطر - عوائد)، فهي بأسلوب أبسط تقوم على المقارنة بين العوائد المتوقعة للاستثمار والمتمثلة أساسا في مخاطر البلدان في حد ذاته: مخاطر سياسية، مخاطر السيادة، مخاطر الصرف بالإضافة إلى التذبذب وفي جميع الأحوال يعتبر هذا الثنائي التقليدي أهم محرك لعملية التوزيع الدولي. وتتميز الأسواق الناشئة - رغم مخاطر الاستثمار فيها- بالعوائد المرتفعة، وهذا يمثل أهم عنصر جاذب للاستثمار الدولي، وارتفاع معدلات النمو فيها يشكل مؤشرا فعالا في عملية بناء أهداف واستراتيجيات المستثمرين، كما أنها تحمل توقعات متفائلة عن مستقبل هذه الأسواق، فمثلا في 1996، قدر البنك الدولي أن معدل النمو السنوي في البلدان المتقدمة يصل إلى 2.7% خلال فترة 1994 إلى 2009 مقابل 4.8% في البلدان الناشئة بشكل عام، أي الضعف تقريبا ومع النشاط الكبير الذي شهده القطاع الخاص في الاقتصاديات الناشئة، والدعم المقدم له من قبل الحكومات في إطار التحويلات الهيكلية لهذه الاقتصاديات، زاد إقبال رؤوس الأموال الأجنبية: استثمارات مباشرة، استثمارات المحافظ المالية والقروض البنكية وكل التدفقات الأجنبية والتي تتبع تلك الإصلاحات والتغيرات الاقتصادية وخاصة التي تتعلق بقوانين الاستثمارات وكذلك مكانة القطاع الخاص. ولقد أصبح الآن بإمكان هذه الأسواق الناشئة أن تستحوذ على حصص متزايدة من الانتاج العالمي، من خلال موقعها الجغرافي وعدد سكانها وثرواتها الطبيعية، ويمكن أن تصل إلى معدل نمو حوالي 6% مع التطور الملحوظ للقطاع الخاص، ونظام اقتصاد السوق المبني على الحرية الاقتصادية، وهذا يعني أن الاقتصاد الواعد بالنمو الاقتصادي مع الاستقرار السياسي يشكلان عوامل النجاح بالنسبة للأسواق الناشئة لجذب الاستثمارات الدولية إليها، وتعمل السلطات المحلية على دعم الاستقرار السياسي خاصة فيما

الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة والعربية

يتعلق بسياستها اتجاه الاستثمارات. وعموماً يمكن القول إن انفتاح الأسواق المالية الناشئة للاستثمار الأجنبي، ومحاولة توفير كل عوامل الجذب لهذه التدفقات المالية، يجعلها تدخل في منافسة حقيقية مع الأسواق المالية العالمية الكبرى وربما تعتمد في ذلك على ميزات العوائد المرتفعة، وهذا معناه أن الأسواق الناشئة - ومن أجل اندماجها المالي في الحركة العالمية - دفعت ثمناً لذلك يتمثل في العوائد المرتفعة للمستثمرين الأجانب.

المطلب الثالث: خصائص الأسواق المالية الناشئة

تختلف خصائص أسواق الأوراق المالية من مجموعة إلى مجموعة أخرى، وذلك حسب تقرير مؤسسة (S&P) لسنة 2015 شملت 38 سوقاً من مختلف دول العالم، وقسمت الأسواق الناشئة إلى أربعة مجموعات وفقاً لتطورها.

- **المجموعة الأولى:** الأسواق التي لازالت في المراحل الأولى للتطور، مثل بورصات كينيا، زيمبابوي، المجر وبولندا وتتميز:
 - قلة عدد الشركات المسجلة وانخفاض عدد الأسهم؛
 - ضآلة القيمة السوقية للأسهم، وتركز ملكية هذه الأسهم في نوعيات محددة؛
 - انخفاض مستوى السيولة؛
 - التقلبات الشديدة في الأسعار.
- **المجموعة الثانية:** منها بورصات البرازيل، الصين وكولومبيا الهند المغرب قطر والفلبين والتي تتميز بالخصائص التالية:
 - درجة سيولة أكبر للأوراق المالية المتداولة؛
 - تنوع الأوراق المالية؛
 - المصدر الرئيسي للتمويل هو إصدار الأسهم.
- **المجموعة الثالثة:** مثل بورصات الأرجنتين وإندونيسيا وتايلاند وتركيا والتي تتميز بالخصائص التالية:
 - استقرار نسبي أكبر في أسعار الأوراق المالية؛
 - زيادة حجم الإصدارات الجديدة وخاصة من الأسهم؛
 - ارتفاع القيمة السوقية للأسهم المدرجة.
- **المجموعة الرابعة:** مثل بورصات هونغ كونغ والمكسيك وكوريا وسنغافورة وتايوان والتي تتسم بالخصائص التالية:
 - معدلات سيولة مرتفعة بالنسبة للأوراق المالية؛

الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة والعربية

- حجم كبير من التعاملات واتساع نطاق السوق المالية؛
- أسواق تنافسية عالمية.

ومن خلال عرض المجموعات الأربعة لأسواق الأوراق المالية الناشئة وخصائص كل منها:

يمكن أن نستنتج أن أسواق الأوراق المالية الناشئة تتباين فيما بينها ليس فقط من حيث الحجم وإنما من حيث الأداء والخصائص الهيكلية، فقد تختلف هذه الأسواق على سبيل المثال من حيث عدد الشركات المسجلة وعدد الشركات التي تسجل كل عام، القيمة السوقية للأسهم، إجمالي قيمة الأسهم المتعامل بها ونوع الأوراق التي يتم تداولها، فضلا عن تباين البيئات الاقتصادية والمالية التي تعمل فيها سوق الأوراق المالية.

وعلى الرغم من هذا التباين إلا أنها تشترك في مجموعة من الخصائص المشتركة منها:

1- الخطر والعوائد: الخطر الذي ينجم عن استثمارها في أصل مالي يتوضح عادة عبر التذبذب (Volatilité) أي الانحراف المعياري للعوائد أو الأسعار خلال فترة معينة، واستناداً إلى النظرية المالية الحديثة، فإن المردودية المرتفعة لأصل مالي تزداد ارتفاعاً كلما زاد الخطر.

1-1- الخطر الناجم عن استثمار في أصل مالي: نتيجة ضعف الرسملة وقلة السيولة في الأسواق الناشئة، فإن إعادة توزيع المستثمرين الدوليين لمكونات محافظهم قد ينتج عنه تغيرات حادة في الأسعار باتجاه الارتفاع أو الانخفاض على حد سواء، فهذه الأسواق هي أيضاً شديدة الحساسية تجاه بعض العوامل الخارجية منها تطورات أسعار المواد الأولية، الأزمات البترولية التي تؤثر على الاقتصاد ككل. كذلك فإن عدم الاستقرار السياسي والاجتماعي، والشفافية المحدودة للأسواق تشكل عوامل هامة لعدم استقرار الأسعار.

إن تذبذب أسعار القيم في البورصة هو أداة قياس كمية تجمع بين كافة المخاطر المرتبطة بالاستثمار في الأسواق الناشئة: الخطر المرتبط بأفاق النمو الاقتصادي، وبنائج المشروعات، الخطر السياسي، خطر الصرف... الخ أما خطر السيولة، فهو مرتبط بضيق السوق الناشئ، فكل خروج لرؤوس الأموال قد تكون له آثار هامة على تطور مؤشر السوق المحلي. إلى جانب خطر النقلب يوجد خطر آخر، يقتصر حصراً على الأسواق الناشئة، وهو راجع إلى عدم الدقة النسبية في المعلومات، وكذلك إلى الشفافية المحدودة في النظام المالي، وأخيراً إلى غياب عنصر السرعة في عمليات التسديد والتسليم، وعنصر الضمانة فيما يتعلق بالاحتفاظ بالأوراق المالية.

1-2- المردودية المرتفعة في الأسواق الناشئة: إن الانحراف المعياري المرتفع الذي يميز الأسواق الناشئة، هذه الأخيرة تتوضح عبر معدلات النمو المرتفعة للاقتصاد، وعبر الآفاق

الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة والعربية

الواعدة فيما يتعلق بأرباح المشروعات. كما أن عوائد الأسواق الناشئة ترتبط بعلاقة تبادلية ضعيفة لا وبل سلبية أحيانا، مع عوائد الأسواق المتطورة، كذلك فقد أثبتت الدراسات الميدانية أن احتواء محفظة الأوراق المالية العائدة لمستثمرين دوليين على الأوراق المالية المتداولة في الأسواق الناشئة يقلص من خطر تلك المحفظة ويرفع من مردوديتها.

2- سيولة السوق ودرجة تركزه: إن سيولة وتركز السوق يتضحان من خلال عوامل عدة أهمها: حجم التبادلات، قيمة العمليات، الرسملة البورصية والحيز الذي تشغله الشركات العشر أو العشرين الأكثر أهمية (الأكبر حجما) في تلك الرسملة. التركيز وهو على وجه عام أكثر أهمية في الأسواق الناشئة، إذ ما قورن مع ما هو عليه في الأسواق المتطورة، وإذ كانت الشركات العشر الأوائل في الولايات المتحدة الأمريكية لا تمثل سوى 13% من الرسملة الإجمالية في السوق، فإن هذه النسبة ترتفع إلى حوالي 35% في السوق الإندونيسي، وإلى حوالي 80% في السوق الفنزويلي، كما أنها تصل إلى ما يقارب 55% في السوق الأردني، وتجدر الإشارة إلى أنه في إطار بورصات الأسواق الناشئة وبمعدل وسطي مثلت الشركات السبع عشرة الأوائل في النصف الأول من التسعينات حوالي 64% من قيمة مجمل العمليات، و60% من الرسملة البورصية، إن هذا التركيز الشديد يعكس درجة خطورة مرتفعة فيما يتعلق بالسيولة، كما أن عدم القدرة النسبية على تبادل كتل هامة من ورقة مالية معينة، دون أن يؤثر ذلك بشكل ملحوظ على الأسعار، هو بالتأكيد أحد العوامل الأساسية التي تحد من قدرة الأسواق الناشئة على اجتذاب المستثمرين.

3- تنظيم السوق: تتضح أبرز ركائز التنظيم الجيد للسوق من خلال التالي:

- استخدام أحدث التقنيات وبرامج المعلوماتية: أي الاستخدام الواسع للمعلوماتية ولكن الأسواق الناشئة تتفاوت في استخدامها المعلوماتية حسب درجة تطورها؛
- إعلام وحماية المستثمرين: أي النشر الجيد للمعلومات المتعلقة بالشركات، كما ان المهل قصيرة لمقاصد العمليات وتسليم الأوراق المالية، وهذا ما يجتذب المزيد من المستثمرين؛
- التوفيق بين تحرير السوق ووضع قواعد لضبطه: أي تحقيق نوع من التوازن بين إلغاء القيود لتنشيط المنافسة، والقيام بالضبط المطلوب للقضاء على التزوير وعدم الاستقرار.

4- خصائص أخرى للأسواق الناشئة: بالإضافة إلى ما سبق ذكره من خصائص تتميز الأسواق الناشئة بالخصائص التالية:

- **درجة انفتاح السوق:** تتميز الأسواق الناشئة بدرجة انفتاح دولي أدنى من تلك التي تعرفها الأسواق المتطورة، وهذا بسبب ميل هذه الأسواق التي فرضت قيود على الأجانب للحد من حيازتهم للأوراق المحلية.

الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة والعربية

- **مستوى الادخار الوطني:** تعاني غالبية البلدان التي توجد فيها أسواق ناشئة من نقص مستوى ادخارها إذا ما قورن بحاجتها التمويلية، نستثني منها الأسواق الآسيوية التي تعتبر فيها معدلات الادخار من ضمن المعدلات الأكثر ارتفاعا في العالم، إذ أنه كلما زادت المبالغ المستثمرة بأسهم وسندات في الأسواق الناشئة من قبل المستثمرين المحليين كلما أصبح تقلب السوق لا يتأثر أولا يعود إلى تدفقات وسحوبات رؤوس أموال المستثمرين الأجانب، في هذه الحالة يصبح نمو السوق مستمرا، وينجم عنه خلق فرص (فوائض قيمة) المستثمرين.
- **إدارة المشروعات:** يلاحظ في الأسواق الناشئة أنها تفرض قيودا على المستثمرين الأجانب للحد من مشاركتهم في إدارة المشروعات المحلية، هذه القيود تتعلق بالنسبة المئوية القصوى لمساهمة المستثمرين الأجانب في رأس المال، وأحيانا يمنع على هؤلاء الاستثمار في بعض القطاعات، ويشار أخيرا إلى أن بعض البلدان تقوم بإصدار أسهم مخصصة لغير المقيمين لا تتمتع بحق التصويت.
- **التشريعات الضريبية:** من أجل استقطاب المستثمرين الأجانب، وضعت معظم الأسواق الناشئة تشريعات ضريبية أكثر مرونة من تلك التي تطبق في البلدان المتقدمة، هذه التشريعات تتعلق بشكل أساسي بالضريبة المفروضة على فائض القيمة على رأس المال، وبالضريبة على الأسهم الموزعة.

المبحث الثالث: أسواق الأوراق المالية العربية

لقد زاد اهتمام الدول العربية بأسواق الأوراق المالية الأسواق من خلال حركة الإصلاح والتطوير وهذا تماشيا مع المسيرة التنموية وقناعة منها بالدور الكبير الذي يمكن أن تلعبه أسواق نشطة وكفئة. و بلغ عدد الأسواق النظامية في الدول العربية 15 سوقا وتقوم غالبية الدول العربية بتطبيق برامج شاملة للإصلاح المالي أدت إلى تطورات ملحوظة في ظل تحديث الأطر القانونية والمؤسسية والإجراءات الإصلاحية، لكن رغم ذلك تبقى دون المستوى المطلوب لأن الإصلاحات الطبقة غير كافية وتستوجب توفير المناخ الاستثماري المناسب بالإضافة إلى مشكل هروب رؤوس الأموال العربية وتفضيلها الاستثمار في الخارج الحدود الدولة الأم.

المطلب الأول: الواقع الاقتصادي العربي

تقع المنطقة العربية في مجموعها في الحزام الصحراوي الممتد من شمال أفريقيا حتى غرب آسيا، ويحدها من الشمال الشرقي شريط من منطقة البحر المتوسط وتقع البقية ضمن الصحراء الكبرى في الشمال الشرقي شريط من منطقة البحر المتوسط وتقع البقية ضمن الصحراء الكبرى في

الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة والعربية

شمال إفريقيا وشبه الجزيرة العربية. حسب معلومات صادرة عن المؤسسة العربية لضمان الاستثمار في الدول العربية في تقرير عن مناخ الاستثمار في الدول العربية لسنة 2017 فالمساحة الكلية لهذه المنطقة قدرت بحوالي 14.21 مليون كيلومتر مربع وهو ما يمثل حوالي 10% من مساحة العام المأهولة بالسكان، وتعاني المنطقة في مجموعها من ندرة شديدة في المياه باستثناء الدول التي تجري فيها أنهار كبرى مثل النيل، دجلة والفرات. بعد الحرب العالمية الثانية اكتشفت في هذه المنطقة كميات ضخمة من النفط والغاز الطبيعي، وهكذا فإن المنطقة تواجه ندرة في المياه مقابل وفرة كبيرة في مصادر الطاقة سواء المستخدم منها (النفط والغاز) أو غير المستغل حالياً (الطاقة الشمسية) وهكذا فإن الثنائي المياه الطاقة، يسبب أزمات وتحديات للمنطقة، ففقر المياه يهدد وجودها وحياتها ووفرة الطاقة تعطيلها أهمية استراتيجية كبرى. أما التوزيع السكاني فإنه يتبع إلى حد كبير نمط توزيع هذه الموارد الطبيعية، فحيث تتوفر المياه أو الطاقة تتجمع المراكز السكانية، ونظراً إلى قدم مراكز المياه وحدثة مراكز الطاقة، فإن التجمعات السكانية الكبيرة والقديمة تتركز حول مراكز المياه في واد النيل والهلال الخصيب وشمال إفريقيا. وبلغ عدد سكان الوطن العربي تخطى 370 مليون نسمة سنة 2017 يمثلون حوالي 5% من سكان العالم، ويتوقف الناتج الإجمالي للوطن العربي بدرجة كبيرة على سلعة واحدة وهي النفط، وعليه يعرف الاقتصاد العربي في مجموعة فائضا ماليا يتراوح بين 5% و10% يوظف في الخارج، ومع ذلك فإن هذه الصورة الإجمالية تخفي التفاقص الشديد بين مجموعتين وهما مجموعة الدول الغير النفطية فالأولى تتمتع بمستوى مرتفع من الدخل، بينما الثانية تواجه عجزا في مواردها المحلية حيث لم تنجح في توفير مدخرات محلية كافية الوفاء باحتياجات الاستثمار المحلي، الأمر الذي فرض عليها عجزا مزمناً في موازين المدفوعات. ويتميز الاقتصاد العربي ببعض الخصائص تتماثل في معظمها مع خصائص الدول النامية، وعلى الرغم من وجود تباين بين خصائص وطبيعة الاقتصاديات العربية إلا أنه يمكن توضيح أهم الخصائص المشتركة بينها من خلال العناصر التالي:

- 1- طبيعة النظام الاقتصادي المتبع:** يختلف النظام الاقتصادي الذي تنتهجه الدول العربية من دولة لأخرى، حيث اتبعت بعض الدول في مجلس التعاون الخليجي (السعودية، الإمارات العربية، الكويت، البحرين، قطر) النظام الرأسمالي الحر، بينما اتبعت بعض الدول النظام الاشتراكي والذي أعطى للدولة الدور الرئيسي في النشاط الاقتصادي. وقد بدأت معظم الدول العربية الذي اتخذت النهج الاشتراكي كنظام اقتصادي في التحول التدريجي نحو اقتصاد السوق وإعطاء دور أكبر للقطاع الخاص في النشاط الاقتصادي. [النيل، 2003، ص77]
- 2- تبني برامج الإصلاح الاقتصادي:** تبنت معظم الدول العربية برامج الإصلاح الاقتصادي والهيكلي حيث بهدف علاج الاختلالات الاقتصادية والتغلب على المشاكل الاقتصادية

الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة والعربية

المزمنة التي عانت منها لا معظم الدول العربية، ولجأت في ذلك لبعض المؤسسات الدولية بينما تبنت دول عربية أخرى برامج إصلاح اقتصادي دون اللجوء للمؤسسات الدولية منها دول مجلس التعاون الخليجية. ومثال على المجموعة الأولى الجزائر، مصر العراق التي تبنت استراتيجية اقتصادية أقرب إلى الاستقلال والانطواء على النفس وإتباع النهج الاشتراكي، وبالمقابل دفع العالم الرأسمالي بالدول عربية أخرى كالمغرب ودول الخليج والأردن إلى تحقيق معدلات نمو اقتصاد غير مسبوقه وبالتالي درجة اندماج أكثر. ومنذ مطلع التسعينات بدأنا نشهد تحولاً جذرياً نحو الانفتاح الاقتصادي لصالح القطاع الخاص وذلك تبني هذه الدولة سياسة بما يعرف ببرامج تثبيت الاقتصادي والتكيف الهيكلي والتوقيع على الكثير من الاتفاقيات التجارية بدأ من جولة الأوغوي وانتهاء بإعلان عن المنظمة العالمية للتجارة كما سعت هذه البلدان بشكل أو بآخر لإمضاء عقود الشراكة خاصة مع الاتحاد الأوروبي وإنشاء مناطق حرة للتبادل التجاري. [تومي، 2004، ص82]

3- درجة الانفتاح على الخارج: تختلف درجة انفتاح اقتصاديات الدول العربية على العالم الخارجي من دولة عربية إلى أخرى، ولكن يمكن القول أن عقد التسعينات القرن العشرين شهد انفتاحاً اقتصادياً عربياً كبيراً بعد تبني برامج إصلاح اقتصادي تهدف إلى إزالة العوائق الجمركية في مجال التجارة الخارجية ورفع الحواجز والقيود على النظام المالي وتحرير حركة رأس المال. ولقد تأثرت اقتصاديات الدول العربية سلباً وإيجابياً بالانفتاح على العالم الخارجي وقد تمثل الأثر السلبي في تدهور معدل شروط التبادل التجاري في غير صالح الدول العربية والتأثر الكبير بتقلبات أسعار النفط في الأسواق العالمية. كما تأثرت اقتصاديات الكثير من الدول العربية بانخفاض أسعار صرف الدولار خلال الفترة الأخيرة وعليه يمكن القول بأن اقتصاديات الدول العربية تتأثر بدرجة كبيرة بتغيرات الاقتصادية الدولية.

● **في المجال الصناعي:** شهدت اقتصاديات بعض الدول العربية تقدماً صناعياً في العقود الأخيرة. وعلى الرغم من ذلك فإن الاقتصاد العربي مازال يعتمد بدرجة كبيرة على المواد الأولية وخصوصاً النفط والإنتاج الزراعي كأهم مصادر الدخل القومي، كما أنه على الرغم من التقدم التكنولوجي الهائل إلا أن مدى استفادة اقتصاديات الدول العربية من هذا التقدم يعتبر أقل بكثير من استفادة بعض الدول النامية والدول الصناعية الحديثة. [النيل، 2003، ص78]

● **في المجال المالي:** بدأت معظم البلدان العربية منذ نهاية عقد الثمانينات بانتهاج سياسات التحرر المالي سياسة التحرير المالي وانتهجت أساليب وإجراءات لإلغاء القيود المفروضة على النظام المالي بغية تعزيز مستوى كفاءته وإصلاحه. وشكلت تلك السياسات جانباً مهماً

الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة والعربية

من برامج واسعة لتحرير الاقتصادي ضمن برامج الإصلاح الاقتصادي والهيكلية ولا تزال سياسة التحرر المالي في البلدان العربية في مراحل مبكرة رغم التطور النسبي الذي أحدثته في الجانب التشريعي وجهود البلدان العربية مستمرة في تعزيز الإصلاح.

4- اعتماد الدول العربية على الإنفاق العام كمحرك أساسي للنشاط الاقتصادي: تعتمد الدول العربية على الإنفاق العام كمحرك أساسي لنشاط الاقتصادي ويمثل تلك النسبة الكبيرة من الطلب الكلي الفعال لا سيما في الدول مجلس التعاون الخليجي، على الرغم من اتخاذ الكثير من الدول العربية خطوات جادة في سبيل ترشيد الإنفاق الحكومي والعمل على خفض عجز الموازنة العامة التي تعاني منها اقتصاديات الدول العربية سواء مرتفعة أو منخفضة الدخل. [حشاد، 1996، ص261] أما ضعف القاعدة الاقتصادية وغياب التنوع في مجال الصادرات والواردات ودليل ذلك أن القطاع النفطي في الدول المصدرة له يمثل نسبة عن 50% من الناتج المحلي الإجمالي وهي نفس النسبة التي يمثلها قطاع الفلاحة في الصومال والسودان وحوالي 25% في كل من موريتانيا واليمن. في حين لا يستثنى من هذه القاعدة إلا عدد قليل من الدول العربية التي لها قطاع صناعي معتبر ومتنوع بشكل مقبول، وعدم تنوع المنتجات المصدرة يجعل هذه الاقتصاديات تتأثر بدرجة كبيرة بالصدمات الخارجية.

المطلب الثاني: موقع الدول العربية في المؤشرات الاقتصادية الدولية

بغية معرفة مكانة الاقتصاديات العربية في الساحة الاقتصادية الدولية سوف نستعين بالمؤشرات الدولية كمؤشر الحرية الاقتصادية وكذا المؤشرات الاقتصادية النقطنية الآتيتين:

1- واقع الدول العربية حسب المؤشرات الدولية: تحرص عدد من المؤسسات والمنظمات على تزويد المستثمرين وصانعي القرار بمعلومات رسمية تساعدهم في اتخاذ القرار من خلال توفير مؤشرات يمكن أن تساهم في معرفة وضع كل دولة على انفراد وتحديد أهم النقائص التي تعاني منها تلك الدول وتكون سببا يمنعها من جذب المستثمرين الأجانب فالدولة التي تنخفض فيها نسبة المخاطرة وفق أحد المؤشرات تحظى بموقع متقدم في مؤشر الحرية الاقتصادية والقطر الذي يحرز موقع متقدم في مجال التنمية البشرية يحقق درجة عالية في مؤشر ثروة الأمم الناهضة وهكذا.... الخ. وأهم هذه المؤشرات:

1- مؤشر الحرية الاقتصادية: يصدر هذا المؤشر من معهد " هيرتاج " بالتعاون مع صحيفة "وول ستريت جورنال" منذ عام 1995 ويستخدم لقياس درجة التصنيف التي تمارسها الحكومة على

الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة والعربية

الحرية الاقتصادية، وعلى المؤشر على 156 دولة في عام 2001 من بينها 20 دولة عربية، ويستند المؤشر على 10 عناصر تشمل:

- السياسة التجارية وبخاصة معدل التعريف الجمركية ووجود الحواجز غير الجمركية؛
- وضع الإدارة المالية لموازنة الدولة وبخاصة الهيكل الضريبي للأفراد والشركات؛
- حجم مساهمة القطاع العام في الاقتصاد؛
- السياسة النقدية وبخاصة مؤشر التضخم؛
- تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة؛
- وضع الوساطة المالية عامةً والقطاع المصرفي بشكل خاص؛
- مستوى الإدارة والبيروقراطية؛
- نشاط السوق السوداء والقطاع الموازي.

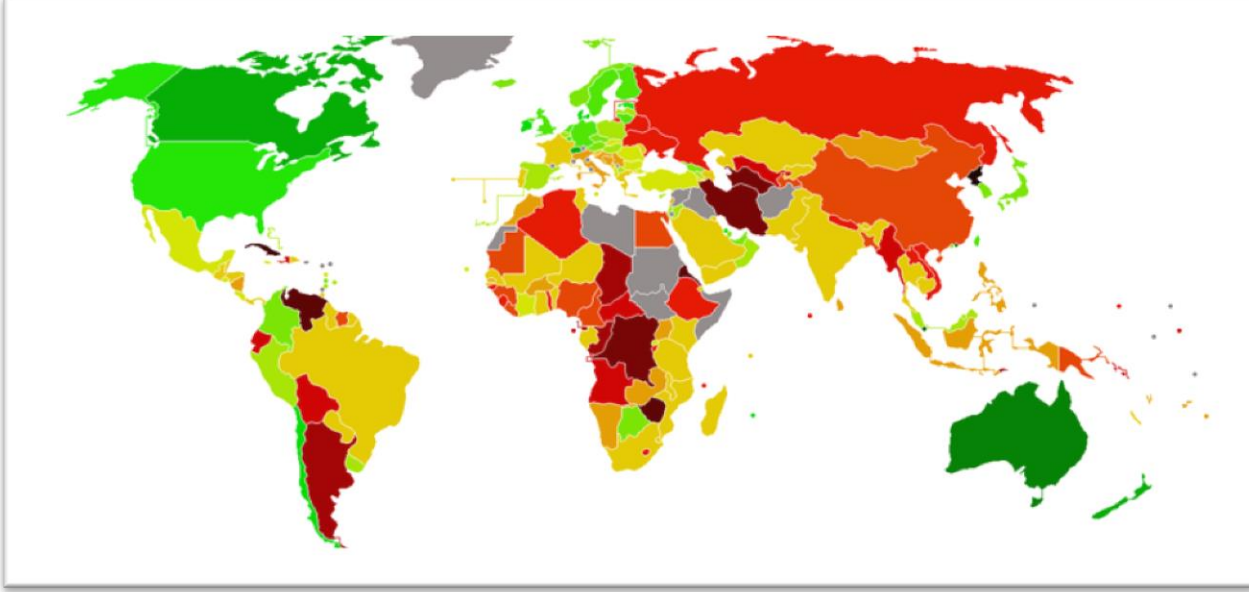
وتمنح هذه العناصر أوزاناً متساوية ثم يحسب المؤشر بأخذ متوسط هذه المؤشرات الفرعية، وقد زاد عدد الدول التي يغطيها مؤشر الحرية الاقتصادية ليشمل 180 دولة عام 2017. وعند تطبيق مؤشر الحرية الاقتصادية في عام 2017 لم تدخل أي دولة عربية في المجموعة الأولى ذات الحرية الاقتصادية الكاملة أما المجموعة الثانية والتي دخلت فيها 7 دول عربية هي على الترتيب (الإمارات، قطر، العربية السعودية، البحرين، الأردن، الكويت، المغرب، سلطنة عمان) ودخلت 8 دول أخرى ضمن مجموعة الدول ذات الحرية الاقتصادية الضعيفة هي على الترتيب (المغرب، جيبوتي، لبنان، موريتانيا، مصر، الجزائر) والمتبقي وهو ستة دول دخلت ضمن مجموعة الدول ذات الحرية الاقتصادية المنعدمة وهي على الترتيب (سوريا، ليبيا، العراق، السودان، اليمن). [index of economic freedom 2017, sur le cite www.Heritage.org/index/ranking]

ويمكن توضيح موقع كل دولة في ترتيب مؤشر الحرية الاقتصادية لسنة 2017 من خلال الخريطة رقم (2-8)

الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة والعربية

الخريطة رقم (2-8)

درجة الحرية الاقتصادية في دول العالم لسنة 2017



المفتاح: حرة 100-80 حرة إلى حد كبير 79.9-70.0 حرة إلى حد ما 69.9-60.0 غير حرة إلى حد كبير 59.9-50.0 مجموعة 49.9-0

Source : interactive heat map www.Heritage.org/index/ranking

2-1- مؤشر التنمية البشرية: هو عبارة عن مقياس يسعى للكشف عن مستوى الرفاهية التي تعيشها شعوب العالم، ويهتم البرنامج التابع لهيئة الأمم المتحدة برنامج التطوير للأمم المتحدة (UNDP) بهذا المؤشر وكل ما يتعلق به من تقارير سنوية، والبرنامج يحافظ على إصدار تقارير سنوية لهذا المؤشر للإفادة بالأوضاع المعيشية وكل ما يتعلق بها للشعوب في مختلف دول العالم. يرتبط مؤشر التنمية البشرية بشكل مباشر مع مجموعة من الأمور المتعلقة بالعنصر البشري؛ كالمستوى التعليمي للأفراد، ومتوسط العمر، ومستوى الأمية، والمستوى المعيشي، ووفق إحصائيات مؤشر التنمية البشرية منذ عام 2008 وحتى عام 2017، احتلت النرويج وأستراليا المراتب الأولى بتحقيق القيمة الأعلى في التنمية البشرية. تنضم دول العالم بأسره إلى مؤشر التنمية البشرية إلا أن هناك بعض الدول لا تنتمي إليه وهي: أفغانستان، والعراق، والصومال، وليبيريا، وكوريا الشمالية، وموناكو، وجزر مارشال، وكيريباتي، والجزر الأسود، وتايوان، وصربيا، وسان مارينو، وبالاو، وتوفالو، وناورو. يتضمن مؤشر التنمية البشرية الذي يرتب 162 دولة في إطار ثلاث مجموعات تعكس مؤشرات التنمية البشرية (مرتفع- متوسط-ضعيف) وقد تطورت منهجية حساب هذا المؤشر وخاصة لجهة احتساب معدل الدخل الفردي، وأضيفت إليه مؤشر المساندة تشمل معيار تمكين النوع

الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة والعربية

الاجتماعي الذي يحتسب مؤشرات التنمية البشرية معدلاً أساسه لأغراض قياس مدى مشاركة المرأة في الحياة السياسية والاقتصادية، كما وضع مؤشر الفقر للدول النامية، ومؤشر للدول المتقدمة لجذب الانتباه مباشرة إلى مدى حرمان والفقر داخل القطر، [الريعي، 2005، ص216] كيفية قياس مؤشر التنمية البشرية تعتمد الأمم المتحدة والدول الأعضاء لاحتساب وقياس مؤشر التنمية البشرية على ثلاثة معايير، وهي:

- قيمة الناتج القومي الإجمالي للفرد الواحد، ويتم احتساب القيمة بالدولار الأمريكي ومن ثم يتم تحويلها إلى تعادل القوة الشرائية وذلك لإيجاد الفرق بين أسعار العملات؛
- طول العمر (يقاس بمتوسط العمر المتوقع عند الولادة ويتراوح في حده الأدنى والأقصى ما بين 25 سنة-85 سنة؛
- المعرفة ويقاس بمعدل محو الأمية بين البالغين ونسب الالتحاق في المراحل التعليمية المختلفة ويتراوح ما بين 0% و100%.

ويتكون دليل المؤشر من ثلاث مستويات هي:

- تنمية بشرية عالية (80% فأكثر).
- تنمية بشرية متوسطة (من 50% إلى 70%).
- تنمية بشرية منخفضة أقل من 50%.

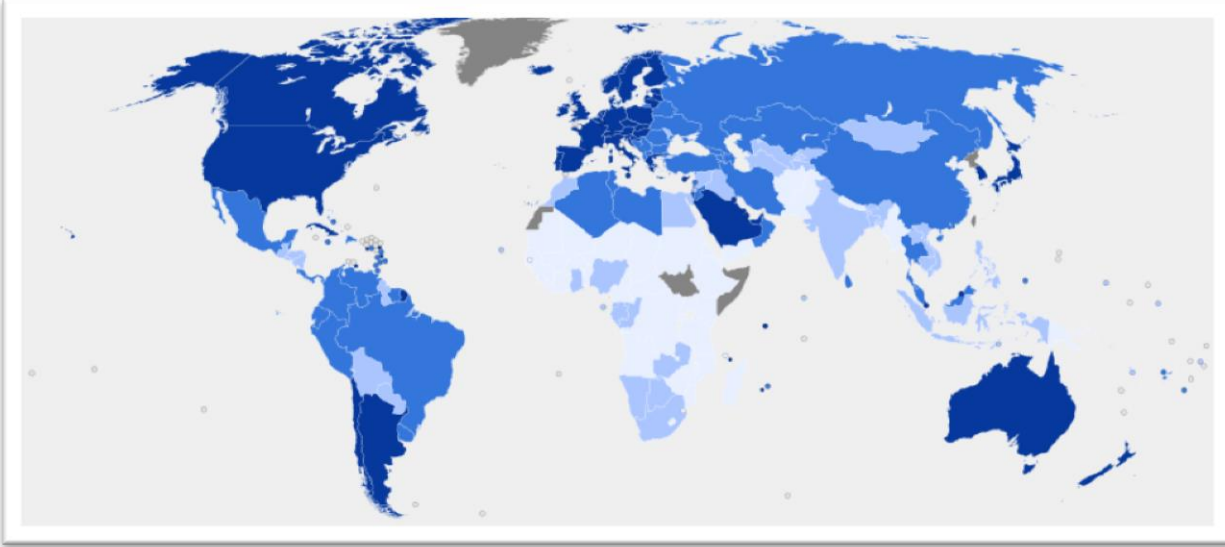
ووفق مؤشر التنمية لعام 2017 تتوزع الدول العربية كالاتي:

- دول ضمن مجموعة التنمية البشرية المرتفعة، وبحسب الترتيب هي: البحرين، الكويت، الإمارات، قطر؛
- دول ضمن مجموعة التنمية البشرية المتوسطة، وبحسب الترتيب هي: ليبيا، لبنان، السعودية، سلطنة عمان، الأردن، تونس، سوريا، مصر، الجزائر؛
- دول ضمن مجموعة التنمية البشرية الضعيفة، وبحسب الترتيب هي: اليمن، جيبوتي، السودان، موريتانيا، ولم يتم إدراج العراق والصومال وفلسطين في التقرير لعام 2017.

الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة والعربية

الخريطة رقم (2-9)

مؤشر التنمية البشرية في دول العالم سنة 2017



Source : www.undp.org, Human Development Index, 2017

المفتاح: ■ عالية جدا ■ عالية ■ متوسط ■ منخفض ■ غير متوفر

3- المؤشر المركب للمخاطر القطرية (Regional Risk Index): لقياس المخاطر المتعلقة بالاستثمار. ويصدر عن مجموعة (Political risk service) شهريا الدليل الدولي للمخاطر القطرية منذ عام 1980، ويتضمن الدليل المؤشر المركب للمخاطر القطرية لغرض قياس المخاطر المتعلقة بالاستثمار أو بالتعامل مع القطر وقدرته على مقابلة التزاماته المالية وسدادها. كما يصدر مؤشر مركب مستقبلي باستخدام النهج ذاته لاحتساب المخاطر القطرية ويستند إلى أساس متوسط ثلاثة سيناريوهات تغطي حالات الوضع المتدهور، والوضع المعقول والوضع الأفضل، ويدخل في المؤشر 140 دولة منها 18 دولة عربية. ويستند على اعطاء قيم عددية تسمى نقاط المخاطر لعدد من مكونات المخاطر القطرية وهي مصنفة لثلاث مؤشرات فرعية:

- مؤشر تقييم المخاطر السياسية؛

- مؤشر تقييم المخاطر الاقتصادية؛

- مؤشر تقييم المخاطر المالية.

ويقسم المؤشر الدول إلى خمسة مجموعات حسب درجة المخاطر يمكن تلخيصها من خلال

الجدول (2-9)

الجدول (2-9)

تصنيف الدول إلى مجموعات حسب درجة المخاطر

التوصيف	درجة المؤشر
درجة المخاطر منخفضة جدًا	100-80
درجة المخاطر منخفضة	79.9-70
درجة المخاطر معتدلة	69.9-60
درجة المخاطر مرتفعة	59.9-50
درجة المخاطر مرتفعة جدًا	49.9-0

المصدر: المؤسسة العربية لضمان الاستثمار والائتمان، مؤشر ضمان جاذبية الاستثمار، 2009، ص 56

أما وضع الدول العربية، وفقا للمؤشر المركب للمخاطرة القطرية لشهر سبتمبر من سنة 2015 تم تصنيف 18 دولة عربية كالآتي:

- الدول العربية في درجة مخاطرة منخفضة هي: الكويت، الإمارات، البحرين، سلطنة عمان؛
- الدول العربية في درجة مخاطرة منخفضة هي: السعودية، المغرب، سوريا، الأردن، قطر؛
- الدول العربية في درجة مخاطرة معتدلة هي: مصر، تونس، الجزائر؛
- دولتان عربيتان في درجة مخاطرة مرتفعة هي: السودان، لبنان؛
- الدول العربية في درجة مخاطرة مرتفعة جدا هي: العراق، الصومال، سوريا، ليبيا.

2- تحليل المؤشرات الاقتصادية لمناخ الاستثمار في الدول العربية

بناء على ما تقدم ومن تحليل المؤشرات الدولية المشار إليها أعلاه يمكن القول أن مناخ الاستثمار تشتمل على مجموعة من القوانين والسياسات والمؤسسات والخصائص الهيكلية المحلية والاقتصادية والسياسية والاجتماعية التي توفر في ثقة المستثمر وتقنعه بتوصية استثمارته إلى بلد دون آخر، وتؤدي العوامل الاقتصادية دور محوريا في تكوين المناخ الاستثماري ومن أهم تلك العوامل القوانين الاستثمارية ومدى استقرارها والسياسات الاقتصادية الكلية والأهمية النسبية للقطاعين العام والخاص في النظام الاقتصادي ومدى توفر عناصر الإنتاج وأسعارها النسبية وحجم السوق المحلي والقدرة التصديرية. ويستخدم معدل النمو الاقتصادي لدلالة على مستويات التطور

الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة والعربية

الاقتصادي وما ينطوي عليه من إمكانيات على تحقيق تقدم مستمر. كما يعد من أهم المؤشرات التي يعتمد عليها المستثمرون في اتخاذ قرارهم الاستثماري. [فلاح، 2005، ص 7-8]

المطلب الثالث: واقع أسواق الأوراق المالية العربية

يوجد في أغلب الدول العربية أسواق الأوراق المالية، ولقد أدركت الدول العربية أهمية هذه السوق، إلا أنها تتباين من سوق لآخر من حيث درجة التنظيم والتطور ولقد وردت عدة تقسيمات نتيجة لهذا التباين وتم تقسيمها إلى ثلاثة مجموعات، فالمجموعة الأولى تشمل الأسواق المتطورة على المستوى العربي، والمجموعة الثانية تشمل الأسواق التي هي في إطار الإصلاح والمجموعة الثالثة تضم الأسواق التي هي بصدد الإنشاء.

1- بورصات دول الفئاض المالي والحرية الاقتصادية

سوف يتم التطرق في هذا المطلب إلى أسواق الأوراق المالية العربية الموجودة في الاقتصاديات الحرة، والتي تتمتع بفوائض مالية، سوف نأخذ عينة من هذه الأسواق وهي:

- السوق السعودي للأوراق المالية؛
- سوق البحرين للأوراق المالية؛
- سوق الكويت للأوراق المالية؛
- سوق الإمارات العربية؛
- السوق القطري.

1-1 السوق السعودي للأوراق المالية

شهد سوق الأسهم السعودي تطوراً كبيراً، كما تؤكد مؤسسة النقد العربي السعودي ويعتبر نظام الشركات الصادر 1965 وتعديلاته هو المصدر الوحيد الذي ينظم إصدارات الأوراق المالية المصدرة محلياً على المواطنين السعوديين باستثناء الشركات المشتركة مع مواطنين من دول الخليج. أما السوق الثانوية فهي تخضع للقواعد التنفيذية التي صدرت 1983 والتي كان بموجبها يتم تنظيم عملية التداول أسهم الشركات عن طريق المصارف التجارية.

لقد مر السوق المالي السعودي بثلاث مراحل:

المرحلة الأولى: البداية 1954 - أوائل الثمانينات وتميز السوق المالي السعودي بـ:

- بلغ عدد الشركات المساهمة خلال فترة 1954-1975 أربعة عشرة شركة برأسمال بلغ 1.7 مليون ريال؛

الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة والعربية

- حتى نهاية السبعينيات كان تداول الأسهم يتم عن طريق الاتصال المباشر بين البائع والمشتري أو عن طريق عدد قليل من مكاتب الوساطة؛
- ارتفع حجم التداول مع بداية عقد الثمانينات وبلغت أسعار الأسهم مستويات عالية؛
- كان انهيار سوق المناخ الكويتي بالإضافة إلى نمو المفرط سبباً في تفكير الجدي لوضع قواعد صارمة لتداول الأسهم.

المرحلة الثانية: التنظيم أوائل الثمانينات-2003 وأهم خصائص هذه المرحلة:

- تأسيس الشركة السعودية لتسجيل الأسهم 1983؛
- صدر عام 1983 مرسوم ملكي بإنشاء لجنة رقابية وزارية على السوق الأسهم وعليه فقد تشكل هيكل سوق المالية السعودية أي البورصة؛
- في عام 1984 أصدرت مؤسسة النقد السعودي تعميماً يوضح أسلوب تداول الأسهم ومن أهم ما صدر:
 - تشكيل لجنة للإشراف على تداول الأسهم مكونة من ثلاث جهات حكومية هي المالية، التجارة ومؤسسة النقد؛
 - إدارة الرقابة على الأسهم في مؤسسة النقد العربي السعودي وتقوم بالتحقق من تنفيذ القواعد التنظيمية لعملية التداول والإشراف على كافة عمليات تداول الأسهم؛
 - إعطاء مهمة الإشراف اليومية إلى قسم خاص ينشأ في مؤسسة النقد؛
 - قصر نشاط الوساطة على البنوك التجارية وشركة الراجحي المصرفية؛
- بدأ في عام 1990 العمل بنظام آلي لتداول أول نظام الكتروني متكامل في العالم.
- حدث نظام التداول في أكتوبر 2001 بإطلاق جيل جديد من أنظمة التداول سمي باسم "تداول".

المرحلة الثالثة: نظام السوق المالية 2003- إلى يومنا الحالي تميزت هذه المرحلة ب:

- تأسست هيئة السوق المالية بموجب نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم م/30 المؤرخ في 2003/07/31 وهي هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري وترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء؛
- يدير الهيئة مجلس مكون من خمسة أعضاء يتم تعيينهم بأمر ملكي وذلك كل خمس سنوات ويمكن التجديد لكل أو بعض أعضائه لمرة واحدة فقط؛

الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة والعربية

- باشر المجلس أعماله منذ تشكيله.

1-2- سوق الكويت للأوراق المالية [www.uabarab laws .org]

تم افتتاح أول مقر للبورصة الكويتية في أوت 1972، حيث تولى العاملون فيها جميع ما يتم تداولها يوميا من أسهم ثم إصدار النشرة اليومية بعدد الأسهم المتداولة وأسعارها وعدد الصفقات، وفي نوفمبر 1976 صدر قرار بإعادة تنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بشركات المساهمة الكويتية وفي شهر أفريل من عام 1977 تم الافتتاح بورصة الأوراق المالية الكويتية التي سميت بسوق الكويت للأوراق المالية حيث ظل هذا السوق يعمل بإشراف لجنة الأوراق المالية إلى غاية أوت 1983.

وتبين اللائحة الداخلية للسوق القواعد والأحكام التي تنظم قيد وقبول هذه الأوراق حيث تصدر هذه اللائحة خلال ثلاثة شهور من تاريخ العمل بهذا المرسوم بقرار من وزير المالية والاقتصاد بناء على اقتراح لجنة السوق، والى أن تصدر هذه اللائحة يتولى وزير المالية والاقتصاد وضع القواعد المؤقتة اللازمة لسير العمل فيه وتبين هذه اللائحة الداخلية بوجه خاص سلطات كل من رئيس لجنة السوق ومدير السوق ونظام انعقاد لجنة السوق وإجراءات العمل بها والأغلبية اللازمة لصحة انعقادها وإصدار قراراتها.

• **إدارة السوق:** يتولى إدارة السوق لجنة تشكل برئاسة وزير المالية والاقتصاد وعضوية كل من:

- مدير السوق ويكون نائبا للرئيس ومتفرغا للعمل؛
- عضو عن وزارة المالية والاقتصاد؛
- عضو بمثل بنك الكويت المركزي؛
- اثنين من ذوي الخبرة والكفاءة يختارها مجلس الوزراء بناء على ترشيح من وزير المالية والاقتصاد؛
- أربعة أعضاء تختارهم غرفة تجارة وصناعة الكويت ويكون بينهم أحد الوسطاء.

• **عضوية السوق:** تشمل عضوية السوق:

- الشركات الكويتية التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام؛
- الشركات المساهمة الكويتية المقفلة التي تقرر لجنة السوق قبول عضويتها؛

الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة والعربية

- وسطاء الأوراق المالية لدى السوق وتحدد اللائحة الداخلية إجراءات قيد الوسطاء ومعاونتهم وتنظيم أعمالهم وأحكام الرقابة عليهم.

ويلتزم أعضاء السوق بأداء رسوم الاشتراك السنوي طبقاً لما تحدده اللائحة الداخلية للسوق.

• **لجنة التحكيم:** تنشأ داخل السوق لجنة تحكيم تشكل بقرار من لجنة السوق برئاسة أحد رجال القضاء يختاره مجلس القضاء الأعلى، وتكون مهمتها الفصل في جميع المنازعات المتعلقة بالمعاملات التي تتم في السوق، ويعتبر التعامل في السوق إقراراً بقبول التحكيم، وتكون القرارات الصادر عن اللجنة ملزمة لطرفي النزاع ويبين القرار الصادر بتشكيل اللجنة الإجراءات التي تتبع لرفع النزاع والفصل فيه.

• **لجنة التأديب:** يكون للسوق لجنة تأديب تتولى الفصل فيما ينسب للوسطاء والشركات المتعامل في أوراقها في السوق من مخالفات لأحكام هذا المرسوم واللوائح والقرارات المنظمة للسوق، وكذلك المخالفات لأحكام هذا المرسوم واللوائح والقرارات المنظمة للسوق والقواعد والأصول المتعلقة بمزاولة المهنة.

أما فيما يخص في إجراءات مقاصة والتسوية تتم في السوق عملية المقاصة والتسويات والتي تسمح للمستثمرين بتسوية حساباتهم خلال يومي عمل في أيام التداول T+2 إذ يجب على المستثمرين أن يسددوا قيمتها ويجب على البائعين أن يسلموا شهادات أو بطاقة الأسهم خلال هذه الفترة.

3- سوق الإمارات العربية:

تنشئ الدولة أسواقاً لتداول الأوراق المالية والسلع، وتكون كل سوق على شكل مؤسسة عامة محلية ترخص من الهيئة، ويشترط الربط الإلكتروني المتبادل للأسواق على مستوى الدولة. ويتولى إدارة السوق مجلس إدارة يصدر بتشكيله بقرار من السلطة المحلية المختصة، على ألا يكون من بين أعضائه عضواً في مجلس إدارة شركة مساهمة عامة، أو أن يكون وسيطاً مالياً، ويخضع أعضاء مجلس إدارة السوق للأحكام القانونية. ويلتزم مدير عام السوق، ونائبه، وكل عضو من أعضاء السوق بالتصريح خطياً لدى هيئة الأوراق المالية والسلع. ويمارس مجلس إدارة السوق المهام التالية:

- تعيين مدير عام السوق ونائبه؛
- وضع الهيكل التنظيمي وملحقاته، والنظام الداخلي، وكافة اللوائح والتعليمات الإدارية؛
- المتابعة اليومية لعمليات تداول الأوراق المالية والسلع بما يضمن العدالة بين المتعاملين؛

الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة والعربية

- رفع التقارير والبيانات إلى هيئة الأوراق المالية والسلع، وإصدار البيانات الصحفية الضرورية لضمان الشفافية في المعلومات والإفصاح.
 - **الوسطاء:** يقتصر التعامل في الأوراق المالية المدرجة في السوق على الوسطاء المرخص لهم، كما يتعين عليهم وممثليهم مراعاة ما يلي:
 - الالتزام بأحكام القانون والنظم الصادرة، وكذا جميع القرارات والتعليمات ذات الصلة بالسوق؛
 - الامتناع عن القيام بكل ما من شأنه إلحاق الضرر بسمعة السوق، أو أعضائه أو المتعاملين فيه، أو المساهمة أو الترتيب لأية معاملة صورية لا تؤدي إلى انتقال حقيقي للأوراق المالية أو قانون الأموال محل الصفقة. وفي حالة المخالفة يخول لمجلس إدارة السوق أن يوقع على الوسطاء الإجراءات الآتية: الإنذار، الغرامة المالية كما لا تزيد على مائة ألف درهم، مصادرة الكفالة المصرفية جزئياً أو كلياً، وقف الوسيط عن العمل لمدة لا تزيد على أسبوع، فإذا زادت مدة الوقف عن أسبوع يحال الأمر إلى الهيئة لاتخاذ ما تراه.
 - **المقاصة والتسويات ونقل الملكية والحفظ:** يتم عرض أسعار الأوراق المالية والسلع في السوق وفقاً للأنظمة الصادرة بموجب أحكام القانون على أن تشمل الأنظمة إجراءات البيع والشراء والمقاصة والتسويات، ويتم نقل ملكية الأوراق المالية في السوق والقيود في سجلاته والحفظ وفقاً للأنظمة الصادرة وتلتزم الجهة المصدرة لهذه الأوراق باتخاذ إجراءات نقل الملكية من جانبها بدون تأخير.
 - **الإفصاح والشفافية:** يجوز للمجلس إلزام أي شخص ذي الصلة بأنشطة الأوراق المالية سواء كان شخصاً طبيعياً أو معنوياً بالإفصاح العلني أو الخاص وتقديم أية بيانات ذات الصلة بنشاطه كما يتعين يتم تبعه في عام تم إدراج أوراقها المالية في السوق إبلاغه بأية معلومات تؤثر على أسعار تلك الأوراق حال توفرها لديها، ولمجلس إدارة السوق حق نشر تلك المعلومات من خلال الصحف المحلية ووسائل الإعلام الأخرى التي يراها مناسبة، كما تلتزم تلك الشركات بنشر أية معلومات إيضاحية تتعلق بأوضاعها وأنشطتها وبما يكفل سلامة التعامل واطمئنان المستثمرين متى طلب منها ذلك. كما يعاقب كل متعامل يقدم بيانات أو تصريحات أو معلومات غير صحيحة من شأنها التأثير على القيمة السوقية للأوراق المالية وعلى قرار المستثمر بالاستثمار أو عدمه، ولا يمكن استغلال المعلومات غير المعلنة التي يمكن أن تؤثر على أسعار الأوراق المالية لتحقيق منافع شخصية.
- بورصة قطر يُخصص لها جزء من الجانب التطبيقي.

2- بورصات دول العجز المالي والحرية الاقتصادية

تتمثل البورصات التي تعاني من العجز المالي في الأسواق التالية:

- بورصة عمان؛

- الهيئة العامة لسوق المال بمصر؛

- بورصة الدار البيضاء؛

- بورصة تونس.

ويقتصر هذا العنصر على سوقي عمان وتونس.

1- بورصة عمان: سيتم التعرف على واقع بورصة عمان من خلال:

- **نشأة بورصة عمان:** بدأ إنشاء الشركات المساهمة العامة في الأردن منذ بداية الثلاثينيات من القرن العشرين منها البنك العربي وشركة التبغ والسجائر وشركة الكهرباء، كما توالى تأسيس الشركات المساهمة ليصل 66 شركة عام 1978. وفي غياب سوق منظم لتداول الأوراق المالية فقد كان التعامل بها يتم من خلال مكاتب غير متخصصة أو ما يسمى بأدبيات الأسواق المالية بالسوق غير منظم، ومع ازدياد أعداد الشركات المساهمة العامة وتوسع الحكومة في إصدار أدوات الدين العام ظهرت الحاجة إلى إنشاء سوق منظم، حيث دعت لذلك خطط التنمية المتعاقبة، وقد تبع ذلك جهود كبيرة ودراسات عدة مما أثمر عن تأسيس سوق عمان المالي بموجب القانون رقم 3 لسنة 1976 [حردان، 1997، ص 185]

- **الإطار التشريعي لبورصة عمان:** تم افتتاح بورصة عمان رسمياً بتاريخ 01/04/1978 وقد صدر قانون عمان المالي لسنة 1990 ثم تبعه في عام 1997 قانون الأوراق المالية المؤقت رقم (23) ليوضح كافة الأمور ولقضايا المتعلقة بالسوق وهذا من خلال النصوص المتعلقة التالية: [الجمل، 2003، ص 158-159]

- المادة 23: تنشأ في المملكة سوق لتداول الأوراق المالية تسمى بورصة عمان، وتتمتع بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري ولها بهذه الصفة جميع التصرفات القانونية بما في ذلك إبرام العقود وتملك الأموال المنقولة والتصرف فيها. وهي الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل كسوق نظامي؛

- المادة 24: يتم التداول بالأوراق المالية المدرجة في البورصة من خلال صفقات تبرم بين الوسطاء الماليين تثبت بموجب قيود تدون في سجلات البورصة؛

الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة والعربية

- المادة 25: تتكون عضوية البورصة من الوسطاء لمالين وتتألف الهيئة العامة من الأعضاء المسددين لرسوم الانتساب للبورصة ورسوم الاشتراك السنوية فيها ويكون لكل وسيط مالي صوت واحد في اجتماعات الهيئة العامة ويدير البورصة مجلس إدارة ومدير تنفيذي؛
- المادة 26: يضع مجلس إدارة البورصة بموافقة المجلس الأنظمة الداخلية وتعليمات اللازمة لإدارة شؤون البورصات.

- **شروط الإدراج في بورصة عمان:** يمكن تلخيص شروط إدراج في بورصة عمان في النقاط التالية:

- أن يكون قد مضى عام كامل على إدراج أسهم في السوق الموازية.
- أن تكون الشركة قد بدأت بممارسة نشاطها الفعلي وبشكل مستمر؛
- أن لا يقل صافي حقوق المساهمين في نهاية السنة المالية التي نسبق طلب الإدراج عن 75% من رأس المال المدفوع؛
- أن تقدم الشركة القوائم المالية الختامية بنشرها في صحيفتين يوميتين ولمرة واحدة على الأقل؛
- على الشركة تقديم طلب الإدراج مرفوق بنسخة من عقد التأسيس ونظام الأساسي للشركة وكشف بأسماء المساهمين قبل شهر من تاريخ طلب الإدراج وكذا أعضاء مجلس الإدارة.

2- بورصة تونس:

تأسست سوق القيم المنقولة في تونس سنة 1988 بموجب القانون رقم 13 لعام 1988 وبدأت تمارس نشاطها كسوق منظمة في 1989.

- **الهيئات المنظمة لبورصة تونس:** تقوم على تنظيم بورصة تونس الهيئات التالية: [السيسي، 2003، ص116-117]

- **مجلس سوق المالية:** وهو هيئة حكومية رقابية تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري ويتكون المجلس من 09 أعضاء ورئيس المجلس ويكون دوره إشرافي ويتمثل في الرقابة على البورصة والعاملين فيها من وسطاء وشركات استثمار ومستثمرين، والتسيير الجيد للبورصة ومراقبة تطبيق القوانين وإصدار عقوبات للمخالفين.

الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة والعربية

- بورصة القيم المتداولة وهي شخصية اعتبارية تدار من طرف الوسطاء والمتعاملين فيها وتقوم بالمهام التالية:
 - تسجيل العمليات التي تتم في البورصة والتأكد من أنها تتم حسب الشروط والأنظمة في البورصة وذلك حماية لعدم وقوع مخالفات قانونية في المبادلات البورصية؛
 - إصدار نشرة يومية بالبيانات المتعلقة بالمبادلات اليومية واتجاهات أسعار الأوراق المالية في البورصة؛
 - اقتراح قوانين وإجراءات لمواجهة التطورات الحاصلة في البورصة تقدم المجلس السوق المالية للنظر فيها والموافقة عليها أو لتعديلها إذا استدعت الضرورة لذلك.
- الشركة التونسية للإيداع وتسجيل الأوراق المالية: هي شركة مساهمة تأسست من طرف الوسطاء الماليين العاملين في البورصة والبنوك، تهدف إلى تسجيل المبادلات التي تتم في البورصة وتحويل ملكيتها وفق نظام محاسبي معين وخفض تكاليف تلك المبادلات وسرعة تنفيذ عمليات التبادل باستخدام النظام الآلي، ويتم دفع قيمة الصفقة فوراً مع التسليم الفوري للأوراق المالية محل التبادل
- شروط الإدراج في البورصة: يتطلب الإدراج في بورصة تونس جملة من الشروط وهي:
 - وجود حد أدنى للمساهمين هو 500 مساهم على مستوى السوق الأولية و300 مساهم على مستوى السوق الثانوية؛
 - أن تكون الشركة قد مارست نشاطها لمدة ثلاث سنوات على الأقل قبل الإدراج؛
 - تحقيق أرباح صافية لسنتين السابقتين للإدراج.
 - الالتزام بطرح 20% من أسهم رأس المال الشركة لتداول كحد أدنى، مع وجود مراقب حسابات في الشركة؛
 - ضرورة موافقة مجلس السوق المالية.
- مميزات الاستثمار في بورصة تونس: يتميز الاستثمار في هذه البورصة ب:
 - وجود عدة أنواع من الأدوات المالية القابلة لتداول كأسهم، السندات العادية، السندات القابلة لتحويل إلى أسهم، شهادات الاستثمار دون حق التصويت؛
 - يحق للمستثمر الأجنبي حيازة 49% من أسهم الشركات المدرجة في البورصة ولا يحق التعامل في الوساطة المالية بالبورصة؛

الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة والعربية

- حرية تحويل الأرباح الناتجة من التعامل في البورصة؛
- الحصول على الإعفاءات وتخفيضات ضريبية على أرباح الشركات وعلى عوائد الأوراق المالية؛
- عندما يتحصل المساهم على 5% من حصص رأس المال يجب الإبلاغ وضرورة الموافقة من قبل مجلس السوق المالية والشركة المصدرة.

3- والبورصات القائمة في الدول التي أعطت القطاع العام الدور الأساسي في التنمية

يتم تناول البورصات العربية الموجودة في اقتصاد يغلب فيه القطاع العام الدور الأساسي في عملية التنمية مثل الجزائر، وهي بورصة قائمة منذ 1993 م وكذلك نتطرق إلى مشروع إقامة سوق مالية في اليمن.

3-1 بورصة الجزائر: تعود فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية في إطار الإصلاحات الاقتصادية التي أعلن عنها 1987 ودخلت حيز التطبيق عام 1988 وفي نفس الوقت صدرت قوانين اقتصادية عن استقلالية المؤسسات العمومية وصناديق المساهمة وقسم رأس المال الاجتماعي للمؤسسات العمومية والذي يمثل حق الملكية إلى عدد من الأسهم والتي توزع ما بين صناديق المساهمة وبذلك تحولت الشركات العامة إلى شركات أسهم حيث تساير أحكام قانون التجاري المكمل بقوانين عام 1988 م، ومنه فلا يمكن تصور نظام شركات المساهمة بدون إنشاء سوق مالية تتبادل فيها هذه الأسهم:

• المراحل الأساسية لإنشاء بورصة الجزائر: مرت بورصة الجزائر بالمراحل الآتية

المرحلة الأولى: 1990 - 1992 حيث اتخذت الحكومة في هذه المرحلة إجراءات بعد أن تحصلت معظم المؤسسات الحكومية على استقلاليتها وكذلك إنشاء صناديق المساهمة، ومن جملة هذه الإجراءات إنشاء مؤسسة تسمى شركة القيم المنقولة S.V.M مهمتها تشبه إلى حد كبير مهمة البورصة في الدول المتقدمة. تأسست هذه الشركة بفضل صناديق المساهمة الثمانية وقد قدر رأس مالها بـ 320000 دج ويديرها مجلس الإدارة المتكون من 08 ثمانية أعضاء حيث أن كل عضو يمثل أحد الصناديق المساهمة.

وقد عرفت هذه الفترة إصدار المراسيم التنفيذية التالية:

- مرسوم تنفيذي رقم 169 الصادر في 21 ماي 1991 يشمل اجراءات تنظيم العمليات على القيم المنقولة؛

الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة والعربية

- مرسوم تنفيذي رقم 177-91 يوضح أنواع وأشكال القيم المنقولة وكذا شروط الإصدار من طرف شركات رأس المال.

المرحلة الثانية: 1992-1999 لقد مرت هذه الشركة بمرحلة حرجة نتجت عن ضعف رأس مالها الاجتماعي والدور غير الواضح الذي يجب أن تلعبه، وفي فيفري 1992 ثم رفع رأسمالها إلى 932000 دج كما تم تغيير اسمها وأصبحت تسمى بورصة القيم المتداولة (*) B.V.M.

بالرغم من كل ما سبق غير أن البورصة لم تشتغل بالمرّة حيث اعترضت انطلاقتها جملة من الصعوبات وقد تم وضع الأساس التشريعي لبورصة القيم المتداولة في الجزائر في خلال عام 1993 بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25/04/1993 المتمم والمعدل لأمر المتضمن قانون التجارة والرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق بالسوق القيم المتداولة. وبموجب هذين المرسومين التشريعيين تم تكريس انطلاق عملية تأسيس بورصة الجزائر حيث نص المرسوم الأخير 93-10 على إنشاء هيئة ممثلة للسلطات العمومية تتكفل بمهمة تنظيم ومراقبة البورصة وعملياتها حيث منحت لها من الصلاحيات ما جعل أي نشاط بورصي مرهون بوجود هذه الهيئة.

• **الإطار التنظيمي لبورصة الجزائر:** تسيير بورصة الجزائر من خلال هيئتين وهما: [الجريدة الرسمية، 2003]

- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB؛
- شركة تسيير القيم المنقولة SGBVM وهي شركة ذات أسهم تقوم بتسيير المعاملات التي تجرى حول القيم المنقولة في البورصة يتمثل رأسمالها في الأسهم المخصصة لوسطاء في عملية البورصة ولا يصبح اعتمادا أي وسيط اعتمادا فعليا إلا بعد أن يكتب في قسط من رأس المال هذه الشركة كما أنها تتلقى عمولات من العمليات التي تجرى في البورصة.

ومن أهم مهامها: [شمعون، 1999، ص144]

- **الوظيفة القانونية:** تقوم هذه اللجنة بتنظيم سير سوق القيم المنقولة:
- اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وتحديد القواعد المهنية التي تطبق عليهم؛
- قبول القيم المنقولة لتفاوض بشأنها وشطبها وتعليق تحديد أسعارها؛
- تنظيم العروض العمومية للشراء للقيم المنقولة؛

(*) B.V.M: Bourse des Valeurs Mobilières

الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة والعربية

- تنظيم عمليات المقاصة.
- **وظيفة المراقبة:** تتأكد هذه اللجنة من أن الشركات المقبول تداول قيمها في السوق المالية وتتقيد بالأحكام التشريعية والتنظيمية السارية عليها في مجال القيم المنقولة، وعقد الجمعيات العامة وتشكيل أجهزة الإدارة والرقابة وعمليات نشر قانونية.
- **الوظيفة التأديبية والتحكيمية:** فهي المؤهلة COSOB لمعاقبة كل مخالفة متعلقة بالحقوق المهنية للوسطاء والمتعلقة كذلك بكل اللوائح والقواعد التشريعية والتنظيمية، أما فيما يخص التحكيم فهذه الغرفة مؤهلة للفصل في مختلف النزاعات التقنية الناجمة عن سوء فهم القوانين والقواعد المتعلقة بعمل البورصة وتحدد قواعد حساباتها في اللائحة التي تصدرها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB.
- **شروط الإدراج في بورصة الجزائر** [Gide de COSOB ,1997, p 69] يمكن التمييز بين:
 - **شروط خاصة بالقيم محل طلب الإدراج :**
 - لا بد أن تكون هذه القيم المنقولة صادرة من طرف شركة ذات أسهم؛
 - لا بد من تحديد قيمة كل سهم؛
 - القيم التي تزيد في رأس المال لا يمكن قبولها في سوق السندات إلى إذا كانت الأوراق المالية التي تسند إليها مقبولة في التسعيرة،
 - الأسهم المعروضة الأفراد يجب أن توزع على 100 حامل على الأقل وآخر أجل يوم دخولها بالتفاوض في البورصة؛
 - **شروط خاصة بالمؤسسة محل طلب الإدراج:**
 - الحد الأدنى لرأس المال 100 مليون دينار؛
 - إصدار 20% من رأس مالها في شكل قيمة منقولة على الأقل؛
 - نشر الوضعية المالية لسنتي الأخيرتين قبل طلب الدخول إلى البورصة؛
 - تقديم جملة من المعلومات تحددتها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة؛
 - أن تكون هذه المؤسسة قد حققت أرباح خلال الدورة السابقة لتاريخ إيداع طلب الدخول؛
 - إعلان شركة تسيير البورصة القيم في حالة قيامها بتحويلات أو التخلي عن بعض الأصول قبل دخولها إلى البورصة؛

الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة والعربية

- تقديم تقرير عن تقييم أصولها من طرف خبير محاسبي؛
- أن تقدم دليلا عن وجود هيئة الرقابة الداخلية بالهيكل التنظيمي لها.

4. تطورات وأداء أسواق الأوراق المالية العربية:

تماشيا مع التطورات التي يعرفها النظام المالي العالمي خاصة في مجال أسواق الأوراق المالية، تسعى الأسواق العربية إلى مواكبة هذه التطور من جميع الجوانب، فعملت منذ نشأتها على تكييف أطرها القانونية والتشريعية مع مستجدات الساعة المالية الدولية خاصة بعد إدراكها للدور التي تلعبه هذه الأسواق في حشد المدخرات وتوجيهها في مجالات استثمار متعددة وكذا توفير طريقة جديدة للتمويل، لذا عملت الدول العربية على خلق سوق جذاب للفوائض المالية وذلك من خلال:

4-1 **تعزيز الدور الرقابي للسوق:** ويلاحظ في هذا الجانب التوجه المتزايد لدى العديد من الدول العربية نحو الدور التشريعي والرقابي الذي تقوم به هيئة مستقلة تابعة للقطاع العام عن الدور التنفيذي الذي غالبا ما يقوم به القطاع الخاص في هذا الجانب وتنفيذ أحكام قانون إعادة هيكلة السوق، وهو القانون الذي يفصل بين الجهاز الرقابي المعني بإصدار الأحكام والقواعد التي تنظم إصدار وتداول الأوراق المالية وإدارة البورصة التي يجري من خلالها تداول هذه الأوراق، والجهاز الذي يتولى تسجيل وتحويل عقود بيع وشراء الأوراق المالية المتداولة وحفظ سجلات ووثائق الملكية، وتجدر الإشارة في هذا الصدد إلى أن عدد أسواق الأوراق المالية العربية تقوم بالفصل الدور الرقابي والدور التنفيذي وهي: الأردن، مصر، تونس، المغرب، عمان والإمارات العربية المتحدة، في حين تبقى أسواق أخرى تقوم بهاذين الدورين معا ومنها الجزائر.

4-2 **تعزيز الشفافية والإصلاح:** وبهدف تعزيز الدور الرقابي للسوق من جانب وتوفير تكافؤ الفرص للمتعاملين في السوق من جانب آخر، أولت أسواق الأوراق المالية العربية اهتماما كبيرا لزيادة درجة الإصلاح وتعديل متطلباته بما يتلاءم مع المعايير الدولية فمن جانب السوق شملت التطورات التعليمات والمعلومات والبيانات التي يتوجب على هذه الأسواق الإفصاح عنها مثل المعلومات المتعلقة بأسماء الجهات المصدرة للأوراق المالية وأسماء الأعضاء السوق ومعتمدي المهن بالإضافة إلى البيانات الدورية المتضمنة حركة التداول والمؤشرات المالية الرئيسية وفي هذا الجانب تقوم معظم أسواق الأوراق المالية العربية بإصدار نشرات يومية وأسبوعية وشهرية وسنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق وقرارات مجلس الإدارة ومعلومات عن أحجام التداول ومؤشرات الأسعار كما أبرمت معظم هذه الأسواق اتفاقيات مع شركات عالمية لنقل المعلومات الخاصة بالتداول ومن أهمها شركة (Bloomiberg) وشركة (Routers) أما توجه هذه الأسواق

الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة والعربية

لنشر بياناتها من خلال شبكة الأنترنت وذلك لتعريف بالفرص الاستثمارية المتاحة فيها. وقد تضمنت مواقع البورصات العربية على هذه الشبكة معلومات عن التداول يتم تحديثها بشكل يومي بالإضافة إلى معلومات تاريخية تحتوي على سلاسل زمنية لكافة البيانات المتعلقة بنشاط البورصات، كذلك أهم التشريعات والقوانين المتعلقة بهذه الأسواق، ومن جانب آخر أولت أسواق الأوراق المالية العربية اهتماما كبيرا لترسيخ مبادئ الإفصاح والشفافية لدى الشركات المساهمة المدرجة فيها بالإضافة إلى تقارير السنوية التي يتوجب على الشركات تقديمها لهيئات الأوراق المالية في العديد من الدول العربية أصبحت التعليمات الجديدة في بعض الدول العربية تلزم شركات المساهمة بتقديم تقارير نصف وربع سنوية، كما تم في عمان إلزام البنوك التجارية بتقديم تقارير شهرية حول أوضاعها المالية.

3-4 تطوير دور المستثمر المؤسسي وزيادة الأدوات الاستثمارية: توجهت معظم أسواق الأوراق المالية نحو تطور هذا الدور من أجل دعم استقرار الأسواق وحمايتها من التقلبات الحادة، ويهدف المستثمر المؤسسي في الغالب إلى الاستثمار المتوسط والطويل الأجل ويقوم بالاستثمار بناء على دراسات علمية، في حين أن المستثمر الفرد يهدف إلى تحقيق أرباح رأسمالية سريعة، وأن درجة الوعي لديه لا تزال متدنية، وهذا من شأنه أن يؤثر سلبا على حركة التعامل في البورصة العربية، وفي هذا الجانب عملت السلطات في تونس على تشجيع الادخار طويل الأجل بإحداث حسابات ادخار في الأسهم المدرجة في البورصة تتمتع بتخفيض الضرائب على الأرباح في حالة تجميد الأموال المودعة لمدة 5 سنوات على الأقل. من جانب آخر تسعى البورصات العربية إلى تشجيع زيادة الأدوات والبدائل الاستثمارية المتاحة للمستثمرين كسندات القابلة للتحويل إلى أسهم وصناديق الاستثمار، وتجدر الإشارة إلى أنه يتم تداول وحدات هذه الصناديق في العديد من أسواق الأوراق المالية العربية بالإضافة إلى ذلك تأسيس صناديق استثمارية جديد.

4-4 تشجيع الاستثمار الأجنبي: تجدر الإشارة في هذا الصدد أنه بالإضافة إلى غياب القيود على الاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية في كل من مصر، المغرب، الأردن لبنان وتعديل نسب التملك في تونس وعمان فقد تم في البحرين خلال 1999 إدخال تعديلات على أحكام قانون الشركات المتعلقة بالاستثمار الأجنبي في البورصة وذلك بالرفع نسبة تملك الأسهم في شركات البحرين من قبل مواطنين دول مجلس التعاون الخليجي إلى 100% مقارنة مع 49 % في السابق ورفع نسبة التملك للأجانب إلى 49 % في جميع الشركات المدرجة مقابل 24 % سابقا وعلى عدد محدود من الشركات.

الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة والعربية

4-5 تعديل الأنظمة الضريبية: بالنسبة لتعديلات الأنظمة الضريبية ثم في هذا الصدد إلغاء الضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية في جميع الدول العربية التي تملك أسواق مالية منظمة باستثناء المغرب بنسبة 10%. أما في تونس تم تخفيض نسبة الضرائب على الأرباح من 35% إلى 20% لكافة الشركات التي تقوم بفتح 30% على الأقل من رأسمالها.

4-6 تحديث أنظمة التداول والمقاصة والسوية: اتجهت معظم الدول العربية نحو استخدام التقنيات الحديثة وتحديث أنظمة التداول لديها من أجل رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين كما تم أيضا ادخال خدمة التداول عن بعد في بعض الأسواق المالية العربية وذلك من أجل تمكين شركات الوساطة من اتمام الصفقات من مكاتبها دون الحاجة إلى وجود مندوبين عنها في السوق. أما بالنسبة لأنظمة التسوية والحفظ المركزي فقد أنشأت العديد من الدول العربية مراكز ايداع وحفظ مركزي تتميز بالكفاءة وتعمل في البعض الآخر منها بصورة مستقلة عن البورصة، وتقوم بمزاولة تسجيل ونقل الملكية بين الوسطاء الماليين.

5. أداء أسواق الأوراق المالية العربية [التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2014، ص 13-17]

شهدت السنوات الأخيرة اهتماما متزايد في موضوع إنشاء وتطوير الأسواق المالية العربية خاصة في ظل تعاظم اهتمام الدول العربية في هذا النهج خاصة أن معظمها قد أولى موضوع الدخول في عصر العمولة في مختلف مجالاتها وخصخصة مؤسسات القطاع العام اهتماما كبيرا، كما أن نجاح هذا التوجه يتطلب وجود أسواق مالية متطورة وذات كفاءة قادرة على استيعاب احتياجات هذه المرحلة.

ويلاحظ من خلال مراجعة آخر تطورات أسواق الأوراق المالية العربية إلى أنها قد شهدت مؤخرا إنشاء المزيد من أسواق الأوراق المالية المنظمة حيث أصبحت أربعة عشرة سوقا. كما أن أغلب الأسواق المالية العربية قد قامت بإجراء إصلاحات هيكلية على أسواقها ومازالت مستمرة لبلوغ أهدافها، وأهم هذه الإصلاحات هو الفصل بين الهيئة الرقابية عن الهيئة التنفيذية للسوق.

الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة والعربية

خلاصة الفصل:

كان التطور الكبير الذي شهدته كبريات الدول الصناعية في كل القطاعات منها القطاع المالي سبباً في ظهور أكبر المراكز المالية، وهذا راجع إلى النمط الاقتصادي لهذه الدول ومشاركتها الفعالة والواسعة في التجارة الدولية، لذا تناول هذا الفصل من خلال المبحث الأول إلى أسواق الأوراق المالية الأكثر تقدماً حيث تعد أسواق الأوراق المالية الأمريكية أكفأ الأسواق، إذ تعتبر بورصة نيويورك المركز المالي الرئيسي الأول في العالم وهذا راجع للإمكانيات الاقتصادية الهائلة للولايات المتحدة الأمريكية والأحجام الكبيرة لتراكم رأس المال، بالإضافة إلى دور الدولار في النظام النقدي الدولي وعلى جانب بورصة نيويورك توجد البورصة الأمريكية إذ تعتبر شروطها ميسرة مقارنة ببورصة نيويورك ففتيح بذلك الفرصة للمشاريع الصغيرة. وما يميز أسواق الأوراق المالية الأمريكية بشكل عام هو حرصها الشديد على مواكبة التطور الحاصل وحركة التجديد المستمرة .

أما في أوروبا فإننا نجد لندن كأهم مركز مالي بها إذ اكتسبت هذه الأهمية منذ بداية القرن 19 حيث خلفت أمستردام ويصل عدد الأوراق المالية المسجلة بها إلى ما يزيد عن 6000 سهم. لقد كان وراء هذا النجاح الكبير خبرتها الطويلة في المعاملات، كما تلعب دوراً فعالاً لتنشيط الاستثمار للوسطاء الماليين بالإضافة إلى انخفاض الضرائب على الأرباح بها، كما يوجد في أوروبا إلى جانب بورصة لندن كل من بورصتي ألمانيا وفرنسا اللتان تعدان أيضاً من أهم البورصات المتقدمة.

كما أدى التطور الاقتصادي الذي عرفته اليابان خلال الفترة 1868 - 1913 إلى قيام البورصات بدور أساسي لتوفير التمويل اللازم، كما عملت اليابان على تطويرها معتمداً على النموذج الأمريكي، إذ أصبحت تحتل اليوم المركز الثاني بعد مركز نيويورك، وأهم ما يميز بورصة طوكيو هو تدني المخاطر بها وتنوع الأوراق المتداولة فيها كما أنها تشجع تسجيل الأوراق المالية الأجنبية بالإضافة إلى تطور الاتصالات وانتشار الوعي الاستثماري.

بالإضافة إلى أكبر المراكز المالية الدولية هذه يظهر في السنوات الأخيرة الماضية أسواق الأوراق المالية الناشئة وهي أسواق ظهرت في الاقتصاديات النامية، وأصبحت مقصد المستثمرين نظراً للعوائد الكبيرة وإمكانية التنويع، إلا أنها ونظراً للتطور السريع الذي عرفته ورغبة منها في الاندماج مع أكبر المراكز المالية الدولية في إطار التحرر المالي جعلها تعرف أعنف الأزمات البورصة لهذا تطرقنا في المبحث الثاني لهذه الأسواق لخصائص هذه الأسواق والعوامل التي كانت سبباً في ظهورها وتطورها. وباعتبار الأسواق الناشئة تتواجد في الدول النامية التي اعتبرت هذه الأسواق أسلوباً من أساليب التمويل ودعامة للاقتصادات الدولية.

الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة والعربية

نظرا للدور الكبير الذي تلعبه أسواق الأوراق المالية كأسلوب حديث للتمويل أدركت الدول العربية أهمية إنشاء وتطوير مثل هذه الأسواق، إذ استحوذت قضية تطوير أسواق الأوراق المالية اهتماما واسعا من قبل حكومات الدول العربية، إذ تختلف فترات تأسيس أسواق الأوراق المالية العربية فمنها من نشأ في فترة الاستعمار ومنها من نشأ بعد الاستقلال، كما تتفاوت من حيث درجة تطورها حيث تتميز بعض البورصات الأكثر نشاطا مما أهلها إلى أن تكون بين البورصات الناشئة، وبورصات أخرى ذات أداء متوسط وثالثة مازالت في بدايتها، ويرجع هذا التفاوت إلى خصائص كل سوق، نظرا للتباينات الموجودة في اقتصاديات العربية، إذ ينقسم الوطن العربي إلى دول ذات فائض مالي ودول أخرى ذات عجز، فصاحبة الفائض لا تجد استخدامات كفأة لها في المنطقة العربية ولذلك تخرج هذه الفوائض إلى الأسواق المالية العالمية، ودول العجز لم تنجح في اجتذاب نسبة كافية من الموارد العربية، كما لم تنجح في اجتذاب الأموال من الأسواق العالمية.

الفصل الثالث

تحديد متغيرات ومنهجية الدراسة

تمهيد:

يخصص الفصل الثالث لتوضيح خطوات الدراسة القياسية، حيث أن تحديد المتغير التابع وتبيان أسبابه وطرق قياسه والمتغيرات التفسيرية المؤثرة عليه يجعل من النموذج القياسي أكثر دقة وأكثر قدرة على التعبير عن الواقع الاقتصادي المدروس. لذلك اهتم هذا الفصل من خلال المبحث الأول بتوضيح ماهية التذبذب وأسبابه وتحديد طريقة قياسه من جهة؛ من جهة أخرى تم اختيار المتغيرات التفسيرية المعبرة عن الانفتاح المالي والاقتصادي. وكانت هذه المرحلة الأولى في بناء النموذج القياسي. أما منهجية الدراسة القياسية التي خصص لها المبحث الثاني فهي مرتبطة أساساً بالاقتصاد القياسي وهو أحد أهم فروع الاقتصاد، حيث يعنى بتكميم الظواهر ودراسة العلاقات بين المتغيرات ومن خلال نماذج احصائية ورياضية تتحرى الدقة العالية. ومن أهم الأساليب المعتمدة لتحليل الانحدار منهجية أنجل-غرانجر للتكامل المشترك ذات المرحلتين، التي ساعدت على تجنب مشاكل الانحدار الزائف عن طريق دراسة استقرار السلاسل الزمنية. ولمعالجة هذه النقاط قسم الفصل الثالث إلى:

المبحث الأول: تحديد متغيرات الدراسة؛

المبحث الثاني: منهجية الدراسة القياسية؛

المبحث الثالث: التكامل المتزامن حسب منهجية أنجل-غرانجر.

المبحث الأول: تحديد متغيرات الدراسة

يهدف هذا العمل لتحديد العلاقات السببية بين مستويات التذبذب والمتغيرات المعبرة عن الانفتاح. لذلك خصص هذا المبحث لعرض المتغيرات التابعة والمتغير المستقل المستعملة لبناء النموذج القياسي.

المطلب الأول: التذبذب في أسواق الأوراق المالية المفهوم والأسباب

يوجد سببان وراء تغير أسعار الأوراق المالية يتمثل السبب الأول في وصول معلومات جديدة للمستثمر تدفعه لتغيير تقييمه للقيمة الفعلية للأسهم. والسبب الثاني، في ظل غياب وصول معلومات جديدة، يمكن أن تتغير حاجة المستثمر للسيولة بشكل غير متوقع. وهذا ما يحدث طلبات وعروض مؤقتة تجعل السعر يتأرجح حول قيمته الفعلية. ومن بين المقاييس الأكثر إستعمالاً للدلالة على هذا التغير نجد الانحراف المعياري للعائد والذي هو عبارة عن تشتت العائد حول متوسطه (Schwert 1990). كما يعتبر التذبذب من أهم مسببات الأزمات المالية والاختلالات في أسواق الأوراق المالية ومن خلال هذا المطلب يمكن توضيح مفهوم التذبذب وأهم أسبابه.

1- **تعريف التذبذب:** يعرف التذبذب في بأنه عبارة عن تواتر وسعة حركات أسعار الأوراق المتداولة في سوق معين خلال فترة زمنية محددة. وعرف (Madhavan, 1992) التذبذب بأنه عبارة عن تباين السعر أو انحراف السعر عن متوسطه خلال فترة معينة، ويتفق الممارسون والدارسون على أن التذبذب يمكن قياسه والتعبير عنه بأحد مقاييس التشتت. وعلى الرغم من كون تغير السعر وتقلبه هو أحد أهم أسباب الاستثمار في الأسواق إلا أن التذبذب الكبير يعرض المستثمرين لخسائر كبيرة. ويفضل التذبذب المنخفض في الأسواق حيث يمكن للمستثمر أن يتخلص من أصوله المالية دون التعرض للمخاطرة العالية التي تنتج عن التغير الكبير في مستويات الأسعار. وأشار (Bekaert, Campbell) في الدراسة التي نشرت عام 1994 إلى أن التذبذب في الأسواق الأكثر فعالية والسائلة يكون منخفضاً بسبب طبيعة هذه الأسواق. من هذا أثار موضوع التذبذب إهتمام الباحثين خاصةً بعد موجة التحرير والانفتاح وركزت معظم هذه الدراسات على تحديد أسباب التذبذب وتبيان آثاره على أداء وكفاءة الأسواق.

2- أسباب التذبذب في أسواق الأوراق المالية:

إن سلوك الأسعار في أسواق رأس المال يحظى تذبذب بالدراسة والاهتمام من طرف كل من الأكاديميين الممارسين وصناع القرار. وتكمن أهمية فهم التذبذب في أسواق الأوراق المالية في

كونها تسمح بتحديد تكلفة رأس المال وتقييم الاستثمار واتخاذ القرارات. ففي الأسواق المالية عامة تكون مكافأة المخاطرة مرتبطة بشكل مباشر بالتذبذب. فالتذبذب المرتفع (العالي) يعني تكلفة عالية لرأس المال كذلك التذبذب المرتفع قد يؤدي إلى ارتفاع قيمة حق الانتظار وبالتالي إلى تأجيل الاستثمار. يمكن تصنيف هذه العوامل التي تؤثر على مستويات التذبذب إلى ثلاث مجموعات: مجموعة العوامل الداخلية متعلقة بالاقتصاد الكلي والجزئي، مجموعة عوامل السوق متعلقة ببنية السوق ونشاطه، ومجموعة عوامل خارجية متعلقة بما يحدث في العالم وهذه المجموعة الأخيرة تتأثر بها الأسواق المندمجة المرتبطة بأسواق أخرى على المستوى العالمي.

1-2 مجموعة العوامل الداخلية: من أهم أسباب التذبذب الحركة الكبيرة في المتغيرات الكلية المحلية الاقتصادية (التضخم، سعر الصرف...)، عدم الاستقرار في السياسات الاقتصادية والتقلبات السياسية. [Blanco, 1997, p18] وتتوصل الدراسة التي أجراها (Schwert 1990) أن تذبذب الأسواق المالية يرتفع دوما أثناء الركود الاقتصادي خلال فترة الصدمة النفطية (1973-1974) انخفضت الأسعار في أسواق الأوراق المالية وارتفع التذبذب. وهذه العلاقة تعكس إلى حد ما أثر الرافعة العملية (Operating Leverage) فالركود ناتج عن وجود قدرات إنتاجية غير مستغلة. ففي حالة انخفاض الطلب فإن التكاليف الثابتة للاقتصاد تساهم في رفع تذبذب الأسواق. ويرى الباحث أن هذا النوع من التأثير يكون بطيء ويزيد بمرور الزمن ويصنف هذا النوع من التأثير ضمن التذبذب الطويل الأمد. وللمحد من الآثار السلبية الناجمة عن المتغيرات الكلية تقترح بعض الدراسات تجنب عدم الاستقرار في سياسات اقتصادية.

2-2 مجموعة العوامل المتعلقة ببنية السوق: وهي المجموعة الثانية من العوامل التي تؤثر في تذبذب أسعار الأسواق تتمثل في نشاط السوق وبنيته ويمكن تلخيص هذه العوامل في العناصر التالية:

- يرى بعض الملاحظين أن حجم التداول يكون السبب المباشر للتذبذب عندما تكون طلبات كل المستثمرين بنفس الاتجاه، أي كلها تتجه للبيع أو كلها تتجه للشراء مما يجعل التغيير في السعر سريعا. ومن الواضح أن ارتفاع حجم التداول يتزامن مع ارتفاع التذبذب إلا أنه من الصعب تحديد أسباب هذا الارتباط، حيث من الصعب معرفة ما إذا كان حجم التداول الكبير يسبب ارتفاعا في التذبذب أم أن كل من ارتفاع التذبذب وزيادة حجم التداول ينتجان عن وصول معلومات جديدة للسوق. وهذا ما توصلت إليه دراسة (French and Rol 1986) التي تؤكد على أن وصول كم هائل من المعلومات العامة للسوق أثناء ساعات التداول تؤدي لزيادة معدلات التذبذب وأكدت هذه الدراسة على أن الجزء الكبير من التذبذب يمكن إرجاعه لوصول المعلومات العامة والخاصة للسوق خلال ساعات التداول. وهي نفس النتيجة التي

الفصل الثالث: تحديد متغيرات ومنهجية الدراسة

توصل إليها (Richards,1996) حيث أن نشر الإحصائيات الاقتصادية بشكل منتظم وفي الوقت المناسب وسيلة للتقليل من التذبذب وأثاره، فأثر الأنباء الاقتصادية التي تأتي تدريجياً في مراحل متعددة على الاستقرار أقل حدة من الأنباء التي تعطي متأخرة ودفعة واحدة.

• إلى جانب لجوء سلطات السوق للضرائب كوسيلة لخفض التذبذب في تلجأ أيضاً لتوقيف التداول أو ما يعرف بـ (circuit-breaker) لكن هذه السياسة لا تكون دائماً ناجحة لأن المستثمرين الذين يهتمون بعامل السيولة يتسارعون لبيع أسهمهم عندما تبدأ الأسعار بالانخفاض، خاصة عندما يعلمون أن التداول قد يتوقف عندما تصل الأسعار إلى حد معين، ويتصرفهم هذا يسرعون في انخفاض الأسعار وقد يؤدي هذا إلى رد فعل مبالغ فيه. ويعرف برنامج التداول على أنه مجموعة من أوامر البيع والشراء يتم تنفيذها في نفس الوقت من طرف الكمبيوتر خلال فترة التداول. من جهة أخرى فإن ارتفاع التذبذب الذي يتزامن مع أحجام كبيرة لبرامج التداول لا يستمر طويلاً وبالتالي لا يتأثر كثيراً به عموم المستثمرين الذين لا يتداولون بشكل دائم، وإنما قد يمس هذا التذبذب المحترفين المسيرين للأموال كالتداولين في قاعة التداول والمختصين الذين يتداولون بشكل مستمر ويتأثرون بتغيرات الأسعار التي تحدث بين ساعة وأخرى بل بين دقيقة وأخرى.

• يلجأ بعض المستثمرين للاقتراض من أجل تمويل شراء الأسهم العادية والهدف من وراء هذا هو الاستفادة من الفرق بين تكلفة الدين وعائد الأوراق. وقد اختلفت الآراء فيما يخص علاقة هذا الإجراء بالتذبذب لأن لهذا الأسلوب من التعامل علاقة مع انهيار 1929 قام الاحتياطي الأمريكي سنة 1934 بتحديد حد أدنى لهذا التعامل؛ وعلى الرغم من ذلك يرى آخرون أن العلاقة بين التذبذب والقوانين المنظمة لهذا التعامل ضعيفة جداً.

• يعتبر التطور التكنولوجي واستعمال الكمبيوتر أحد أسباب التذبذب التي يركز عليها الكثير من الباحثين. وتوصلت الدراسة التي أجراها كل من (Mullins 2000) أن التكنولوجيا الحديثة تسمح بالنشر السريع للمعلومات مما يسرع من ردة فعل السوق للأنباء الواصلة. كذلك هذا التطور يحسن من عملية التداول مما يعطي للمستثمر مجالاً لانتهاز الفرص الجيدة.

• أدت سرعة انتشار المعلومات إلى تسارع في معدل تغير الأسعار، إن استعمال الكمبيوتر يرفع من سيولة السوق، وهذه الأخيرة تسمح بالتغير السريع في الأسعار، فمن هذه الوجهة يكون التذبذب أحد أعراض السيولة المرتفعة. ومع ذلك لا يمكن الجزم بأن وجود سرعة وصول المعلومات والاتصالات تؤديان إلى تذبذب أكبر. فلم يلاحظ أن التذبذب اليومي أو الشهري في فترة الثمانينات مرتفع بشكل ملحوظ مقارنة مع تذبذب الثلاثينات. فمعرفة أثر

الفصل الثالث: تحديد متغيرات ومنهجية الدراسة

سرعة الكمبيوتر والاتصالات على سلوك أسعار أسواق الأوراق المالية يجب فهم سلوك الأسعار قبل حدوث هذا التطور. كما وصلت بعض الدراسات أن دور التداول المنقطع في خفض التذبذب في الأسواق الكبيرة أكبر من دور التداول المستر وهذا يتناقض مع المعتقد السائد بأن طريقة التداول المنقطع تكون مناسبة في الأسواق الصغيرة.

2-3 مجموعة العوامل المتعلقة باندماج الأسعار: في البداية يجب التفريق بين مفهوم تحرير السوق واندماجها، فالتحرير هو إزالة كل القيود على الاستثمار الأجنبي في السوق المحلية، ولكن الاندماج هو تحرك الأسعار والعوائد في نفس الاتجاه. ويمكن القول بأن الأسواق المرتبطة يمكن معاملتها ككل واحد، حيث تنتقل الأموال عبر الحدود حتى يتساوى فيها سعر المخاطرة بين الأسواق. والوصول لهذه المرحلة يتطلب تحرير الأسواق وإزالة الحواجز والقيود فتوفر أدوات استثمارية عديدة يتيح للمستثمر نقل أمواله من استثمار لآخر عندما تتغير الظروف، وهذا الانتقال قد يكون داخل السوق المحلية أو قد يكون بين أسواق مختلفة وإذا كانت السوق مفتوحة هذا يجعلها تتأثر بما يحدث في الأسواق الخارجية من أزمات مالية وحروب، كما تتأثر الأسواق بما يعرف بحركة القطيع التي ينتهجها مسيري صناديق الاستثمار فتكون بشكل موجات تنتقل بين الأسواق.

المطلب الثاني: أسباب التذبذب في الأسواق الناشئة

لقد أثبتت مختلف الدراسات أن خصائص أسواق الأوراق المالية الناشئة تختلف عن خصائص الأسواق المتطورة. في دراسة (Beakert and Harvey 1997) نجد أن الاختلاف بين الأسواق الناشئة والمتطورة يظهر من خلال أربعة مميزات للعوائد. ففي الأسواق الناشئة يكون هناك ارتفاع في كل من متوسط العائد، إمكانية التنبؤ بالعائد وتذبذب العائد بينما يكون الارتباط مع عوائد الأسواق المتطورة منخفضاً. من بين النقاط التي حظيت بالاهتمام في هذا المجال نجد مقارنة تذبذب العائد في الأسواق الناشئة بتذبذبه في الأسواق المتطورة ومدى تأثير انفتاح الأسواق على التذبذب خاصة وأنه من بين أسباب تردد الأسواق المنغلقة في الانفتاح هو خوفها من التعرض للتذبذب المرتفع. على الرغم من أن التذبذب هو الهدف من وراء اتخاذ القرار الاستثماري فلو كان العائد أو السعر لا يتغير لن يكون هناك داع للاستثمار.

فيما يلي أهم الدراسات التي تخص حركة التذبذب في الأسواق الناشئة مع التركيز على أهم ما جاء فيما يخص أسباب التذبذب وتأثير انفتاح الأسواق على هذا التذبذب.

لقد توصلت مجموعة من الدراسات منها الدراسة التي قام بها ريتشارد (Richards 1996) والدراسة التي قام بها (Bekaert and Campbell 1995) إلى أن تذبذب عوائد الأسواق الناشئة أكبر من تذبذب عوائد أسواق المال في الدول المتطورة. حيث وصلت كلتا الدراستين إلى أن

الانحراف المعياري في أسواق الدول الناشئة يتراوح بين 18% (الأردن) و53% (تايوان) بينما في الدول المتقدمة يتراوح بين 15% (الولايات المتحدة) و 42% (هونغ كونغ). والشائع هو أن تذبذب العائد في الأسواق الناشئة يكون أعلى ونتائج الدراسات المذكورة سابقا تتوافق مع هذه الفرضية. بل الدراسة التطبيقية التي قام بها الباحثين قادتتهما إلى أن تذبذب العائد في معظم أسواق المال الناشئة متقلب والاتجاه العام لا يميل إلى الاستقرار على المدى الطويل. ومن بين العوامل التي تسبب ذلك يذكر الباحثين أن انتقال رؤوس الأموال دفعة واحدة بين هذه الأسواق بسبب قرارات مسيري المحافظ الاستثمارية. وعرفت الفترة التي تلت أزمة دول جنوب شرق آسيا اهتمام كبير من طرف الباحثين بتحديد أسباب تفاوت معدلات التذبذب بين الأسواق وفي نفس السوق عبر الزمن، ويمكن تلخيص ما توصلت إليه هذه الدراسات من خلال العناصر التالية:

- توصلت الدراسة التي قام بها (Kim and Singal 1993) الخاصة بتذبذب العائد في الأسواق الناشئة كان ناتج عن تحرير الأسواق الذي أدى إلى ارتفاع الأسعار، مما يشير إلى زيادة الطلب على الأسهم المحلية وارتفاع لجوء المؤسسات المحلية لرأس المال الأجنبي. كما توصلت الدراسة التي قام بها كل من (Beakert and Campbell 1995) إلى أن دور العوامل العالمية والمتغيرات الخارجية في تذبذب الأسعار في الأسواق الناشئة قد تكون مرتبطة إيجابا بمؤشرات انفتاح الأسواق، ويميل التذبذب للانخفاض تبعاً لتحرر السوق؛
- وقد توصلت دراسة أخرى لـ (Bekaert 1995) إلى أن التذبذب غير مرتبط بأي من مقاييس اندماج السوق. وبالتالي خلص إلى أن تخوف الأسواق الناشئة من أن يؤدي الإنفتاح (التحرير) إلى تذبذب السوق لا مبرر له؛
- دراسة كل من (Levine and Zervos 1998) توصلت إلى أن التذبذب يزداد في الفترة التي تلي عمليات تحرير السوق لكن هذه الزيادة لا تدوم طويلاً. ومن نتائج هذه الدراسة أن الدول الأكثر اندماجاً (انخراطاً) في الاقتصاد العالمي تتميز بتذبذب أقل في العائد، كما تتميز الأسواق الكبيرة والمتطورة بتذبذب منخفض. كما تشير هذه الدراسة أن الارتفاع في التذبذب لا يعني حتماً نمواً أكثر أو نمواً أقل لسوق رأس المال. فقد يكون التذبذب المرتفع مؤشراً للنمو عندما يكون ناتجاً عن الكشف عن المعلومات يحدث تذبذباً في الأسواق التي تتميز بالأداء السليم؛
- من بين المعتقدات السائدة حول أسهم أسواق رأس المال الناشئة أن مؤشرات الأسعار أو العوائد غالباً ما تكون مستقلة عن المتغيرات الاقتصادية والمالية، لتعود بعدها إلى قيمها الواقعية كما حدث خلال الأزمة المكسيكية 1993-1995. ويعود هذا الانحراف في معظمه

الفصل الثالث: تحديد متغيرات ومنهجية الدراسة

إلى التأثير المتنامي للحركة العالمية لرأس المال الأجنبي. وقد اتفقت العديد من الآراء على أن سلوك الاستثمار الأجنبي يكون شبيهاً بسلوك القطيع. ففي حالة ازدهار السوق المالية يتسارع مسيرو صناديق الاستثمار للتعامل بالأوراق المالية المتداولة في الأسواق الناشئة، إلا أنه سريعاً ما يتبع الازدهار انهيار في السوق المالية وهذا ما يؤدي إلى الانتقال السريع للمحافظ المالية بين الأسواق (بين الأسواق الناشئة والمتطورة وبين الأسواق الناشئة فيما بينها) وذلك يكون سبباً في زيادة معدلات التذبذب؛

- كما أن انخفاض في النوعية للأوراق المالية المتداولة في الأسواق الناشئة يسبب حركة سريعة لرأس المال أو ما يعرف بغليان رأس المال بمجرد تغير معدلات الفائدة المحلية أو العالمية الناتج عن تحرير السوق. كما أن الأسواق الناشئة تفتقر إلى المستثمرين المحليين الذين يستثمرون على المدى الطويل وتكون حركة السوق مرتبطة أساساً بسلوك المستثمرين الأجانب، وهكذا فحركة رؤوس أموال هؤلاء المستثمرين تؤدي إلى تذبذب عالي في الأسعار؛
- وخلص ريتشارد (Richards 1996) إلى أن الأصل في الأسواق الناشئة أنها متذبذبة إلا أن هذا التذبذب انخفض في الفترات التي انخفضت فيها المساهمة الأجنبية. مثل الفترات قبل تحرير السوق حيث لم يكن رأس المال المحلي قادراً على التحرك للخارج؛
- يعتبر انفتاح السوق عملة ذات وجهين، فإن كانت الأسواق المنغلقة ترى الانفتاح مصدراً للتذبذب وعدم الاستقرار بسبب الانتقال الحر والسريع للأموال بين مختلف الأسواق، فإن للأسواق المنفتحة ولمؤيدي الانفتاح رأي ثان، حيث يؤكدون على أن انفتاح السوق على مستوى الاقتصاد الكلي يؤدي إلى انتشار المخاطرة بشكل واسع بين المستثمرين المحليين والأجانب، وبالتالي تغير بسيط في أسعار الأصول يكون كافياً لمساواة عرض الأصول المعرضة للمخاطرة بطلبها وبالتالي انخفاض التذبذب. كما ينخفض معدل العائد المطلوب على المشاريع المحلية (أي تكلفة رأس المال) كرد فعل لتحرير السوق (وهي الأفكار التي يؤكدها ماك كينون وشو كما سبق الإشارة إليه في الفصل الأول)؛
- على مستوى الاقتصاد الجزئي التقليل من المراقبة على تدفقات رأس المال باتجاه الأسواق المالية الوطنية يأتي بفوائد عديدة من بينها فعالية أكثر للسوق، كما تضطر السوق لتحسين مستوى أدائها بإتباعها للمعايير الدولية المعمول بها فيما يخص توفير كل المعلومات المالية والإطار القانوني الملائم وهذا ما يساهم في زيادة الاستثمار، كما أن نمو السوق المالية يؤدي إلى نمو الاستثمار في المدى الطويل، ويزيد من سيولة السوق ويشجع من المستثمرين على المشاركة في تمويل المشاريع الطويلة الأمد؛

الفصل الثالث: تحديد متغيرات ومنهجية الدراسة

- عندما تكون السوق غير مفتوحة للأجانب فإن الأثر الكبير للتغير في التوقعات يقع على أسعار الأسهم بالعملة المحلية وبالتالي لا يكمن حل مشكلة التذبذب وعدم الاستقرار بإغلاق السوق في وجه الأجانب. فعدم انفتاح السوق لا يمنع المستثمرين المحليين من نقل استثماراتهم للخارج بطرق أخرى مما يسبب عدم الاستقرار في السوق. وإن كان يعتبر الاستثمار المحلي غير ساخن إلا أنه لوحظ في بعض دول أمريكا اللاتينية بأن غالباً ما يكون المستثمرون المحليون هم أول من يحمل استثماراته للخارج في حالة عدم الاستقرار أو اضطراب الأوضاع المحلية. لذلك يجب تحرير السوق تدريجياً مع التركيز على الإصلاحات الهيكلية التي تسمح لحركة التدفقات في رأس المال أن تكون بالسرعة التي يمكن للاقتصاد أن يستوعبها؛
- تشير دراسة (Classens , Dooley and Warner 1995) إلى أن التدفقات الساخنة (قصيرة المدى) لا تؤدي بالضرورة إلى تذبذب أكبر من الذي تؤدي إليه التدفقات الباردة (التدفقات على المدى الطويل) المستقرة لرأس المال. إن ارتباط تذبذب الأسواق المالية بتغيرات البنية الهيكلية قد يكون أكبر من ارتباطه بنوعية التدفقات المالية. والتغيرات الكبيرة والمفاجئة في نوع معين من التدفقات تكون ناتجة عن انحرافات في الاقتصاد المحلي. فالتذبذب في مجمل التدفقات قد يكون متعلقاً بالصدمات الخارجية التي يتلقاها الاقتصاد وبالسياسات الكلية المتبعة من قبل الحكومات.

المطلب الثالث: مؤشرات العولمة المالية

أصبحت العولمة من أبرز مظاهر الواقع الاقتصادي على المستوى العالمي وقد خصص جزء من الفصل الأول لمعالجة الجوانب النظرية لهذه الظاهرة، وتوصل هذا التحليل إلى أن العولمة المالية هي النتيجة المباشرة لعمليات التحرير المالي والتوجه نحو الاندماج المالي بين مختلف الدول.

1- قياس العولمة ودرجة الانفتاح:

اهتمت مجموعة من المؤسسات المتخصصة في قياس مؤشرات العولمة عن طريق بناء آليات خاصة تهدف إلى قياس درجات العولمة بأبعادها المختلفة: الاقتصادية، والسياسية، والاجتماعية، والثقافية، والتكنولوجية من خلال تقسيم هذه المؤشرات إلى أربع مجموعات رئيسية مع اثني عشر مؤشراً فرعياً بحيث يقابل كل مؤشر رئيس ثلاثة من المؤشرات الفرعية، وتقسّم المؤشرات الأربعة الرئيسية إلى:

الفصل الثالث: تحديد متغيرات ومنهجية الدراسة

• مؤشرات التكامل الاقتصادي والمالي؛

• مؤشرات الارتباط التكنولوجي؛

• مؤشر الارتباط الشخصي؛

• مؤشر الارتباط السياسي.

وفيما يلي عرض مختصر لهذه المؤشرات، ودلالاتها المنهجية مع ما تندمج به من أبعاد

للعولمة: [Girón, Correa, 1999, p 155]

1-1 مؤشرات التكامل الاقتصادي والمالي

تهدف هذه المجموعة من المؤشرات إلى معرفة دور الاستثمارات الأجنبية والتجارة الدولية، وحجم التدفقات المالية العالمية في التكامل والاعتماد المتبادل بين الدول في إطار الاقتصاد العالمي، وهنا نشير إلى أن هذا المؤشر يجسد البعد الاقتصادي للعولمة، وهناك مؤشران فرعيان لهذا المؤشر الرئيس، هي:

أ. الاستثمارات الأجنبية باعتبارها نسبة من الناتج المحلي الإجمالي؛

ب. مؤشرات التجارة باعتبارها نسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي.

2-1 مؤشرات الارتباط التكنولوجي

ويهدف هذا المؤشر مع مؤشرات الفرعية الثلاثة إلى تلمس دور البعد التكنولوجي للعولمة في عملية ربط الدول والأفراد بالمجتمع العالمي، وذلك من خلال مؤشرات فرعية ثلاثة، هي:

▪ مؤشرات نسبة مستخدمي الإنترنت إلى عدد السكان، ويتم قياسه من خلال قسمة عدد مستخدمي الإنترنت على عدد السكان.

▪ مؤشرات عدد الشبكات التي تربط المشتركين بالإنترنت، ويقاس بنسبة مئوية لكل مليون مواطن من عدد السكان.

▪ مؤشرات عدد مزودي خدمة الإنترنت الآمنة، ويقاس بنسبة مئوية لكل مليون مواطن من العدد الكلي للسكان.

3-1 مؤشرات الارتباط الفردي

تهدف هذه المؤشرات إلى اكتشاف البعد الاجتماعي والثقافي والحضاري للعولمة مع ما يرتبط به اعتماد متبادل من أبعاد سياسية واقتصادية، ويتبين ذلك من خلال محتوى هذه المؤشرات، وهي:

الفصل الثالث: تحديد متغيرات ومنهجية الدراسة

- مؤشر عدد السياح الكلي للقادمين والمغادرين، وقسمته على عدد السكان الإجمالي بهدف معرفة حجم الأموال التي ينفقها الأفراد خارج بلدانهم على قطاع السياحة والسفر.
- مؤشر عدد دقائق المكالمات الدولية الصافي لكل فرد، وتتم عملية القياس بجمع عدد المكالمات الدولية الصادرة والواردة محسوبة بملايين الدقائق، ثم قسمتها على عدد السكان.
- مؤشر نسبة حوالات العاملين في الخارج إلى الناتج المحلي الإجمالي، وذلك بقياس مجموع الحوالات المالية للعاملين في الخارج وفائض الأرباح من الاستثمارات المحلية في الخارج، ومقدار التعويضات المالية للعاملين من غير المقيمين إلى بلدانهم، وهذا المؤشر من المؤشرات المهمة - حسب رأي الباحث - لأنه يكسر تلك النظرة المتحيزة للعولمة، وحصرها بالبعد والمؤشرات الاقتصادية.

4-1 مؤشرات الارتباط السياسي

تهدف هذه المؤشرات إلى معرفة مدى انفتاح الدولة على العالم الخارجي من ناحية سياسية، ومدى الموافقة الدولية على سلوك الدولة في المنظمات الدولية، وذلك من خلال المؤشرات التالية:

- مؤشرات عدد الاتفاقيات الدولية المصادق عليها،
- مؤشر عضوية الدولة في المنظمات الدولية، ويتم معاملته بأرقام مطلقة أثناء المقارنات بين الدول؛ بمعنى أنه يتم حسابها رقماً غير خاضع للتعديل،
- مؤشر حجم المشاركة في مهمات حفظ السلام التابعة لمجلس الأمن الدولي، مقارنة بعدد المهمات الفعلية التي تدخلت بها الأمم المتحدة،
- مؤشر الحوالات، ويقاس بمقدار المقبوضات والمدفوعات من الحوالات الحكومية للدولة مقسوماً على قيمة الناتج المحلي الإجمالي.

2- مؤشر كوف للعولمة (KOF)

تصدر مؤسسة "KOF" الاقتصادية السويسرية نتائج مؤشرها الدولي للعولمة سنوياً، بحيث يقيس أداء الدول من حيث مدى اندماجها في العولمة وانخراطها في الانفتاح على المستويات الاقتصادية والاجتماعية والسياسية.

1-2 تعريف مؤشر كوف: صدر عن معهد كوف (KOF) السويسري المتخصص بدراسات

الدورة الاقتصادية مؤشر يعنى بقياس العولمة من خلال ثلاثة أبعاد رئيسية: اقتصادية، اجتماعية وسياسية، ويغطي المؤشر الكلي للعولمة 123 دولة منها 15 دولة عربية، ويستند الى سلسلة بيانات من 1971-2003، ويتم حساب المؤشر من خلال تقدير

الفصل الثالث: تحديد متغيرات ومنهجية الدراسة

خمس محاور لكل دولة وهي: التدفقات الاقتصادية الحقيقية، القيود الاقتصادية، البيانات المتوفرة حول تدفق المعلومات، وبيانات الاتصال الشخصي، وبيانات التقارب الثقافي

2-2 **مكونات المؤشر:** يوجد اتفاق في الآراء على أن العولمة اقتصادية أو سياسية أو ثقافية هي زيادة مستويات الاعتماد المتبادل بين الدول. لكن قياس مستويات الاعتماد المتبادل يشوبه الكثير من الخلاف و الصعوبة. لأن تحديد مدى اندماج بلد من البلدان في الاقتصاد العالمي تم احتساب المؤشر الذي يقيس ويقوم هذا الاندماج صعب جدًا. ويمكن قياس العولمة بتحليلها إلى أهم مكوناتها، بحيث يورد تعبيراً كمياً لكل بلد على حدة من حيث:

- مستوى الاتصالات الشخصية عبر الحدود الوطنية بالاعتماد على البيانات المتعلقة بالرحلات الدولية، والمكالمات الهاتفية الدولية، وتحويلات المغتربين والتحويلات المالية عبر الحدود. بالإضافة لاستخدام شبكة الانترنت وتقدير عدد مستخدميها في الاتصال والحصول على المعلومات وإجراء المعاملات التجارية عبر الانترنت؛
- كذلك يقيس مؤشر العولمة درجة الاندماج الاقتصادي وذلك من خلال تتبع حركات السلع والخدمات بما ينطوي عليه ذلك من تغيير نصيب كل دول من التجارة الدولية، وقياس مدى حرية الحركة عبر الحدود الدولية ومقارنة الأسعار المحلية والدولية. ويرصد هذا المؤشر كذلك تحركات الأموال من خلال جداول لتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر وحركة رؤوس أموال محافظ الاستثمار الداخلة والخارجة، وجداول للمدفوعات وحصيلة الدخل؛
- نظراً لتنوع العوامل التي يشتمل عليها مؤشر العولمة تنوعاً غير مسبوق، فإننا نرى أنه أداة فريدة وقوية لفهم القوى التي يتشكل منها عالم اليوم. وقد جاءت نتائج قياس المؤشر لهذا العام مذهلة. فالكثير من المفاهيم التي يتمسك بها كل من أنصار العولمة وخصومها تتهاوى أمام قوة الأرقام الصريحة بدءاً من قياس وتيرة ونطاق التكامل العالمي وخصائص الفوارق التكنولوجية الرقمية وانتهاء بقياس أثر العولمة على التفاوت في الدخل ودرجة التحول الديمقراطي والفساد الإداري ومستويات الشفافية والالتزام بمعايير الحوكمة.

أما مؤشر كوف الكلي للعولمة يتم تكوينه بناءً على ثلاثة مؤشرات فرعية تقيس الأبعاد الثلاثة للعولمة:

الفصل الثالث: تحديد متغيرات ومنهجية الدراسة

- العولمة الاقتصادية؛
- العولمة الاجتماعية؛
- العولمة السياسية.

وتتكون هذه المؤشرات من عدد من العناصر والمتغيرات التي تم تقييمها وترتيبها قياسياً من صفر الى عشرة، حيث عشرة هي القيمة الاعلى، وصفر هي القيمة الادنى، وتدل القيم الاعلى على درجة عولمة اكبر.

3- أوزان مؤشرات العولمة ومنهجية قياسها: تتميز أوزان مؤشرات العولمة المعتمدة من مؤسسة كوف بأنها أوزان نسبية غير متساوية، وذلك لأسباب تعود إلى درجة أهمية كل بعد ومؤشر في التعبير عن مفهوم العولمة، وكل ذلك يتم تقديره اعتماداً على اعتبارات نظرية تخص المؤسسة ولتوضيح ذلك قمنا بالاستعانة بالجدول رقم (3-10) الذي يبين أوزان هذه المؤشرات الرئيسية، والمؤشرات الفرعية لها.

الجدول رقم (3-10)

أوزان مؤشرات العولمة لدى مؤسسة كوف

وزن المؤشر الفرعي	المؤشر الفرعي	المؤشرات الفرعية	المؤشرات الرئيسية
21%	حجم التبادلات التجارية	مؤشرات التدفقات الحقيقية: 50%	العولمة الاقتصادية 36%
28%	الاستثمار الأجنبي المباشر		
24%	الاستثمار المحفظي		
27%	دخول المواطنين الأجانب		
24%	القيود الخفية على الواردات	مؤشرات القيود (الكبح): 50%	العولمة الاجتماعية 37%
27%	متوسط معدل التعريفات		
26%	الضرائب على التجارة الخارجية		
26%	القيود على حساب رأس المال		
			العولمة السياسية 26%

Source : www.kof.ethz.ch et l'annexe N :01

الفصل الثالث: تحديد متغيرات ومنهجية الدراسة

ولقياس المؤشرات أعلاه تستخدم مؤسسة كوف أسلوباً إحصائياً يدعى المعاييرة الجماعية (Panel Normalization)، إذ يتم قياس المؤشرات الفرعية للعولمة في كل دولة، وذلك بعد الحصول على البيانات الخاصة بكل مؤشر في الدولة المعنية من المؤسسات الدولية كصندوق النقد والبنك الدوليين كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي وتتم عملية المعاييرة ببعدين حسب كل مؤشر للدول التي يقيسها مؤشر كوف للعولمة على امتداد السنوات في العينة الخاصة بتلك الدول. أما مؤشر العولمة الكلي لكل دولة ولكل سنة فتحسب من خلال جمع القيم لكل المؤشرات الفرعية لكل دولة، وترتب الدول بناء على النتائج، وهكذا تتم العملية كل عام رغم بعض الانتقادات الموجهة لهذه المنهجية التي يرى بعض الباحثين أنها تفقد الدقة والوضوح.

ورغم ذلك تبقى حقيقة مهمة وهي أن مؤسسة " كوف " تملك إمكانيات بحثية واسعة وهائلة، تشمل (150) دولة في العالم، تمثل 85% من نسبة سكان العالم، و96% من الناتج المحلي الإجمالي العالمي، وهذا كله تحصيل للمؤسسة التي تعد من المؤسسات الاستشارية الكبرى في العالم، والتي لها وجود في أكثر من (55) مدينة، وتقدم استشارات على كل مستويات للمؤسسات والأفراد والحكومات في مختلف المجالات الاقتصادية، والسياسية، والتكنولوجية كذلك فهي المؤسسة الأولى وتكاد تكون الوحيدة التي تقدم دراسات كمية عن العولمة وسيرورتها وتأثيراتها المختلفة.

ومن ناحية أخرى فإن المعلومات الخام والأولية التي تعتمدها المؤسسة لعينة الدول التي تعتمدها والمكونة من (150) دولة تغطي جميع الأقاليم الرئيسة في العالم، من دول متقدمة إلى نامية؛ لإعطاء صورة شاملة ونظرة مقارنة للتكامل العالمي؛ استناداً إلى إحصائيات لمؤسسات عالمية كبيرة وتتمتع بمصداقية كبيرة جداً مثل: البنك الدولي، صندوق النقد الدولي، الأمم المتحدة، الاتحاد العالمي للاتصالات، وتقارير الأونكتاد. كما يغطي المؤشر 15 دولة عربية، يختلف ترتيبها في المؤشرات الفرعية الثلاثة بحسب توافر البيانات. تصدرت الامارات مؤشر العولمة الكلي على صعيد الدول العربية واحتلت الترتيب 21 عالمياً، تلتها الكويت (32 عالمياً)، ثم البحرين (34 عالمياً)، فيما حلت السعودية في الترتيب 123 عالمياً لعدم توافر البيانات الكافية. وقد رصد المؤشر تفاوت العولمة بأبعدها الثلاثة في الدول العربية، حيث تصدرت البحرين المؤشر الفرعي للعولمة الاقتصادية، تلتها قطر ثم سلطنة عمان ثم الكويت، فيما تصدرت الكويت المؤشر الفرعي للعولمة الاجتماعية تلتها البحرين ثم الامارات، بينما تصدرت مصر المؤشر الفرعي للعولمة السياسية تلاها الاردن ثم تونس. وابت الكويت اولى عربيا في المؤشر الفرعي للعولمة الاجتماعية الذي يقيس حجم المكالمات مع العالم الخارجي، ونسبة

الفصل الثالث: تحديد متغيرات ومنهجية الدراسة

التحويلات الى الناتج، والحصة من السياحة الدولية، ونسبة الاجانب الى اجمالي السكان، وعدد خطوط الهاتف ومزودي الانترنت.

المبحث الثاني: تحليل منهجية الدراسة القياسية

سنحاول في هذا المبحث تقديم إطار نظري خاص بالاقتصاد القياسي، الذي أصبح من العلوم البالغة الأهمية في الوقت الحاضر، باعتباره الأداة الأساسية التي تقدر مكونات النظرية وغيرها من العلوم، بإعطائها تقديرات عددية تقربها إلى الواقع لتكون أكثر منطقية وقبولاً، فغالبية العلاقات التي تقدمها لنا النظرية الاقتصادية يمكن صياغتها في صورة نماذج رياضية تقدر من واقع البيانات العملية، وهذا ما يمكن أن تترتب على التغير في أحد أو بعض المتغيرات الاقتصادية الأخرى، حيث أن أغلب المتغيرات الاقتصادية قابلة للقياس الكمي وبالتالي فإن استخدام الأسلوب الرياضي يساعدنا في شرح العلاقات الاتجاهية بين المتغيرات الاقتصادية، لهذا يحاول الاقتصاد القياسي الجمع بين النظرية الاقتصادية والأساليب الرياضية والطرق الإحصائية للحصول على تقديرات كمية يمكن استخدامها في التحليل، فيمكن القول أن الاقتصاد القياسي بمثابة مختبر النظرية الاقتصادية، لهذا سنحاول في هذا الفصل أن نلم بالإطار العام للاقتصاد القياسي.

المطلب الأول: مفهوم الاقتصاد القياسي وأهدافه

يعد الاقتصاد القياسي التحليلي أحد فروع علم الاقتصاد المستخدمة للأساليب الكمية في تحليل الظواهر الاقتصادية، وله علاقة وثيقة بالرياضيات والطرق الإحصائية، وهناك الكثير من الالتباس بينه وبين الاقتصاد الرياضي والإحصاء الاقتصادي، وسنحاول في هذا المبحث أن نوضح مفهوم الاقتصاد القياسي ومدى اختلافه عن بقية علوم المعرفة مع إعطاء فكرة مركزة عن أهداف ومنهجية البحث في الاقتصاد القياسي.

1- مفهوم الاقتصاد القياسي:

قبل التطرق إلى تعريف الاقتصاد القياسي إرتئينا إلى إعطاء ولو بصورة مختصرة نبذة تاريخية حول الاقتصاد القياسي. إن أول ظهور للاقتصاد القياسي مع إنشاء جمعية القياس الاقتصادي Econometric Society سنة 1930، ومن ثم إصدار المجلة الدورية *Econometrica* سنة 1933، حيث نشر محرر هذه المجلة رانجر فريش (Range Frish) مقالا حدد فيه الإطار والطرائق التي تستخدم في الاقتصاد القياسي، وقد أكد فيها على أن النظرية الاقتصادية والطرائق

الفصل الثالث: تحديد متغيرات ومنهجية الدراسة

الإحصائية والعلوم الرياضية هي الأركان الرئيسية في الاقتصاد القياسي. [تومي، 1999، ص 2] وبدأت الصورة تكتمل في تكوين علم الاقتصاد القياسي بشكل واضح عبر كتاب طرق الاقتصاد القياسي للبروفسور ج. جونستن (J.Johinston)، وبعده الكتاب النظرية القياسية للبروفيسور كوستيانس، وتوالت بعدها الأبحاث والكتب في هذا المجال حتى وقتنا الحاضر.

2-1 تعريف الاقتصاد القياسي:

إن أصل مصطلح الاقتصاد القياسي يوناني وهي كلمة مكونة من جزئين، أي (Economic) اقتصادي، (Metrics) تعني قياس، أي القياس الاقتصادي، والذي يهتم بقياس المتغيرات الاقتصادية في حين يرى البروفسور أوسكار لانكه (Osker Lang) بأن أصل هذا المصطلح مشتق من مفهوم (Bio-Matrices) الذي ظهر في القرن التاسع عشر في حقل الدراسات البيولوجية، وقد أصبح فيما بعد علماً مستقلاً بذاته. [السيفو، مشعل، 2003، ص 22] أما جومستن (J.Jomeston) فقد حدده بعلم يهتم بتقييم واختبار المعلمات a,b وغيرها للنموذج الاقتصادي، ويحدده سامويلسون (Samulelson) بأنه فرع من علم الاقتصاد يبحث في التحليل الكمي للظواهر الاقتصادية الحقيقية مستعيناً بتطور النظرية الاقتصادية والطرق الإحصائية، ويجده ثايل (H.Thiel) بأنه علم يتعامل مع التحديد العددي للقوانين الاقتصادية، أما البروفيسور لانج Lange عرفه بأنه العلم الذي يبحث في تحديد قوانين كمية ثابتة بالطرق الإحصائية لمتغيرات الحياة الاقتصادية. كما عرفه الباحث (A.S. Gldberge) أن القياس الاقتصادي يستخدم أدوات النظرية الاقتصادية والرياضيات والإحصاء لتحليل الظواهر الاقتصادية. [السيفو، مشعل، 2003، ص 23] نلاحظ ما سبق أن كل التعاريف متشابهة، ومتفقة على أن الاقتصاد القياسي هو ذلك العلم الذي يدمج بين النظرية الاقتصادية واستخدام الطرق الإحصائية والرياضيات للوصول إلى تقييم كمي للمتغيرات الاقتصادية.

3-1 علاقة الاقتصاد القياسي بالعلوم الأخرى:

يعتبر الاقتصاد القياسي محصلة لثلاث فروع من المعرفة، هي الإحصاء والنظرية الاقتصادية والاقتصاد الرياضي، حيث تتكامل هذه الفروع من أجل توفير قيم عددية لمعاملات المتغيرات الاقتصادية المختلفة، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

1-3-1 الاقتصاد القياسي والإحصاء:

ينقسم الإحصاء إلى إحصاء اقتصادي وإحصاء رياضي، ويختلف كل منهما عن الاقتصاد القياسي، فالإحصاء الاقتصادي يتناول الجانب الوصفي الذي يتعلق بجمع بيانات واقعية عن

الفصل الثالث: تحديد متغيرات ومنهجية الدراسة

المتغيرات الاقتصادية، وجدولتها ومحاولة وصف التطورات الحاصلة فيها خلال فترة زمنية معينة، واشتقاق بعض العلاقات بين المتغيرات بدون اللجوء إلى تقييم المتغيرات الاقتصادية، أي لا يقيس معلمات العلاقات الاقتصادية بين المتغيرات المختلفة.

في حين نجد الاقتصاد القياسي يستخدم البيانات التي يقدمها الإحصاء الاقتصادي في قياس تلك المعلمات الاقتصادية إضافة إلى ذلك يقدم تفسيراً للتغير في سلوك المتغيرات الاقتصادية مستخدماً هذه المتغيرات. [سيفو، شلوف، 2006، ص 24]

1-3-2 الاقتصاد القياسي والرياضيات:

يمثل الاقتصاد الرياضي الانعكاس الكمي للعلاقات الاقتصادية التي تتناولها النظرية الاقتصادية ولهذا فهما متطابقان فكل منهما يعكس ويقاس العلاقات الاقتصادية بصورة كمية وبصورة لفضية وكلاهما علم دقيق ليس للعنصر العشوائي مكاناً بينهما.

لكن الاقتصاد الرياضي لا يهتم بقياس معلمات العلاقات الاقتصادية بل يتناولها على أنها معطاة أو مستخرجة بطرق إحصائية أو قياسية، كما يوجد في هذا الأخير العنصر العشوائي، لأنه في الرياضيات لا يوجد عنصر عشوائي إن كان ذلك في منحنى أو دالة، حيث لا مجال لانحراف المشاهدات الظاهرة عن القيم المعتمدة، الفرق بينهما إن وجد فيمثل العنصر العشوائي. [عطية، محمد، 2005، ص 8]

1-4 أهداف الاقتصاد القياسي: لكل علم أهداف معرفية نظرية وتطبيقية، وللإقتصاد القياسي ثلاث أهداف رئيسية نوجزها في النقاط التالية:

- **الاختبار للنظرية الاقتصادية:** وهو اختبار للنظرية الاقتصادية، حيث قام الاقتصاديون ببنائها على مجموعة من الفرضيات وتم استخدام فيها السببية والتحليل المنطقي لدعم نظرياتهم وإثباتها من واقع الظواهر الاقتصادية المدروسة، وبدون محاولة اختبار صحة تلك النظريات واتساقها، لهذا يهدف الإقتصاد القياسي إلى اختبار مدى صحة تلك النظرية عن طريق التقييم والتحليل للوصول إلى قيم عددية لاختبار قوة المتغير المستقل في تأثيره على سلوكية المتغير التابع. [بخيت، فتح الله، 2007، ص 20]
- **اتخاذ القرارات ورسم السياسات:** يساهم الإقتصاد القياسي برسم السياسات واتخاذ القرارات عن طريق الحصول على قيم عددية لمعلمات العلاقات الاقتصادية بين المتغيرات لتساعد رجال الأعمال والحكومات في اتخاذ القرارات الحالية من حيث توفيره للصيغ وأساليب مختلفة لتقدير قيم تلك المعلمات التي تساعد في عملية المقارنات، واتخاذ القرار المناسب.

الفصل الثالث: تحديد متغيرات ومنهجية الدراسة

- **التنبؤ بقيم المتغيرات الاقتصادية:** يقوم الاقتصاد القياسي على إيجاد القيم العددية لمعاملات المتغيرات الاقتصادية التي تساعد متخذي القرار في رسم السياسات والتنبؤ عن اتجاهات هذه المتغيرات مستقبلاً. [السيفو، مشعل، 2003، ص 28]

هذه الأهداف ليست بالضرورة مكتملة لبعضها، ولكن الباحث القياسي في دراسته التطبيقية عليه أن يعمل على دمج أو التوفيق بين هذه الأهداف.

المطلب الثاني: منهجية البحث في الاقتصاد القياسي

يهتم الاقتصاد القياسي بقياس معاملات النموذج المستخدم في التقدير والتنبؤ بقيم المتغيرات الاقتصادية، وهذا يتطلب إتباع منهجية معينة في البحث، لأن العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية سببية أي بمعنى أن التغير في بعض المتغيرات يحدث أثراً في المتغيرات الأخرى، ويمكن تحديد هذه المنهجية بالخطوات التالية:

1- مرحلة تعيين النموذج:

تعد مرحلة صياغة النموذج من أهم مراحل بناء النموذج وأصعبها، وذلك من خلال ما يتطلبه من تحديد للمتغيرات التي يجب أن يشتمل عليها النموذج أو التي يجب استبعادها منه، ويتم صياغة النموذج انطلاقاً من الفرضيات التي توفرها النظرية الاقتصادية عن العوامل التي تتحكم في الظاهرة وعلاقات التأثير فيما بينها (المستقل والتابع). بعد ذلك تحدد العلاقة الرياضية التي تربط بين المتغير التابع والمتغيرات المفسرة في شكل علاقة دالية عامة أو معادلة أو مجموعة معادلات $y = f(x_1, x_2, \dots, x_n)$ ، بحيث يرمز لكل عنصر أو عامل بمتغير. من أجل تحديد أنسب الصيغ الرياضية التي تعبر عن هذه العلاقة بين هذه المتغيرات تعبيراً دقيقاً (خطية أو غير خطية، بسيطة أو متعددة) يجب إتباع الخطوات التالية: [مكيد، 2007، ص 12 - 13]

- إجراء تحليل تمهيدي بتعريف الظاهرة الناتجة أو المفسرة y ، ثم تحديد العوامل المؤثرة فيها (الظواهر المفسرة أو السببية)، مع تحديد وحدات القياس التي يقاس بها تلك الظاهرة وكل العوامل المؤثرة على حدى؛
- التأكد من أن هناك علاقة جدلية واضحة بين الظاهرة المدروسة والعوامل المؤثرة؛
- جمع المعلومات الأولية مثل جمع المعطيات عن كل العوامل المرتبطة بالظاهرة المدروسة بواسطة إجراء القياسات اللازمة لكل منهم مع مراعاة أن تكون القيم متقابلة مع بعضها البعض من حيث المكان والزمان، ثم نقوم بترتيب هذه المعلومات في جدول خاص؛

الفصل الثالث: تحديد متغيرات ومنهجية الدراسة

- التعرف على الشكل البياني الحقيقي للعلاقة محل الدراسة ويتم ذلك بواسطة الرسم البياني للمعطيات المتعلقة بالمتغير التابع وكل متغير مستقل على حدى، عن طريق إسقاط أزواج المتغيرات على إحداثيات معينة ورسم الشكل الانتشاري الذي يمكن أن يؤكد لنا وجود علاقة بين المتغيرات أو عدم وجودها، والقوة التقديرية لهذه العلاقة وبناء النموذج الاقتصادي على ضوءها؛
- اختيار أنسب الصيغ الرياضية التي تتلائم مع الشكل الانتشاري فقد تكون العلاقة خطية أو غير خطية، في شكل معادلة من الدرجة الثانية أو الثالثة، معادلة واحدة أو عدة معادلات؛
- بعد استكمال تحديد النموذج الرياضي، يتم إدخال المتغير العشوائي u_i ، لتقدير الأخطاء المعيارية للمعادلة ولصيغة النموذج القياسي.

2- مرحلة تقدير معاملات النموذج:

في هذه المرحلة يتم معالجة المعلومات المتوفرة عن المجتمع والعينة رياضياً وإحصائياً لاستخراج قيم المعلمات والمتغير العشوائي والتي تتفق منطقياً مع الفروض الاقتصادية ومنها نحصل على الصياغة الرقمية للنموذج باستخدام عدة تقنيات بحيث تكون مناسبة للنموذج. وتتكون هذه المرحلة من الخطوات التالية: [ابراهيم، 2002، ص 23]

- **تجميع البيانات:** يتم تجميع البيانات عن المتغيرات التي يحتويها النموذج وهنا نجد عدة أنواع من البيانات، فقد تكون بيانات على شكل سلاسل زمنية تعطي قيم المتغيرات في فترات زمنية متتالية، أو بيانات مقطعية تعطي قيم معلومات عن المتغيرات الاقتصادية المتعلقة بوحدة اقتصادية مختلفة في نقطة زمنية معينة، أو قد تكون بيانات مقطعية زمنية (سلسلة مقطعية) تحتوي على بيانات السلسلة الزمنية وعلى البيانات المقطعية في نفس الوقت.
- **اختيار طريقة القياس المناسبة:** تتعدد الطرق القياسية التي يمكن استخدامها في قياس العلاقات الاقتصادية، ومن بين تلك الطرق نجد: [صحراوي، 2007، ص 217]
 - طريقة المربعات الصغرى وهي أشهر طريقة والأكثر استعمالاً؛
 - طريقة الأكثر احتمالاً؛
 - طريقة المربعات الصغرى غير المباشرة؛
 - طريقة المربعات الصغرى على مرحلتين؛
 - طريقة المربعات الصغرى على ثلاث مراحل.

الفصل الثالث: تحديد متغيرات ومنهجية الدراسة

3- مرحلة تقييم المقدرات:

بعد عملية تقدير معاملات النموذج، تأتي المرحلة الموالية وهي تقديم تلك المعلمات ونقصد بها تحديد ما إذا كانت قيم هذه المعلمات لها مدلول أو معنى من الناحية الاقتصادية، ومن الناحية الإحصائية، وهناك ثلاث معايير أساسية التي تأخذ كأساس لعملية التقييم: [عطية، محمّد، 2005، ص 44]

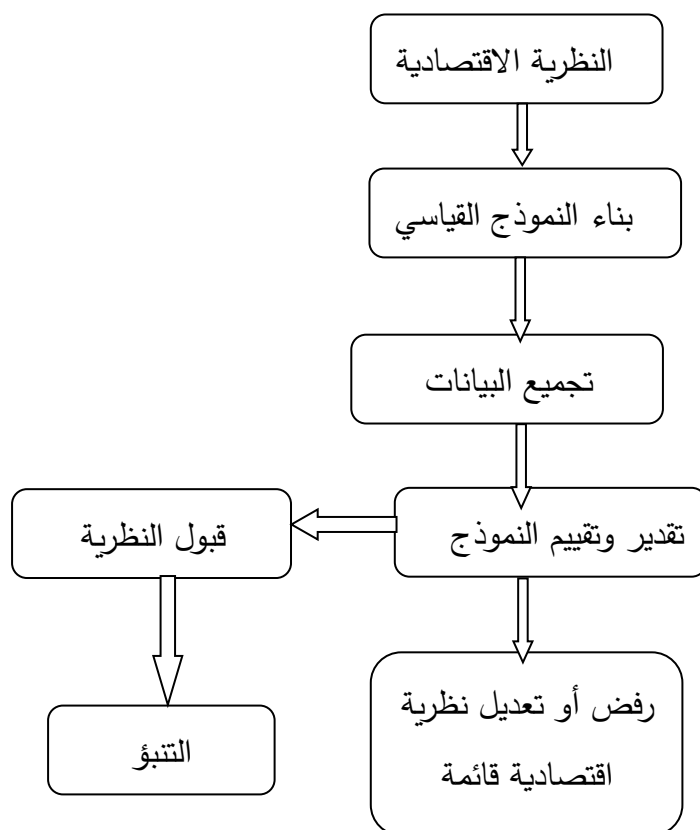
- معايير اقتصادية؛
- معايير إحصائية؛
- معايير القياسية أو الاقتصاد القياسي.

4- مرحلة تقييم القوة التنبؤية للنموذج:

بعد التأكد من جودة الأداء العام للنموذج المقدر، يتم تطبيق النتائج التي تم التوصل لها على الواقع واستخدامها في عملية التنبؤ. ويمكن توضيح منهجية البحث في الاقتصاد القياسي كما هو مبين في الشكل رقم (3-10):

شكل رقم (3-10)

منهجية البحث في الاقتصاد القياسي



المصدر: حسين علي بخيت وسحر فتح الله، الاقتصاد القياسي، دار اليازوردي، عمان 2007، ص 30.

5- نماذج الانحدار:

تنقسم نماذج الانحدار بصفة عامة إلى قسمين، نماذج الانحدار البسيط، ونماذج الانحدار المتعدد فبالنسبة لنموذج الانحدار البسيط فهو عبارة عن نموذج يتكون من متغير مستقل واحد، قد يكون هذا النموذج خطيا إذا كانت العلاقة بين المتغيرين المدروسين معبر عنها في شكل معادلة خط مستقيم ويكون غير خطي إذا كانت العلاقة من نوع آخر، أما نموذج الانحدار المتعدد، هو الذي يتكون من أكثر من متغير مستقل يكون نموذج الانحدار المتعدد بدوره خطيا أو غير خطي، وقبل تقدير العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل (أو المتغيرات المستقلة)، يجب أولا البحث عن أنسب الصيغ الرياضية التي تعبر عن هذه العلاقة تعبيرا دقيقا ولتحقيق يجب إجراء ما يلي:

- التعرف على الشكل البياني الحقيقي للعلاقة - محل الدراسة - بين المتغيرات، ويتم ذلك بواسطة النظرية الاقتصادية أو الدراسات التطبيقية السابقة أو الرسم البياني للمتغير التابع وكل متغير مستقل على حدى؛
- اختيار أنسب الصيغ الرياضية التي تتلاءم مع الشكل البياني الحقيقي للعلاقة محل الدراسة.

المطلب الثالث: نموذج الانحدار الخطي المتعدد أو الخطي العام

إن الانحدار البسيط يركز على دراسة العلاقة بين متغيرين أحدهما المتغير المستقل X والأخر المتغير التابع Y ، غير أن واقع الحياة الاقتصادية والاجتماعية مبني بشكل عام على تأثر أية ظاهرة بأكثر من متغير مستقل، لذلك لا بد من توسيع نموذج الانحدار السابق ليشمل على انحدار للمتغير التابع Y ، مع العديد من المتغيرات المستقلة X_1, X_2, \dots, X_k ويسمى هذا النموذج بنموذج الانحدار الخطي المتعدد أو العام.

1. طبيعة النموذج الخطي وفرضياته:

يستند نموذج الانحدار المتعدد على افتراض وجود علاقة خطية بين متغير تابع Y_i وعدد من المتغيرات المستقلة X_1, X_2, \dots, X_k وحد عشوائي U_i ويعبر عن هذه العلاقة بالنسبة لـ k من المتغيرات المستقلة بالمعادلة 03 التالي:

$$Y_i = B_0 + B_1 X_{i1} + B_2 X_{i2} + \dots + B_k X_{ik} + U_i \quad \text{المعادلة 03}$$

الفصل الثالث: تحديد متغيرات ومنهجية الدراسة

وباختصار الصيغة السابقة نحصل على صيغة المعادلة 04: [Bourbonnais, 2004, p 50]

$$Y_{(n,1)} = x_{(n,k+1)} \cdot B_{(k+1,1)} + U_{(n+1)} \quad \text{المعادلة 04}$$

حيث أن:

Y: شعاع أبعاده (n+1) يحتوي على n مشاهدات المتغير العشوائي التابع y.

X: مصفوفة أبعادها (n.k+1) تحتوي على مشاهدات المتغيرات المستقلة يحتوي عمودها الأول على قيم الواحد الصحيح ليمثل الحد الثابت.

B: شعاع عمودي أبعاده (k+1)، يحتوي على المعالم المطلوب تقديرها.

U: شعاع عمودي أبعاده (n+1)، يحتوي على الأخطاء العشوائية.

إن الصيغة السابقة تعبر عن العلاقة الحقيقية والمراد تقديره باستخدام الإحصاءات المتوفرة عن المتغير التابع y، والمتغيرات المستقلة x_1, x_2, \dots, x_k ، لذلك يتوجب تحقيق الفروض الأساسية تمثلت في: [Greenes, 2005, p10]

- وجود علاقة خطية بين المتغير التابع y والمتغيرات المستقلة، أي أن y هو دالة خطية في المتغيرات المستقلة؛
- يجب أن يكون عدد المعلمات المطلوب تقديرها أقل من عدد المشاهدات، حيث لا توجد علاقة خطية تامة بين المتغيرات المستقلة؛
- تكون قيم المتغيرات غير عشوائية أي أنها تحتوي على قيم ثابتة؛
- القيمة المتوقعة للخطأ العشوائي يساوي الصفر: $E(U_i) = 0$ ؛
- ثبات تباين المتغيرات العشوائية والتباين المشترك لها مساوي للصفر.

$$\text{Cov}(U) = E(UU) = o^2 \text{ In} \quad / \quad \text{Var}(U_i) = E(U_i) = o_i^2$$

حيث:

In: مصفوفة الوحدة؛

U: مقلوب المصفوفة.

الفصل الثالث: تحديد متغيرات ومنهجية الدراسة

O^2ln : تسمى هذه المصفوفة بمصفوفة التباين والتباين المشترك لحد الخطأ. [بخيت، فتح الله، 2007، ص 138]

- استقلالية حد الخطأ عن جميع قيم المتغيرات المستقلة، أي أن التباين المشترك لحد الخطأ u_i وكل متغير من المتغيرات المستقلة في معادلة الانحدار يساوي الصفر أي:

$$\text{Cov}(u_i, x_{ij}) = 0$$

- شعاع U توزيع طبيعي

2.2.2. تقدير معاملات النموذج الخطي المتعدد:

لتقدير معاملات النموذج الخطي المتعدد نستعمل طريقة المربعات الصغرى العادية MCO، ويمكن كتابة النموذج المقدر للصيغة السابقة الذكر بالشكل التالي: $Y = Y + U = XB + U$

حيث أن:

Y : شعاع عمود من الدرجة $n+1$ ، يحتوي على القيم المقدر للمتغير التابع Y .

B : شعاع عمود من الدرجة $(k+1)$ ، يحتوي على مقدرات المربعات الصغرى العادية $(B_0 B_1 \dots B_k)$ ، حيث يتم الحصول على قيم B بجعل مجموع مربعات البواقي أقل ما يمكن أي:

$$\text{Min} \sum_{i=1}^n U_i^2 = \text{Min} UU \quad \text{بحيث أن:}$$

4.2.2. اختبار فرضيات نموذج الانحدار المتعدد:

عادة عند اختبار فرضيات نموذج الانحدار الخطي المتعدد يتم الأخذ بمجموعة من المعايير القياسية وأخرى معايير إحصائية، وسيتم التركيز على هذه الأخيرة والتي تهدف إلى اختبار مدى الثقة الإحصائية في التقديرات الخاصة بمعلمات النموذج حيث يتم اختبار معنوية المعلمات باستخدام إحصائية ستودنت T واختبار المعنوية الكلية للنموذج باستخدام إحصائية فيشر F و R^2 معامل التحديد المتعدد. إضافة إلى هذه الاختبارات هناك اختبار خاص باستقرارية معلمات النموذج.

الفصل الثالث: تحديد متغيرات ومنهجية الدراسة

1.4.2.2 اختبار معنوية المعامل: تستخدم إحصائية ستودنت T لتقييم معنوية معالم النموذج، ومن ثم تقييم تأثير المتغيرات المفسرة على المتغير التابع¹

لكي نختبر مدى الثقة في المعلمات يتعين إتباع الخطوات التالية:

✓ يفترض أن المتغير التابع U_i موزع توزيعاً طبيعياً وبتوفر الفرضيات السابقة: [عبد

المحمود محمد عبد الرحمان، 1995، ص 96]

$B \rightarrow N(B, \sigma^2_{xx})^{-1}$ حيث أن القيمة المتوقعة ل: B هي B أي $E(B) = B$ وتباينها $\text{Var}(B) = \sigma^2_{xx}$.

2.4.2.2. اختبار المعنوية الكلية للنموذج:

يستعمل معامل التحديد R^2 واختبار فيشر F لاختبار جودة توفيق النموذج الخطي العام ولقياس القوة التفسيرية للنموذج، وبمعنى آخر اختبار المعنوية الكلية للنموذج.

• **معامل التحديد R^2** : يشرح هذا المعامل العلاقة الموجودة بين المتغير التابع مع عدة متغيرات مستقلة مرة واحدة، كما أنه يبين العلاقة الموجودة بين المتغير التابع مع عدة متغيرات مستقلة أخرى، يسمى عندئذ بمعامل الارتباط المتعدد، إذن معامل التحديد نعتد عليه لمعرفة النسبة المئوية التي تفسر بها المتغيرات المستقلة المتغير التابع، ويعرف بأنه عبارة عن نسبة التغيرات المفسرة إلى التغيرات الكلية. [بخيت، فتح الله، 2007، ص 165]

علمنا أنه: $0 \leq R^2 \leq 1$

إذا كان: $R^2 = 0$: هذا يعني عدم وجود علاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المفسرة.

$R^2 = 1$: هذا يعني أن النموذج صالح أي يؤخذ بعين الاعتبار.

يجب عدم التسرع في الحكم عن العلاقة المقدره من خلال معامل التحديد وحده، فقد تكون القيمة المرتفعة لمعامل التحديد راجعة إلى وجود اتجاه عام قوي بين المتغيرات الموجودة في النموذج المقدر، كما يمكن إرجاع انخفاض قيمة R^2 إلى الصياغة الخاطئة للنموذج، وعدم إدراج متغيرات تفسيرية هامة في النموذج عند تقدير العلاقة، ولذا يجب استخدام معامل المتعدد المعدل R^2 وتأخذ درجات الحرية التفسيرية ويحسب معامل عن طريق المعادلة رقم 05:

¹ تستخدم إحصائية T عندما يكون تباين المجتمع مجهول وحجم العينة صغيراً أقل من 30 وذلك بشرط أن يكون مجتمع المعلمات المقدره موزعة توزيعاً معتدلاً.

الفصل الثالث: تحديد متغيرات ومنهجية الدراسة

$$R^2 = 1 - \frac{n-1}{n-k-1}(1-R^2) \quad \text{المعادلة 05}$$

حيث:

R^2 : معامل التحديد المعدل؛

R^2 : معامل التحديد؛

N : عدد السنوات؛

K : عدد المعلمات المقدرة.

• اختبار إحصائية F :

كما هو الشأن بالنسبة للنموذج الخطي البسيط، يتم اختبار المعنوية الإحصائية لكل المقدرات في أن واحد وذلك بالاعتماد على إحصائية F التي تهدف إلى قياس مدى معنوية العلاقة الخطية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع أي معنوية الانحدار ككل من خلال الفرضيتين التاليتين:

• **فرضية العدم:** تنص على انعدام العلاقة بين المتغير التابع أي:

$$H_0 : B_1 = B_2 = \dots B_k = 0$$

• **فرضية البديلة:** تنص على وجود على الأقل معامل من بين المعاملات التي يتضمنها

$$H_1 : B_0 \neq 0, B_1 \neq 0, \dots B_k \neq 0 \quad \text{النموذج غير معدوم أي:}$$

دون الأخذ بعين الاعتبار الحالة التي يكون فيها الحد الثابت B_0 معدوم، وهذا لأن الذي يهم هو المتغيرات التفسيرية وأن النموذج الذي يحتوي على الحد الثابت فقط معنوي ليس له أي معنى من الناحية الاقتصادية.

نعمد على إحصائية F لاختبار الفرضيتين السابقتين بدرجات حرية $n-k-1$ و k للبسط والمقام عند مستوى دلالة معين، وتعطى الصيغة الرياضية للإحصائية F بالمعادلة رقم 06:

$$F = \frac{\sum (y_i - \hat{y}_i)^2 / k}{\sum e_1^2 / (n-k-1)} \quad \text{المعادلة 06}$$

الفصل الثالث: تحديد متغيرات ومنهجية الدراسة

بعد احتساب قيمة F تقارن مع قيمتها الجدولية، فإذا كانت قيمة F المحتسبة أكبر من قيمتها الجدولية نرفض فرضية العدم ما يعني أن النموذج تفسيري كلياً أي أن هناك متغير مفسر واحد على الأقل له علاقة بالمتغير التابع، أما قيمة F المحتسبة أقل من قيمتها الجدولية نقبل فرضية العدم ما يعني أنه لا توجد أي علاقة خطية معنوية بين المتغير التابع والمتغيرات المفسرة أي مجموع مربعات الانحرافات التفسيرية معنويًا إحصائيًا. غالباً ما تشير النظرية الاقتصادية إلى وجود علاقة في المدى الطويل بين متغيرين أو عدد من المتغيرات حتى لو ابتعدت هذه المتغيرات عن قيمتها التوازنية فإنها توجد قوى تعيدها إلى التوازن وتضمن بذلك تحقيق العلاقة في المدى الطويل.

المبحث الثالث: منهجية أنجل-غرانجر للتكامل المشترك

دراسة العلاقة في المدى الطويل يضعنا أمام مشكلة تتمثل في أن معظم السلاسل الزمنية (خاصة التي تمثل متغيرات اقتصادية كلية) غير مستقرة، وفي حالة غياب صفة الاستقرار فإن الانحدار الذي نحصل عليه بين متغيرات السلاسل الزمنية يكون غالباً انحداراً زائفاً (Régression fallacieuse) وهذا ما بينته دراسة كل من (Newbold) (1947) و (Granger). [Lardic, Mignon, 2002, p211] والمقصود بالانحدار الزائف هنا هو أن لا تكون العلاقة المقدرّة بين المتغيرين معبرة عن علاقة حقيقية، وإنما معبرة عن علاقة زائفة بين اتجاهين فقط، ويحدث هذا حتى وإن كان معامل التحديد مرتفعاً ومعلمات النموذج تختلف معنوياً عن الصفر، ويرجع هذا إلى أن البيانات الزمنية غالباً ما يوجد بها عامل الاتجاه، الذي يعكس ظروفًا معينة تؤثر على جميع المتغيرات إما في نفس الاتجاه أو في اتجاه معاكس والبحث في إمكانية توضيح العلاقة الحقيقية في المدى الطويل بين متغيرين أو أكثر في الحالة التي تكون فيها هذه المتغيرات غير مستقرة ومتكاملة من الدرجة N وفي هذه الحالة يستعمل التكامل المتزامن (Cointegration) الذي أدخل من طرف (Granger 1983-1981). [محمد، عطية، 1998، ص621] والذي يسمح بدراسة العلاقة في المدى الطويل بين السلاسل الزمنية غير المستقرة والمتكاملة من نفس الدرجة، كما يسمح بالتغلب على مشكلة الانحدار الزائف الذي يمكن أن تظهر السلاسل الزمنية غير المستقرة، كما أثبت كل من (granger) و (Engel) عام 1987. [Bourbonnais, 2002, p283] أنه يمكن تقدير العلاقة الحقيقية بين السلاسل الزمنية التي تربط بينها علاقة تكامل متزامن من خلال تمثيلها بنموذج لتصحيح الأخطاء (ECM).

الفصل الثالث: تحديد متغيرات ومنهجية الدراسة

المطلب الأول: استقرار السلاسل الزمنية والانحدار الزائف

يُمر اختبار التكامل المتزامن بمرحلتين أساسيتين، في المرحلة الأولى يتم اختبار درجة تكامل المتغيرات، هناك فرق بين السلسلة الزمنية المستقرة والغير مستقرة ففي السلاسل الزمنية المستقرة (trend stationary) TS الصدمات ستكون مؤقتة، وتأثيرهم عبر الزمن سوف يتلاشى وتعود لقيم المتوسط في المدى الطويل. أما السلاسل الزمنية غير المستقرة (difference stationary) DS سوف تتضمن عناصر دائمة لأن المتوسط و/ أو التباين لسلسلة زمنية غير مستقرة سوف تعتمد على الزمن، وتكون السلسلة الزمنية غير المستقرة على حالتين:

- ليس لها متوسط طويل الأجل بحيث تعود إليه السلسلة؛
- التباين سوف يعتمد على الزمن وسوف يصل الى ما لا نهاية كما يصل الزمن ما لا نهاية.

1- جذر الوحدة: باعتبار نموذج الانحدار الذاتي الموضح بالمعادلة 07:

$$y_t = \phi y_{t-1} + e_t \quad \text{المعادلة 07}$$

حيث تكون e_t ذات ضجيج ابيض وشرط الاستقرار ان تكون $|\phi| < 1$ ، وبصفة عامة، هناك ثلاث حالات ممكنة:

- (1) $|\phi| < 1$ بناء على ذلك تكون السلسلة مستقرة؛
- (2) $|\phi| > 1$ تكون السلسلة متذبذبة؛
- (3) $|\phi| = 1$ تكون السلسلة ذات جذر وحدة وغير مستقرة.

ومن هنا يمكن القول بأن:

- سلسلة زمنية متكاملة من الدرجة الأولى $y_t \sim I(1)$ وتتضمن جذر الوحدة اذا كانت غير مستقر y_t ومستقر Δy_t مستقرة؛
- السلسلة الزمنية غير المستقرة قد تحتاج الى اخذ الفروق اكثر من مرة واحدة لتصبح مستقرة؛
- اذا كانت السلسلة الزمنية تصبح مستقرة بعد عدد d من الفروق يقال انها متكاملة من الدرجة d .

في هذه المرحلة تستعمل مجموعة الاختبارات لكشف جذر الوحدة واختبار ما إذا كانت السلسلة الزمنية مستقرة أم لا.

2- الانحدار الزائف:

معظم السلاسل الزمنية للاقتصاد الكلي ذات اتجاه وبناءً على ذلك معظمها غير مستقرة. والمشكلة مع البيانات الغير مستقرة ان طريقة المربعات الصغرى العادية تؤدي الى نتائج غير صحيحة. على الرغم من كون معامل التحديد مرتفع R^2 وقيم لإحصائية t معنوية في حين أن المتغيرات المستخدمة في التحليل لا تربطها أي علاقة. كما أن العديد من السلاسل الزمنية في الاقتصاد يكمن ورائها معدل نمو، قد يكون ثابت أو لا على سبيل المثال اجمالي الناتج المحلي، عرض النقود، مؤشر الاسعار تميل الى النمو عند معدل سنوي منتظم.

الفكرة خلف ذلك بسيطة جدا، عبر الزمن نتوقع ان السلسلة الزمنية سوف تتجول، أي أن السلسلة الزمنية على المدى الطويل سوف تتحرك باتجاه سواءً الى أعلى أو الى أسفل. إذا اخذنا في الاعتبار سلسلتين زمنيتين ليس بينهما أي علاقة وكلاهما غير مستقرتين، سوف نتوقع انهما سوف يتجهان معا الى أعلى أو الى أسفل معا، أو أن إحداهما تتجه الى أعلى والأخرى إلى أسفل. وإذا أجرينا الانحدار لإحداهما على الأخرى سوف تكون العلاقة موجبة اذا كانتا تتجهان في نفس الاتجاه أو سالبة إذا كانت إحداهما تتجه في عكس الأخرى، مع انه في الحقيقة لا يوجد علاقة بينهما. كما أن الانحدار الزائف عادة له معامل تحديد مرتفع R^2 وقيم الإحصائية t تعطي نتائج معنوية، ولكن النتيجة قد لا يكون لها معنى اقتصادي. قام كل من الاقتصاديين (Granger and Newbold,1974) ببناء عدد كبير من السلاسل الزمنية y_t, x_t تتضمن جذر الوحدة باتباع المعادلتين 08 و 09:

$$y_t = y_{t-1} + e_{yt} \quad \text{المعادلة 08}$$

$$x_t = x_{t-1} + e_{xt} \quad \text{المعادلة 09}$$

حيث x_t, y_t تتوزع توزيع طبيعي. كما أن y_t, x_t مستقلتان عن بعضهما، أي أن الإنحدار بينهما لا يعطي نتائج معنوية. ولكن، عندما قام (Granger and Newbold) بوضع نموذج انحدار قيم مختلفة من y_t, x_t ، وجدا ان معامل التحديد للانحدار R^2 يأخذ قيم مرتفعه، كما ان اختبار درين واتسون ذو معنوية.

المطلب الثاني: اختبارات جذر الوحدة

يعتبر اختبار درجة التكامل هو اختبار لعدد جذور الوحدة، وهو يتبع الخطوات التالية:

الفصل الثالث: تحديد متغيرات ومنهجية الدراسة

- اختبار y_t إذا كانت مستقرة إذا كان الجواب نعم فإن $y_t \sim I(0)$ إذا كان الجواب لا فإن $y_t \sim I(d) \quad d > 0$
- يتم اخذ الفروق الأولى لـ y_t أي $\Delta y_t = y_t - y_{t-1}$ واختبار Δy_t ماذا كانت مستقرة. إذا كان الجواب نعم إذا $y_t \sim I(1)$ إذا كان الجواب لا تكون $d > 1$ $y_t \sim I(d)$
- تؤخذ الفروق الثانية لـ y_t أي $\Delta^2 y_t = \Delta y_t - \Delta y_{t-1}$ واختبار $\Delta^2 y_t$ إذا كانت مستقرة تكون السلسلة $y_t \sim I(2)$ إذا كان الجواب لا $d > 2$ $y_t \sim I(d)$ وهكذا حتى نصل الى درجة الفروق التي تستقر عندها السلسلة.

1- اختبار ديكي-فيلر: (Dickey and Fuller (1979,1980)

ابتكر كل من ديكي وفيلر طريقة لاختبار استقرار السلسلة الزمنية أو لاختبار وجود جذر الوحدة. ويكون مبني على نموذج الانحدار الذاتي من الدرجة الأولى المعادلة 10:

$$y_t = \emptyset y_{t-1} + u_t \quad \text{المعادلة 10}$$

يتم اختبار ماذا كانت \emptyset تساوي 1 ومن هنا وجود جذر الوحدة. فرضية العدم $\emptyset = 1$:
والفرضية البديلة $H_1: \emptyset < 1$

شكل آخر للاختبار يمكن الحصول عليه بطرح y_{t-1} من صيغة المعادلة 10

$$y_t - y_{t-1} = (\emptyset - 1)y_{t-1} + u_t \quad \text{المعادلة 11}$$

$$\Delta y_t = (\emptyset - 1)y_{t-1} + u_t$$

$$\Delta y_t = \gamma y_{t-1} + u_t$$

حيث تمثل $\gamma = (\emptyset - 1)$ وفرضية العدم $H_0: \gamma = 0$ ، والفرضية البديلة $H_1: \gamma < 0$

حيث انه اذا كانت $\gamma = 0$ فان السلسلة تتبع مسار عشوائي.

اقترح ديكي وفولر معادلتين للانحدار يمكن ان تستخدم لاختبار جذر الوحدة. الأولى تتضمن قاطع في السلسلة ذات المسار العشوائي كما توضحه المعادلتين 11 و12:

$$\Delta y_t = \alpha_0 + \gamma y_{t-1} + u_t \quad \text{المعادلة 12}$$

والمعادلة الثانية تسمح للنموذج بأن يتضمن متجه زمني غير عشوائي.

$$\Delta y_t = \alpha_0 + a_2 t + \gamma y_{t-1} + u_t \quad \text{المعادلة 13}$$

2- اختبار ديكي فيلر الموسع: (The Augmented Dickey-Fuller)

حيث ان حد الخطأ في معادلة ديكي فيلر غالبا لا يكون ذا ضجيج ابيض، ديكي فيلر وسع الطريقة باقتراح تعديل للاختبار ليتضمن متباينات اضافية للمتغير التابع من اجل التخلص من الارتباط الذاتي. طول المتباينات في الحالات الثلاث يتحدد اما بمعيار اكيكا (Akaika) أو (AIC) information criterion او بمعيار شوارتز (SBC) (Schwartz Bayesian criterion) أو باستخدام اختبار الارتباط الذاتي لمضاعف لاجرانج (LM) والحالات الثلاثة الممكنة تعطى بالمعادلات 14-15-16:

$$\Delta y_t = \gamma y_{t-1} + \sum_{i=1}^p \beta_i \Delta y_{t-1} + u_t \quad \text{المعادلة 14}$$

$$\Delta y_t = \alpha_0 + \gamma y_{t-1} + \sum_{i=1}^p \beta_i \Delta y_{t-1} + u_t \quad \text{المعادلة 15}$$

$$\Delta y_t = \alpha_0 + a_2 t + \gamma y_{t-1} + \sum_{i=1}^p \beta_i \Delta y_{t-1} + u_t \quad \text{المعادلة 16}$$

3- اختبار فيليب بيرون The Philips-Perron:

توزيع اختبار ديكي فيلر وديكي فيلر الموسع مبني الافتراضات ان حد الخطأ مستقل احصائيا و يتضمن تباين ثابت. لذلك عند استخدام طريقة ديكي فيلر يجب ان نتأكد ان حد الخطأ غير مرتبط وانه يتضمن تباين ثابت. فيليب و بيرون (1988) طوروا تعميم لطريقة ديكي فيلر تسمح بوجود ارتباط ذاتي في حد الخطأ. ان طريقة فيليب بيرون هي تعديل لإحصائية t لديكي فيلر ليأخذ في الاعتبار قيود اقل على حد الخطأ.

المطلب الثالث: التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ

غالبا ما تتضمن دراسات الاقتصاد الكلي متغيرات غير مستقرة لذلك يجب استخدام الفروق لتحويلها الى سلاسل مستقرة. ولكن هذا الحل يواجه مشكلتين رئيسيتين:

- عند استخدام الفروق، اذا كان النموذج يحدد العلاقة بين y_t و x_t بطريقة دقيقة، ويتم اخذ الفروق لكلا المتغيرين إذا ضمنا سوف نأخذ الفروق لحد الخطأ في الانحدار. هذا ينتج سلسلة غير معكوسة من المتوسطات المتحركة لحدود الخطأ وهو ما ينتج عنه سلسلة من الصعوبات في التقدير؛
- المشكلة الثانية انه اذا تم اخذ الفروق للمتغيرات فإن النموذج لا يعطي حل فريد للعلاقة طويلة الأجل. بهذا نعني انه اذا تم أخذ قيمة محددة ل x اذا فإنه بغض النظر عن قيمة المقدمة ل y الحل الحركي ل y لا سوف يميل الى النقاء عند نقطة واحدة.

1- التكامل المشترك:

إن السعي لإيجاد نموذج يشمل كل من خصائص المدى القصير والمدى الطويل وفي نفس الوقت ويبقي على الاستقرار في كل المتغيرات أدى إلى إعادة النظر في مشكلة الانحدار باستخدام متغيرات محسوبة في المستوى. حيث أن المتغيرين غير المستقرين يكون حد الخطأ عبارة عن جمع بين الأخطاء المتراكمة، هذا التراكم من حدود الأخطاء عادة يسمى متجه عشوائي وعادة نتوقع انهما يتحدان لتكوين سلسلة غير مستقرة. ولكن في الحالة التي تكون فيها X و Y بينهما علاقة نتوقع انهما سوف يتحركان معا لذلك تكون متجه العشوائيين متشابهين.

التكامل المشترك اصبح شرط أساسي لأي نموذج اقتصادي مبني على بيانات سلاسل زمنية غير مستقرة. اذا كانت المتغيرات لا تتكامل تكامل مشترك فهذا معناه وجود مشكلة الانحدار الزائف والعمل القياسي يكون دون جدوى. فاذا كان هناك حقا علاقة طويلة الأجل بين X, Y اذا على الرغم من ان المتغيرات متزايدة عبر الزمن الا انه سيكون هناك متجه مشترك يربطها معا. للحصول على التوازن او علاقة طويلة الأجل موجودة، يتطلب ذلك تجمع خطي للمتغيرين X, Y يكون مستقر بهدف الكشف عن العلاقة طويلة الأجل أو علاقة التوازن، وهذا هو أساس مفهوم التكامل المشترك. هذا المفهوم قدم للمرة الأولى من قبل Granger(1981) وأضاف له (1986,1987) Phillips و (1987) Engel and Granger و (1987) Engel and Yoo و (1988) Johansen و (1990) Phillips and Ouliaris و (1988) Stock and Watson وآخرين. بالعمل في إطار نظام من متغيرين مع متجه تكامل مشترك واحد على الأكثر، Engel and Granger(1987) قدما تعريف التكامل المشترك بين متغيرين.

التعريف: السلاسل الزمنية X و Y يقال بانهما متكاملتان من الدرجة d, b حيث

$d \geq b \geq 0$ وتكتب $Y_t, X_t \sim CI(d, b)$ اذا كانت:

- كلتا السلسلتين متكاملتين من الدرجة d ؛
- يوجد مجموع خطي من هذه المتغيرات الذي هو متكامل من الدرجة $d-b$ ؛
- المتجه $[\beta_1, \beta_2]$ يطلق عليه متجه التكامل المشترك.

2- نموذج تصحيح الخطأ:

كما ذكر سابقا، عندما يكون هناك متغيرات غير مستقرة في نموذج الانحدار قد نحصل على نتائج زائفة. لذا اذا كانت X و Y كلاهما متكاملتان من الدرجة واحد (1) إذا قدرنا الانحدار:

الفصل الثالث: تحديد متغيرات ومنهجية الدراسة

$$Y_t = \beta_1 + \beta_2 X_t + u_t \quad \text{المعادلة 17}$$

يجب استخدام الفروقات لضمان الاستقرار للمتغيرات، ونموذج الانحدار سيكون:

$$\Delta Y_t = a_1 + a_2 \Delta X_t + \Delta u_t \quad \text{المعادلة 18}$$

في هذه الحالة نموذج الانحدار سيعطينا مقدرات صحيحة لكل من المعاملات a_1, a_2 ومشكلة الانحدار الزائف تكون حلت. لكن ما لدينا من المعادلة هو العلاقة في الاجل القصير بين المتغيرات، العلاقة طويلة الاجل تعطى بالمعادلة 19:

$$Y_t^* = \beta_1 + \beta_2 X_t \quad \text{المعادلة 19}$$

كما ذكر سابقا فإن كل من Y و X كلاهما متكاملتان من الدرجة الأولى ويكون هناك مزيج خطي لـ Y و X هو $I(0)$ اذا تكون Y و X متكاملتان تكامل مشترك. اذا في هذه الحالة فإن انحدار المعادلة غير زائف ويعطى المزيج الخطي بالمعادلة 20:

$$\hat{u}_t = Y_t - \hat{\beta}_1 - \hat{\beta}_2 X_t \quad \text{المعادلة 20}$$

والتي تربط Y و X في الاجل الطويل.

اذا كانت Y_t, X_t متكاملة تكامل مشترك، من حيث التعريف $u_t \sim I(0)$ اذا يمكن التعبير عن العلاقة بين Y_t, X_t بنموذج تصحيح الخطأ كما هو موضح:

$$\Delta Y_t = a_0 + b_1 \Delta X_t - \pi \hat{u}_{t-1} + e_t \quad \text{المعادلة 21}$$

وميزة انه يتضمن كل من معلومات العلاقة طويلة الاجل وقصيرة الاجل في هذا النموذج b_1 تأثير مضاعف (تأثير قصير الأجل) التي تقيس التأثير الفوري للتغير في X_t سوف يكون على التغير في Y_t . من ناحية أخرى π هي اثر ردود الفعل، او تأثير التكيف، ويوضح كم من اختلال التوازن يجرى تصحيحه كما يمكن توضيحه بالمعادلة رقم 22:

$$\hat{u}_{t-1} = Y_{t-1} - \hat{\beta}_1 - \hat{\beta}_2 X_{t-1} \quad \text{المعادلة 22}$$

3- ميزات نموذج تصحيح الخطأ:

نموذج تصحيح الخطأ مهم وواسع الانتشار للأسباب التالية:

- هو نموذج مناسب لقياس تصحيح اختلال التوازن في الفترة السابقة؛

الفصل الثالث: تحديد متغيرات ومنهجية الدراسة

- إذا كان هناك تكامل مشترك، يصاغ باستخدام الفروق الأولى والتي تزيل المتجه من المتغيرات الداخلة في النموذج، ويحل مشكلة الانحدار الزائف؛
 - الميزة الأخيرة والأكثر أهمية تأتي من الحقيقة أن حد خطأ اختلال التوازن هي متغير مستقر أي أن حالة التكيف في الأجل الطويل تمنع حد الخطأ من أن يكون كبيراً.
- 4- مراحل التكامل المشترك:** يعرف نموذج التكامل المشترك بالنموذج ذو الخطوتين أو المرحلتين وهي كالتالي:

الخطوة 1: اختبار درجة التكامل للمتغيرات

- من المتطلبات الضرورية للتكامل المشترك أن يكونا المتغيرين متكاملان من نفس الدرجة. و بالتالي الخطوة الأولى اختبار كل متغير لتحديد درجة التكامل. يمكن تطبيق اختبار DF و ADF لتحديد عدد جذور الوحدة (إن وجدت) لكل متغير. يمكننا تمييز ثلاث حالات الأمر الذي سيؤدي إما أن نتوجه إلى الخطوة التالية أو سيقترح التوقف.
- كلا المتغيرين مستقرين، ليس من الضرورة المضي قدماً، حيث أنه يمكن تطبيق طرق تقدير السلاسل الزمنية التقليدية؛
 - إذا كانت المتغيرات متكاملة من درجة مختلفة، من الممكن استنتاج أنهما غير متكاملتين؛
 - إذا كانا المتغيران متكاملة من الدرجة نفسها، ننتقل للخطوة الثانية.

الخطوة 2: تقدير العلاقة طويلة الأجل.

- إذا كانت نتائج الخطوة الأولى تشير أن كلا المتغيران متكاملان من نفس الدرجة تكون الخطوة الثانية أن تقدر العلاقة التوازنية للأجل الطويل كما أشارت إليه المعادلة 17:

$$Y_t = \beta_1 + \beta_2 X_t + u_t \quad \text{المعادلة 17}$$

و الحصول على سلسلة البواقي للمعادلة.

- إذا لم يكن هناك تكامل مشترك النتائج المتحصل عليها ستكون زائفة ولكن إذا كانت المتغيرات متكاملة تكامل مشترك، فإن مقدرات متنسقة لمعاملات التكامل المشترك $\hat{\beta}_2$.

الخطوة 2: تحقق من وجود التكامل المشترك في درجة تكامل البواقي.

الفصل الثالث: تحديد متغيرات ومنهجية الدراسة

لتحديد ما إذا كانت في الواقع المتغيرات متكاملة تكامل مشترك، يرمز للبواقي المقدر من المعادلة برمز \hat{e}_t ، وبذلك تكون \hat{e}_t هي السلسلة للبواقي المقدر للعلاقة طويلة الأجل. إذا كان هذه الانحراف عن هذا التوازن مستقر إذا ان X_t و Y_t متكاملتان تكامل مشترك.

نقوم باجراء اختبار ديكي فيلر على سلسلة البواقي لتحديد درجة التكامل. شكل اختبار ديكي فيلر توضحه المعادلة 23:

$$\Delta \hat{e}_t = a_1 \hat{e}_{t-1} + \sum_{i=1}^n \delta \Delta \hat{e}_{t-1} + v_t \quad \text{المعادلة 23}$$

حيث ان \hat{e}_t بواقي لا تتضمن قاطع او متجه زمني. القيم الحرجة تكون سالبة وعادة ما تكون حول القيمة -3.5

5- تقييم طريقة انجل-جرنجر: من أبرز مميزات اختبار انجل-جرنجر انه بسيط للفهم وللتطبيق، كما أن نتائجه على درجة كبيرة من الدقة. ويمكن حصر عيوب النموذج من خلال النقاط التالية:

- عند تقدير العلاقة طويلة الأجل، فإن تحديد المتغير التابع واستخدام الآخر كمفسر فإن الاختبار لا يحدد السبب الذي على ضوءه تم تحديد أي منهما كتابع والآخر كمفسر. على سبيل المثال، في حالة متغيرين فقط t و X_t بمعنى: $Y_t = \alpha + \beta X_t + u_{1t}$ أو اختيار العكس أي $X_t = \alpha + \beta Y_t + u_{2t}$
- إذا كان هناك أكثر من متغيرين، قد يكون هناك أكثر من علاقات تكامل مشترك، وطريقة انجل-جرنجر لا يستطيع التعامل مع هذه الإمكانيات؛
- ان الاختبار يعتمد على مقدرات لخطوتين، الأولى لتقدير البواقي والثانية لتقدير الانحدار للسلسلة الزمنية للسلسلة لمعرفة ماذا كانت السلسلة مستقرة. لذلك فإن أي خطأ في الخطوة الأولى سوف ينعكس على الخطوة الثانية.

الخلاصة:

إن دراسة أثر الانفتاح والتحرير المالي على التذبذب في أسواق الأوراق المالية تستوجب تحديد طبيعة العلاقة بين المتغيرات، لذلك خصص الفصل الثالث لوضع الاطار المنهجي للدراسة القياسية، وتحديد المؤشرات المعبرة عن متغيرات الدراسة، وتم اختيار مؤشرات العولمة المالية للتعبير عن المتغيرات المفسرة والانحراف المعياري للأسعار للتعبير عن مستويات التذبذب. لكن معظم السلاسل الزمنية للاقتصاد الكلي ذات متجه وبناءً على ذلك معظمها غير مستقرة، أما المشكلة مع البيانات الغير مستقرة هي أن طريقة المربعات الصغرى العادية تؤدي الى نتائج غير صحيحة. في هذه الحالات من الممكن الحصول على معامل تحديد مرتفع R^2 وقيم مرتفعة من الإحصائية T بينما المتغيرات المستخدمة في التحليل لا تربطها أي علاقة، ويمكن تفادي ذلك باستعمال إحدى آليات الاقتصاد القياسي وهي منهجية التكامل المشترك بغرض اختبار العلاقة بين مؤشرات العولمة المالية والتذبذب. وقد خصص الفصل الرابع لدراسة هذه العلاقة في سوق أوراق مالية متطور وهو السوق الفرنسي.

الفصل الرابع
دراسة قياسية لأثر مؤشرات
الانفتاح على التذبذب في
السوق الفرنسي

تمهيد:

بعد العرض النظري لموضوع الانفتاح المالي والآثار المترتبة عن إزالة الحواجز والاندماج في العولمة، يخصص هذا الفصل للتحليل القياسي لظاهرة التذبذب بالاعتماد على خطوات المنهج الاقتصاد القياسي. كما يتضمن هذا الفصل محاولة تحديد مدى تأثير سوق رأسمالي متطور بمؤشرات العولمة المالية باستخدام منهجية التكامل المشترك ل: أنجل-غرانجر بهدف تحديد العلاقات السببية بين مختلف المتغيرات، وصياغة نموذج قياسي يحدد مدى تأثير التذبذب في أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق الفرنسي بمؤشري التدفقات المالية الخارجية وإجراءات والقيود على حركة السلع ورؤوس الأموال في الاقتصاد الفرنسي خلال الفترة: 1991-2017 وذلك من خلال العناصر التالية:

المبحث الأول: سوق الأوراق المالية الفرنسية؛

المبحث الثاني: دراسة لأثر مؤشرات العولمة المالية على تذبذب أسعار الأوراق المالية في مؤشر (cac 40) بالاعتماد على منهجية أنجل-غرانجر.

المبحث الأول: سوق الأوراق المالية الفرنسية

يعتبر السوق الفرنسي من أهم أسواق الأوراق المالية في العالم، وهو يحتل المرتبة الثانية في أوروبا بعد السوق البريطاني. وقد مر هذا السوق بعدد من المراحل قبل وبعد الاتحاد الأوروبي ويمكن التعرف على هذا السوق من خلال النقاط التالية:

- تتمثل هذه السوق بشكل رئيسي في بورصة باريس، حيث يتم تداول الأوراق المالية عن طريق شركات أعضاء البورصة الذين يطلق عليهم (sociétés de bourse). أما ما يميز السوق الفرنسي هو أنه سوق واحد يشمل البورصات الفرنسية التي تنتشر مجموعة من المدن الفرنسية وهي: باريس، بوردو، ليل، ليون، مرسيليا، نانت و نانسى، وهذه البورصات تمثل نظاما متكاملًا تخضع لنفس السلطات والقواعد وإجراءات التعامل ونشر البيانات، وتتم المتاجرة بالأوراق المالية في هذه الأسواق تحت نظام إلكتروني مركزي يعرف باسم (CAC)، وهذا النظام يسمح لكل أعضاء شركات البورصة من المتاجرة في الأوراق المالية في كل أنحاء فرنسا.
- ويعتبر السوق الفرنسي من أهم أسواق الأوراق المالية في العالم، وهو يحتل المرتبة الثانية في أوروبا بعد السوق البريطاني. وقد مر هذا السوق بعدد من المراحل قبل وبعد الاتحاد الأوروبي. وهي إحدى الفروع التابعة لأسواق (NYSE euronext) الأوروبية ويطلق عليه: (NYSE Euronext paris)، لكن يمكن استخدام تسمية بورصة باريس للتوضيح فقط حيث لا يوجد في الواقع بورصة باريس مستقلة وإنما في الواقع هناك اتحاد أسواق الأورونكست. ويخصص هذا المبحث من خلال ثلاث مطالب لعرض بورصة باريس ظهورها وتطورها في المطلب الأول، والمطلب الثاني يخصص لدراسة هيكل وتنظيم بورصة باريس وكيفية التعامل فيها، أما أهم منتجاتها المالية والمؤشرات تعرض في المطلب الثالث.

المطلب الأول: بورصة باريس نشأتها وتطورها

أنشأت أول بورصة لتداول الأوراق المالية في فرنسا في مدينة ليون سنة 1462 ثم انتقلت رسميا إلى باريس عام 1724 في فندق (Hôtel de Nevers)، وفي 04 نوفمبر 1826 افتتحت بورصة باريس بشكل دائم في قصر (Brongniart). ولقد عرفت بورصة باريس منذ ظهورها فترات متعاقبة من الازدهار والركود، وقد مرت بعدة مراحل تخللتها الكثير من الإصلاحات الهيكلية، خاصة عند تشكل اتحاد الأسواق الأوروبية "اليورونكست" في عام 2000، حيث لم يعد من الممكن الحديث عن بورصة باريسية مستقلة. يهدف هذا المطلب بشكل رئيسي إلى التعريف

ببورصة باريس وتاريخ ظهورها وتطوراتها المختلفة من بداية عملها كبورصة إلى غاية اتحادها مع باقي البورصات الأوروبية "اتحاد Euronext" ثم اتحادها مع بورصة نيويورك "اتحاد NYSE Euronext".

1. نشأة وتطور بورصة باريس:

ظهرت أول بورصة في فرنسا بمدينة ليون واعتبرت الأقدم والأكثر أهمية لمدة طويلة في فرنسا، إذ أن بورصة فرنسا لم تحظ بالأهمية القصوى إلا بدء من عام 1639 عندما ظهر عملاء الصرف الذين تخصصوا في موضوع خصم الكمبيالات التجارية، وتأكد هذا النجاح بعد مائة عام تقريبا 1724 عند إصدار التنظيم الملكي لبورصة باريس [الخضيري، 2006، ص69]. وبالتحديد في 24 سبتمبر 1724 إذ تأسست بورصة باريس بموجب القرار الصادر عن مجلس الحكومة التابع للملك. وبعد قيام الثورة الفرنسية عام 1789 والانقلابات الجذرية على أغلب الأصعدة، أدى اقتصاد الحرب لخلق حالة من التضخم القوي وانهيار العملة الفرنسية، ونتيجة لذلك أغلقت البورصة ولم تتمكن الحكومية من تسديد ديونها العامة. ونتج عن ذلك احجام الطبقة الأرستقراطية والبرجوازية التقليدية عن الاستثمار وزيادة حذرهم اتجاه الادخار، واتجهت هذه الطبقة لتركيز أموالهم وثروتهم في المجال العقاري، وفي الوقت ذاته تمكنت الطبقة البرجوازية الصناعية والتجارية من خلق ثروتها عن طريق المضاربة وبيع الممتلكات والتجهيزات وتمويل صفقات الأسلحة، وأهم من كل ذلك استغلالها للبلدان المستعمرة. [أدم، 2001، ص107] وخلال هذه الثورة تم غلق البورصة مرتين. ونتيجة للإصلاحات التي شرع تطبيقها مع مطلع القرن 19م والتي شملت عدة مؤسسات أدت إلى انطلاق بورصة باريس وتطورها فيما بعد، ويمكن ملاحظة ثلاث مراحل أساسية لتطور بورصة باريس وذلك من خلال ملاحظة النسبة بين الرسملة البورصية وبين الناتج المحلي الخام:

- المرحلة الأولى (النشأة) من سنة 1802 إلى 1850، كانت نشأتها برسملة أقل من 10%؛
- المرحلة الثانية (التطور) من سنة 1850 إلى 1870 تجاوز الوزن الاقتصادي لبورصة باريس 20%.
- المرحلة الثالثة (النضج) أين أصبحت الرسملة البورصية لسوق باريس حوالي 40%.

2. تطور بورصة باريس:

خلال 150 سنة ساهمت بورصة باريس في تطور الاقتصادي الفرنسي وذلك بتمويل عدد كبير من المشاريع الكبيرة كإنشاء السكك الحديدية إلى جانب تمويل الحملات الاستعمارية خاص قبل الحرب العالمية الأولى، ونشير إلى أنه ولغاية سنة 1830 لم يتم إنشاء شركات المساهمة بسبب ضعف التطور الاقتصادي وهشاشة النظام البنكي إلى جانب الطابع العائلي للمؤسسات، غير أن التطور الصناعي الذي حدث بداية من سنة 1830 أدى إلى الانطلاق في عملية طرح الأسهم خاصة من طرف المؤسسات العاملة في مجال السكك الحديدية والبنوك والمناجم والكيمياء، [Goyeau, Tarazi, 2006, P 4] والتي تجمع بين التمويل الكبير والفوائد الصناعية الضخمة والادخار الخاص وكذلك رؤوس الأموال الأجنبية. وارتفعت القيمة الإجمالية للمحفظة الفرنسية في البورصة - المقدر ب: 4 مليارات فرنك عام 1850 أي أقل من 6% من إجمالي ثروة القطاع العائلي الفرنسي - إلى 35 مليار فرنك في عام 1880، أي ما يقارب 22% من ثروة القطاع الفرنسي المذكور. وفي النصف الثاني من القرن التاسع عشر أدى الازدهار المتحقق في قطاع البناء وظهور الشركات المتخصصة بهذا القطاع، وكذلك التطور الكبير في الخدمات العامة وظهور أعداد كبيرة من البنوك، إلى توسع كبير في البورصة [Goyeau, Tarazi, 2006, P 10]. أثرت الحرب العالمية الأولى سلبا بورصة باريس مما جعل نشاطها يتراجع مع أواخر القرن التاسع عشر بعد بورصة نيويورك وطوكيو ولندن، كما أن الحرب كانت السبب وراء إفلاس العديد من المدخرين الفرنسيين الذين قاموا بالاستثمار في القيم الأجنبية خاصة في روسيا والبلقان، إذن يمكن القول أن التضخم الشديد الذي عقب الحرب العالمية إلى جانب أزمة الكساد عام 1929 تسببا في هروب المتعاملين من البورصة وفقدان الثقة في المؤسسات المالية عموما. ساعد التطور العلمي والتكنولوجي في القرن العشرين على زيادة الوزن النسبي للشركات الصناعية المسجلة في البورصة مقارنة بالأنواع الأخرى من الشركات، ليس فقط في بورصة باريس وإنما في كافة البورصات الدولية. ففي الحقيقة ساعدت زيادة الادخار المتحقق في القطاع العائلي في بريطانيا وفرنسا والولايات المتحدة واليابان على زيادة الإصدارات الأجنبية الجديدة وبالطبع عادت وانخفضت هذه الأخيرة في الفترة ما بين الحربين العالميتين. ويمكن عرض أهم نقاط التحول في البورصة الفرنسية من خلال النقاط التالية:

• جاءت إصلاحات عام 1984 بهدف إنشاء سوق مالي قوي وتم ذلك بتوحيد السوق النقدي لإجراء سياسة نقدية مضادة للتضخم، وتخفيف الرقابة على سعر الصرف سنة 1986 وذلك لإدماج السوق المالي الفرنسي بالأسواق العالمية. وفي هذه المرحلة ظهرت أسواق جديدة في فرنسا أهمها أسواق للمشتقات سنة 1987. في سنة 1988 تم تطبيق قانون لإلغاء احتكار الوساطة في السوق بين السماسرة. كما كانت بورصة باريس تدار من طرف شركة أعوان الصرف (la compagnie des agents de change) التي كانت تهيمن وتحتكر عمليات التسعير، كما قامت فرنسا بعدة تعديلات شملت إدارة البورصة، حيث حلت مؤسسة البورصة الفرنسية (Société de la Bourse Française) SBF محل شركة أعوان الصرف. وهذه الإصلاحات التي تهدف لتحديث سوق الأوراق المالية الفرنسية تتمثل في الخطوات التالية:

[Lamy,1995, P 237]

• **1991-1986:** تنفيذ السوق مستمرة، وذلك بالاعتماد على نظام التداول الإلكتروني CAC (Cotation assistée en continu) بدل أسلوب التداول بالمناداة، ويسمح النظام بالقيام بعملية التسعير والمتابعة المستمرة للبورصة؛

• **1989-1988:** إصلاح وضع تجار الأوراق المالية وعمولات التداول الحر؛

• **1991:** بداية استخدام نظام التسوية RELIT (Règlement-livraison de titres)؛

• **1995:** استبدال نظام التداول عن طريق CAC بالنظام الجديد للتداول (Nouveau Système de cotation) NSC هو نظام التداول بقيادة الأوامر إذ يقوم بجمعها في دفتر الأوامر المركزي الذي يحدد الأسعار التي يتم تنفيذها؛

ساعدت هذه الاجراءات على استعادت البورصة خلال التسعينات لموقعها، ودعمت اتجاهات التحرير المالي التي تبنتها فرنسا خلال هذه الفترة. وفي 01 جوان 1999 اندمجت بورصة باريس مع مختلف الأسواق الفرنسية لتشكل مؤسسات بورصة باريس (Les Sociétés Paris Bourse SBF). وفي سنة 2000 تم دمج بورصة باريس مع بورصتي أمستردام وبروكسل لتكون بورصة Euronext.

3- تدابير تدويل أسواق المال الفرنسية: دعت إدارة الاقتصاد الفرنسي مؤخرا إلى الأخذ بالتدابير اللازمة لتدويل أسواق المال الفرنسية عن طريق الخطوات التالية: [النجار، 1998-1999 ص 152]

- تبسيط إجراءات تداول الأوراق المالية؛
- زيادة كفاءة المقاصة بالبورصة؛
- زيادة ثقة المستثمرين في البورصة؛
- جذب الاستثمارات الدولية؛
- زيادة ساعات التداول في البورصة؛
- زيادة المعلومات للمستثمرين؛
- تخفيض الرسوم والضرائب على الأوراق المالية؛
- إعطاء حريات للوسطاء الماليين للعمل مثل نموذج بورصة نيويورك

المطلب الثاني: اتحاد أسواق المال الأوروبية (NYSE Euronext)

كان انشاء الاتحاد الأوربي نقطة تحول بالنسبة لأسواق الأوراق المالية الأوروبية ويمكن توضيح هذه التحولات من خلال النقاط التالية:

1- نشأة اتحاد أسواق المال الأوروبية:

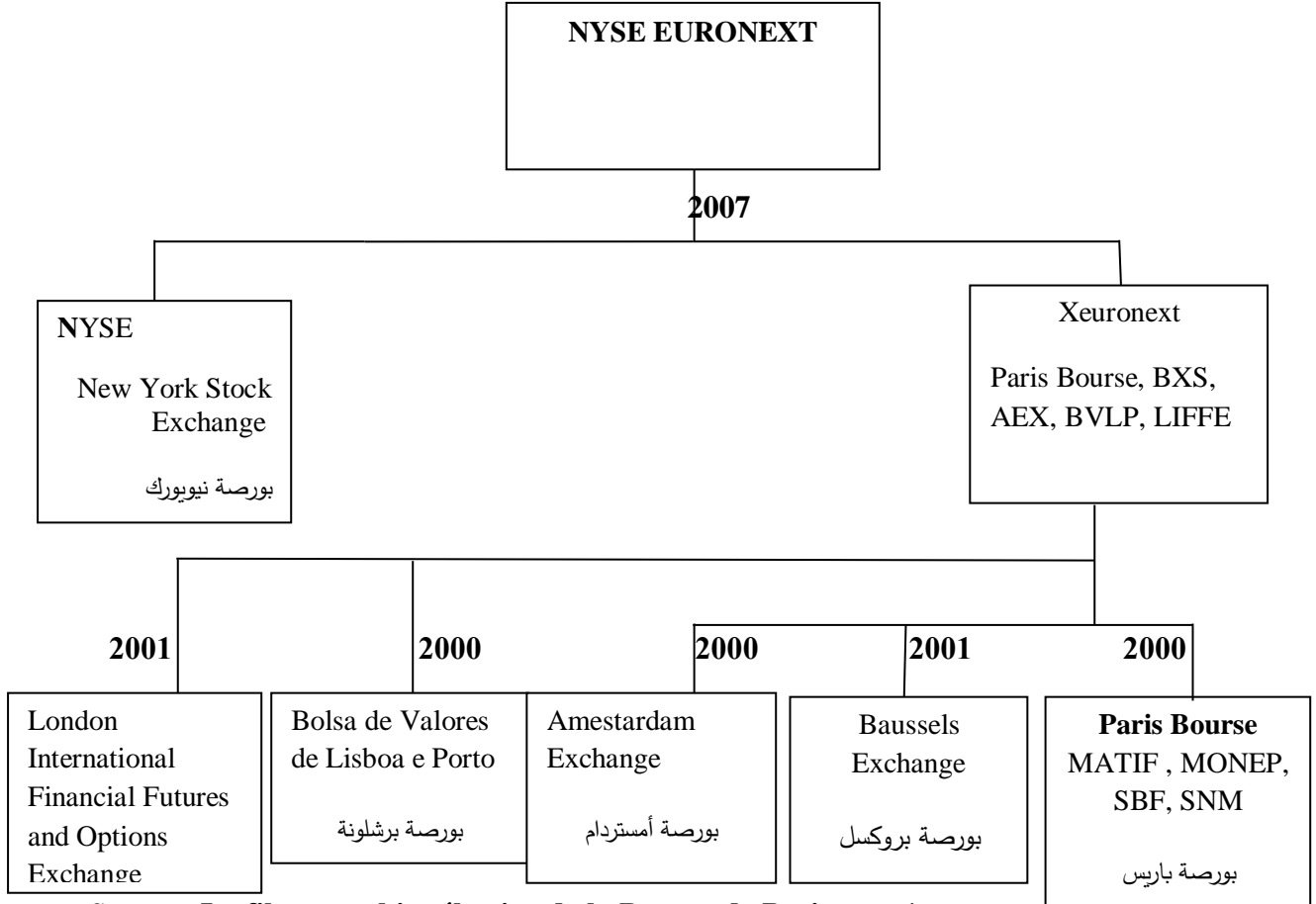
كانت سنة 2000 بداية الاتحاد بين ثلاث بورصات أوروبية وهي بورصة أمستردام (Amsterdam Exchange) وبورصة بروكسل (Brussels Exchange) وبورصة باريس (Les Sociétés Bourse de Paris) لتشكل أول اتحاد للبورصات الأوروبية وهي بورصة يورونكست (Euronext) وذلك لتوحيد العمليات. وكانت نسبة مشاركة كل بورصة من البورصات الثلاثة المكونة للاتحاد كالتالي: بورصة باريس تمثل 60 % من القيمة الإجمالية، بورصة أمستردام 32 % أما بورصة بروكسل 8 %، ولقد بلغ رأس مال اليورونكست عند تأسيسها 2.424 مليار يورو. وفي عام 2001 اندمجت سوق المشتقات بلندن مع مجموعة البورصات البرتغالية. وكانت الأهداف من وراء هذا الاتحاد:

- هو إنشاء أول سوق رأسمالي متكامل في أوروبا؛
- التقليل تكاليف المعاملات وزيادة السيولة؛
- الالتزام بالمعايير العالمية للأسواق المالية في مجال خدمات الوساطة المالية والمعلومات والتداول والمقاصة والتسوية؛
- السعي إلى إقامة تحالفات تعزز من كفاءة سوق رأس المال الأوروبي وتوسع نطاقه؛
- تقديم خدمات متميزة للوسطاء والمستثمرين ومصدري الأوراق المالية، وقد ساعد التشابه في الهياكل القانونية للشركات والأسواق ووجود غرفة المقاصة على تسهيل عملية الاندماج. [www.euronext.com/fr/regulation]

وفي 22 ماي 2006 عرضت مجموعة (NYSE) المالكة لبورصة نيويورك، 8 مليار يورو نقدا وأسهما لمجموعة اليورونكست، وتقرر الاندماج بتصويت أغلبية المساهمين (98.2%) مع موافقة الجهات التنظيمية. وقد تم الانتهاء من الاندماج في 04 أبريل 2007، تشكيل بورصة نيويورك يورونكست (NYSE Euronext) ومقرها مدينة نيويورك ولكن بعمليات أوروبية ومنصة التداول في باريس. ويمكن توضيح البورصات المشكلة لها من خلال الشكل (4-11)

الشكل رقم (4-11)

البورصات المشكلة لـ NYSE Euronext



Source : La filmographie sélective de la Bourse de Paris, sur site: www.Finance.sia-partners.com.

2- هيكل وتنظيم يورونكست باريس Euronext Paris:

حتى عام 1986 كان تداول الأوراق المالية تقتصر على السماسرة، الذين كانوا موظفين عموميين. وكانت تجمعاتهم اليومية حول التفاوض والتداول في شكل مزادات، كما كان نظام التداول يتطلب وجودا شخصيا. وفي باريس، تم إدراج الأسهم الأكثر واحتكار تداول الأوراق المالية من قبل الوسطاء والسماسرة. وفي عام 1988، تم استبدال شركات الوسطاء بثلاث مؤسسات بورصية، ثم في 1996، تم اعتماد قانون التوجيه الأوروبي بشأن الخدمات الاستثمارية، حيث تم تحديث الأنشطة المالية، وإنشاء مجلس الأسواق المالية (CMF). أما في عام 2001 تم إنشاء هيئة السوق المالية (AMF). ولذلك يخصص هذا المطلب إلى الهيكل الحالي المسؤول عن تنظيم بورصة باريس، وأنواع المتعاملين فيها وكيفية عمل هذا السوق.

1-2 الهيكل التنظيمي لسوق رأس المال الفرنسي:

لضمان التشغيل السليم لسوق رأس المال الفرنسي فإنه وضعت تحت مسؤولية مؤسسات مختلفة، من بينهم مؤسستان مهمتان في التنظيم وهما: شركة اليورونكست والتي تدير تداول الأوراق المالية، وهيئة السوق المالية (AMF) وأنشأت بالاندماج كل من CMF، COB و CDGF وهي المسؤولة عن التحقق من المعلومات المنشورة من قبل الشركات، وتضمن أن كل فئة من فئات المستثمرين يمكنها الحصول على نفس المعلومات، كما أنها تحدد وتفرض لوائح الأوراق المالية ويمكن توضيح ذلك من خلال النقاط التالية: [Pilverdier, Hamet,2001, PP 145-149]

أولاً: هيئة السوق المالية (AMF): وهي هيئة عامة مستقلة ذات استقلال مالي وإداري كما أنها تعتبر السلطة التنظيمية للأسواق المالية الفرنسية. وقد تم تأسيسها بموجب القانون رقم 706-2003 من 01 أوت 2003 كمل الشروع بموجب المرسوم رقم 1109-2003 من 21 نوفمبر 2003. "وهي هيئة عامة مستقلة ذات شخصية اعتبارية، تضمن حماية المدخرات المستثمرة من أدوات مالية واستثمارات أخرى وتعطيها مكان للاكتتاب العام وتوفير المعلومات للمستثمرين وأداء الأسواق المالية، كما تساعد على تنظيم هذه الأسواق على المستويين الأوروبي والدولي الهدف من هذا الإصلاح هو إعطاء المزيد من السلطة للمنظم الفرنسي لمعاقبة الجرائم الناشئة عن انتهاك اللوائح وإزالة التقسيم في المؤسسات المنظمة التي لا تسهل الحوار مع الهيئات التنظيمية الأوروبية والأجنبية أو مع الشركات المصدرة والمستثمرين وكما ذكرنا سابقاً هيئة السوق المالية أنشأت بعد اندماج المؤسسات التنظيمية التالية:

- **السلطة المهنية: مجلس الأسواق المالية (CMF):** تأسس مجلس الأسواق المالية بموجب قانون عام 1996 وهو ناتج عن الاندماج كل من مجلس البورصات ومجلس أسواق العقود الآجلة، وهي التي تمارس السلطة على الأسواق الفرنسية من خلال تحديد المبادئ العامة المنظمة لها وقواعد تشغيل الأسواق المنظمة. تمتد أعمالها لتشمل جميع المعاملات التي تتم من قبل مؤسسات الائتمان وشركات الاستثمار في الأسواق المنظمة والأسواق خارج البورصة.
- **لجنة مراقبة العمليات المالية للبورصة (COB):** وهي سلطة إدارية مستقلة تم إنشاؤها في سنة 1967، وهي المشرفة على السوق المالي الفرنسي. إلى أن تم دمجها مع باقي

المؤسستين لتشكيل AMF. وهي مسؤولة عن ضمان السير الحسن للمعاملات في السوق الرأسمالي الفرنسي، بما في ذلك انتظام المعاملات والامتثال للمساواة مع أصحاب المصلحة للمعلومات المتاحة.

- المجلس التأديبي للإدارة المالية (CDGF): وهي مؤسسة فرنسية سابقة مهمتها معاينة صناديق الاستثمار المشتركة، وضمان حماية المستثمر.

ثانيا: شركة السوق (Euronext Paris SA): استطاع الدخول إلى (Paris Bourse SBF SA) بعد اندماج بورصة باريس مع أمستردام وبروكسل. وهي إحدى الشركات التابعة لـ (Euronext) وهي مسؤولة عن تنظيم وضمان عمل سوق الأوراق المالية الفرنسية. فإنها تؤمن قواعد السوق وهذا بموافقة مجلس الأسواق المالية، وإعلان عن قبول الأوراق المالية القائمة، تقبل طلبات العضوية، وتدير أنظمة الكمبيوتر للتداول العام مع إشهار المفاوضات. ويسجل أيضا المفاوضات بين أعضاء السوق، من خلال غرفة تبادل المعلومات، وتضمن تسديد الأوراق المالية المباعة، وتسليم الأوراق المالية المتداولة. أما المهام التي تقوم بها اليورونكست يمكن عرضها من خلال النقاط التالية:

- إدارة تداول الأوراق المالية (الأسهم والسندات)؛
- إدارة تداول المشتقات المالية؛
- رسوم التداول والمعاملات؛
- إدارة عملية التسوية والتسليم والإيداع في (Euroclear) وهي الشركة دولية للإيداع والتسوية والتسليم السندات والأسهم وصناديق الاستثمار أو التعاون مع الشركة التابعة؛
- إدارة عمليات التداول العام؛
- توفير البيانات للمستخدمين؛

2-2 المتعاملون في سوق رأس المال الفرنسي:

ويمكن تصنيف المتعاملين في بورصة باريس إلى الأصناف التالية:

- الشركات المدرجة أو المسعرة: وهي الشركات التي فتحت كل أو جزء من رأسمالها للاكتتاب، وتخضع كل الشركات المدرجة في يورونكست باريس للسلطات التنظيمية

الوطنية الفرنسية. وقد تم توزيع جميع الشركات المدرجة في أسواق (NYSE Euronext Paris) بتاريخ 31 ديسمبر 2012 حسب الجدول رقم (4-11):

الجدول رقم (4-11)

عدد الشركات المدرجة في كل قسم من السوق الرأس المالي الفرنسي.

أقسام السوق الرأس المالي الفرنسي	عدد الشركات المدرجة في كل قسم
يورونيست A	115
يورونيست B	130
يورونيست C	280
NYSE Alternext	171
السوق الحرة	256

Source :europeanequities.nyx.com/fr/listings/faq/nyse-euronext

- **المستثمرين:** يمتلكون جزء من رأس المال المستثمر في البورصة من خلال صك قابل للتداول، وهي الأسهم أو السندات. ويمكن التمييز نوعين من المستثمرين وهما: عارضي الأوراق المالية وطالبيها. فالنوع الأول مكون من مؤسسات عامة وخاصة، سواء أن كانوا مقيمين في فرنسا أو غير المقيمين بها، هدفهم الحصول على تمويل. أما طالبي الأوراق المالية وقد يكونوا المستثمرين أفراد أو شركات أو مؤسسات استثمارية.
- **الوسطاء الماليين:** هناك نوعين من الوسطاء: شركات الاستثمار ومؤسسات الائتمان (بنوك ومصارف الادخار... الخ)، ويتم إسناد إليها الأوامر التي جمعت من شركات الوساطة (أو السماسرة) وتقوم بتسجيل الأوامر المعطاة من قبل المستثمرين، ونقلها للسوق وضمان تنفيذها. هؤلاء الوسطاء الماليين يخضعون لقواعد الترخيص والتشغيل والمراقبة. وهم المسؤولين عن التسوية والتسليم بين البائعين والمشتريين في غضون فترة زمنية محددة.

المطلب الثالث: مؤشر السوق (CAC40):

يخصص هذا المطلب لدراسة مؤشر السوق "CAC40" والذي يعتبر المؤشر الذي يضم أكبر المؤسسات الفرنسية من حيث رأس المال ومن حيث حجم التداول، لذلك فإنه يكتسي أهمية خاصة لدى المستثمرين والباحثين.

1- تعريف مؤشر السوق "CAC40":

تم تركيب مؤشر "CAC40" من طرف (Compagnie des Agents de Change) مؤسسة وكلاء الصرف سنة 1988م في بورصة "باريس" ثم أصبح يسمى بالتسعير المرافق المتواصل (Cotation Assisté en continue). وهو يضم أربعين أكبر مؤسسة فرنسية مسجلة في اليورونكست وهو مؤشر يعتمد على التعويم الحر حسب القيمة السوقية لرأسمال المؤسسة في البورصة.

2- حساب مستوى مؤشر السوق (CAC40):

يحسب مستوى مؤشر "CAC40" كل خمسة عشر (15) ثانية حسب التعويم الحر وذلك حسب العلاقة الموضحة بالمعادلة التالية:

[www.Euronext.com/cac40 index description]

$$I_t = 1000 \times \frac{\sum_{i=1}^N Q_{i,t} F_{i,t} f_{i,t} C_{i,t}}{K_t \sum_{i=1}^N Q_{i,0} C_{i,0}}$$

حيث أن:

t: يوم إجراء الحساب؛

N: عدد المؤسسات المكونة للمؤشر؛

$Q_{i,t}$: عدد أسهم المؤسسة i في اليوم t؛

$F_{i,t}$: التعويم الحر للمؤسسة i؛

$f_{i,t}$: المعامل الحر للمؤسسة i؛

$C_{i,t}$: سعر السهم للمؤسسة i في اليوم t؛

$Q_{i,0}$: عدد أسهم المؤسسة i في 31 ديسمبر 1987؛

$C_{i,o}$: سعر أسهم المؤسسة i في 31 ديسمبر 1987؛

K_t : معامل التعديل في نفس التاريخ (اليوم t).

3- إدارة مؤشر السوق "CAC40": يشرف على إدارة مؤشر "CAC40" مجلس خاص يجتمع أربعة مرات في السنة للاضطلاع بالمهام التالية:

- التأكد أن المؤسسات المكونة للمؤشر تطابق معايير الانضمام للمؤشر؛
- تحديد معاملات التعويم الحر لكل مؤسسة؛
- تحديد عامل السقف "Capping factor" الذي لا يتجاوز أكثر من 15%؛
- تحديد المؤسسات الداخلة للمؤشر والمؤسسات الخارجة منه: يتم اختيار أربعين أول مؤسسة على أساس معيارين هما:
 - 1- معامل التعويم الحر على أساس القيمة السوقية؛
 - 2- سرعة حركة السهم.

يتم إعلان هذه التعديلات في ثالث جمعة من شهر مارس، جوان، سبتمبر وديسمبر بعد انتهاء يوم التداول.

4- تكوين مؤشر السوق "CAC40": خلال اجتماع المجلس يقوم الأعضاء بتحديث قائمة المؤسسات المكونة لمؤشر "CAC40" وذلك حسب المراحل التالية:

- وضع قائمة لمائة أكبر مؤسسة فرنسية مسجلة في اليورونكست من حيث القيمة السوقية: تحسب القيمة السوقية بالاعتماد على سعر السهم في نفس يوم انعقاد الاجتماع، أما عدد الأسهم يتم تحديثه في حالة إصدار أسهم جديدة أو في حالة سحب أسهم من التداول:

$$\text{القيمة السوقية} = \text{عدد الأسهم} * \text{سعر السهم}$$

- إختيار أول أربعين مؤسسة من حيث سرعة تداول أسهمها: يتم تحديد الأربعين مؤسسة الأولى وفقا للترتيب الذي ينتج عن تطبيق العلاقة التالية:

$$\text{سرعة حركة السهم} = \text{مجموع حجم التداول اليومي لمدة 12 شهر الأخيرة}$$

- إعطاء وزن لكل مؤسسة مدرجة في المؤشر: بعد إختيار الأربعين مؤسسة التي ستشكل المؤشر، يحسب وزن كل مؤسسة بناءً على التعويم الحر بشرط أن لا يتعدى وزن المؤسسة الواحدة أكثر من خمسة عشر بالمائة (15%) من القيمة السوقية الإجمالية للأربعين مؤسسة المدرجة في المؤشر، ذلك حتى يبقى المؤشر موضوعيا ويعكس الأداء العام لكل

المؤسسات المكونة للمؤشر. ويحسب وزن كل مؤسسة حسب العلاقة الموضحة بالمعادلة التالية:

$$\text{وزن المؤسسة (i)} = \frac{\text{القيمة السوقية للمؤسسة ()}}{\text{القيمة السوقية للأربعين مؤسسة المدرجة في CAC}}$$

المبحث الثاني: دراسة قياسية لأثر مؤشرات العولمة المالية على تذبذب أسعار الأوراق المالية في مؤشر (cac 40) بالاعتماد على منهجية أنجل-غرانجر

لدراسة العلاقة طويلة بين مؤشرات العولمة المالية حسب البيانات المنشورة لمؤشر كوف للعولمة حول مؤشر التدفقات الحقيقية كمتغير مستقل ومؤشر القيود على التدفقات كمتغير مستقل وتذبذب أسعار الأوراق المالية للشركات المسعرة في مؤشر (cac 40). تم اختيار الفترة 1991 إلى سنة 2017 وذلك لسببين بداية استعمال أسلوب التسعير المستمر بالمؤشر (cac 40) وبداية سياسة الانفتاح المالي الخارجي في الاقتصاد الفرنسي. وقد استعملت المعطيات المنشورة عن أسعار الأوراق المالية للشركات المسعرة في المؤشر الفرنسي بالأسعار اليومية لحساب تذبذب الأسعار باستعمال الانحراف المعياري للمعطيات اليومية عن الأسعار الفعلية المنشورة عن أيام العمل الرسمية على امتداد 27 سنة بموجب 9180 مشاهدة قسمت لسداسيات، ثم تستعمل بيانات كل سداسي لحساب التذبذب نصف السنوي. وتهدف هذه الدراسة لتحديد تأثير التذبذب في مؤشر السوق الفرنسي (cac 40) بمتغيرين من متغيرات العولمة المالية التي تم اختيارها للتعبير عن مستويات الانفتاح والتحرير.

المطلب الأول: اختبار استقرار السلاسل الزمنية

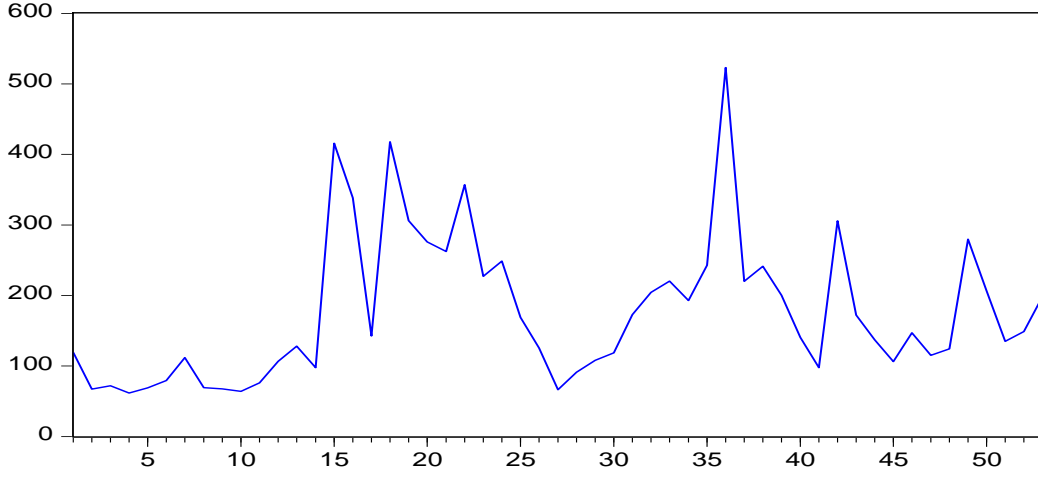
من خلال هذا المطلب نحاول تحديد مدى استقرار السلاسل الزمنية الممثلة لمتغيرات الدراسة، وهناك عدة طرق لاختبار الاستقرار وهي اختبارات جذور الوحدة أهمها اختبار ديكي-فولر البسيط (Dickey-Fuller) واختبار ديكي-فولر المطور (Augmented Dickey-Fuller) بالإضافة لاختبار فيلب-بيرون (Phillips-Perron) واختبار (KPSS). أما في هذه الدراسة سيتم استخدام اختبائي (A.D.F) و (P.P) لدراسة استقرار السلاسل الزمنية المعبرة عن متغيرات هذه الدراسة.

أولاً: سلسلة المتغير التابع تذبذب الأسعار في مؤشر (cac40)

نبدأ بتمثيل السلسلة الزمنية بيانياً من أجل الحكم على الشكل العام باستخدام برنامج (Eviews08) نحصل على المنحنى الممثل بالشكل رقم (4-12)

الشكل رقم (4-12)

منحنى يمثل شكل تذبذب الأسعار في مؤشر (cac40) خلال الفترة 1991-2017
Vol (Y)



المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد برنامج (Eviews08)

من الشكل السابق يمكن القول بأن سلسلة التذبذب للمؤشر الفرنسي غير مستقرة، ولبيان ذلك نلجأ لاختبارات الكشف عن جذور الوحدة.

1- اختبار ديكي-فولر المطور عند المستوى (Augmented Dickey-Fuller)

يقوم هذا الاختبار على تحديد مركبة الاتجاه العام بالاعتماد على ثلاثة نماذج أساسية يتم تقديرها حسب طريقة المربعات الصغرى بالمعادلات التالية:

$$\text{Modèle4 : } \Delta y_t = \Phi y_{t-1} - \sum_{j=2}^p \Delta y_{t-j+1} + \varepsilon_t$$

$$\text{Modèle5 : } \Delta y_t = \Phi y_{t-1} - \sum_{j=2}^p \Delta y_{t-j+1} + c + \varepsilon_t$$

$$\text{Modèle6 : } \Delta y_t = \Phi y_{t-1} - \sum_{j=2}^p \Delta y_{t-j+1} + c + b_{t+} + \varepsilon_t$$

بعد تقدير معاملات النموذج نحسب قيمة Φ وتتم مقارنة قيمتها المطلقة المحسوبة بالقيمة المطلقة الجدولة وعلى هذا الأساس يكون القرار كالتالي:

- إذا كانت القيمة المحسوبة أصغر من القيمة الجدولة، يتم رفض الفرض البديل وقبول الفرض العدم H_0 وبالتالي يوجد جذر وحدة والسلسلة المدروسة غير مستقرة؛
- إذا كانت القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولة، يتم رفض الفرض العدم وقبول الفرض البديل H_1 وبالتالي لا يوجد جذر وحدة والسلسلة المدروسة مستقرة؛

بالاستعانة ببرنامج (Eviews.08) نقوم بتقدير النماذج الخاصة باختبار (A.D.F) للسلسلة الزمنية المعبرة عن التذبذب النصف سنوي للمؤشر (cac40) عند المستوى. ويمكن تلخيص النتائج من خلال الجدول رقم (4-12)

الجدول رقم (4-12)

نتائج اختبار (A.D.F) لدراسة استقرار سلسلة التذبذب لمؤشر (cac40) عند المستوى

الاختبارات	القيم الجدولية	القيم المحسوبة	اختبار A.D.F
0.412	-1.974	-0.674	النموذج 4
0.001	-2.91	-4.17	النموذج 5
0.007	-3.49	-4.23	النموذج 6

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (2)

إن هذه النتائج تدل على وجود جذر وحدة وبالتالي السلسلة الزمنية غير مستقرة عند المستوى ويجب الانتقال الى اختبار الاستقرار عند الفرق الأول.

2- اختبار فيليب-بيرون عند المستوى (P.P) يعتمد هذا الاختبار على نفس منهجية الاختبار السابق ولكنه أكثر دقة. وكانت النتائج ملخصة من خلال الجدول رقم (4-12)

الجدول رقم (4-12)

نتائج اختبار (P.P) لدراسة استقرار سلسلة التذبذب لمؤشر (cac40) عند المستوى

الاختبارات	القيم الجدولية	القيم المحسوبة	اختبار (P.P)
0.151	-1.94	-1.38	النموذج 4
0.001	-2.91	-4.30	النموذج 5
0.004	-3.49	-4.41	النموذج 6

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (3)

نتائج اختبار فيليب-بيرون تؤكد نتائج الاختبار الأول ومنه السلسلة الزمنية لمتغير التذبذب غير مستقرة عند المستوى وننتقل لاختبارات الاستقرار عند أخذ الفرق الأول.

3- اختبار (A.D.F) عند أخذ الفرق الأول: من خلال هذه الخطوة نقوم باختبار استقرار سلسلة تذبذب مؤشر (cac40) في الفرق الأول، وكانت النتائج التي توصل إليها التحليل بالاعتماد على برنامج Eviews 08 ملخصة في الجدول رقم (4-14):

الجدول رقم (4-14)

نتائج اختبار (A.D.F) عند الفرق الأول لدراسة استقرار سلسلة التذبذب لمؤشر (cac40)

الاختبارات	القيم الجدولية	القيم المحسوبة	اختبار A.D.F
0.000	-1.94	-8.36	النموذج 4
0.000	-2.92	-8.28	النموذج 5
0.000	-3.50	-8.23	النموذج 6

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (03)

من نتائج الجدول رقم (4-14) نلاحظ أن السلسلة استقرت عند أخذ الفرق الأول والنتائج معنوية عند مستوى 5% ولتأكيد هذه النتائج ننتقل لاختبار (P.P)

4- اختبار (P.P) عند الفرق الأول:

الجدول رقم (4-15)

نتائج اختبار (P.P) لدراسة استقرار سلسلة التذبذب لمؤشر (cac40) عند الفرق الأول

الاختبارات	القيم الجدولية	القيم المحسوبة	اختبار P.P
0.000	-1.94	-10.74	النموذج 4
0.000	-2.91	-10.64	النموذج 5
0.000	-3.50	-10.55	النموذج 6

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (04)

الجدول رقم (4-15) يؤكد نتائج الاختبار السابق ومنه فالسلسلة استقرت عند الفرق الأول.

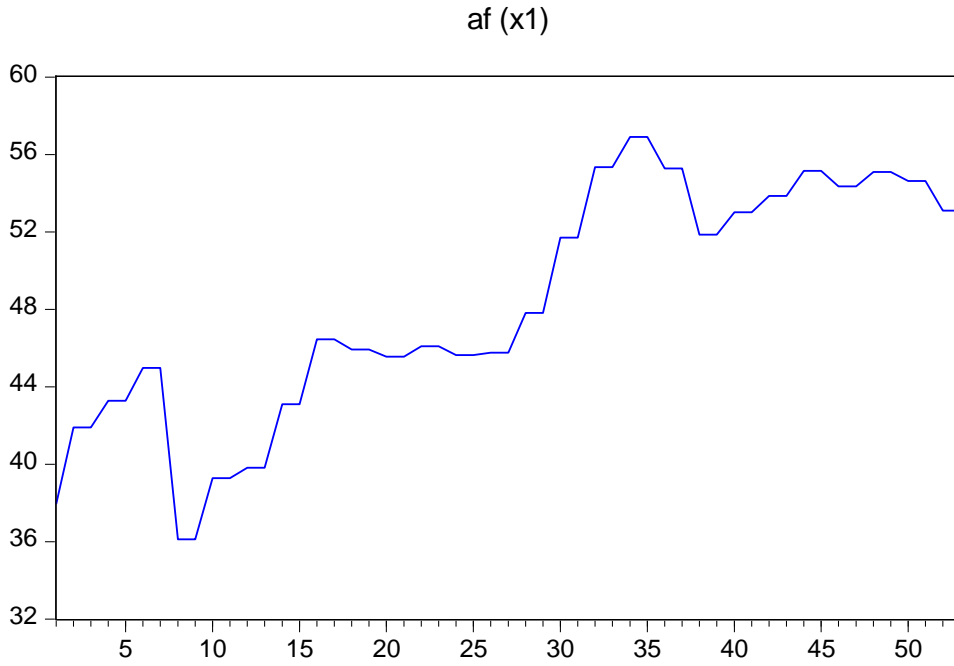
ثانيا: سلسلة المتغير المستقل (AF) الأول التدفقات الحقيقية

نبدأ بتمثيل السلسلة الزمنية بيانياً من أجل الحكم على الشكل العام باستخدام برنامج

(Eviews08) نحصل على المنحنى الممثل بالشكل رقم (4-13)

الشكل رقم (4-13)

منحنى يمثل شكل التدفقات الحقيقية في الاقتصاد الفرنسي خلال الفترة 1991-2017



المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد برنامج (Eviews08)

من الشكل السابق يمكن القول بأن سلسلة التدفقات الحقيقية غير مستقرة، ولبيان ذلك نلجأ لاختبارات الكشف عن جذور الوحدة.

5- اختبار ديكي-فولر المطور عند المستوى (Augmented Dickey-Fuller)

بالاستعانة ببرنامج (Eviews.08) نقوم بتقدير النماذج الخاصة باختبار (A.D.F) للسلسلة الزمنية المعبرة عن التدفقات الحقيقية النصف سنوية للاقتصاد الفرنسي عند المستوى. ويمكن تلخيص النتائج من خلال الجدول رقم (4-16)

الجدول رقم (4-16)

نتائج اختبار (A.D.F) لدراسة استقرار التدفقات الحقيقية عند المستوى

الاختبارات	القيم الجدولية	القيم المحسوبة	اختبار A.D.F
0.854	-1.94	0.65	النموذج 4
0.634	-2.92	-1.27	النموذج 5
0.326	-3.50	-2.50	النموذج 6

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (5)

إن هذه النتائج تدل على وجود جذر وحدة وبالتالي السلسلة الزمنية غير مستقرة عند المستوى ويجب الانتقال الى اختبار الاستقرارية عند الفرق الأول.

6- اختبار فيليب-بيرون عند المستوى (P.P) يعتمد هذا الاختبار على نفس منهجية الاختبار السابق ولكنه أكثر دقة. وكانت النتائج ملخصة من خلال الجدول رقم (4-17)

الجدول رقم (4-17)

نتائج اختبار (P.P) لدراسة استقرار سلسلة التدفقات الحقيقية عند المستوى

الاختبارات	القيم الجدولية	القيم المحسوبة	اختبار (P.P)
0.899	-1.94	0.89	النموذج 4
0.429	-2.91	-1.69	النموذج 5
0.321	-3.49	-2.51	النموذج 6

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (6)

نتائج اختبار فيليب-بيرون تؤكد نتائج الاختبار الأول ومنه السلسلة الزمنية للمتغير المستقل (A.F) غير مستقرة عند المستوى وننتقل لاختبارات الاستقرارية عند أخذ الفرق الأول.

7- اختبار (A.D.F) عند أخذ الفرق الأول: من خلال هذه الخطوة نقوم باختبار استقرار السلسلة الزمنية للمتغير المستقل (A.F) عند الفرق الأول، وكانت النتائج التي توصل إليها التحليل بالاعتماد على برنامج Eviews 08 ملخصة في الجدول رقم (4-18):

الجدول رقم (4-18)

نتائج اختبار (A.D.F) عند الفرق الأول للسلسلة الزمنية للمتغير المستقل (A.F)

الاختبارات	القيم الجدولية	القيم المحسوبة	اختبار A.D.F
0.000	-1.94	-4.85	النموذج 4
0.000	-2.92	-4.90	النموذج 5
0.000	-3.50	-4.86	النموذج 6

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (07)

من نتائج الجدول رقم (4-18) نلاحظ أن السلسلة استقرت عند أخذ الفرق الأول والنتائج معنوية عند مستوى 5٪ ولتأكيد هذه النتائج ننتقل لاختبار (P.P)

8- اختبار (P.P) عند الفرق الأول: يمكن تلخيص النتائج التي توصل إليها اختبار (PP) عند الفرق الأول من خلال الجدول رقم (4-19)

الجدول رقم (4-19)

نتائج اختبار (P.P) عند الفرق الأول لدراسة استقرار سلسلة التدفقات الحقيقية

الاختبارات	القيم الجدولية	القيم المحسوبة	اختبار P.P
0.000	-1.94	-7.38	النموذج 4
0.000	-2.91	-7.40	النموذج 5
0.000	-3.50	-7.32	النموذج 6

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (04)

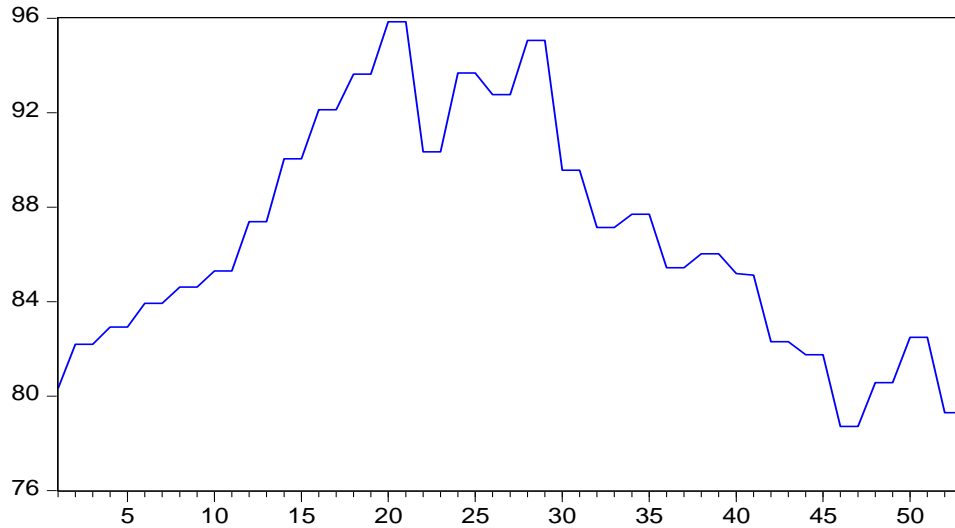
الجدول رقم (4-19) يؤكد نتائج الاختبار السابق ومنه فالسلسلة استقرت عند الفرق الأول.

ثالثاً: سلسلة المتغير المستقل الثاني الاجراءات التقييدية (RE)

نبدأ بتمثيل السلسلة الزمنية بيانياً من أجل الحكم على الشكل العام باستخدام برنامج (Eviews08) نحصل على المنحنى الممثل بالشكل رقم (4-14)

الشكل رقم (4-14)

منحنى يمثل شكل اجراءات القيود في الاقتصاد الفرنسي خلال الفترة 1991-2017
re (x2)



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج (Eviews08)

من الشكل السابق يمكن القول بأن سلسلة الاجراءات القيود غير مستقرة، ولبيان ذلك نلجأ لاختبارات الكشف عن جذور الوحدة.

1- اختبار ديكي-فولر المطور عند المستوى (Augmented Dickey-Fuller)

بالاستعانة ببرنامج (Eviews.08) نقوم بتقدير النماذج الخاصة باختبار (A.D.F) للسلسلة الزمنية المعبرة عن اجراءات القيود النصف سنوية للاقتصاد الفرنسي عند المستوى. ويمكن تلخيص النتائج من خلال الجدول رقم(4-20)

الجدول رقم (4-20)

نتائج اختبار (A.D.F) لدراسة استقرار سلسلة اجراءات القيود

الاختبارات	القيم الجدولية	القيم المحسوبة	اختبار A.D.F
0.854	-1.94	-0.14	النموذج 4
0.634	-2.91	-1.15	النموذج 5
0.326	-3.49	-1.81	النموذج 6

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (9)

إن هذه النتائج تدل على وجود جذر وحدة وبالتالي السلسلة الزمنية غير مستقرة عند المستوى ويجب الانتقال الى اختبار الاستقرارية عند الفرق الأول.

2- اختبار فيليب-بيرون عند المستوى (P.P) يعتمد هذا الاختبار على نفس منهجية الاختبار السابق ولكنه أكثر دقة. وكانت النتائج ملخصة من خلال الجدول رقم (4-21)

الجدول رقم (4-21)

نتائج اختبار (P.P) لدراسة استقرار سلسلة اجراءات القيود

الاختبارات	القيم الجدولية	القيم المحسوبة	اختبار (P.P)
0.899	-1.94	-0.14	النموذج 4
0.429	-2.91	-1.17	النموذج 5
0.321	-3.49	-1.71	النموذج 6

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (10)

نتائج اختبار فيليب-بيرون تؤكد نتائج الاختبار الأول ومنه السلسلة الزمنية للمتغير المستقل (RE) غير مستقرة عند المستوى وننتقل لاختبارات الاستقرارية عند أخذ الفرق الأول.

3- اختبار (A.D.F) عند أخذ الفرق الأول: من خلال هذه الخطوة نقوم باختبار استقرار السلسلة الزمنية للمتغير المستقل (RE) عند الفرق الأول، وكانت النتائج التي توصل إليها التحليل بالاعتماد على برنامج Eviews 08 ملخصة في الجدول رقم (4-22):

الجدول رقم (4-22)

نتائج اختبار (A.D.F) عند الفرق الأول للسلسلة الزمنية للمتغير المستقل (RE)

الاختبارات	القيم الجدولية	القيم المحسوبة	اختبار A.D.F
0.000	-1.94	-7.14	النموذج 4
0.000	-2.91	-7.07	النموذج 5
0.000	-3.50	-7.45	النموذج 6

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (11)

من نتائج الجدول رقم (4-22) نلاحظ أن السلسلة استقرت عند أخذ الفرق الأول والنتائج معنوية عند مستوى 5% ولتأكيد هذه النتائج ننتقل لاختبار (P.P)

4- اختبار (P.P) عند الفرق الأول:

الجدول رقم (4-23)

نتائج اختبار (P.P) عند الفرق الأول للسلسلة (RE)

الاختبارات	القيم الجدولية	القيم المحسوبة	اختبار P.P
0.000	-1.94	-7.16	النموذج 4
0.000	-2.91	-7.09	النموذج 5
0.000	-3.50	-7.81	النموذج 6

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (12)

نتائج الجدول رقم (4-23) تؤكد نتائج الاختبار السابق ومنه فالسلسلة استقرت عند الفرق الأول. من خلال المطلب الأول تحقق الشرط الأول من المرحلة الأولى لاختبار الخطوتين لأنجل-غرانجر، لأن السلاسل الزمنية للمتغيرات الثلاثة المعبرة عن النموذج استقرت عند الفرق الأول من هذا المنطلق يمكن المرور لتقدير معادلة الانحدار المتعدد لمتغيرات هذا النموذج.

المطلب الثاني: معادلة الانحدار المفسرة لحركة المتغيرات (VOL.A.F.RE)

تتمثل هذه المرحلة في التعبير عن العلاقة التي تربط المتغيرات التفسيرية والمتغير التابع بصيغة رياضية بهدف تحديد أثر كل متغير مستقل على حركة المتغير التابع ولذلك يمكن صياغة النموذج كما هو موضح من خلال المعادلة:

$$VOL = F(AF RE) \text{ أو } VOL = a_0 + a_1Af + a_2RE + \varepsilon$$

حيث أن:

a_0 : تمثل معلمة الحد الثابت؛

a_1 و a_2 : تمثلان معلمات الانحدار الخطي المتعدد

1- تقدير معلمات النموذج: تستعمل طريقة المربعات الصغرى لتقدير معادلة الانحدار المفسرة

لتغيرات تذبذب الأسعار في المؤشر الفرنسي بدلالة التدفقات الخارجية والقيود، وبعد معالجة بيانات السلاسل الزمنية للمتغيرات ببرنامج (Eviews.08) كانت صيغة معادلة الانحدار

كالتالي:

$$VOL = -875.741172927 + 6.91863403339*AF + 8.29308448403*RE$$

المعادلة السابقة تم التوصل إليها بالاعتماد على الملحق رقم (13) ويمكن تحليل النتائج كالتالي:

❖ $R^2=0.23$ هذا معناه أن 23٪ من تغيرات مستويات تذبذب أسعار الأوراق المالية في

مؤشر cac40 ناتجة عن تغيرات التدفقات الحقيقية والاجراءات التقيدية؛

❖ نلاحظ معنوية كل من القاطع والمتغيرات المستقلة حيث كانت الاحتمالات أقل من

مستويات المعنوية؛ وهذا معناه أن RE و AF لديها أثر معنوي على VOL؛

❖ اختبار فيشر للعلاقة الخطية مناسب للتمثيل لأن القيمة الاحصائية أصغر من مستويات

المعنوية وبالتالي فقيمة $F\text{-stat}=7.74$ أكبر من القيمة الجدولية من خلال جدول فيشر،

من ثم نقبل الفرض البديل والنموذج مناسب لتقدير العلاقات الخطية؛

❖ كلما ارتفع المتغير AF بوحدة واحدة يرتفع المتغير VOL بـ 6.92 وحدة؛

❖ كلما ارتفع المتغير RE بوحدة واحدة يرتفع المتغير VOL بـ 8.29 وحدة؛

2- اختبار سلسلة البواقي:

إن اختبار سلسلة البواقي تمكن من التأكد من وجود علاقة توازنية طويلة المدى بين

متغيرا النموذج عن طريق توليد مزيج خطي ساكن متمثل في سلسلة بواقي التقدير. ثم يتم

اختبار استقرار السلسلة E للحكم على وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغير التابع و

المتغيرات التفسيرية. وكانت النتائج بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews.08) واستناداً

إلى الملحق رقم (14) ملخصة في الجدول رقم (4-24)

الجدول رقم (4-24)

نتائج اختبار سلسلة البواقي

اختبار PP		اختبار ADF		النموذج
القيم الجدولية	القيم المحسوبة	القيم المعنوية	القيم المحسوبة	
-1.94	-5.70	-1.94	-5.52	النموذج 4
-2.91	-5.66	-2.91	-5.46	النموذج 5
-3.49	-5.60	-3.49	-5.40	النموذج 6

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (14)

من الجدول أعلاه نلاحظ بأن القيم المحسوبة بالاختبارين ADF و PP أكبر من القيم الجدولية عند مستويات المعنوية وبالتالي نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة والسلسلة E لا تحتوي جذر وحدة وهي مستقر عند المستوى، وهو دليل على وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات النموذج.

المطلب الثالث: تقدير نموذج تصحيح الخطأ

قبل المرور لتقدير نموذج تصحيح الخطأ يجب إجراء بعض الاختبارات التي تمكن من الحكم على مدى صلاحية طريقة المربعات الصغرى لتقدير نموذج الانحدار.

1- كشف المشاكل القياسية التي يعاني منها النموذج القياسي: وهي خطوة أساسية للتأكد من دقة نموذج الانحدار وهي عادةً تتم بالاعتماد على ثلاث اختبارات.

1-1 الارتباط الذاتي بين البواقي:

لإجراء هذا الاختبار نعتمد على (Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test) و بالرجوع Prob. Chi-Square 0.1444 للملحق رقم 15 نلاحظ أن: قيمة الاحصائية p أكبر من مستويات المعنوية وهذا يعني أن القيمة المحسوبة أصغر من الجدولية وبالتالي نرفض وجود ارتباط ذاتي لحدود الخطأ العشوائي.

2-1 التوزيع الطبيعي: في هذا الاختبار نتحقق من أن هناك توزيع طبيعي لبواقي معادلة الانحدار باستخدام إحصائية (Jarque-bera). وكانت النتائج بعد معالجة سلسلة البواقي ببرنامج Eviews08 تدل أن سلسلة البواقي تتوزع توزيع طبيعي، كما أن نتائج الاختبار J-B تؤكد ذلك.

3-1 عدم ثبات تجانس الأخطاء:

يجب القيام باختبار ثبات تباين البواقي باستعمال الاختبار ثبات التباين المشروط بالانحدار الذاتي ARCH وذلك باختبار العلاقة بين مربع البواقي كمتغير تابع ومربع البواقي المبطن بفترة واحدة. وبالرجوع للملحق رقم (16) نلاحظ بأن القيم الاحتمالية أكبر من مستويات المعنوية ونستنتج أن القيم المحسوبة أصغر من القيم الجدولية ونقبل الفرضية العدمية أي عدم ثبات تباين الأخطاء.

2- نموذج تصحيح الخطأ:

يعرف نموذج تصحيح الخطأ (error correction model) بتقدير العلاقة على المدى القصير وذلك بادخال سلسلة البواقي المقدره في نموذج الانحدار للمدى الطويل، حيث يتم استعمال البواقي الناتجة عن نموذج التقدير كمتغير مستقل مبطن بفترة واحدة حسب ما توضحه المعادلة التالية:

$$\Delta Y_t = \alpha_1 \Delta x_{1t} + \alpha_2 \Delta x_{2t} + \alpha_3 e_{t-1} + u_t$$

وبعد معالجة البيانات نتحصل على المعادلة التالية (بالرجوع إلى الملحق رقم 17):

$$DVOL = 1.71384466229 - 3.11448013528*DAF - 3.48380432347*DRE - 0.689064307013*E(-1)$$

قيمة معامل تصحيح الخطأ هي -0.69 وهي قيمة معنوية لأن: $\text{prob}(Tstat)=0.0000$. وهذا معناه أن قيمة vol.cac40 في المدى القصير لا تتساوى مع قيمتها التوازنية في المدى الطويل وعليه فهذا المعامل يقيس نسبة اختلال التوازن خلال الفترة $t-1$ التي يتم تصحيحها خلال الفترة t تجاه قيمتها التوازنية. قيمة المعامل هي قيمة معنوية (بالرجوع للملحق رقم 17) الاشارة السالبة تدل على وجود علاقة توازنية في المدى الطويل. نسبة تعديل القيم الفعلية تجاه القيم التوازنية 69% وهي تدل أن هذا التعديل. وفي الأخير يمكن القول أن 69% من الانحراف في العلاقة في المدى القصير تجاه المدى الطويل تصحح خلال سنة واحدة.

تعتبر نتائج هذه الدراسة عن مدى تأثير الانفتاح الاقتصادي والتحرير المالي والانخراط في العولمة على مستويات التذبذب في سوق المؤشر الفرنسي cac40 الذي اختير لتمثيل الأسواق الرأسمالية المتطورة، وكانت النتائج تدل على أن تأثير المؤشر الفرنسي بمتغيرات العولمة المالية صغير حيث كان معامل التحديد 23% وهذا معناه أن 77% من التذبذب في المؤشر الفرنسي راجع لأسباب أخرى غير مرتبطة بالانفتاح والتحرير المالي. أما باقي الاختبارات دلت على معنوية النموذج وأكدت وجود علاقة تكامل متزامن بين المتغيرات، إضافة إلى عدم وجود مشاكل قياسية وصلاحيّة طريقة المربعات الصغرى لتقدير معادلة الانحدار الخطي المتعدد.

خلاصة الفصل:

خصص هذا الفصل للدراسة التطبيقية حيث تم التعريف بالسوق الرأسمالي الفرنسي ومتابعة تطوره منذ نشأته إلى اندماجه مع مجموعة من الأسواق الأوروبية الأخرى في 22 سبتمبر 2000، حيث تم الاتحاد بين ثلاث بورصات وهي بورصة أمستردام وبورصة بروكسل وبورصة باريس لتشكل أول اتحاد للبورصات الأوروبية وهي بورصة يورونكست (Euronext) وذلك لتوحيد عمليات التبادل. وفي 22 ماي 2006 عرضت مجموعة (NYSE) المالكة لبورصة نيويورك، وتقرر الاندماج في 04 أبريل 2007، مما نتج عنه تشكيل بورصة نيويورك يورونكست (NYSE Euronext) ومقرها مدينة نيويورك ولكن بعمليات أوروبية ومنصة التداول في باريس. وطالما احتل السوق الفرنسي مكانة هامة على المستوى الأوروبي و العالمي واعتبر مؤشر cac40 من أهم المؤشرات وأكثرها تعبيراً عن أداء السوق الفرنسي والأوروبي. لذلك وقع الاختيار عليه لتمثيل الأسواق المتطورة في الدراسة القياسية هذه الأخيرة تمت بناءً على منهجية أنجل-غرانجر لدراسة التكامل المشترك بين السلاسل الزمنية الممثلة لعدد من المتغيرات، حيث كان المتغير التابع هو مستويات التذبذب في المؤشر الفرنسي والمتغيرات التفسيرية هي حجم التدفقات والقيود. وكانت نتائج الدراسة القياسية تؤكد تأثير هذه المتغيرات على مستويات التذبذب في المؤشر الفرنسي بنسبة 23% وهي نسبة صغيرة نسبياً. ولمواصلة الدراسة المقارنة يخصص الفصل الخامس لتحليل تأثير سوق ناشئ بمؤشرات العولمة المالية.

الفصل الخامس

دراسة قياسية لأثر مؤشرات الانفتاح
على التذبذب في السوق القطري
والبرازيلي

تمهيد:

لقد كان لحركة التحرر المالي والانفتاح الاقتصادي التي شهدها العالم سببا في ظهور اقتصاديات جديدة تتميز بمعدلات نمو عالية وأفاق تنموية كبيرة. تمتلك هذه الدول أسواق أوراق مالية على درجة كبيرة من التطور في هذه الدول عرفت باسم أسواق الأوراق المالية الناشئة. وقد زاد الاهتمام بها بسبب العائد الكبير الذي تقدمه للمستثمرين والامكانيات التنموية الكبيرة للاقتصاديات التي تنشط بها، وأصبحت مصدر لتنوع المحافظ المالية، وصار لهذه الأسواق دور كبيرا في تمويل الاقتصاديات المحلية نظرا للتدفقات المالية الكبيرة نحوها كما عملت على مواكبة أي تطورا في عالم الأسواق المالية على المستوى العالمي وتحسين أدائها ومستويات كفاءتها، وصارت هذه الأسواق محط اهتمام الدارسين والمستثمرين. في هذا الاطار جاء الفصل الخامس لدراسة حركة التذبذب في الأسواق الناشئة وتحليل أثر التحرير المالي عليه، واختير لهذا الغرض سوق قطر للأوراق المالية لتمثيل الأسواق العربية الناشئة التي تتميز بدرجة عالية من التحرير والانفتاح. ومؤشر بورصة ساو باولو بوفيسبا الذي يعتبر أهم المؤشرات في أمريكا اللاتينية. كما احتلت البرازيل في السنوات الأخيرة مراتب متقدمة في مؤشرات الانفتاح المالي والاقتصادي بسبب سياسات التحرير التي انتهجتها بدايةً من النصف الثاني من ثمانينات القرن الماضي. ولدراسة تأثير سياسات الانفتاح على التذبذب في مؤشر الدوحة ومؤشر بوفيسبا تم تقسيم هذا الفصل للنقاط التالية:

المبحث الأول: دراسة قياسية لأثر مؤشرات العولمة المالية على تذبذب أسعار الأوراق المالية في مؤشر الدوحة بالاعتماد على منهجية أنجل-غرانجر

المبحث الثاني: دراسة قياسية لأثر مؤشرات العولمة المالية على تذبذب أسعار الأوراق المالية في مؤشر ساو بولو بالاعتماد على منهجية أنجل-غرانجر

المبحث الأول: دراسة قياسية لأثر مؤشرات العولمة المالية على تذبذب أسعار الأوراق المالية في مؤشر الدوحة بالاعتماد على منهجية أنجل-غرانجر

تشهد دولة قطر نمو اقتصادي غير مسبوق بحيث تواصل قطر جهودها في تنويع مصادر الدخل، وتطوير البنية التحتية للاقتصاد، بالإضافة إلى الاستفادة الكاملة من مواردها الطاقوية التي تعتمد على النفط والغاز والبتروكيمياويات، وتنمية مشاريع الغاز العملاقة التي تمتاز بها دولة قطر بالإضافة إلى تحرير الاقتصاد، وتفعيل دور القطاع الخاص، وتسهيل إجراءات الاستثمار وجذب الاستثمارات الأجنبية، ساعد على تطور السوق المالي بشقيه، وقد حقق الاقتصاد القطري في السنوات الأخيرة نمواً حقيقياً وأصبح من الاقتصاديات الأكبر نمواً في المنطقة. كما أصبحت قطر أغنى دولة في العالم وذلك من حيث نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي.

المطلب الأول: سوق الدوحة للأوراق المالية

احتلت بورصة قطر في السنوات الأخيرة مراتب متقدمة على الصعيد العربي والعالمي ونجحت في جذب المستثمرين الأجانب، نتيجة الانفتاح الاقتصادي وسياسات التحرير المالي التي انتهجتها قطر بداية من النصف الثاني من تسعينات القرن الماضي.

1- بورصة قطر التعريف والأهداف: تعتبر بورصة قطر مرآة للأداء الاقتصادي القطري بما تشمله من شركات مدرجة تمثل القطاعات النشطة اقتصادياً في دولة قطر. وتبرز أهمية السوق في عملية التنمية الاقتصادية كإحدى الآليات الهامة لتجميع المدخرات الخاصة والعامّة وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المتنوعة لخدمة الاقتصاد القطري.

1-1 التعريف بسوق الدوحة للأوراق المالية: يرجع تاريخ تأسيس البورصة القطرية عام 1995، وذلك وفقاً للقانون رقم 14 لسنة 1995 المتعلق بإنشاء سوق الدوحة للأوراق المالية وتعديلاته، حيث جاء فيه أن سوق الدوحة للأوراق المالية مؤسسة تتمتع بالشخصية المعنوية المستقلة وتكون لها أهلية التصرف في أموالها وإدارتها وحق التقاضي، ويكون مقرها مدينة الدوحة وتخضع لإشراف وزير الاقتصاد والتجارة، وقد بدأت البورصة عملياتها بصورة رسمية في ماي 1997، ومن ذلك الوقت تطورت البورصة لتصبح واحدة من أهم البورصات في منطقة الخليج العربي. في منتصف عام 2009، قامت شركة قطر القابضة، بتوقيع اتفاقية مع بورصة نايسي يورونستك (NYSE Euronext) من أجل تشكيل شراكة استراتيجية وتحويل سوق الدوحة للأوراق

المالية إلى بورصة دولية وفقا لأعلى المستويات، كما أعادت تسمية السوق لتأخذ اسم بورصة قطر بعد توقيع اتفاقية الشراكة.

1-2 أهداف السوق: يهدف سوق الدوحة المالية لتحقيق جملة من الأهداف هي:

- تنمية المدخرات الوطنية وتطوير العادات الادخارية واتجاهها بين مختلف فئات المواطنين عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية والتوعية لها، وتعظيم فرصة كفاءة وكفاية استخدام الموارد المالية المتاحة من هذه المدخرات على النحو الذي يخدم التنمية الاقتصادية؛
- العمل على تطوير السوق المالي على نحو يخدم عمليات التنمية الاقتصادية؛
- تطوير وترشيد أساليب وإجراءات التعامل بالأوراق المالية بالسوق بما يكفل سلامة المعاملات ودقتها ويسرها وتوفير الحماية للمتعاملين؛
- تطوير وتنظيم إصدار الأوراق المالية في السوق الأولية وتجديد المتطلبات الواجب توافرها في نشرة الإصدار عند طرح الأوراق المالية للاكتتاب؛
- قيد الأوراق المالية الجديدة بالسوق، والتسيير والسرعة في تسهيل الأموال المستثمرة في الأوراق المالية، مع ضمان تفاعل عوامل العرض والطلب بهدف تحديد أسعار هذه الأوراق وحماية صغار المستثمرين من خلال ترسيخ أسس التعامل السليم؛
- جمع وتبويب المعلومات والإحصاءات عن الأوراق المالية التي يجري التعامل بها والمقيدة في السوق، ونشر التقارير حولها؛
- الاتصال بالأسواق المالية في الخارج بهدف الاطلاع وتبادل المعلومات في هذه الأسواق ويساعد على سرعة تطوير السوق المالي القطري؛
- تنظيم إجراءات تحويل ونقل ملكية الأوراق المالية وتسهيلها وتبسيطها؛
- ضمان إتمام عمليات بيع وشراء الأوراق المالية في جو من النزاهة وإتباع سياسة الإفصاح عن معلومات الأسهم المقيدة ونشر كل المعلومات المتوفرة عن الشركات المساهمة المقيدة وتوفيرها للمتعاملين بنفس الكم والتوقيت.

2- تنظيم بورصة الدوحة

1-2 **عضوية السوق:** طبقا لما جاء في القانون رقم 14 لسنة 1995، والمتعلق باللائحة الداخلية لسوق الدوحة للأوراق المالية في الفصل الرابع من الباب الأول، المادة 8، فإن عضوية سوق الدوحة للأوراق المالية تشمل كل من:

- مصرف قطر المركزي؛
 - البنوك المرخص لها بالعمل في الدولة، ومؤسسات الإقراض المتخصصة؛
 - شركات المساهمة القطرية التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام؛
 - وسطاء الأوراق المالية لدى السوق؛
 - أي شخص طبيعي أو معنوي تقرر اللجنة قبول عضويته.
- ويلتزم أعضاء السوق بأداء كافة الرسوم المستحقة طبقا لما تحدده اللائحة الداخلية للسوق.

1-2 **إدارة السوق:** تتولى إدارة السوق لجنة تسمى لجنة السوق تشكل على النحو التالي:

- ممثلان عن الوزارة يكون أحدهما رئيسا؛
- مدير السوق عضوا؛
- ممثل عن مصرف قطر المركزي عضوا؛
- ممثل عن غرفة تجارة وصناعة قطر عضوا؛
- اثنان يمثلان شركات المساهمة القطرية التي يجرى التعامل في أوراقها المالية بالسوق عضوين؛
- اثنان من ذوي الخبرة والكفاءة عضوين.

وتختار اللجنة من بين أعضائها نائبا للرئيس، وتكون مدة عضوية اللجنة ثلاث سنوات قابلة للتجديد لمدة أو لمدد أخرى مماثلة ويصدر بتسمية الأعضاء قرار من مجلس الوزراء بناء على اقتراح الوزير بالتنسيق مع الجهات المعنية، ويكمل من يخلف أحد الأعضاء مدة سلفه. وتتولى لجنة سوق الدوحة للأوراق المالية وضع القواعد ورسم السياسة العامة للسوق في إطار الأهداف المحددة، وطبقا للمادة 12 من القانون رقم 14 لسنة 1995 المتعلق باللائحة الداخلية لسوق الدوحة للأوراق المالية تتولى اللجنة القيام بالمهام التالية:

- اقتراح اللوائح الداخلية، والهيكل التنظيمي للسوق، ونظام العاملين، ولائحة رسم القيد والعضوية والتداول والاشتراكات السنوية ويصدر بهذه اللائحة والنظم قرار من الوزير؛
- وضع القواعد التنظيمية والتعليمات الخاصة بالتعامل في الأوراق المالية داخل السوق، والرقابة عليها، والإشراف على تطبيق عمليات تداول هذه الأوراق؛
- اتخاذ الإجراءات اللازمة بشأن العمليات المشكوك في سلامتها بناءً على أحكام اللائحة الداخلية؛
- دراسة طلبات قيد الأوراق المالية للشركات في السوق وطلبات ترخيص الوسطاء؛
- وقف التعامل مؤقتاً في السوق، أو في ورقة مالية أو أكثر، في حالة حدوث ظروف استثنائية تهدد حسن سير العمل وانتظامه؛
- الموافقة على تقديرات الموازنة السنوية للسوق، وعلى الحسابات الختامية وتعيين مراقبي الحسابات وتحديد الأجر الذي يؤدي إليهم؛
- تشكيل اللجان المتخصصة، بشكل دائم أو مؤقت، لمعالجة ما ترى اللجنة لزوم دراسته عن طريق هذه اللجنة؛
- العمل على نشر الوعي الاستثماري بين المتعاملين في الأوراق المالية؛
- اقتراح مشروعات الأدوات التشريعية اللازمة لتنمية التعامل في السوق؛
- أية صلاحيات أخرى لضمان حسن سير العمل في السوق.

2-3 قيد وقبول الأوراق المالية: كل شركة مساهمة قطرية يبلغ رأس مالها المكتتب به أربعون مليون ريال قطري على الأقل أو ما يعادله ملزمة بأن تطلب بكتاب قيد أسهمها في السوق خلال شهر من تاريخ اجتماع الجمعية التأسيسية الذي أقرت فيه تأسيس الشركة نهائياً. وطبقاً للمادتين 18 و 39 من القانون رقم 14 لسنة 1995 يتم قيد الأوراق المالية لشركة المساهمة وفقاً للشروط التالية:

- أن لا يقل عدد المساهمين عن 30 مساهماً، فإذا انخفض العدد دون ذلك، وظل فوق 15 مساهماً، يتم توجيه إنذار للشركة لتقوم بتوفيق أوضاعها بزيادة ذلك العدد لثلاثين، بحيث يتم وقف تداول أسهمها ما لم يستجيب لذلك الشرط؛

- أن لا يملك أحد المساهمين ما يزيد عن الحد الأقصى المسموح به من رأس المال الشركة وفقا لعقد التأسيس والنظام الأساسي، فيما عدا الشركات التي تساهم الحكومة فيها أو المؤسسات العامة؛
- تسديد 50% من قيمة الأسهم الاسمية على الأقل؛
- باستثناء الشركة حديثة التأسيس، على الشركة أن تقدم التقرير السنوي الذي يظهر الميزانية العامة كما هي في نهاية سنتها المالية التي تسبق طلب القيد وكذلك الحسابات الختامية الأخرى وتقرير مدقق الحسابات والبيانات الإيضاحية المتعلقة بتلك السنة، على أن تلتزم الشركة ينشر هذه البيانات في صحيفتين محليتين يوميتين إحداهما باللغة الانجليزية إذا سمح بتداولها لغير القطريين؛
- أن لا ينطبق على الشركة أي من حالات شطب القيد للشركات المقيدة أوراقها المالية في السوق، وعلى الشركة تقديم طلب القيد مرفقا به جميع البيانات والمعلومات المطلوبة إلى السوق للدراسة والعرض على اللجنة لاتخاذ اللازم بشأنه.

وكل شركة يجب عليها قبل قيد أوراقها المالية في السوق أن تقوم بتقديم المعلومات والبيانات التي تطلبها السوق وتلتزم الشركات على وجه الخصوص بتقديم نسخة من عقد التأسيس والنظام الأساسي وقائمة بأسماء أعضاء مجلس الإدارة مع نماذج توقيع الأشخاص المفوضين بالتوقيع عن الشركة، إضافة إلى الميزانية السنوية والحسابات الختامية للشركات القائمة لأخر سنة مالية، ونسخة من السجل التجاري للشركة ساري المفعول، وبيانات المساهمين في الشركة بالشكل الذي تحدده السوق، كما تتعهد الشركة بأن تنقيد بجميع الأحكام والواجبات المنصوص عليها في اللوائح الداخلية للسوق والتعليمات الصادرة بموجبها، كما تتعهد الشركة بتقديم أية معلومات تتوفر لديها وذات أثر على أسعار أسهمها بشكل فوري ومستمر .

2-4 أعمال الوسطاء: الوسيط هو الشخص المكلف بالقيام بأعمال نيابة عن الشركة مرخص لها بالوساطة في الصفقات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في السوق، وتحدد اللجنة إجراءات ورسوم منح التراخيص للجهات التي ترغب بممارسة نشاط الوساطة في السوق وبحسب المادة 56 من القانون رقم 14 لسنة 1995 المتعلق بتنظيم سوق الدوحة للأوراق المالية يشترط منح التراخيص ما يلي:

- أن يكون طالب الترخيص مؤسسة أو شركة قطرية أو بنكا مرخصا له بالعمل في الدولة أو أي مؤسسة أو شخص طبيعي تقرر اللجنة الموافقة على قيامه بأعمال الوساطة؛
- ألا يقل رأس المال المدفوع عن خمسة ملايين ريال قطري؛
- أن تتوفر في القائمين على الإدارة الخبرة والكفاءة اللازمتان لإدارة أعمال الوساطة؛
- أن يكون المدير المسئول عن أعمال الوساطة حاصلا على مؤهل علمي أو ما يعادله، وأن يكون قد عمل في المؤسسات المالية أو المصرفية مدة لا تقل عن ثلاث سنوات؛
- أن يلتزم الوسيط، عند طلب السوق، بتقديم موجز للقوائم والبيانات المالية المعتمدة من مراقبي الحسابات عن السنوات الثلاث السابقة أو عن المدة من تاريخ التأسيس.

يتصرف الوسيط نيابة عن المتعاملين في الأوراق المالية وفقا للأوامر والتفاوض التي يتقونها منهم، وعليهم التحقق من صحة تلك الأوامر وملكية المتعاملين للأوراق المالية والأموال اللازمة لتنفيذ الأوامر، ويراعى الوسيط في تنفيذ أوامر عملائهم، ضرورة منح الأفضلية متقيدتين بالسعر بما يتطابق ومصلحة العميل حسب التسلسل الزمني لورود الأوامر. [القانون الداخلي لبورصة قطر، 1995، ص.65] ويتقاضى الوسيط عمولة تحددها لجنة السوق عبارة عن نسبة من حجم الصفقة المبرمة نتيجة قيامه بالتوسط بين أطرافها، ويتم تحصيل هذه النسبة من كل طرف من أطراف الصفقة كل على حدة، ويجوز للوسيط الاتفاق كتابة مع عملائه على أن يقدم لهم بعض الخدمات الأخرى التي يجيزها السوق مسبقا، لقاء عمولة مضافة تخضع لاتفاق الطرفين، حيث أن الخدمات الأخرى تمثل كل خدمة يعرضها الوسيط.

3- التعامل في الأوراق المالية:

بناء على ما جاء في القانون رقم 14 لسنة 1995 في نص المواد 117-124، فإنه يجب أن يتم تداول الأوراق المالية والمقيدة في السوق وفقا للشروط التي تقررها اللجنة، ويقع باطلا كل تعامل يجري خارج نظام السوق، وينحصر حق التعامل في الوسيط المرخصين من قبل السوق، ويسمح للمستثمرين بالتواجد في السوق لغرض الاطلاع على أسعار الأوراق المالية المتداولة، وتستنثى الأوراق المالية من التداول في حالات تحويل المواريث والتحويل بين الأقارب، وعمليات مصرف قطر المركزي لحماية الأوراق المالية الحكومية أو المكفولة من الدولة، وأية عمليات أخرى ترى اللجنة استثنائها وفقا لما تراه مناسباً. ولتداول الأوراق المالية في السوق يعتمد النظام الذي تقره السوق لأغراض عرض أوامر الشراء والبيع وتنفيذها، وتجري عمليات البيع بالمزاد العلني سواء بالاستناد إلى قرارات المحاكم أو بموجب قرارات مجالس إدارات الشركات من خلال نظام السوق وفقا للتعليمات المتعلقة بالبيع بالمزاد العلني، وتعتمد وحدة مزايده السعر في تداول

الأوراق المالية على سعر السهم كما هي محددة بقرارات اللجنة التي تصدرها من وقت لآخر وفقا لأحوال السوق. ولا يجوز أن يرتفع أو ينخفض سعر أي سهم بأكثر من 10% من قيمته خلال اليوم الواحد عن سعر الإغلاق السابق، ويحق للجنة تعديل أو تعليق هذه النسبة بما يتناسب ومصلحة السوق، وللمدير الحق بتعديل هذه النسبة مؤقتا في الحالات الضرورية، كما لا يجوز أن يرتفع أو ينخفض مؤشر السوق بنسبة تتجاوز 10% يوميا، على أن يتم وقف تنفيذ الصفقة التي ستؤدي لتجاوزه هذه النسبة ووقف التداول كليا لمدة 30 دقيقة إذا حدث ذلك في النصف الأول من الوقت المخصص للتداول أو وقف التداول كليا وإغلاق الجلسة لذلك اليوم إذا حدث ذلك في النصف الثاني من الوقت المخصص للتداول.

4- الأوراق المالية المتداولة: تعتبر الأوراق المالية المرخص بإدراجها والمقبولة للتداول أي أداة مالية قابلة للتحويل ومقبولة في البورصة مثل الأسهم، وشهادات الإيداع المتعلقة بالأسهم، وسندات الدين والأوراق المالية المشابهة لها والأوراق المالية الأخرى التي تخول مالكيها الحصول على أي من الأوراق المالية المذكورة. أو مبلغا من النقد يتم تحديده بالسعر المستقبلي لأي من الأوراق المالية. أو أي أوراق مالية أخرى خاضعة للقانون الواجب التطبيق والتي تعتبرها البورصة مؤهلة للتداول في البورصة. يتم حفظ الأوراق المالية إلكترونيا في القيد المركزي، والذي يشتمل على كافة المعلومات الضرورية عن صاحب الأوراق المالية، وتحتفظ جهة الإيداع بسجل خاص بكافة التحويلات السابقة والتقويضات المتعلقة بالأوراق المالية والتوكيلات وكافة القرارات المتخذة في الاجتماعات العامة لمالكي الأوراق المالية وحصص الأرباح وحقوق الاكتتاب الأولية. ويتم تحديث القيد المركزي في نهاية القيد المركزي في نهاية كل يوم تداول.

5- مؤشر السوق الدوحة:

يتكون مؤشر بورصة قطر من أعلى 20 شركة مرتبة حسب التعويم الحر لرسملة السوق (قيمة رسملة السوق للأسهم المتاحة للتداول فقط) والمتوسط اليومي للقيمة المتداولة. ويعتبر هذا المؤشر عبارة عن مؤشر سعري لحساب نسبة التغير على أسعار الأسهم. ويحسب المؤشر وفق العلاقة التالية:

$$indexlevel = baselevel * \frac{[\sum_{i=1}^n Xi, t * Si, t * ffi, t]}{b * kt}$$

$$kt = kt - 1 * \frac{\sum_{i=1}^N Si, t * ffi, t * yi, t - 1}{\sum_{i=1}^N Si, t - 1 * ffi, t - 1 * xi, t - 1}$$

حيث:

t: يوم الاحتساب؛

i: العنصر؛

n: عدد أسهم العنصر ضمن المؤشر؛

s: عدد الأسهم؛

ff: نسبة التعويم الحر؛

x: سعر السهم؛

y: سعر السهم المعدل؛

b: القيمة الأساسية لرسملة السوق؛

k: معامل التعديل القيمة الأساسية لرسملة السوق؛

1-6 التداول الإلكتروني: تمكنت في الآونة الأخيرة بورصة قطر من تحقيق انجاز مهم وخطت خطوة مهمة ضمن الاستراتيجية التي تهدف لتحويل الدوحة إلى مركز مالي هام، حيث تم استخدام منصة تداول جديدة تسمى منصة التداول العالمية. حيث ستصبح بورصة قطر مع بدء العمل بنظام التداول الجديد من الأسواق التي تعمل بنفس التكنولوجيا المتقدمة التي تعمل بها البورصات الأمريكية والأوروبية التابعة لـ NYSE Euronext الشريك الاستراتيجي لبورصة قطر منذ جوان 2009.

2-6 أيام وساعات التداول:

يتم تداول الأوراق المالية بالريال القطري، أو بأي عملة أخرى تكون مناسبة للورقة المالية. وتحدد البورصة بعد موافقة الهيئة، أيام التداول سنويا، وكذلك عدد ساعات التداول، ووقت الانفتاح والإغلاق عن طريق الإشعار الذي تنشره وتبلغ به الأعضاء. عادة ما يكون سعر الإقفال في

اليوم السابق هو السعر المرجعي عند افتتاح يوم التداول، والذي يتم تعديله وفقا لإجراءات الشركات. أو قد يكون السعر الذي تحدده البورصة فيما يتعلق بالمعلومات المتاحة. حيث يبقى هذا السعر مرجعيا ثابتا خلال يوم التداول بأكمله ما لم تقم البورصة بتعديله بموجب بعض الظروف الخاصة.

لدراسة العلاقة طويلة بين مؤشرات العولمة المالية حسب البيانات المنشورة لمؤشر كوف للعولمة حول مؤشر التدفقات الحقيقية كمتغير مستقل ومؤشر القيود على التدفقات كمتغير مستقل وتذبذب أسعار الأوراق المالية للشركات المسعرة في مؤشر الدوحة المجمع من الموقع الإلكتروني الرسمي لسوق الدوحة المالي. تم اختيار الفترة 2003 إلى سنة 2017 وذلك عائد لتوفر البيانات اليومية عن التداول. وقد استعملت المعطيات المنشورة عن أسعار الأوراق المالية للشركات المسعرة في مؤشر الدوحة بالأسعار اليومية لحساب تذبذب الأسعار باستعمال الانحراف المعياري للمعطيات اليومية عن الأسعار الفعلية المنشورة عن أيام العمل الرسمية على امتداد 15 سنة بموجب 5250 مشاهدة قسمت لسداسيات، ثم تستعمل بيانات كل سداسي لحساب التذبذب نصف السنوي. وتهدف هذه الدراسة لتحديد تأثير التذبذب في مؤشر سوق الدوحة بمتغيرين من متغيرات العولمة المالية التي تم اختيارها للتعبير عن مستويات الانفتاح والتحرير وهي التدفقات الحقيقية والاجراءات التقييدية.

المطلب الأول: اختبار استقرار السلاسل الزمنية الممثلة لمؤشرات العولمة المالية والتذبذب في مؤشر الدوحة بالاعتماد على منهجية أنجل-غرانجر

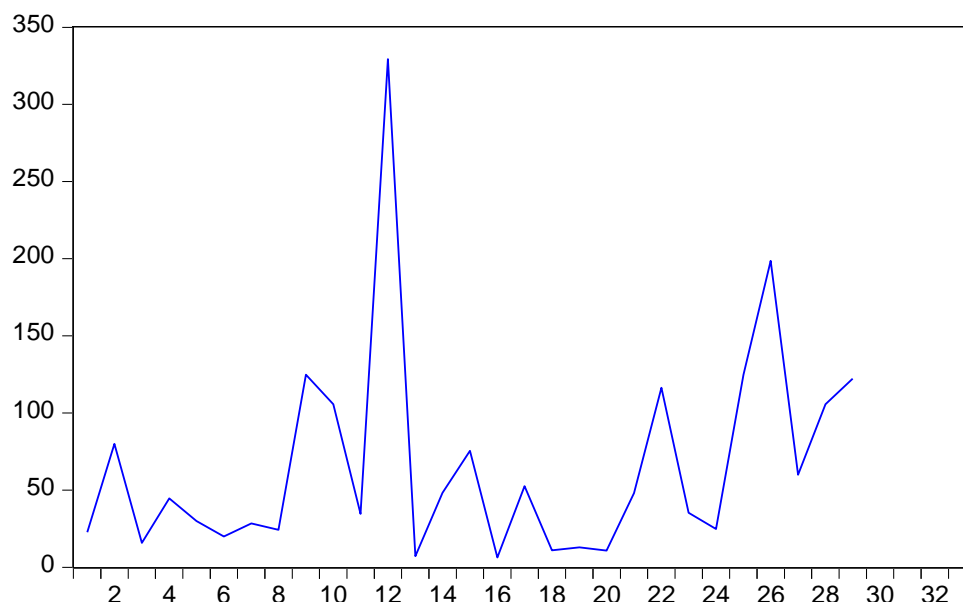
من خلال هذا المطلب نحاول تحديد مدى استقرار السلاسل الزمنية الممثلة لمتغيرات الدراسة، وهناك عدة طرق لاختبار الاستقرار وهي اختبارات جدور الوحدة أهمها اختبار ديكي-فولر البسيط (Dickey-Fuller) واختبار ديكي-فولر المطور (Augmented Dickey-Fuller) بالإضافة لاختبار فيلب-بيرون (Phillips-Perron) واختبار (KPSS). أما في هذه الدراسة سيتم استخدام اختبائي (A.D.F) و (P.P) لدراسة استقرار السلاسل الزمنية المعبرة عن متغيرات هذه الدراسة.

أولاً: سلسلة المتغير التابع تذبذب الأسعار في مؤشر الدوحة

نبدأ بتمثيل السلسلة الزمنية بيانياً من أجل الحكم على الشكل العام باستخدام برنامج (Eviews08) نحصل على المنحنى الممثل بالشكل رقم (5-15)

الشكل رقم (5-15)

منحنى يمثل شكل تذبذب الأسعار في مؤشر الدوحة خلال الفترة 2003-2017
VOLD



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد برنامج (Eviews08)

من الشكل السابق يمكن القول بأن سلسلة التذبذب لمؤشر الدوحة غير مستقرة، ولبيان ذلك نلجأ لاختبارات الكشف عن جذور الوحدة.

1- اختبار ديكي-فولر المطور عند المستوى (Augmented Dickey-Fuller)

يقوم هذا الاختبار على تحديد مركبة الاتجاه العام بالاعتماد على ثلاثة نماذج أساسية يتم تقديرها حسب طريقة المربعات الصغرى بالمعادلات التي تم توضيحها خلال الفصل الخامس

$$\text{Modèle4 : } \Delta y_t = \Phi y_{t-1} - \sum_{j=2}^p \Delta y_{t-j+1} + \varepsilon_t$$

$$\text{Modélé5 : } \Delta y_t = \Phi y_{t-1} - \sum_{j=2}^p \Delta y_{t-j+1} + c + \varepsilon_t$$

$$\text{Modéle6 : } \Delta y_t = \Phi y_{t-1} - \sum_{j=2}^p \Delta y_{t-j+1} + c + b_{t+} + \varepsilon_t$$

بالاستعانة ببرنامج (Eviews.08) نقوم بتقدير النماذج الخاصة باختبار (A.D.F) للسلسلة الزمنية المعبرة عن التذبذب النصف سنوي لمؤشر الدوحة عند المستوى. ويمكن تلخيص النتائج من خلال الجدول رقم (5-25)

الجدول رقم (5-25)

نتائج اختبار (A.D.F) لدراسة استقرار سلسلة التذبذب لمؤشر الدوحة

الاختبارات	القيم الجدولية	القيم المحسوبة	اختبار A.D.F
0.001	-1.95	-2.43	النموذج 4
0.009	-2.95	-3.67	النموذج 5
0.008	-3.55	-4.35	النموذج 6

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (18)

إن هذه النتائج تدل على وجود جذر وحدة وبالتالي السلسلة الزمنية غير مستقرة عند المستوى ويجب الانتقال الى اختبار الاستقرار عند الفرق الأول. ولتأكيد هذه النتيجة يمكن الاستعانة باختبار (Phillips-Perron).

2- اختبار فيليب-بيرون عند المستوى (P.P) يعتمد هذا الاختبار على نفس منهجية الاختبار السابق ولكنه أكثر دقة. وكانت النتائج ملخصة من خلال الجدول رقم (5-26)

الجدول رقم (5-26)

نتائج اختبار (P.P) لدراسة استقرار سلسلة التذبذب لمؤشر الدوحة عند المستوى

الاختبارات	القيم الجدولية	القيم المحسوبة	اختبار (P.P)
0.021	-1.95	-2.31	النموذج 4
0.008	-2.95	-3.74	النموذج 5
0.008	-3.55	-4.35	النموذج 6

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (19)

نتائج اختبار فيليب-بيرون تؤكد نتائج الاختبار الأول ومنه السلسلة الزمنية لمتغير التذبذب في سوق الدوحة غير مستقرة عند المستوى وننتقل لاختبارات الاستقرار عند أخذ الفرق الأول.

3- اختبار (A.D.F) عند أخذ الفرق الأول: من خلال هذه الخطوة نقوم باختبار استقرار سلسلة تذبذب مؤشر الدوحة عند الفرق الأول، وكانت النتائج التي توصل إليها التحليل بالاعتماد على برنامج Eviews 08 ملخصة في الجدول رقم (5-27):

الجدول رقم (5-27)

نتائج اختبار (A.D.F) عند الفرق الأول لدراسة استقرار سلسلة التذبذب لمؤشر الدوحة

الاختبارات	القيم الجدولية	القيم المحسوبة	اختبار A.D.F
0.000	-1.94	-8.95	النموذج 4
0.000	-2.96	-8.80	النموذج 5
0.000	-3.56	-8.65	النموذج 6

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (20)

من نتائج الجدول رقم (5-27) نلاحظ أن السلسلة استقرت عند أخذ الفرق الأول والنتائج معنوية عند مستوى 5٪ ولتأكيد هذه النتائج ننتقل لاختبار (P.P).

4- اختبار (P.P) عند الفرق الأول: يمكن تلخيص نتائج اختبار فيليب-بيرون عند الفرق الأول من خلال الجدول رقم (5-28).

الجدول رقم (5-28)

نتائج اختبار (P.P) لدراسة استقرار سلسلة التذبذب لمؤشر الدوحة عند الفرق الأول

الاختبارات	القيم الجدولية	القيم المحسوبة	اختبار P.P
0.000	-1.95	-12.78	النموذج 4
0.000	-2.96	-12.64	النموذج 5
0.000	-3.56	-12.40	النموذج 6

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (21)

الجدول رقم (5-28) يؤكد نتائج الاختبار السابق ومنه فسلسلة التذبذب في سوق الدوحة استقرت عند الفرق الأول. ومنتقل لاختبار استقرار السلاسل الزمنية الاخرى.

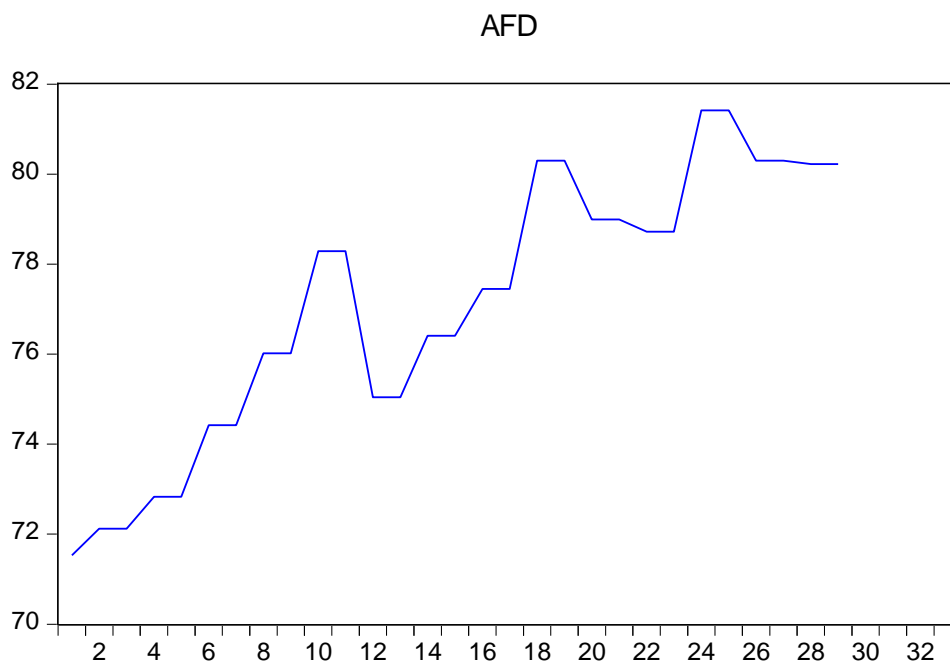
ثانيا: سلسلة المتغير المستقل (AF) الأول التدفقات الحقيقية

نبدأ بتمثيل السلسلة الزمنية بيانياً من أجل الحكم على الشكل العام باستخدام برنامج

(Eviews08) نحصل على المنحنى الممثل بالشكل رقم (5-16)

الشكل رقم (5-16)

منحنى يمثل شكل التدفقات الحقيقية في الاقتصاد القطري خلال الفترة 2003-2017



المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد برنامج (Eviews08)

من الشكل السابق يمكن القول بأن سلسلة التدفقات الحقيقية غير مستقرة، ولبيان ذلك نلجأ لاختبارات الكشف عن جذور الوحدة.

1- اختبار ديكي-فولر المطور عند المستوى (Augmented Dickey-Fuller)

بالاستعانة ببرنامج (Eviews.08) نقوم بتقدير النماذج الخاصة باختبار (A.D.F) للسلسلة الزمنية المعبرة عن التدفقات الحقيقية النصف سنوية للاقتصاد القطري عند المستوى. ويمكن تلخيص النتائج من خلال الجدول رقم (5-29)

الجدول رقم (5-29)

نتائج اختبار (A.D.F) عند المستوى لدراسة استقرار التدفقات الحقيقية في الاقتصاد القطري

الاختبار A.D.F	القيم المحسوبة	القيم الجدولية	الاحتمالات
النموذج 4	-1.38	-1.95	0.150
النموذج 5	-1.02	-2.95	0.732
النموذج 6	-2.30	-3.55	0.419

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (22)

إن هذه النتائج تدل على وجود جذر وحدة وبالتالي السلسلة الزمنية غير مستقرة عند المستوى ويجب الانتقال الى اختبار الاستقرارية عند الفرق الأول.

2- اختبار فيليب-بيرون عند المستوى (P.P):

النتائج ملخصة من خلال الجدول رقم (5-30)

الجدول رقم (5-30)

نتائج اختبار (P.P) عند المستوى لدراسة استقرار سلسلة التدفقات الحقيقية في

السوق القطري

الاختبار (P.P)	القيم المحسوبة	القيم الجدولية	الاحتمالات
النموذج 4	-2.20	-2.63	0.028
النموذج 5	-0.87	-2.95	0.78
النموذج 6	-2.42	-3.55	0.36

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (6)

نتائج اختبار فيليب-بيرون تؤكد نتائج الاختبار الأول ومنه السلسلة الزمنية للمتغير المستقل (A.F) غير مستقرة عند المستوى وننتقل لاختبارات الاستقرارية عند أخذ الفرق الأول.

3- اختبار (A.D.F) عند أخذ الفرق الأول: من خلال هذه الخطوة نقوم باختبار استقرار

السلسلة الزمنية للمتغير المستقل (A.F) عند الفرق الأول، وكانت النتائج التي توصل

إليها التحليل بالاعتماد على برنامج Eviews 08 ملخصة في الجدول رقم (5-31):

الجدول رقم (5-31)

نتائج اختبار (A.D.F) عند الفرق الأول للسلسلة الزمنية للمتغير المستقل (A.F) في الاقتصاد القطري

الاختبارات	القيم الجدولية	القيم المحسوبة	اختبار A.D.F
0.000	-1.95	-5.47	النموذج 4
0.000	-2.96	-5.64	النموذج 5
0.000	-3.56	-5.60	النموذج 6

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (23)

من نتائج الجدول رقم (5-31) نلاحظ أن السلسلة استقرت عند أخذ الفرق الأول والنتائج معنوية عند مستوى 5% ولتأكيد هذه النتائج ننتقل لاختبار (P.P)

4- اختبار (P.P) عند الفرق الأول: يمكن تلخيص نتائج اختبار (pp) من خلال الجدول رقم (5-32)

الجدول رقم (5-32)

نتائج اختبار (P.P) عند الفرق الأول لدراسة استقرار سلسلة التدفقات الحقيقية

الاختبارات	القيم الجدولية	القيم المحسوبة	اختبار P.P
0.000	-1.95	-5.50	النموذج 4
0.000	-2.96	-6.29	النموذج 5
0.000	-3.56	-7.45	النموذج 6

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (24)

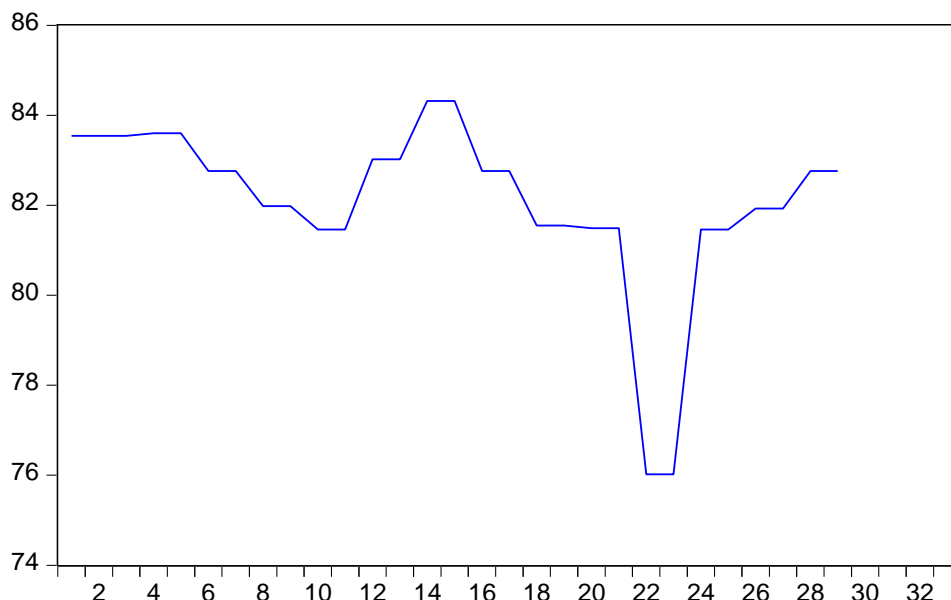
الجدول رقم (3-32) يؤكد نتائج الاختبار السابق ومنه فالسلسلة الزمنية الممثلة للتدفقات الحقيقية استقرت عند الفرق الأول.

ثالثاً: سلسلة المتغير المستقل الثالث الاجراءات التقييدية (RE)

نبدأ بتمثيل السلسلة الزمنية بيانياً من أجل الحكم على الشكل العام باستخدام برنامج (Eviews08) نحصل على المنحنى الممثل بالشكل رقم (5-17)

الشكل رقم (5-17)

منحنى يمثل شكل اجراءات القيود في الاقتصاد القطري خلال الفترة 2005-2017
RED



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج (Eviews08)

من الشكل السابق يمكن القول بأن سلسلة الاجراءات القيود والكبح في الاقتصاد القطري غير مستقرة، ولبيان ذلك نلجأ لاختبارات الكشف عن جذور الوحدة.

1- اختبار ديكي-فولر المطور عند المستوى (Augmented Dickey-Fuller)

بالاستعانة ببرنامج (Eviews.08) نقوم بتقدير النماذج الخاصة باختبار (A.D.F) للسلسلة الزمنية المعيرة عن اجراءات القيود النصف سنوية للاقتصاد القطري عند المستوى. ويمكن تلخيص النتائج من خلال الجدول رقم(5-33)

الجدول رقم (5-33)

نتائج اختبار (A.D.F) لدراسة استقرار سلسلة اجراءات القيود لمؤشر الدوحة

الاختبارات	القيم الجدولية	القيم المحسوبة	اختبار A.D.F
0.687	-1.95	0.03	النموذج 4
0.363	-2.95	-1.82	النموذج 5
0.321	-3.55	-2.50	النموذج 6

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (25)

إن هذه النتائج تدل على وجود جذر وحدة وبالتالي السلسلة الزمنية غير مستقرة عند المستوى ويجب الانتقال الى اختبار الاستقرارية عند الفرق الأول.

2- اختبار فيليب-بيرون عند المستوى (P.P) يعتمد هذا الاختبار على نفس منهجية الاختبار السابق ولكنه أكثر دقة. وكانت النتائج ملخصة من خلال الجدول رقم (5-34)

الجدول رقم (5-34)

نتائج اختبار (P.P) لدراسة استقرار سلسلة إجراءات القيود في الاقتصاد القطري

الاختبارات	القيم الجدولية	القيم المحسوبة	اختبار (P.P)
0.700	-1.95	-0.07	النموذج 4
0.363	-2.95	-1.82	النموذج 5
0.395	-3.55	-2.35	النموذج 6

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (26)

نتائج اختبار فيليب-بيرون تؤكد نتائج الاختبار الأول ومنه السلسلة الزمنية للمتغير المستقل (RE) غير مستقرة عند المستوى ومنتقل لاختبارات الاستقرارية عند أخذ الفرق الأول.

3- اختبار (A.D.F) عند أخذ الفرق الأول: من خلال هذه الخطوة نقوم باختبار استقرار السلسلة الزمنية للمتغير المستقل (RE) عند الفرق الأول، وكانت النتائج التي توصل إليها التحليل بالاعتماد على برنامج Eviews 08 ملخصة في الجدول رقم (5-35):

الجدول رقم (5-35)

نتائج اختبار (A.D.F) عند الفرق الأول للسلسلة الزمنية للمتغير المستقل (RE)

الاختبارات	القيم الجدولية	القيم المحسوبة	اختبار A.D.F
0.000	-1.95	-5.65	النموذج 4
0.000	-2.96	-5.56	النموذج 5
0.000	-3.56	-5.66	النموذج 6

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (27)

من نتائج الجدول رقم (5-35) نلاحظ أن السلسلة استقرت عند أخذ الفرق الأول والنتائج معنوية عند مستوى 5% ولتأكيد هذه النتائج ننتقل لاختبار (P.P)

4- اختبار (P.P) عند الفرق الأول:

الجدول رقم (5-36)

نتائج اختبار (P.P) عند الفرق الأول للسلسلة (RE)

الاختتمالات	القيم الجدولية	القيم المحسوبة	اختبار P.P
0.000	-1.95	-5.65	النموذج 4
0.000	-2.96	-5.56	النموذج 5
0.000	-3.56	-5.67	النموذج 6

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (28)

نتائج الجدول رقم (5-36) تؤكد نتائج الاختبار السابق ومنه فالسلسلة استقرت عند الفرق الأول. من خلال المطلب الأول تحقق الشرط الأول من المرحلة الأولى لاختبار الخطوتين لأنجل-غرانجر، لأن السلاسل الزمنية للمتغيرات الثلاثة المعبرة عن النموذج استقرت عند الفرق الأول من هذا المنطلق يمكن المرور لتقدير معادلة الانحدار المتعدد لمتغيرات هذا النموذج.

3- معادلة الانحدار المفسرة لحركة المتغيرات (VOL.AF.RE) في قطر

تتمثل هذه المرحلة في التعبير عن العلاقة التي تربط المتغيرات التفسيرية والمتغير التابع بصيغة رياضية بهدف تحديد أثر كل متغير مستقل على حركة المتغير التابع ولذلك يمكن صياغة النموذج كما هو موضح من خلال المعادلة التالية:

$$VOL = F(AF RE) \text{ أو } VOL = a_0 + a_1Af + a_2RE + \epsilon$$

حيث أن:

a_0 : تمثل معلمة الحد الثابت

a_1 و a_2 : تمثلان معلمات الانحدار الخطي المتعدد

1- تقدير معلمات النموذج: تستعمل طريقة المربعات الصغرى لتقدير معادلة الانحدار المفسرة

للتغيرات تذبذب الأسعار في مؤشر الدوحة بدلالة التدفقات الخارجية والقيود، وبعد معالجة بيانات السلاسل الزمنية للمتغيرات الثلاثة ببرنامج (Eviews.08) كانت صيغة معادلة الانحدار كالتالي:

$$VOLD = -289.250570266 + 3.33994942391 * AFD + 1.19197596466 * RED$$

المعادلة السابقة تم التوصل إليها بالاعتماد على الملحق رقم (29) ويمكن تحليل النتائج كالتالي:

❖ $R^2=0.26$ هذا معناه أن 26% من تغيرات مستويات تذبذب أسعار الأوراق المالية في

مؤشر الدوحة ناتجة عن تغيرات التدفقات الحقيقية والاجراءات التقيدية؛

❖ نلاحظ معنوية كل من القاطع والمتغيرات المستقلة حيث كانت الاحتمالات أقل من

مستويات المعنوية؛ وهذا معناه أن RE و AF لديها أثر معنوي على VOL؛

❖ اختبار فيشر للعلاقة الخطية مناسب للتمثيل لأن القيمة الاحصائية أصغر من مستويات

المعنوية وبالتالي فقيمة $F\text{-stat}=5.09$ أكبر من القيمة الجدولية من خلال جدول

فيشر من ثم نقبل الفرض البديل والنموذج مناسب لتقدير العلاقات الخطية؛

كلما ارتفع المتغير AF بوحدة واحدة يرتفع المتغير VOL بـ 3.34 وحدة؛

كلما ارتفع المتغير RE بوحدة واحدة يرتفع المتغير VOL بـ 1.19 وحدة؛

2- اختبار سلسلة البواقي:

إن اختبار سلسلة البواقي تمكن من التأكد من وجود علاقة توازنية طويلة المدى بين

متغيرات النموذج عن طريق توليد مزيج خطي ساكن متمثل في سلسلة بواقي التقدير. ثم يتم

اختبار استقرار السلسلة E للحكم على وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغير التابع

والمتغيرات التفسيرية. وكانت النتائج بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews.08) واستناداً

إلى الملحق رقم (30) ملخصة في الجدول رقم (5-37)

الجدول رقم (5-37)

ملخص نتائج اختبار استقرار سلسلة البواقي

النموذج	اختبار ADF		اختبار PP	
	القيم المحسوبة	القيم الجدولية	القيم المحسوبة	القيم الجدولية
النموذج 4	-4.30	-1.95	-4.31	-1.94
النموذج 5	-4.24	-2.95	-4.24	-2.95
النموذج 6	-4.16	-3.55	-4.16	-3.55

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (30)

من الجدول أعلاه نلاحظ بأن القيم المحسوبة بالاختبارين ADF و PP أكبر من القيم الجدولية عند مستويات المعنوية وبالتالي نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة والسلسلة E لا تحتوي جذر وحدة وهي مستقر عند المستوى، وهو دليل على وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات النموذج.

المطلب الثالث: تقدير نموذج تصحيح الخطأ

قبل المرور لتقدير نموذج تصحيح الخطأ يجب إجراء بعض الاختبارات التي تمكن من الحكم على مدى صلاحية طريقة المربعات الصغرى لتقدير نموذج الانحدار.

1- كشف المشاكل القياسية التي يعاني منها النموذج القياسي: وهي خطوة أساسية للتأكد من دقة نموذج الانحدار وهي عادةً تتم بالاعتماد على ثلاث اختبارات.

1-1 الارتباط الذاتي بين البواقي:

لإجراء هذا الاختبار نعتمد على (Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test) وكانت النتيجة Prob. Chi-Square 0.3777 بالرجوع للملحق رقم 31 نلاحظ أن، قيمة الاحصائية p أكبر من مستويات المعنوية وهذا يعني أن القيمة المحسوبة أصغر من الجدولية وبالتالي نرفض وجود ارتباط ذاتي لحدود الخطأ العشوائي.

2-1 التوزيع الطبيعي: في هذا الاختبار نتحقق من أن هناك توزيع طبيعي لبواقي معادلة الانحدار باستخدام إحصائية (Jarque-bera). وكانت النتائج بعد معالجة سلسلة البواقي ببرنامج Eviews08 أن سلسلة البواقي تتوزع توزيع طبيعي، وكذلك نتائج الاختبار J-B تؤكد ذلك.

3-1 عدم ثبات تباين الأخطاء:

بعد القيام باختبار ثبات تباين البواقي باستعمال الاختبار ARCH وبالرجوع للملحق رقم (31) نلاحظ بأن القيم الاحتمالية (Prob. F=0.8918) أكبر من مستويات المعنوية ونستنتج أن القيم المحسوبة أكبر من القيم الجدولية ونقبل الفرضية العدمية أي ثبات تباين الأخطاء.

2- نموذج تصحيح الخطأ:

يعرف نموذج تصحيح الخطأ (error correction model) بتقدير العلاقة على المدى القصير وذلك بادخال سلسلة البواقي المقدره في نموذج الانحدار للمدى الطويل، حيث يتم استعمال البواقي الناتجة عن نموذج التقدير كمتغير مستقل مبطن بفترة واحدة حسب ما توضحه المعادلة التالية:

$$\Delta Y_t = \alpha_1 \Delta x_{1t} + \alpha_2 \Delta x_{2t} + \alpha_3 e_{t-1} + u_t$$

وبعد معالجة البيانات نتحصل على المعادلة التالية بالاعتماد على الملحق رقم (32):

$$DVOL = -12.0271609269*DAF + 1.75851256036*DRE - 0.765719370973*E(-1)$$

قيمة معامل تصحيح الخطأ هي -0.76 وهي قيمة معنوية لأن: $\text{prob}(Tstat)=0.0000$ وهذا معناه أن قيمة التذبذب في مؤشر الدوحة في المدى القصير لا تتساوى مع قيمتها التوازنية في المدى الطويل، وعليه فهذا المعامل يقيس نسبة اختلال التوازن خلال الفترة $t-1$ التي يتم تصحيحها خلال الفترة t تجاه قيمتها التوازنية. قيمة المعامل هي قيمة معنوية بالرجوع للملحق رقم 32 الاشارة السالبة تدل على وجود علاقة توازنية في المدى الطويل. نسبة تعديل القيم الفعلية تجاه القيم التوازنية 76% وهي تدل أن هذا التعديل سريع. وفي الأخير يمكن القول أن 76% من الانحراف في العلاقة في المدى القصير تجاه المدى الطويل تصحح خلال سنة واحدة.

تعتبر نتائج هذه الدراسة عن مدى تأثير الانفتاح الاقتصادي والتحرير المالي والانخراط في العولمة على مستويات التذبذب في سوق الدوحة الذي اختير لتمثيل الأسواق الرأسمالية العربية، وكانت النتائج تدل على أن تأثير مؤشر الدوحة بمتغيرات العولمة المالية حيث كان معامل التحديد 26% وهذا معناه أن 76% من التذبذب في مؤشر الدوحة راجع لأسباب اخرى غير مرتبطة بالانفتاح والتحرير المالي. وعلى الرغم من ذلك فإن هذه الدراسة القياسية أكدت أن تأثير الانفتاح الاقتصادي على التذبذب في قطر اكبر منه فرنسا. أما باقي الاختبارات دلت على معنوية النموذج وأكدت وجود علاقة تكامل متزامن بين المتغيرات، إضافة إلى عدم وجود مشاكل قياسية وصلاحيية طريقة المربعات الصغرى لتقدير معادلة الانحدار الخطي المتعدد.

المبحث الثاني: دراسة قياسية لأثر مؤشرات العولمة المالية على التذبذب في مؤشر ساو باولو بالاعتماد على منهجية أنجل-غرانجر

يعتبر اقتصاد البرازيل سابع أكبر اقتصاد حسب الناتج المحلي الإجمالي، وتتبنى البرازيل سياسات السوق الحرة باعتدال كما أنها تركز على تنمية الاقتصاد داخلي.

المطلب الأول: الاقتصاد البرازيلي ومؤشر بوفيسبا (Bovespa)

الاقتصاد البرازيلي هو أكبر اقتصاد في بلدان أمريكا اللاتينية وثاني اقتصاد في نصف الكرة الأرضية الغربي، وهو من الاقتصادات سريعة النمو في العالم بمتوسط معدل نمو سنوي تجاوز 5% خلال السنوات العشرة الأخيرة. من المتوقع أن يصبح الاقتصاد البرازيلي في العقود التالية أحد أكبر الاقتصادات الخمسة الكبرى في العالم. [Doing Business in Brazil, World Bank, 2016] كما أن البرازيل عضو في منظمات اقتصادية متنوعة، مثل مركزوسول، اواناسول، مجموعة G8+5، مجموعة ال20، منظمة التجارة العالمية ومجموعة كاييرنس. ولديها مئات الشركاء التجاريين، وتبلغ السلع المصنعة وشبه المصنعة 60% من إجمالي صادراتها، خاصة بعد انتهاء سياسة استبدال الصادرات التي انتهجتها الحكومات المتعاقبة التي جعلت من الاكتفاء الذاتي هدف خاصة بالنسبة للمنتجات الزراعية والغداية. [Reziz, 2006,p.11-12] وقد صنف صندوق النقد الدولي في تقريره السنوي لسنة 2014 الاقتصاد البرازيلي على أنه اقتصاد متنوع حيث يتكون من: قطاع الخدمات هو أكبر القطاعات يساهم في الناتج الإجمالي المحلي بنسبة 67.0%، يليه قطاع الصناعة بنسبة 27.5%. بينما تمثل الزراعة 5.5% من الناتج المحلي الإجمالي. [Brazil, International Monetary Fund,2014]

1- سوق ساو باولو للأوراق المالية (Bolsa de Valores, Mercadorias & Futuros de São Paulo)

هو سوق الأوراق المالية البرازيلي، ومقره الرئيسي في ساو باولو، وهو أكبر أسواق الأوراق المالية في أمريكا اللاتينية. تأسس عام 1890، ثم اندمج سوق ساو باولو للأوراق المالية مع سوق السلع والعقود الآجلة (BM&F) سنة 2008 ليكونا السوق البرازيلي للضمانات والسلع والأوراق المالية الآجلة (BM&F Bovespa). لم تكن لبورصة ساو باولو دورًا كبيرًا في الاقتصاد البرازيلي حتى منتصف ستينات القرن العشرين، وهي الفترة

التي شهد فيها الاقتصاد البرازيلي والنظام المالي سلسلة من الإصلاحات تحولت بموجبها البورصة لمؤسسات مستقلة إداريًا وماليًا. وكان لهذه الإصلاحات أثر إيجابي على أداء بورصة ساو باولو، حيث أصبح مؤشر بوفيسبا أهم المؤشرات البورصية في أمريكا الجنوبية. ويتكون المؤشر من 50 شركة مرتبة حسب التعميم الحر لرسملة السوق (قيمة رسملة السوق للأسهم المتاحة للتداول فقط) والمتوسط اليومي للقيمة المتداولة. ويعتبر مؤشر بوفيسبا مؤشرًا سعيًا لحساب نسبة التغير على أسعار أسهم هذه الشركات. ويتم تعديل هذه النسبة كل ثلاث أشهر.

المطلب الثاني: دراسة استقرار السلاسل الزمنية للتذبذب في مؤشر (Bovespa) ومؤشرات العولمة المالية في البرازيل

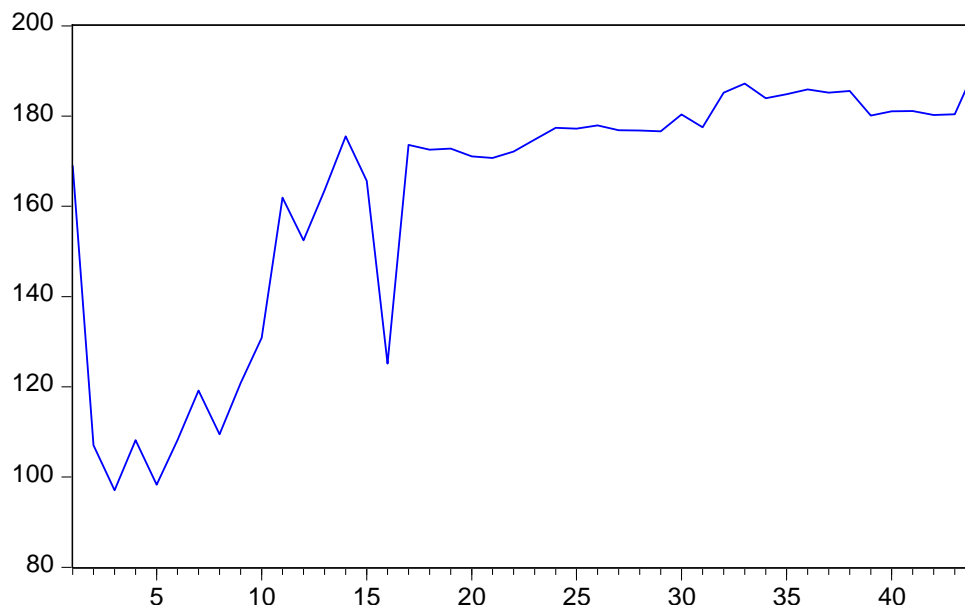
لدراسة العلاقة طويلة بين مؤشرات العولمة المالية حسب البيانات المنشورة لمؤشر كوف للعولمة حول مؤشر التدفقات الحقيقية كمتغير مستقل ومؤشر القيود على التدفقات كمتغير مستقل وتذبذب أسعار الأوراق المالية للشركات المسعرة في مؤشر بوفيسبا المجمع من الموقع الإلكتروني الرسمي لسوق ساو باولو. تم اختيار الفترة 1996 إلى سنة 2017 وذلك حسب توفر البيانات اليومية عن التداول. وقد استعملت المعطيات المنشورة عن أسعار الأوراق المالية للشركات المسعرة في مؤشر الدوحة بالأسعار اليومية لحساب تذبذب الأسعار باستعمال الانحراف المعياري للمعطيات اليومية عن الأسعار الفعلية المنشورة عن أيام العمل الرسمية على امتداد 22 سنة بموجب 7700 مشاهدة قسمت لسداسيات، ثم تستعمل بيانات كل سداسي لحساب التذبذب نصف السنوي. وتهدف هذه الدراسة لتحديد تأثير التذبذب في مؤشر سوق الدوحة بمتغيرين من متغيرات العولمة المالية التي تم اختيارها للتعبير عن مستويات الانفتاح والتحرير وهي التدفقات الحقيقية والاجراءات التقييدية. نحاول تحديد مدى استقرار السلاسل الزمنية الممثلة لمتغيرات الدراسة، وهناك عدة طرق لاختبار الاستقرار وهي اختبارات جدور الوحدة ولهذا الغرض تم اختيار اختباري ديكي-فولر المطور (Augmented Dickey-Fuller) بالإضافة لاختبار فيلب-بيرون (Phillips-Perron).

أولاً: سلسلة المتغير التابع تذبذب الأسعار في مؤشر بوفيسبا

نبدأ بتمثيل السلسلة الزمنية بيانياً من أجل الحكم على الشكل العام باستخدام برنامج (Eviews08) نحصل على المنحنى الممثل بالشكل رقم (5-18)

الشكل رقم (5-18)

منحنى يمثل شكل تذبذب الأسعار في مؤشر بوسيفبا خلال الفترة 1996-2017
VOLB



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد برنامج (Eviews08)

من الشكل السابق يمكن القول بأن سلسلة التذبذب لمؤشر بوفيسبا غير مستقرة، ولييان ذلك نلجأ لاختبارات الكشف عن جذور الوحدة.

1- اختبار ديكي-فولر المطور عند المستوى (Augmented Dickey-Fuller)

يقوم هذا الاختبار على تحديد مركبة الاتجاه العام بالاعتماد على ثلاثة نماذج أساسية يتم تقديرها حسب طريقة المربعات الصغرى بالمعادلات التي تم توضيحها خلال الفصل الخامس. بالاستعانة ببرنامج (Eviews.08) نقوم بتقدير النماذج الخاصة باختبار (A.D.F) للسلسلة الزمنية المعبرة عن التذبذب النصف سنوي لمؤشر بوسيفبا عند المستوى. ويمكن تلخيص النتائج من خلال الجدول رقم (5-38)

الجدول رقم (5-38)

نتائج اختبار (A.D.F) لدراسة استقرار سلسلة التذبذب لمؤشر بوسيفبا

الاختبارات	القيم الجدولية	القيم المحسوبة	اختبار A.D.F
0.876	-1.94	-0.76	النموذج 4
0.434	-2.95	-1.67	النموذج 5
0.012	-4.18*	-4.11	النموذج 6

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (31)

* هذه النتيجة عند مستوى معنوية 1%

النتائج في الجدول (5-38) تدل على وجود جذر وحدة وبالتالي السلسلة الزمنية غير مستقرة عند المستوى ويجب الانتقال الى اختبار الاستقرار عند الفرق الأول. ولتأكيد هذه النتيجة يمكن الاستعانة باختبار (Phillips-Perron).

2- اختبار فيليب-بيرون عند المستوى (P.P) يعتمد هذا الاختبار على نفس منهجية الاختبار السابق ولكنه أكثر دقة. وكانت النتائج ملخصة من خلال الجدول رقم (5-39)

الجدول رقم (5-39)

نتائج اختبار (P.P) لدراسة استقرار سلسلة التذبذب لمؤشر بوسيفبا

الاختبارات	القيم الجدولية	القيم المحسوبة	اختبار (P.P)
0.652	-1.94	-0.075	النموذج 4
0.483	-2.93	-1.58	النموذج 5
0.003	-4.18*	-4.54	النموذج 6

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (32)

* هذه النتيجة عند مستوى معنوية 1%

نتائج اختبار فيليب-بيرون تؤكد نتائج الاختبار الأول ومنه السلسلة الزمنية لمتغير التذبذب غير مستقرة عند المستوى وننتقل لاختبارات الاستقرار عند أخذ الفرق الأول.

3- اختبار (A.D.F) عند أخذ الفرق الأول: من خلال هذه الخطوة نقوم باختبار استقرار سلسلة تذبذب مؤشر بوفيسبا عند الفرق الأول، وكانت النتائج التي توصل إليها التحليل بالاعتماد على برنامج Eviews 08 ملخصة في الجدول رقم (4-40):

الجدول رقم (5-40)

نتائج اختبار (A.D.F) عند الفرق الأول لدراسة استقرار سلسلة التذبذب لمؤشر بوسيفبا

الاختبارات	القيم الجدولية	القيم المحسوبة	اختبار A.D.F
0.000	-1.94	-7.28	النموذج 4
0.000	-2.93	-7.99	النموذج 5
0.000	-3.52	-7.67	النموذج 6

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (33)

من نتائج الجدول رقم (5-40) نلاحظ أن السلسلة استقرت عند أخذ الفرق الأول والنتائج معنوية عند مستوى 5% ولتأكيد هذه النتائج ننتقل لاختبار (P.P)

4- اختبار (P.P) عند الفرق الأول:

الجدول رقم (5-41)

نتائج اختبار (P.P) لدراسة استقرار سلسلة التذبذب لمؤشر بوسيفبا

الاختبارات	القيم الجدولية	القيم المحسوبة	اختبار P.P
0.000	-1.94	-10.37	النموذج 4
0.000	-2.93	-11.51	النموذج 5
0.000	-3.52	-13.03	النموذج 6

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (34)

الجدول رقم (5-41) يؤكد نتائج الاختبار السابق ومنه فسلسلة التذبذب في مؤشر بوسيفبا استقرت عند الفرق الأول.

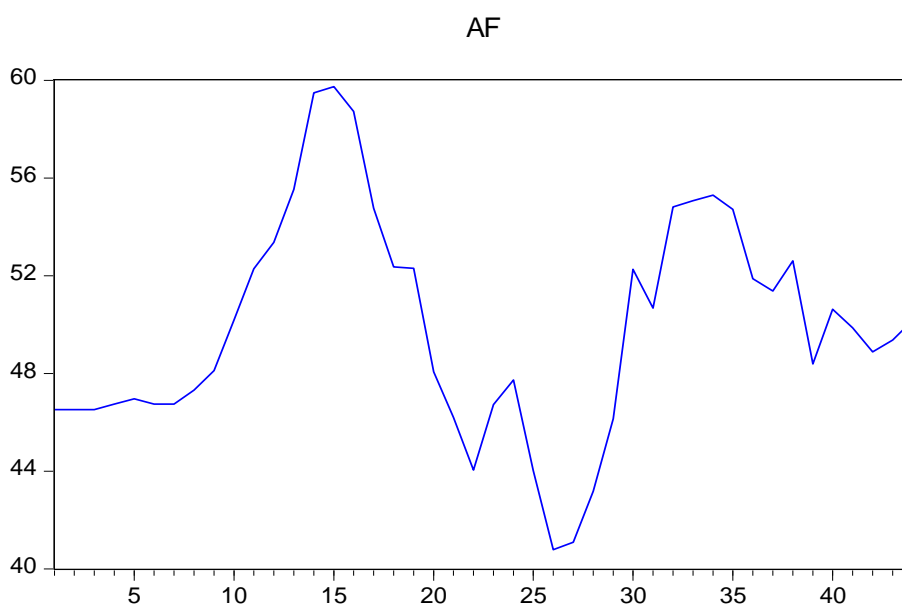
ثانيا: سلسلة المتغير المستقل (AF) الأول التدفقات الحقيقية في الاقتصاد البرازيلي

نبدأ بتمثيل السلسلة الزمنية بيانياً من أجل الحكم على الشكل العام باستخدام برنامج

(Eviews08) نحصل على المنحنى الممثل بالشكل رقم (5-19)

الشكل رقم (5-19)

منحنى يمثل شكل التدفقات الحقيقية في الاقتصاد القطري خلال الفترة 1969-2017



المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد برنامج (Eviews08)

من الشكل السابق يمكن القول بأن سلسلة التدفقات الحقيقية في الاقتصاد البرازيلي غير مستقرة، ولبيان ذلك نلجأ لاختبارات الكشف عن جذور الوحدة.

1- اختبار ديكي-فولر المطور عند المستوى (Augmented Dickey-Fuller)

بالاستعانة ببرنامج (Eviews.08) نقوم بتقدير النماذج الخاصة باختبار (A.D.F) للسلسلة الزمنية المعبرة عن التدفقات الحقيقية النصف سنوية للاقتصاد البرازيلي عند المستوى. ويمكن تلخيص النتائج من خلال الجدول رقم (5-42)

الجدول رقم (5-42)

نتائج اختبار (A.D.F) عند المستوى لدراسة استقرار التدفقات الحقيقية في الاقتصاد البرازيلي

الاختبارات	القيم الجدولية	القيم المحسوبة	اختبار A.D.F
0.705	-1.94	-0.08	النموذج 4
0.406	-2.95	-1.73	النموذج 5
0.740	-3.51	-1.68	النموذج 6

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (35)

إن هذه النتائج تدل على وجود جذر وحدة وبالتالي السلسلة الزمنية غير مستقرة عند المستوى ويجب الانتقال الى اختبار الاستقرارية عند الفرق الأول.

2- اختبار فيليب-بيرون عند المستوى (P.P) يعتمد هذا الاختبار على نفس منهجية الاختبار السابق ولكنه أكثر دقة. وكانت النتائج ملخصة من خلال الجدول رقم (5-43)

الجدول رقم (5-43)

نتائج اختبار (P.P) عند المستوى لدراسة استقرار سلسلة التدفقات الحقيقية في الاقتصاد

البرازيلي

الاختبارات	القيم الجدولية	القيم المحسوبة	اختبار (P.P)
0.028	-2.63	-2.20	النموذج 4
0.78	-2.95	-0.87	النموذج 5
0.36	-3.55	-2.42	النموذج 6

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (36)

نتائج اختبار فيليب-بيرون تؤكد نتائج الاختبار الأول ومنه السلسلة الزمنية للمتغير المستقل (A.F) غير مستقرة عند المستوى وننتقل لاختبارات الاستقرارية عند أخذ الفرق الأول.

3- اختبار (A.D.F) عند أخذ الفرق الأول: من خلال هذه الخطوة نقوم باختبار استقرار

السلسلة الزمنية للمتغير المستقل (A.F) عند الفرق الأول، وكانت النتائج التي توصل

إليها التحليل بالاعتماد على برنامج Eviews 08 ملخصة في الجدول رقم (5-44):

الجدول رقم (5-44)

نتائج اختبار (A.D.F) عند الفرق الأول للسلسلة الزمنية للمتغير المستقل (A.F)

الاختبارات	القيم الجدولية	القيم المحسوبة	اختبار A.D.F
0.000	-1.94	-5.13	النموذج 4
0.000	-2.93	-5.08	النموذج 5
0.000	-3.52	-5.03	النموذج 6

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (37)

من نتائج الجدول رقم (5-44) نلاحظ أن السلسلة استقرت عند أخذ الفرق الأول والنتائج

معنوية عند مستوى 5% ولتأكيد هذه النتائج ننتقل لاختبار (P.P)

4- اختبار (P.P) عند الفرق الأول: يمكن تلخيص نتائج اختبار (pp) من خلال الجدول رقم (5-45)

الجدول رقم (5-45)

نتائج اختبار (P.P) عند الفرق الأول لدراسة استقرار سلسلة التدفقات الحقيقية

الاختبارات	القيم الجدولية	القيم المحسوبة	اختبار P.P
0.000	-1.94	-5.17	النموذج 4
0.000	-2.93	-5.11	النموذج 5
0.000	-3.52	-5.06	النموذج 6

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (38)

الجدول رقم (5-45) يؤكد نتائج الاختبار السابق ومنه فالسلسلة الزمنية الممثلة للتدفقات الحقيقية استقرت عند الفرق الأول.

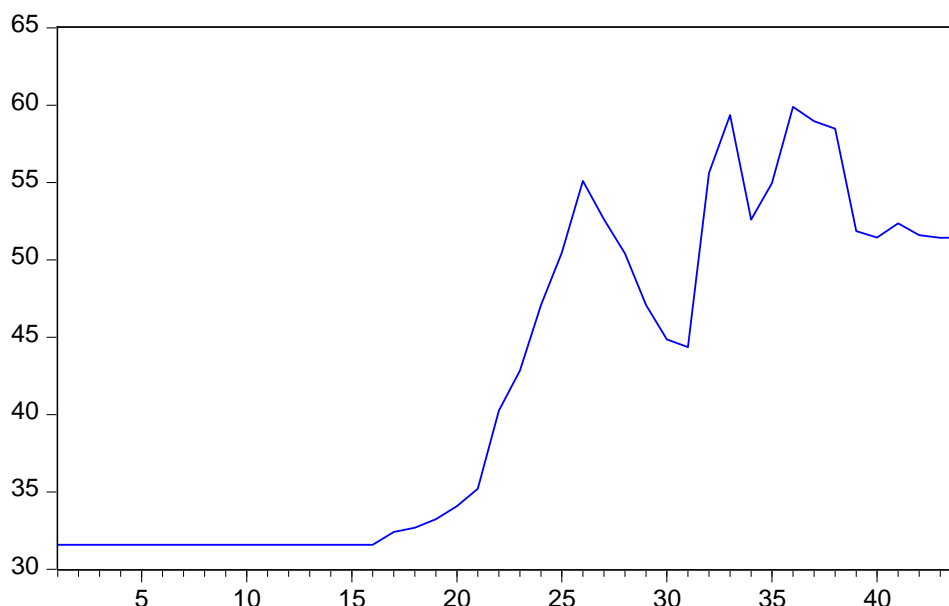
ثالثاً: سلسلة المتغير المستقل الثالث الاجراءات التقييدية (RE)

نبدأ بتمثيل السلسلة الزمنية بيانياً من أجل الحكم على الشكل العام باستخدام برنامج (Eviews08) نحصل على المنحنى الممثل بالشكل رقم (5-20)

الشكل رقم (5-20)

منحنى يمثل شكل اجراءات القيود في الاقتصاد البرازيلي خلال الفترة 1996-2017

RE



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج (Eviews08)

من الشكل السابق يمكن القول بأن سلسلة الاجراءات القيود غير مستقرة، ولبيان ذلك نلجأ لاختبارات الكشف عن جذور الوحدة.

1- اختبار ديكي-فولر المطور عند المستوى (Augmented Dickey-Fuller):

بالاستعانة ببرنامج (Eviews.08) نقوم بتقدير النماذج الخاصة باختبار (A.D.F) للسلسلة الزمنية المعبرة عن اجراءات القيود النصف سنوية للاقتصاد البرازيلي عند المستوى. ويمكن تلخيص النتائج من خلال الجدول رقم (5-46)

الجدول رقم (5-46)

نتائج اختبار (A.D.F) لدراسة استقرار سلسلة اجراءات القيود للاقتصاد البرازيلي

الاختبارات	القيم الجدولية	القيم المحسوبة	اختبار A.D.F
0.873	-1.94	0.75	النموذج 4
0.753	-2.93	-0.97	النموذج 5
0.322	-3.52	-2.50	النموذج 6

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (39)

إن هذه النتائج تدل على وجود جذر وحدة وبالتالي السلسلة الزمنية غير مستقرة عند المستوى ويجب الانتقال الى اختبار الاستقرار عند الفرق الأول.

2- اختبار فيليب-بيرون عند المستوى (P.P) يعتمد هذا الاختبار على نفس منهجية الاختبار السابق ولكنه أكثر دقة. وكانت النتائج ملخصة من خلال الجدول رقم (5-47)

الجدول رقم (5-47)

نتائج اختبار (P.P) لدراسة استقرار سلسلة اجراءات القيود في الاقتصاد البرازيلي

الاختبارات	القيم الجدولية	القيم المحسوبة	اختبار (P.P)
0.869	-1.94	-0.73	النموذج 4
0.742	-2.93	-1.00	النموذج 5
0.506	-3.51	-2.14	النموذج 6

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (40)

نتائج اختبار فيليب-بيرون تؤكد نتائج الاختبار الأول ومنه السلسلة الزمنية للمتغير المستقل (RE) غير مستقرة عند المستوى ومنتقل لاختبارات الاستقرار عند أخذ الفرق الأول.

3- اختبار (A.D.F) عند أخذ الفرق الأول: من خلال هذه الخطوة نقوم باختبار استقرار السلسلة الزمنية للمتغير المستقل (RE) عند الفرق الأول، وكانت النتائج التي توصل إليها التحليل بالاعتماد على برنامج Eviews 08 ملخصة في الجدول رقم (5-48):

الجدول رقم (5-48)

نتائج اختبار (A.D.F) عند الفرق الأول للسلسلة الزمنية للمتغير المستقل (RE)

الاختبارات	القيم الجدولية	القيم المحسوبة	اختبار A.D.F
0.000	-1.94	-5.17	النموذج 4
0.000	-2.93	-5.21	النموذج 5
0.000	-3.52	-5.15	النموذج 6

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (41)

من نتائج الجدول رقم (4-48) نلاحظ أن السلسلة استقرت عند أخذ الفرق الأول والنتائج معنوية عند مستوى 5% ولتأكيد هذه النتائج ننتقل لاختبار (P.P)

4- اختبار (P.P) عند الفرق الأول:

الجدول رقم (5-49)

نتائج اختبار (P.P) عند الفرق الأول للسلسلة (RE)

الاختبارات	القيم الجدولية	القيم المحسوبة	اختبار P.P
0.000	-1.94	-5.07	النموذج 4
0.000	-2.93	-5.09	النموذج 5
0.000	-3.19	-5.01	النموذج 6

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (42)

نتائج الجدول رقم (5-49) تؤكد نتائج الاختبار السابق ومنه فالسلسلة استقرت عند الفرق الأول. من خلال هذه النتائج تحقق الشرط الأول من المرحلة الأولى لاختبار الخطوتين لأنجل-غرانجر،

لأن السلاسل الزمنية للمتغيرات الثلاثة المعبرة عن النموذج إستقرت عند الفرق الأول من هذا المنطلق يمكن المرور لتقدير معادلة الانحدار المتعدد لمتغيرات هذا النموذج.

رابعاً: معادلة الانحدار المفسرة لحركة المتغيرات (VOL.AF.RE) في البرازيل

تتمثل هذه المرحلة في التعبير عن العلاقة التي تربط المتغيرات التفسيرية والمتغير التابع بصيغة رياضي بهدف تحديد أثر كل متغير مستقل على حركة المتغير التابع ولذلك يمكن صياغة النموذج كما هو موضح من خلال المعادلة التالية:

$$VOL = F(AF RE) \text{ أو } VOL = a_0 + a_1Af + a_2RE + \varepsilon$$

حيث أن:

a_0 : تمثل معلمة الحد الثابت

a_1 و a_2 : تمثلان معلمات الانحدار الخطي المتعدد

1- تقدير معلمات النموذج: تستعمل طريقة المربعات الصغرى لتقدير معادلة الانحدار المفسرة

لتغيرات تذبذب الأسعار في مؤشر ساو باولو بدلالة التدفقات الخارجية والقيود، وبعد معالجة

بيانات السلاسل الزمنية للمتغيرات الثلاثة ببرنامج (Eviews.08) كانت صيغة معادلة

الانحدار كالتالي:

$$VOLB = 0.012808380533 + 1.60406960261*AF + 1.94368585837*RE$$

المعادلة السابقة تم التوصل إليها بالاعتماد على الملحق رقم (43) ويمكن تحليل النتائج

كالتالي:

❖ $R^2=0.55$ هذا معناه أن 55% من تغيرات مستويات تذبذب أسعار الأوراق المالية في

مؤشر بوسيفبا البرازيلي ناتجة عن تغيرات التدفقات الحقيقية والاجراءات التقييدية؛

❖ نلاحظ معنوية كل من المتغيرات المستقلة حيث كانت الاحتمالات أقل من مستويات

المعنوية؛ وهذا معناه أن RE و AF لديها أثر معنوي على VOL؛

❖ اختبار فيشر للعلاقة الخطية مناسب للتمثيل لأن القيمة الاحصائية أصغر من مستويات

المعنوية وبالتالي فقيمة $F\text{-stat}=25.28$ أكبر من القيمة الجدولية من خلال جدول

فيشر. من ثم نقبل الفرض البديل والنموذج مناسب لتقدير العلاقات الخطية؛

كلما ارتفع المتغير AF بوحدة واحدة يرتفع المتغير VOL بـ 1.6 وحدة؛ كلما ارتفع المتغير RE بوحدة واحدة يرتفع المتغير VOL بـ 1.64 وحدة؛

2- اختبار سلسلة البواقي:

إن اختبار سلسلة البواقي تمكن من التأكد من وجود علاقة توازنية طويلة المدى بين متغيرات النموذج حيث يتم اختبار استقرار السلسلة E للحكم على وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغير التابع والمتغيرات التفسيرية. وكانت النتائج بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews.08) واستناداً إلى الملحق رقم (44) ملخصة في الجدول رقم (50)

الجدول رقم (50)

ملخص نتائج اختبار استقرار سلسلة البواقي

النموذج	اختبار ADF		اختبار PP	
	القيم المحسوبة	القيم الجدولية	القيم المحسوبة	القيم الجدولية
النموذج 4	-3.34	-1.94	-3.72	-1.94
النموذج 5	-3.31	-2.93	-3.70	-2.93
النموذج 6	-3.57	-3.51	-3.99	-3.51

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (44)

من الجدول أعلاه نلاحظ بأن القيم المحسوبة بالاختبارين ADF و PP أكبر من القيم الجدولية عند مستويات المعنوية وبالتالي نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة والسلسلة E لا تحتوي جذر وحدة وهي مستقر عند المستوى، وهو دليل على وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات النموذج المقدر.

المطلب الثالث: تقدير نموذج تصحيح الخطأ

قبل المرور لتقدير نموذج تصحيح الخطأ يجب إجراء بعض الاختبارات التي تمكن من الحكم على مدى صلاحية طريقة المربعات الصغرى لتقدير نموذج الانحدار.

1- كشف المشاكل القياسية التي يعاني منها النموذج القياسي: وهي خطوة أساسية للتأكد

من دقة نموذج الانحدار وهي عادةً تتم بالاعتماد على ثلاث اختبارات.

1-1 الارتباط الذاتي بين البواقي:

لاجراء هذا الاختبار نعتمد على (Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test) وكانت النتيجة بالرجوع للملحق رقم 45 نلاحظ أن القيمة الاحتمالية بالنسبة لاختبار فيشر أو اختبار LM اكبر من مستويات المعنوية وهذا يعني أن القيمة المحسوبة أصغر من الجدولية وبالتالي نرفض وجود ارتباط ذاتي لحدود الخطأ العشوائي.

2-1 التوزيع الطبيعي: في هذا الاختبار نتحقق من أن هناك توزيع طبيعي لبواقي معادلة

الانحدار باستخدام إحصائية (Jarque-bera). وكانت النتائج بعد معالجة سلسلة البواقي ببرنامج Eviews08 تدا أن سلسلة بواقي تتبع التوزيع الطبيعي.

3-1 عدم ثبات تجانس الأخطاء:

بعد القيام باختبار ثبات تباين البواقي باستعمال الاختبار ARCH وبالرجوع للملحق رقم (46) نلاحظ بأن القيم الاحتمالية (Prob. F=0.8918) أكبر من مستويات المعنوية ونستنتج أن القيم المحسوبة أكبر من القيم الجدولية ونقبل الفرضية العدمية أي أن النموذج لا يعاني من مشكلة عدم ثبات تباين الأخطاء.

3- نموذج تصحيح الخطئ:

يعرف نموذج تصحيح الخطأ (error correction model) بتقدير العلاقة على المدى القصير وذلك بإدخال سلسلة البواقي المقدر في نموذج الانحدار للمدى الطويل، حيث يتم استعمال البواقي الناتجة عن نموذج التقدير كمتغير مستقل مبطن بفترة واحدة حسب ما توضحه المعادلة التالية:

$$\Delta Y_t = \alpha_1 \Delta x_{1t} + \alpha_2 \Delta x_{2t} + \alpha_3 e_{t-1} + u_t$$

وبعد معالجة البيانات نتحصل على المعادلة التالية بالاعتماد على الملحق رقم (47):

$$DVOLB = -17.6693775 + 0.292031541*AF + 0.08261429299*RE - 0.31911533949*E(-1)$$

قيمة معامل تصحيح الخطأ هي -0.32 وهي قيمة معنوية لأن: $\text{prob}(T\text{stat})=0.00$ وهذا معناه أن قيمة التذبذب في مؤشر بوسيفبا في المدى القصير لا تتساوى مع قيمتها التوازنية في المدى الطويل، وعليه فهذا المعامل يقيس نسبة اختلال التوازن خلال الفترة $t-1$ التي يتم تصحيحها خلال الفترة t تجاه قيمتها التوازنية. قيمة المعامل هي قيمة معنوية بالرجوع للملحق رقم 47 الاشارة السالبة تدل على وجود علاقة توازنية في المدى الطويل. نسبة تعديل القيم الفعلية تجاه القيم التوازنية 32% وهي تدل أن هذا التعديل بطيء نسبياً. وفي الأخير يمكن القول أن 76% من الانحراف في العلاقة في المدى القصير تجاه المدى الطويل تصحح خلال سنة واحدة.

تعتبر نتائج هذه الدراسة عن مدى تأثير الانفتاح الاقتصادي والتحرير المالي والانخراط في العولمة على مستويات التذبذب في سوق ساو باولو، علماً بأن البرازيل كانت من أول الدول التي تبنت سياسات التحرير المالي والانفتاح الاقتصادي. وكانت النتائج تدل على أن تأثير مؤشر باسيفبا بمتغيرات العولمة المالية كبير نسبياً حيث كان معامل التحديد 55% وهذا معناه أن 45% من التذبذب في مؤشر بوسيفبا راجع لأسباب أخرى غير مرتبطة بالانفتاح والتحرير المالي. وعلى الرغم من ذلك فإن هذه الدراسة القياسية أكدت أن تأثير الانفتاح الاقتصادي على التذبذب في السوق البرازيلي أكبر منه في كل من السوق الفرنسي والسوق القطري. أما باقي الاختبارات دلت على معنوية النموذج وأكدت وجود علاقة تكامل متزامن بين المتغيرات، إضافة إلى عدم وجود مشاكل قياسية وصلاحيّة طريقة المربعات الصغرى لتقدير معادلة الانحدار الخطي المتعدد.

خلاصة الفصل:

خصص هذا الفصل للدراسة القياسية لتحديد أثر الانفتاح على التذبذب في الأسواق الناشئة حيث تم اختيار كل من قطر والبرازيل. وتم التعريف بالسوق الرأسمالي القطري ومتابعة تطوره منذ نشأته عام 1995 وأصبح خلال فترة وجيزة من أهم الأسواق العربية. وفي منتصف عام 2009 قامت شركة قطر القابضة، بتوقيع اتفاقية مع بورصة نايسي يورونسكت NYSE Euronext (NYX) من أجل تشكيل شراكة استراتيجية بهدف تحويل سوق الدوحة للأوراق المالية إلى بورصة دولية. وطالما احتل السوق الرأسمالي القطري مكانة هامة على المستوى العربي والعالمي باعتباره من أهم الأسواق العربية الناشئة ذات الفائض المالي والأكثر انفتاحًا. لذلك وقع الاختيار عليه لتمثيل الأسواق العربية الناشئة في الدراسة القياسية هذه الأخيرة تمت بناءً على منهجية أنجل-جرانجر لدراسة التكامل المشترك بين السلاسل الزمنية الممتلة لعدد من المتغيرات، حيث كان المتغير التابع هو مستويات التذبذب في مؤشر الدوحة والمتغيرات التفسيرية هي حجم التدفقات والقيود التي ينشرها مؤشر كوف خلال الفترة 2003-2017. وكانت نتائج الدراسة القياسية تؤكد تأثير هذه المتغيرات على مستويات التذبذب في مؤشر الدوحة بنسبة 26% وهي نسبة صغيرة نسبيًا. أما سوق ساو باولو الرأسمالي الذي يعتبر من أهم المؤشرات في أسواق أمريكا اللاتينية وكانت النتائج تدل على أن تأثر مؤشر بوسيفبا بمتغيرات العولمة المالية كبير نسبيًا حيث كان معامل التحديد 55% وهذا معناه أن 45% من التذبذب في مؤشر بوسيفبا راجع لأسباب أخرى غير مرتبطة بالانفتاح والتحرير المالي. وعلى الرغم من ذلك فإن هذه الدراسة القياسية أكدت أن تأثير الانفتاح الاقتصادي على التذبذب في السوق البرازيلي أكبر منه في كل من السوق الفرنسي والسوق القطري.

الخاتمة

الخاتمة:

يشهد العالم اليوم الكثير من الأحداث والتغيرات المتسارعة، والمتتبع للتطورات الاقتصادية لا بد أن يلاحظ مدى التحول الذي تشهده الساحة الاقتصادية الدولية والتوجه الكبير نحو الاقتصاد الحر والانفتاح وإسقاط الحواجز والقيود. أصبحت ظاهرة العولمة الاقتصادية تعني الانتقال من الاقتصاد الدولي المكون من خلايا قاعدية في اقتصاديات متنافسة، إلى اقتصاد عالمي مبني على منطق اللاحواجز على السلع والخدمات والاستثمارات ورؤوس الأموال، وبذلك ظهرت فكرة الاقتصاد العابر للحدود. وتعتبر العولمة المالية أحد أهم مظاهر العولمة الاقتصادية، وهي التوجه نحو تحرير حركة رؤوس الأموال بما تحمله من مخاطر وأزمات. إن الحركة الدائمة لرؤوس الأموال الباحثة عن منافذ استثمار ذات مردود أكبر من المتاح في الداخل وجدت في صناعة الخدمات المالية إطاراً مناسباً لأهدافها وتطلعاتها، وزاد نمو هذه الحركة بظهور الأدوات المالية الحديثة وتطور شبكات الاتصال وانتقال المعلومات. وزادت الحركة نحو الاندماج والتحرر حتى أصبح الاقتصاد العالمي تحركه مراكز مالية وبورصات ضخمة تعمل على المستوى العالمي ولا تعترف بالحواجز والقيود. وقد أثبتت التجارب أن المراكز المالية العالمية كانت وراء العديد من الأزمات والصدمات المالية بسبب التقلبات المفاجئة للأموال الأجنبية التي تتحرك بسرعة من استثمار لآخر على مستوى العالم.

وتمثل سوق الأوراق المالية سوقاً بالمفهوم الاقتصادي للسوق، لأنها المكان المنظم الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون من خلال السماسرة لتبادل الأسهم والسندات. وتصنف أسواق الأوراق المالية ضمن أسواق المنافسة الكاملة إذ يتحدد فيها السعر بفعل قوى العرض والطلب. وتمتاز الأوراق المالية بالتنوع والتجانس، فالأوراق المالية التي تصدر عن شركة معينة تكون متجانسة في قيمتها وشروط إصدارها، وهذا ما يسهل عملية التقييم ويسهل أيضاً من عملية احتساب معدل العائد المحقق من كل ورقة مالية. ولقيام سوق أوراق مالية يجب توفر مقومات رئيسية حتى تحقق الهدف الذي أنشأت من أجله. ونظراً لأن أسواق الأوراق المالية هي الإطار الذي تتحدد فيها القيمة السوقية للأدوات المالية فقد زاد اهتمام إدارة السوق إلى بكفاءة الأسواق الأوراق المالية ومؤشراتها بحيث يتمكن للمستثمرين من خلالها متابعة أداء المحافظ المالية وأيضاً التنبؤ بحركة أسعار الأوراق المالية.

لقد زاد التحرر المالي من ترابط أسواق أوراق المالية الأكثر تقدماً في كل من الولايات المتحدة الأمريكية، أسواق الأوراق المالية الأوروبية، واليابان، ولقد انضمت إليها في السنوات الأخيرة الأسواق الناشئة، وهي أسواق متطورة موجودة في اقتصاديات نامية ساهم التحرير

المالي في توجيهها نحو العالمية، فقامت بتكييف نظمها القانونية، الرقابية، المحاسبية والضريبية حتى تكتسب ثقة المستثمرين المحليين والأجانب بصفة خاصة، لكن هذه الأسواق واجهت أعنف الأزمات التي انتشرت انتشار كبير لتشمل كل الأسواق المالية في العالم حتى الأسواق الأكثر تقدماً لكن نتائجها اختلفت من سوق لأخرى بسبب اختلاف البنى الاقتصادية والمالية من دولة لأخرى.

بالرغم من الأزمات المالية العنيفة التي مرت بها الأسواق الناشئة في سعيها نحو تطوير أسواقها للأوراق المالية إلا أن انتهاج سياسة الانفتاح تعتبر خطوة جريئة لها جوانبها الإيجابية نظراً للدور الكبير الذي تؤديه أسواق الأوراق المالية في استقطاب رؤوس الأموال وعملية التنمية. من نفس المنطلق أدركت الدول العربية أهمية مثل هذه السياسات، خاصة في ظل التوجه الجديد المتمثل في تقليص دور القطاع العام والاتجاه نحو خصصته. وعلى الرغم من ذلك فأسواق الأوراق المالية الناشئة متباينة فيما بينها من حيث درجة التطور والتنظيم والنشاط، وتسعى كل دولة إلى تطوير سوقها، إلا أنها مازالت تعاني من قصور في التشريعات الاقتصادية المتعلقة بأسواق الأوراق المالية، وإن وجدت فهي تفتقر للوضوح والدقة، بالإضافة إلى تأخر برامج الخصخصة وقصور دور شركات الوساطة، بينما تتميز مجموعة ثانية بتطور الهياكل والبنى التشريعية بالإضافة لتنوع الأدوات المالية، وتحتل مراتب متقدمة في الكفاءة والسيولة واجراءات التعامل.

• النتائج:

وبناء على الأهداف المرتقبة من هذه الدراسة، ومحاولة للإجابة عن الإشكالية يمكن استخلاص النتائج التالية:

- تعتبر سوق الأوراق المالية من أهم مكونات النظام المالي والاقتصادي فهي أهم قنوات تمويل الاقتصاد عن طريق استقطاب المدخرات المحلية والأجنبية. تتوجه كل دول العالم متطورة أو نامية إلى الانخراط في العولمة المالية وتتبنى سياسات الانفتاح والتحرير المالي، حتى تتمكن من تحقيق كفاءة وفعالية النظام المالي من جهة وتتمكن من جذب رؤوس الأموال والاستثمارات؛
- يتبين من عرض الأطر النظرية لأسواق الأوراق المالية والعولمة المالية أن هناك جدلاً واختلافاً كبيراً بين الاقتصاديين فيما يتعلق بأهمية الانخراط في العولمة المالية وانتهاج التحرير المالي. وفي حين يؤكد البعض على أهمية هذه الخطوات ودورها في جذب استثمار المحفظة ورؤوس الأموال. يعتقد آخرون أن التحرير والعولمة نقمة على الدول

- التي تتبنى هذه الأفكار لأن حركة رؤوس الأموال كانت سبب في أزمات واختلالات كبيرة؛
- تحرير أسواق الأوراق المالية ورفع إجراءات الكبح على حركة الاستثمار المحفظي إضافة إلى تحسين نوعية الخدمات المالية المقدمة يساعد على استقطاب الاستثمار غير المباشر عبر مختلف القنوات ويؤثر إيجاباً على سيولة الأسواق وحجم المبادلات؛
 - إن عدم توفر الأطر التشريعية والتنظيمية الكلية أو الجزئية يعتبر عائق أمام هذه البلدان لما لهذه الأطر من أهمية في توفير الحماية اللازمة لحقوق المتعاملين وعلى تسهيل وسرعة المعاملات، مع اشتراط أن تتميز هذه الأطر بالمرونة الكافية لتكيف مع المتغيرات المستجدة وإستعابها من خلال ضوابط تشريعية وتنظيمية قادرة على دفع حركة السوق باستمرار؛
 - يتميز الاستثمار الغير مباشرة بمجموعة من الخصائص تختلف عن غيرها من الاستثمارات أهمها سرعة الحركة بين الأسواق، مما يعرض هذه الأخيرة لارتفاع معدلات تذبذب اسعار الاوراق المالية المتداول بها؛
 - تختلف خصائص الأسواق الناشئة عن خصائص الأسواق المتطورة من حيث البني والهياكل والتشريعات والكفاءة والسيولة والحجم كما تختلف اجراءات وآليات انخراطها في العولمة والانفتاح؛
 - يعود التذبذب في اسواق الاوراق المالية إلى عوامل متعلقة بالاقتصاد الكلي والجزئي بالإضافة لعوامل متعلقة ببنية ونشاط السوق، كما لا يمكن إهمال العوامل الخارجية الناتجة عن ارتباط واندماج الأسواق المحلية بالأسواق العالمية؛
 - ضآلة الانفتاح على الخارج من العوامل التي لا تزال تعيق عمل أسواق الأوراق المالية الناشئة وعدم وجود أنظمة استثمار مفتوحة بالكامل في غالبية هذه البلدان يؤثر سلباً على ثقة المستثمرين بالأسواق المالية ويتسبب في الوقوف دون فتح المجال أمام الاستثمارات الأجنبية وانتقال الخبرات؛
 - ضيق الفرص المتاحة للتنوع، تتسم جميع البورصات الناشئة شأنها في ذلك شأن البورصات الصغيرة، بضعف الفرص المتاحة أمام المستثمر للتنوع، وهذه السمة المشتركة تضع قيوداً على استراتيجيات الاستثمار. وفي معظم البورصات العربية يسيطر قطاع البنوك وقطاع المقاولات على حجم التداول؛
 - من اكبر المشاكل التي تواجه دراسات السببية في الاقتصاد مشكلة الانحدار الزائف في هذه الحالة تكون النتائج مضللة ولا تعبر عن العلاقة التفسيرية بين المتغيرات، لتجنب هذا الإشكال يمكن الاعتماد على منهجية التكامل المشترك؛

- تعتبر هذه الدراسة محاولة لتحديد مدى تأثير الانفتاح والتحرير كأهم مظاهر الواقع الاقتصادي الراهن على التذبذب في أسواق الاوراق المالية، باعتباره أحد مؤشرات أداء هذه الأسواق. ومقارنة مدى تأثر الأسواق الناشئة بالانفتاح مع الأسواق المتطورة. ولهذا الغرض تم اختيار منهجية أنجل-غرانجر للتكامل المشترك من أجل وضع نموذج انحدار يفسر العلاقة بين التدفقات الحقيقية واجراءات الكبح على مستويات التذبذب.
- وللتعبير عن الأسواق المتطورة تم اختيار مؤشر (cac40)، وكانت النتيجة أن 23% من تغيرات مستويات التذبذب خلال الفترة 1991-2017 تفسرها تغيرات التدفقات واجراءات الكبح على الاقتصاد الفرنسي.
- تم اختيار سوق الدوحة للتعبير عن سوق عربي ناشئ وكانت 26% من تغيرات مستويات التذبذب في مؤشر الدوحة خلال الفترة 2003-2017 تعود لتغير مستوى التدفقات الحقيقية واجراءات الكبح على الاقتصاد القطري. وهذه النتائج مقارنة لنتائج السوق الفرنسي وهذا معناه أن استجابات التذبذب في المؤشر الفرنسي والقطري لمتغيرات العولمة المالية متماثلة.
- مؤشر بوفيسبا البرازيلي كان أكثر تأثرا بمتغيرات العولمة المالية حيث أن 55% من تغيرات مستويات التذبذب في هذا المؤشر خلال الفترة 1996-2017 تفسرها تغيرات التدفقات الحقيقية واجراءات الكبح في الاقتصاد البرازيلي. إن هذه النتائج تؤكد صحة الفرض القائل بوجود أثر إحصائي ذو دلالة معنوية لمؤشرات الانفتاح على التذبذب في أسواق الأوراق المالية المتطورة الناشئة والعربية؛
- كما أن نتائج مؤشر بوفيسبا البرازيلي تؤكد الفرض القائل أن تأثر التذبذب بالانفتاح المالي في الأسواق الناشئة أكبر منه في الأسواق الناضجة؛ أما نتائج مؤشر الدوحة كانت مخالفة لهذا الفرض حيث كانت نتائج هذا المؤشر مقارنة لنتائج المؤشر الفرنسي.
- لقد أثبتت مجموعة من الدراسات أن الأسواق الناشئة تختلف عن بعضها البعض فهي مجموعة غير متجانسة، كما أن للأسواق العربية وضع خاص مقارنة بباقي الأسواق الناشئة بسبب اختلاف البني الاقتصادية والمناهج التنموية. وقد أظهرت الدراسة القياسية أن تأثر التذبذب بحركة الانفتاح في السوق القطري أقل منه في السوق البرازيلي قد يعود لعدم عمق هذه السوق أو حداثة عهدها بحركة التحرير والانفتاح.

• المقترحات:

اصبحت حركة التحرير المالي والانفتاح حتمية وضرورة خاصة بالنظر لعدد من التجارب الناجحة لمجموعة من الدول. وفي المقابل يؤكد الواقع الاقتصادي خاصة خلال العشرينات الثلاثة الأخيرة ارتباط الأزمات والصدمات المالية الكبرى التي هزت مناطق مختلفة من العالم، واثرت على القطاع المالي بشكل خاص بالتوجه نحو العولمة المالية والانفتاح. وبناءً على ذلك يمكن تقديم التوصيات التالية:

- مشاركة الأجانب في الأسواق المحلية من أهم عوامل تطويرها، ولكن ذلك يستوجب عمل هذه الأسواق وفق المقاييس العالمية بهدف حماية المستثمرين وتوفير الظروف المثلى لتحقيق مستوى أداء مرتفع؛
- طبيعة أسواق الأوراق المالية وتعاملها برؤوس الأموال التي تتميز بسرعة الحركة والانتقال إلى المناطق التي تتميز بالاستقرار، سعيها لتجنب المخاطر وتحقيق عوائد أعلى. يحتم على الدول تعزيز دور الإشراف والرقابة ووضع الأطر القانونية والتشريعية المناسبة لتقادي الأزمات المالية والنقدية من جهة وضمان تفعيل سياسات التحرير المالي على أرض الواقع من جهة أخرى؛
- انتهاج مسار تدريجي لتحرير حركة رأس المال، والعمل على انشاء نظام مالي قوي مدعم بأساليب رقابية وتشريعات واضحة ودقيقة تحكم عمل الأسواق المالية؛
- العمل على اقامة أسواق أوراق مالية كفئة وفعالة بتعزيز الشفافية والإفصاح وذلك عن طريق إصدار نشرة دورية تتضمن معلومات عامة عن السوق، وقرارات مجلس الإدارة ومعلومات عن أحجام التداول ومؤشرات الأسعار. لمزيد من التعريف بالفرص الاستثمارية المتاحة؛
- العمل على توفير المناخ المناسب لضمان تدفق الاستثمار الأجنبي إلى السوق المحلي، وخلق بيئة اقتصادية جذابة ومستقرة لرؤوس الأموال المحلية والأجنبية على حد سواء قبل التوجه لتحرير حساب رأس المال.

هناك الكثير من الجوانب التي لم يتسنى لنا دراستها من خلال هذه الأطروحة والتي يمكن اعتبارها مواضيع لدراسات وأبحاث لاحقة مرتبطة بنفس الموضوع، خاصة وأن الواقع الاقتصادي الراهن في أمس الحاجة لمثل هذه الدراسات بسبب التحديات التي تفرضها العولمة والانفتاح القائمة على مبادئ التحرير والاندماج. وأهم هذه النقاط:

- وضع نموذج تحليل البيانات المقطعية لتحليل تأثير أداء الأسواق المالية بمؤشرات الانفتاح لمجموعة من الدول؛
- وضع نموذج يفسر تغيرات التذبذب بدلالة متغيرات داخلية خاصة بآليات عمل الأسواق مثل أنظمة التسعير أو طرق الإفصاح أو حجم رسملة السوق؛
- القيام بدراسات مقارنة لواقع أداء أسواق الأوراق المالية العربية ذات درجة انفتاح مالي مرتفعة بمثيلاتها من دول جنوب شرق آسيا أو أمريكا اللاتينية.

قائمة المراجع

قائمة المراجع

❖ الكتب:

1. ابراهيم، نعمة الله نجيب، مقدمة في مبادئ الاقتصاد القياسي، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 2002.
2. الداغر، محمود محمد، الأسواق المالية: مؤسسات - أوراق - بورصات، الطبعة الأولى، دار الشروق، عمان، 2005.
3. السيفو، وليد اسماعيل؛ مشعل، أحمد حامد، الاقتصاد القياسي التحليلي بين النظرية والتحليل، دار المجدلاوي، عمان، 2003.
4. السيفو، وليد اسماعيل؛ شلوف، فيصل مفتاح؛ جواد، صائب، أساسيات الاقتصاد القياسي التحليلي، الأهلية للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
5. النجار فريد، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999.
6. النجار، فريد، الاستثمار الدولي والتنسيق الضريبي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية 2000.
7. أندراوس، عاطف ولیم، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 2005.
8. أيوب، سميرة ابراهيم، صندوق النقد الدولي وقضية الاصلاح الاقتصادي والمالي، مركز الاسكندرية للكتاب، مصر، 2000
9. بخيت، حسن علي؛ فتح الله، سحر، الاقتصاد القياسي، دار اليازوردي، عمان، 2007.
10. التكريتي، هيفاء عبد الرحمان ياسين، آليات العولمة الاقتصادية وأثارها المستقبلية في الاقتصاد العربي، دار حامد، عمان، 2010.
11. تومي، صالح، مدخل نظرية القياس الاقتصادي، الجزء الأول، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1999.
12. الجميلي، حميد، الهندسة المالية للعولمة واستشراف مستقبل الرأس مالية، دار الوراق، عمان،

قائمة المراجع

- 2015.
13. جودة، صلاح السيد، بورصة الأوراق المالية علميا و عمليا، مكتبة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2000.
14. جويدان، جمال الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء، عمان، 2002.
15. حشاد، نبيل، الجات ومنظمة التجارة العالمية، أهم التحديات في مواجهة الاقتصاد الغربي، دار إيجي، مصر، 1999.
16. الحناوي محمد صالح؛ العبد، جلال إبراهيم، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2002.
17. الحناوي محمد صالح، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية مصر 2001.
18. حنفي، عبد الغفار، قرياقص، رسمية، أساسيات الاستثمار والتمويل، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2002.
19. حنفي، عبد الغفار؛ قرياقص، رسمية زكي، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2003.
20. الخضيرى، محسن أحمد، غسيل الأموال: الظاهرة-الأسباب-العلاج، مجموعة النيل العربية، مصر، 2003.
21. خطيب، شذى جمال، الأسواق المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مؤسسة طابا للنشر، مصر، 2002.
22. خطيب، شذى جمال، العولمة المالية، دار مجدلاوي، عمان، 2008.
23. خلف، فليح حسن، الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتب الحديث، الأردن، 2006.
24. الدوري، مؤيد عبد الرحمان؛ عقل، سعيد جمعة، إدارة المشتقات المالية، دار إثراء، عمان، 2012.
25. رزق، عبد الله، الاقتصاد العالمي في زمن الأزمات المتناسلة، دار المنهل اللبناني، بيروت،

2012.

26. رمضان، زياد، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، عمان، 1998.
27. الزبيدي، حسن لطيف؛ كاظم، راضي؛ مازن عيسى الشيخ، العولمة ومستقبل الدور الاقتصادي للدولة في العالم الثالث، دار الكتاب الجامعي، الامارات العربية المتحدة، 2002.
28. زكي، رمزي، العولمة المالية، دار المستقبل العربي، الطبعة الأولى، القاهرة، 1999.
29. زكي، رمزي، المحنة الآسيوية، دار المدى، دمشق، 2000.
30. زوبل، محمود أمين، البطريق، يونس، بورصة الأوراق المالية وموقعها من الأسواق، الدار الجامعية، مصر، 2002.
31. السريتي، السيد محمد أحمد؛ نجا، علي عبد الوهاب، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، 2011.
32. السيسي، صلاح الدين حسن، تطوير وربط البورصات العربية وتأسيس البورصة العربية الموحدة، قضايا اقتصادية معاصرة، دار عالم الكتب، مصر، 2003.
33. شمعون، شمعون، البورصة، الأطلس للنشر، الجزائر، 1999.
34. العاني، عماد محمد؛ علي، عبد اللطيف، اندماج الأسواق المالية الدولية، أسبابه وانعكاساته على الاقتصاد العالمي، بيت الحكمة، بغداد، 2002.
35. صقر، عمر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، القاهرة، 2003.
36. عبد الحفيظ، صفوت أحمد، دور الاستثمار الأجنبي في تطوير أحكام القانون الدولي الخاص، دار المطبوعات الجامعية، الاسكندرية، 2005.
37. عبد الحميد، عبد المطلب، العولمة واقتصاديات البنوك، دار الجامعية، مصر، 2001.
38. عبد الحميد، عبد المطلب، العولمة الاقتصادية، منظماتها، شركاتها، تداعياتها، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.
39. عبد الحميد، عبد المطلب، العولمة الاقتصادية منظماتها شركاتها تداعياتها، الدار الجامعية،

قائمة المراجع

- مصر، 2008.
40. عبد الحميد، عبد المطلب، الديون المصرفية والأزمة المالية العالمية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2009.
41. عبد اللطيف، أحمد سعد، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1999.
42. عليوة، السيد، إدارة الأزمات و الكوارث مخاطر العولمة والإرهاب الدولي، مركز القرار للاستثمارات القاهرة، الطبعة الثالثة، القاهرة، 2004.
43. عوض، مروان؛ شكري، ماهر، كينج، المالية الدولية العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق، دار الحامد للنشر، عمان، 2004.
44. قابل، محمد صفوت، الدول النامية و العولمة، الدار الجامعية، مصر، 2004.
45. قدي، عبد المجيد، مدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005.
46. قرياقص، رسمية، أسواق المال، الدار الجامعية، الاسكندرية، 1999.
47. قندوز، عبد الكريم أحمد، المشتقات المالية، دار الوراق، عمان، 2014.
48. كاليجيان، هاري؛ أوتس، والاس، مقدمة في الاقتصاد القياسي، ترجمة: عطية، المرسي؛ محمد، عبد القادر، دار النشر العلمي والمطابع، الرياض، 1995.
49. كامل، علاء، الجات ونهب الجنوب، مركز المحروسة، الطبعة الثانية، القاهرة، 1996.
50. كوكب، جميل سرمد، الاتجاهات الحديثة في مالية الأعمال الدولية، دار الحامد، بغداد، 2001.
51. مطر محمد، إدارة الاستثمارات، الإطار النظري والتطبيقات العملية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الثانية 1999.
52. مطر محمد، إدارة الاستثمارات، دار وائل، عمان، 2004.
53. مكايي نادية وأبو فخره، اتجاه معاصر في إدارة المنشآت المالية، منهج شامل، الدار الجامعية

قائمة المراجع

- المتوسطة، القاهرة، 2001.
54. ملاك، وسام، البورصات و الأسواق المالية العالمية، الجزء الثاني، دار المنهل اللبناني، بيروت، 2003.
55. الموسوي ضياء الدين مجيد، المؤسسات النقدية-البنوك التجارية-البنوك المركزية ، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 2008.
56. الموسوي، ضياء الدين مجيد، (A) عولمة أسواق رأس المال، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2013.
57. الموسوي ضياء الدين مجيد، (B) الاقتصاد العالمي بعد الأزمة المالية والاقتصادية العالمية 2009-2008، مؤسسة كنوز الحكمة، الجزائر، 2013.
58. هندي، منير إبراهيم؛ قرياقص، رسمية، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، 1997.
59. هندي منير إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، دار المعارف، الإسكندرية، 1999.
60. Boukrami, S.A Vade-mecum de la Finance Office des Publications Universitaire Alger, 1992.
61. Bourbonnais, Régis, Économétrie, Dunod, 4^{em} édition, paris 2002, p283.
62. Brana, Sophie, La politique bancaire dans les pays de l'Europe de l'est, Harmatton, 2001.
63. Douhane, A , Vade-mecum de la bourse des marchés financiers, SEFI Canada, Paris, 2000.
64. Goyeau, Daniel; Tarazi, Amine, la bourse, la Découverte et Syros, Paris, 2006.
65. Hutin, Herve, la gestion Financière, éditions d'organisation, paris, 2000.
66. Jacquillat, Bertrand, Solinique, Bruno, Marchés financiers ; gestion de porte feuilles et des risques, 4^{em} édition, édition Dunod, paris, 2002.
67. Lardic, Sandrine; Mignon, Valérie, Économétrie des séries temporelles macroéconomiques et financières, Economica, Paris ,2002
68. Pilverdier, Juliette, Le marché boursier, Economica, Paris 1998.

قائمة المراجع

69. Pilverdier, Juliette, Hamet, Joanne, le marché financier Français, Economica, 4^{ème} édition, Paris, 2001.
70. Rezig, Abdelouahad, Algérie, Brésil, Corée du sud, trois expérience de développement, Office des publications universitaires, Algérie, 2006.
71. Vialles, Rodolphe, Savoir investir en bourse avec internet, 2^{ème} édition, Vuibert, paris, 2005.

• رسائل الدكتوراه:

1. الصافي، وليد أحمد الأسواق المالية العربية، الواقع والأفاق، أطروحة دكتوراه كلية العلوم الاقتصادية، وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2003.
2. صحراوي، حمودي، قياس أثر الإصلاحات الاقتصادية على المؤسسة العمومية الاقتصادية باستعمال النماذج القياسية الاقتصادية، أطروحة دكتوراه كلية العلوم الاقتصادية، وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف 2007.

• المجالات:

1. آدم، محمد، أسواق الأوراق المالية واقتصاديات الدول النامية، مجلة النبأ، العدد 59، بيروت، 2001.
2. تومي عبد الرحمن، العولمة الاقتصادية وأثرها على العالم العربي، مجلة الدراسات الاقتصادية مركز البصيرة للبحوث والدراسات الأساسية العدد 03، الجزائر، 2004.
3. النيل، حمد عبد المنعم محمد الطيب، آفاق التعاون الاقتصادي العربي في ظل المتغيرات العالمية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، العدد 02، الجزائر، 2003.
4. الربيعي، فلاح خلف علي، أثر السياسات الاقتصادية على مناخ الاستثمار في الدول العربية مجلة الجندول، العدد 23، العراق، 2005.
5. زكي رمزي، المخاطر الناجمة عن عولمة الأسواق المالية، مجلة دراسات الاقتصادية، مركز البحوث والدراسات الإنسانية البصيرة، مؤسسة ابن خلدون، العدد الثاني، الجزائر، 2000.

قائمة المراجع

6. يونس، مفيد زنون، العوامل المؤشرة في تطوير أسواق الأوراق المالية العربية، مجلة تنمية الرافدين، مجلد3، العدد 92، جامعة الموصل، العراق، 2008.
7. - شراح، رمضان علي، مستقبل الأسواق الأوراق المالية في دول المجلس التعاون الخليجي في ضوء نشأتها وتطورها، مجلة آفاق اقتصادية، العدد 86، 2001.
8. - قدي عبد المجيد ومقدم عبيرات، العولمة وتأثيرها على الاقتصاد العربي، مجلة الباحث، العدد الأول، كلية العلوم الاقتصادية، وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، 2002.
9. - الكبيسي أحمد حسين راشد، مقومات نجاح السوق المالية، مجلة السوق، مجلة فصلية تصدر عن سوق الدوحة للأوراق المالية، العدد05، قطر، 2005.
10. Bekaert. G and Campbell. R, Time - Varying World Market Integration, The journal of finance, Vol.30, n.2, 1995.
11. Claessens, Stijn; Dooley, Michael; Warner, Andrew, portfolio capital flows: hot or cold, the World Bank economic review, vol.9, n.1, 1995.
12. Engle, Robert, Autoregressive Conditional Heteroskedasticity With Estimates of the Variance of U.K. Inflation, Econometrica, Vol. 50, 1982.
13. Engle, Robert; Lilien, David; Robins, Russell, Estimation of Time Varying Risk Premia in the Term Structure: the ARCH-M Model, Econometrica Vol.55, 1987.
14. Engle, Robert; Granger, Clive, Co-integration and Error Correction : Representation, Estimation and Testing, Econometrica, vol. 55, 1987.
15. Engle, Robert, Dynamic Conditional Correlation - A Simple Class of Multivariate GARCH Models, Journal of Business and Economic Statistics, Vol. 2002.
16. French, Kenneth and Roll, Richard, Stock return variances: The arrival of information and the reaction of traders, The journal of finance, Vol.17, n.1, 1986.
17. Girón, A., & Correa, E, La mondialisation des marchés financiers: déréglementation et crises financières, Revue internationale des sciences sociales, 1999.
18. Kim, Han , Globalization of capital markets and the Asian financial crisis, American Economic Review, 1998, vol. 11, n.3

قائمة المراجع

19. Levine, Ross; Zervos, Sara, Stock Markets, Banks, and Economic Growth, The American Economic Review, Vol. 88, n.3, 1998.
20. Madhavi, Ananth, Trading Mechanisms in Securities Markets, the journal of finance, Vol.47 n.2. 1992
21. Mullins, John, Perceived risks and choices in entrepreneurs' new venture decisions
22. Schwert, William, Stock Returns and Real Activity: A Century of Evidence, the journal of finance, Vol.45 n.4, 1990.

• التقارير:

1. البيطار، أحمد، المعالجة التشريعية والأنظمة المتعلقة بالأسواق المالية العربية و تحسين الثقافة، صندوق النقد العربي، 2002.
2. المؤسسة العربية لضمان الاستثمار في الدول العربية، مناخ الاستثمار في الدول العربية، مؤشر ضمان جاذبية الاستثمار، 2009
3. المؤسسة العربية لضمان الاستثمار في الدول العربية، مناخ الاستثمار في الدول العربية 2017.
4. صندوق النقد العربي، مساهمة صندوق النقد العربي في تطوير الأسواق المالية العربية، جوان، 2013.
5. صندوق النقد العربي، التقرير العربي الاقتصادي الموحد، 2014.
6. صندوق النقد العربي، تقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2015.
7. صندوق النقد العربي، تقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2016.
8. صندوق النقد العربي، تقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2017.
9. Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse (COSOB) Guide de l'investisseur, novembre, 1997.

• قوانين:

1. الجريدة الرسمية، الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، العدد الصادر في 2003/01/17.

المواقع الإلكترونية:

قائمة المراجع

2. www.bovespa.bz
3. www.cac40.fr
4. www.doha.qa
5. www.Finance.sia-partners.com.
6. www.fmi.org
7. www.Heritage.org
8. www.Jpx.co.jp
9. www.Londonstockexchange.com
10. www.Nasdaq.com
11. [www. Standardandpoors.com](http://www.Standardandpoors.com)
12. www.uabarab laws .org
13. www.undp.org
14. www.wb.org, Doing Business in Brazil 2012.

الملاحق

الملحق رقم (2) نتائج اختبار (ADF) لاستقرار سلسلة تذبذب مؤشر cac40 عند المستوى

Null Hypothesis: VOL__Y_ has a unit root
 Exogenous: None
 Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.674549	0.4198
Test critical values:		
1% level	-2.612033	
5% level	-1.947520	
10% level	-1.612650	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(VOL__Y_)
 Method: Least Squares
 Date: 02/15/18 Time: 20:34
 Sample (adjusted): 4 53
 Included observations: 50 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
VOL__Y_(-1)	-0.045403	0.067308	-0.674549	0.5033
D(VOL__Y_(-1))	-0.507936	0.143326	-3.543922	0.0009
D(VOL__Y_(-2))	-0.336880	0.138158	-2.438365	0.0186
R-squared	0.268896	Mean dependent var		2.540400
Adjusted R-squared	0.237785	S.D. dependent var		107.6283
S.E. of regression	93.96475	Akaike info criterion		11.98184
Sum squared resid	414980.6	Schwarz criterion		12.09656
Log likelihood	-296.5460	Hannan-Quinn criter.		12.02553
Durbin-Watson stat	1.996522			

Null Hypothesis: VOL__Y_ has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.174604	0.0017
Test critical values:		
1% level	-3.562669	
5% level	-2.918778	
10% level	-2.597285	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(VOL__Y_)
 Method: Least Squares
 Date: 02/15/18 Time: 20:44
 Sample (adjusted): 2 53
 Included observations: 52 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
----------	-------------	------------	-------------	-------

VOL__Y_(-1)	-0.514266	0.123189	-4.174604	0.0001
C	92.46357	25.24247	3.663016	0.0006
R-squared	0.258461	Mean dependent var		1.532115
Adjusted R-squared	0.243630	S.D. dependent var		105.7695
S.E. of regression	91.98728	Akaike info criterion		11.91888
Sum squared resid	423083.0	Schwarz criterion		11.99393
Log likelihood	-307.8909	Hannan-Quinn criter.		11.94765
F-statistic	17.42732	Durbin-Watson stat		2.175329
Prob(F-statistic)	0.000119			

Null Hypothesis: VOL__Y_ has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.237965	0.0078
Test critical values:		
1% level	-4.144584	
5% level	-3.498692	
10% level	-3.178578	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(VOL__Y_)
Method: Least Squares
Date: 02/15/18 Time: 20:45
Sample (adjusted): 2 53
Included observations: 52 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
VOL__Y_(-1)	-0.536272	0.126540	-4.237965	0.0001
C	77.55016	31.27652	2.479501	0.0166
@TREND("1")	0.709602	0.873070	0.812766	0.4203
R-squared	0.268325	Mean dependent var		1.532115
Adjusted R-squared	0.238461	S.D. dependent var		105.7695
S.E. of regression	92.30110	Akaike info criterion		11.94395
Sum squared resid	417455.1	Schwarz criterion		12.05652
Log likelihood	-307.5427	Hannan-Quinn criter.		11.98711
F-statistic	8.984803	Durbin-Watson stat		2.152183
Prob(F-statistic)	0.000474			

الملحق رقم (3) نتائج اختبار P.P لسلسلة التذبذب لمؤشر cac40 عند المستوى

Null Hypothesis: VOL__Y_ has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-1.388660	0.1514
Test critical values:		
1% level	-2.610192	

5% level	-1.947248
10% level	-1.612797

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

Residual variance (no correction)	10319.59
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	6095.582

Phillips-Perron Test Equation
 Dependent Variable: D(VOL__Y_)
 Method: Least Squares
 Date: 02/15/18 Time: 22:07
 Sample (adjusted): 2 53
 Included observations: 52 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
VOL__Y_(-1)	-0.124882	0.069420	-1.798920	0.0779
R-squared	0.059466	Mean dependent var		1.532115
Adjusted R-squared	0.059466	S.D. dependent var		105.7695
S.E. of regression	102.5765	Akaike info criterion		12.11814
Sum squared resid	536618.9	Schwarz criterion		12.15566
Log likelihood	-314.0716	Hannan-Quinn criter.		12.13252
Durbin-Watson stat	2.602302			

Null Hypothesis: VOL__Y_ has a unit root
 Exogenous: Constant
 Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-4.309592	0.0012
Test critical values:		
1% level	-3.562669	
5% level	-2.918778	
10% level	-2.597285	

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

Residual variance (no correction)	8136.212
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	9181.214

Phillips-Perron Test Equation
 Dependent Variable: D(VOL__Y_)
 Method: Least Squares
 Date: 02/15/18 Time: 22:09
 Sample (adjusted): 2 53
 Included observations: 52 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
VOL__Y_(-1)	-0.514266	0.123189	-4.174604	0.0001
C	92.46357	25.24247	3.663016	0.0006

R-squared	0.258461	Mean dependent var	1.532115
Adjusted R-squared	0.243630	S.D. dependent var	105.7695
S.E. of regression	91.98728	Akaike info criterion	11.91888
Sum squared resid	423083.0	Schwarz criterion	11.99393
Log likelihood	-307.8909	Hannan-Quinn criter.	11.94765
F-statistic	17.42732	Durbin-Watson stat	2.175329
Prob(F-statistic)	0.000119		

Null Hypothesis: VOL__Y_ has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-4.412458	0.0048
Test critical values:		
1% level	-4.144584	
5% level	-3.498692	
10% level	-3.178578	

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

Residual variance (no correction)	8027.983
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	9336.279

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(VOL__Y_)
Method: Least Squares
Date: 02/15/18 Time: 22:10
Sample (adjusted): 2 53
Included observations: 52 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
VOL__Y_(-1)	-0.536272	0.126540	-4.237965	0.0001
C	77.55016	31.27652	2.479501	0.0166
@TREND("1")	0.709602	0.873070	0.812766	0.4203

R-squared	0.268325	Mean dependent var	1.532115
Adjusted R-squared	0.238461	S.D. dependent var	105.7695
S.E. of regression	92.30110	Akaike info criterion	11.94395
Sum squared resid	417455.1	Schwarz criterion	12.05652
Log likelihood	-307.5427	Hannan-Quinn criter.	11.98711
F-statistic	8.984803	Durbin-Watson stat	2.152183
Prob(F-statistic)	0.000474		

الملحق رقم (4) نتائج اختبار A.D.F لسلسلة التذبذب لمؤشر cac40 عند أخذ الفرق الأول

Null Hypothesis: D(VOL__Y_) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-8.363647	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.612033	
5% level	-1.947520	
10% level	-1.612650	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(VOL__Y__,2)

Method: Least Squares

Date: 02/15/18 Time: 20:47

Sample (adjusted): 4 53

Included observations: 50 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(VOL__Y_(-1))	-1.891708	0.226182	-8.363647	0.0000
D(VOL__Y_(-1),2)	0.353667	0.135124	2.617346	0.0118
R-squared	0.735205	Mean dependent var		0.904200
Adjusted R-squared	0.729689	S.D. dependent var		179.7022
S.E. of regression	93.42980	Akaike info criterion		11.95148
Sum squared resid	418998.1	Schwarz criterion		12.02796
Log likelihood	-296.7869	Hannan-Quinn criter.		11.98060
Durbin-Watson stat	2.008153			

Null Hypothesis: D(VOL__Y_) has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-8.285499	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.568308	
5% level	-2.921175	
10% level	-2.598551	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(VOL__Y__,2)

Method: Least Squares

Date: 02/15/18 Time: 20:52

Sample (adjusted): 4 53

Included observations: 50 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(VOL__Y_(-1))	-1.892717	0.228437	-8.285499	0.0000
D(VOL__Y_(-1),2)	0.354024	0.136459	2.594354	0.0126
C	3.532407	13.34508	0.264697	0.7924
R-squared	0.735600	Mean dependent var		0.904200
Adjusted R-squared	0.724349	S.D. dependent var		179.7022
S.E. of regression	94.34821	Akaike info criterion		11.98999

Sum squared resid	418374.4	Schwarz criterion	12.10471
Log likelihood	-296.7497	Hannan-Quinn criter.	12.03367
F-statistic	65.38036	Durbin-Watson stat	2.009860
Prob(F-statistic)	0.000000		

Null Hypothesis: D(VOL__Y_) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-8.238652	0.0000
Test critical values:		
1% level	-4.152511	
5% level	-3.502373	
10% level	-3.180699	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(VOL__Y_,2)
Method: Least Squares
Date: 02/15/18 Time: 20:55
Sample (adjusted): 4 53
Included observations: 50 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(VOL__Y_(-1))	-1.901617	0.230816	-8.238652	0.0000
D(VOL__Y_(-1),2)	0.358154	0.137736	2.600295	0.0125
C	17.15998	29.01431	0.591431	0.5571
@TREND("1")	-0.495217	0.934263	-0.530062	0.5986

R-squared	0.737205	Mean dependent var	0.904200
Adjusted R-squared	0.720066	S.D. dependent var	179.7022
S.E. of regression	95.07829	Akaike info criterion	12.02390
Sum squared resid	415834.6	Schwarz criterion	12.17686
Log likelihood	-296.5974	Hannan-Quinn criter.	12.08215
F-statistic	43.01374	Durbin-Watson stat	2.012968
Prob(F-statistic)	0.000000		

الملحق رقم (04) اختبار P.P عند أخذ الفرق الأول

Null Hypothesis: D(VOL__Y_) has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 0 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-10.74696	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.611094	
5% level	-1.947381	
10% level	-1.612725	

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

Residual variance (no correction) 9393.129
HAC corrected variance (Bartlett kernel) 9393.129

Phillips-Perron Test Equation

Dependent Variable: D(VOL__Y_,2)

Method: Least Squares

Date: 02/16/18 Time: 06:45

Sample (adjusted): 3 53

Included observations: 51 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(VOL__Y_(-1))	-1.395568	0.129857	-10.74696	0.0000
R-squared	0.697841	Mean dependent var		2.001569
Adjusted R-squared	0.697841	S.D. dependent var		178.0687
S.E. of regression	97.88254	Akaike info criterion		12.02483
Sum squared resid	479049.6	Schwarz criterion		12.06271
Log likelihood	-305.6331	Hannan-Quinn criter.		12.03930
Durbin-Watson stat	2.275175			

Null Hypothesis: D(VOL__Y_) has a unit root

Exogenous: Constant

Bandwidth: 0 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-10.64440	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.565430	
5% level	-2.919952	
10% level	-2.597905	

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

Residual variance (no correction) 9385.208
HAC corrected variance (Bartlett kernel) 9385.208

Phillips-Perron Test Equation

Dependent Variable: D(VOL__Y_,2)

Method: Least Squares

Date: 02/16/18 Time: 06:47

Sample (adjusted): 3 53

Included observations: 51 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(VOL__Y_(-1))	-1.395715	0.131122	-10.64440	0.0000
C	2.814367	13.83982	0.203353	0.8397
R-squared	0.698096	Mean dependent var		2.001569
Adjusted R-squared	0.691935	S.D. dependent var		178.0687
S.E. of regression	98.83460	Akaike info criterion		12.06320
Sum squared resid	478645.6	Schwarz criterion		12.13896
Log likelihood	-305.6116	Hannan-Quinn criter.		12.09215

F-statistic	113.3032	Durbin-Watson stat	2.276906
Prob(F-statistic)	0.000000		

Null Hypothesis: D(VOL__Y_) has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Bandwidth: 0 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-10.55017	0.0000
Test critical values:		
1% level	-4.148465	
5% level	-3.500495	
10% level	-3.179617	

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

Residual variance (no correction)	9366.624
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	9366.624

Phillips-Perron Test Equation
 Dependent Variable: D(VOL__Y_,2)
 Method: Least Squares
 Date: 02/16/18 Time: 06:49
 Sample (adjusted): 3 53
 Included observations: 51 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(VOL__Y_(-1))	-1.396860	0.132402	-10.55017	0.0000
C	10.72560	29.19478	0.367381	0.7150
@TREND("1")	-0.292984	0.949392	-0.308602	0.7590
R-squared	0.698694	Mean dependent var		2.001569
Adjusted R-squared	0.686139	S.D. dependent var		178.0687
S.E. of regression	99.75990	Akaike info criterion		12.10043
Sum squared resid	477697.8	Schwarz criterion		12.21407
Log likelihood	-305.5610	Hannan-Quinn criter.		12.14386
F-statistic	55.65316	Durbin-Watson stat		2.280043
Prob(F-statistic)	0.000000			

الملحق رقم 05 اختبار A.D.F للسلسلة A.F عند المستوى

Null Hypothesis: AF__X1_ has a unit root
 Exogenous: None
 Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	0.656003	0.8546
Test critical values:		
1% level	-2.612033	
5% level	-1.947520	
10% level	-1.612650	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(AF__X1_)

Method: Least Squares

Date: 02/16/18 Time: 07:08

Sample (adjusted): 4 53

Included observations: 50 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AF__X1_(-1)	0.003720	0.005671	0.656003	0.5150
D(AF__X1_(-1))	-0.013288	0.146551	-0.090668	0.9281
D(AF__X1_(-2))	0.009706	0.142313	0.068202	0.9459
R-squared	-0.004705	Mean dependent var		0.224000
Adjusted R-squared	-0.047459	S.D. dependent var		1.866291
S.E. of regression	1.910063	Akaike info criterion		4.190274
Sum squared resid	171.4721	Schwarz criterion		4.304996
Log likelihood	-101.7569	Hannan-Quinn criter.		4.233961
Durbin-Watson stat	1.989887			

Null Hypothesis: AF__X1_ has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.273984	0.6346
Test critical values:		
1% level	-3.568308	
5% level	-2.921175	
10% level	-2.598551	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(AF__X1_)

Method: Least Squares

Date: 02/16/18 Time: 07:12

Sample (adjusted): 4 53

Included observations: 50 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AF__X1_(-1)	-0.059370	0.046602	-1.273984	0.2091
D(AF__X1_(-1))	0.011782	0.146388	0.080483	0.9362
D(AF__X1_(-2))	0.025432	0.141500	0.179733	0.8582
C	3.096889	2.270848	1.363759	0.1793
R-squared	0.034338	Mean dependent var		0.224000
Adjusted R-squared	-0.028640	S.D. dependent var		1.866291
S.E. of regression	1.892828	Akaike info criterion		4.190639
Sum squared resid	164.8087	Schwarz criterion		4.343601
Log likelihood	-100.7660	Hannan-Quinn criter.		4.248888
F-statistic	0.545230	Durbin-Watson stat		1.992056
Prob(F-statistic)	0.653838			

Null Hypothesis: AF__X1_ has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.500152	0.3268
Test critical values:		
1% level	-4.152511	
5% level	-3.502373	
10% level	-3.180699	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(AF__X1_)
 Method: Least Squares
 Date: 02/16/18 Time: 07:14
 Sample (adjusted): 4 53
 Included observations: 50 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AF__X1_(-1)	-0.272208	0.108876	-2.500152	0.0161
D(AF__X1_(-1))	0.133641	0.151981	0.879325	0.3839
D(AF__X1_(-2))	0.141651	0.146634	0.966015	0.3392
C	10.80478	4.205664	2.569102	0.0136
@TREND("1")	0.093276	0.043473	2.145598	0.0373
R-squared	0.123958	Mean dependent var		0.224000
Adjusted R-squared	0.046088	S.D. dependent var		1.866291
S.E. of regression	1.822777	Akaike info criterion		4.133238
Sum squared resid	149.5131	Schwarz criterion		4.324441
Log likelihood	-98.33096	Hannan-Quinn criter.		4.206049
F-statistic	1.591855	Durbin-Watson stat		2.021981
Prob(F-statistic)	0.192903			

الملحق رقم 06 اختبار P.P للسلسلة A.F عند المستوى

Null Hypothesis: AF__X1_ has a unit root
 Exogenous: None
 Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	0.899791	0.8992
Test critical values:		
1% level	-2.610192	
5% level	-1.947248	
10% level	-1.612797	

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

Residual variance (no correction)	3.576386
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	3.516255

Phillips-Perron Test Equation
 Dependent Variable: D(AF__X1_)
 Method: Least Squares
 Date: 02/16/18 Time: 07:20
 Sample (adjusted): 2 53
 Included observations: 52 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AF__X1_(-1)	0.004847	0.005447	0.889837	0.3777
R-squared	-0.008308	Mean dependent var		0.291538
Adjusted R-squared	-0.008308	S.D. dependent var		1.901700
S.E. of regression	1.909584	Akaike info criterion		4.150691
Sum squared resid	185.9721	Schwarz criterion		4.188215
Log likelihood	-106.9180	Hannan-Quinn criter.		4.165077
Durbin-Watson stat	1.956598			

Null Hypothesis: AF__X1_ has a unit root
 Exogenous: Constant
 Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-1.692170	0.4292
Test critical values:		
1% level	-3.562669	
5% level	-2.918778	
10% level	-2.597285	

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

Residual variance (no correction)	3.355623
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	3.404892

Phillips-Perron Test Equation
 Dependent Variable: D(AF__X1_)
 Method: Least Squares
 Date: 02/16/18 Time: 07:34
 Sample (adjusted): 2 53
 Included observations: 52 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AF__X1_(-1)	-0.073288	0.043409	-1.688298	0.0976
C	3.827253	2.110211	1.813683	0.0757
R-squared	0.053932	Mean dependent var		0.291538
Adjusted R-squared	0.035011	S.D. dependent var		1.901700
S.E. of regression	1.868113	Akaike info criterion		4.125438
Sum squared resid	174.4924	Schwarz criterion		4.200485
Log likelihood	-105.2614	Hannan-Quinn criter.		4.154209
F-statistic	2.850350	Durbin-Watson stat		1.921971
Prob(F-statistic)	0.097583			

Null Hypothesis: AF__X1_ has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-2.511391	0.3217
Test critical values:		
1% level	-4.144584	
5% level	-3.498692	
10% level	-3.178578	

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

Residual variance (no correction)	3.165449
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	3.714172

Phillips-Perron Test Equation
 Dependent Variable: D(AF__X1_)
 Method: Least Squares
 Date: 02/16/18 Time: 07:36
 Sample (adjusted): 2 53
 Included observations: 52 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AF__X1_(-1)	-0.216404	0.093657	-2.310611	0.0251
C	9.038513	3.675801	2.458923	0.0175
@TREND("1")	0.063897	0.037241	1.715756	0.0925
R-squared	0.107549	Mean dependent var		0.291538
Adjusted R-squared	0.071123	S.D. dependent var		1.901700
S.E. of regression	1.832826	Akaike info criterion		4.105557
Sum squared resid	164.6034	Schwarz criterion		4.218128
Log likelihood	-103.7445	Hannan-Quinn criter.		4.148714
F-statistic	2.952491	Durbin-Watson stat		1.758389
Prob(F-statistic)	0.061562			

A.D.F للسلسلة A.F عند الفرق الأول الملحق رقم 07

Null Hypothesis: D(AF__X1_) has a unit root
 Exogenous: None
 Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.856337	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.612033	
5% level	-1.947520	
10% level	-1.612650	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(AF__X1_,2)
 Method: Least Squares

Date: 02/16/18 Time: 07:48
Sample (adjusted): 4 53
Included observations: 50 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(AF__X1_(-1))	-0.973027	0.200362	-4.856337	0.0000
D(AF__X1_(-1),2)	-0.026973	0.139025	-0.194012	0.8470
R-squared	0.500392	Mean dependent var		0.000000
Adjusted R-squared	0.489983	S.D. dependent var		2.658662
S.E. of regression	1.898695	Akaike info criterion		4.159389
Sum squared resid	173.0421	Schwarz criterion		4.235870
Log likelihood	-101.9847	Hannan-Quinn criter.		4.188513
Durbin-Watson stat	1.990779			

Null Hypothesis: D(AF__X1_) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.903607	0.0002
Test critical values:		
1% level	-3.568308	
5% level	-2.921175	
10% level	-2.598551	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(AF__X1_,2)
Method: Least Squares
Date: 02/16/18 Time: 07:53
Sample (adjusted): 4 53
Included observations: 50 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(AF__X1_(-1))	-1.007708	0.205504	-4.903607	0.0000
D(AF__X1_(-1),2)	-0.006841	0.141675	-0.048290	0.9617
C	0.224976	0.275637	0.816202	0.4185
R-squared	0.507374	Mean dependent var		0.000000
Adjusted R-squared	0.486412	S.D. dependent var		2.658662
S.E. of regression	1.905332	Akaike info criterion		4.185314
Sum squared resid	170.6237	Schwarz criterion		4.300036
Log likelihood	-101.6329	Hannan-Quinn criter.		4.229001
F-statistic	24.20356	Durbin-Watson stat		1.989829
Prob(F-statistic)	0.000000			

Null Hypothesis: D(AF__X1_) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.865158	0.0013

Test critical values:	1% level	-4.152511
	5% level	-3.502373
	10% level	-3.180699

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(AF__X1__,2)

Method: Least Squares

Date: 02/16/18 Time: 07:54

Sample (adjusted): 4 53

Included observations: 50 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(AF__X1__(-1))	-1.012458	0.208104	-4.865158	0.0000
D(AF__X1__(-1),2)	-0.003785	0.143416	-0.026392	0.9791
C	0.384532	0.593985	0.647377	0.5206
@TREND("1")	-0.005751	0.018914	-0.304071	0.7624
R-squared	0.508363	Mean dependent var		0.000000
Adjusted R-squared	0.476299	S.D. dependent var		2.658662
S.E. of regression	1.923998	Akaike info criterion		4.223306
Sum squared resid	170.2814	Schwarz criterion		4.376268
Log likelihood	-101.5827	Hannan-Quinn criter.		4.281555
F-statistic	15.85496	Durbin-Watson stat		1.990433
Prob(F-statistic)	0.000000			

الملحق رقم (8) إختبار P.P للسلسلة A.F عند الفرق الأول

Null Hypothesis: D(AF__X1__) has a unit root

Exogenous: None

Bandwidth: 0 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-7.384281	0.0000
Test critical values:		
	1% level	-2.611094
	5% level	-1.947381
	10% level	-1.612725

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

Residual variance (no correction)	3.395643
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	3.395643

Phillips-Perron Test Equation

Dependent Variable: D(AF__X1__,2)

Method: Least Squares

Date: 02/16/18 Time: 21:12

Sample (adjusted): 3 53

Included observations: 51 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
----------	-------------	------------	-------------	-------

D(AF__X1_(-1))	-1.000000	0.135423	-7.384281	0.0000
R-squared	0.521251	Mean dependent var		-0.077647
Adjusted R-squared	0.521251	S.D. dependent var		2.689720
S.E. of regression	1.861063	Akaike info criterion		4.099586
Sum squared resid	173.1778	Schwarz criterion		4.137465
Log likelihood	-103.5394	Hannan-Quinn criter.		4.114061
Durbin-Watson stat	2.000000			

Null Hypothesis: D(AF__X1_) has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-7.405913	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.565430	
5% level	-2.919952	
10% level	-2.597905	

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

Residual variance (no correction)	3.346237
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	3.357927

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(AF__X1_,2)
Method: Least Squares
Date: 02/16/18 Time: 21:11
Sample (adjusted): 3 53
Included observations: 51 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(AF__X1_(-1))	-1.018059	0.137449	-7.406836	0.0000
C	0.224976	0.264499	0.850573	0.3991
R-squared	0.528217	Mean dependent var		-0.077647
Adjusted R-squared	0.518588	S.D. dependent var		2.689720
S.E. of regression	1.866231	Akaike info criterion		4.124145
Sum squared resid	170.6581	Schwarz criterion		4.199903
Log likelihood	-103.1657	Hannan-Quinn criter.		4.153094
F-statistic	54.86123	Durbin-Watson stat		1.992501
Prob(F-statistic)	0.000000			

Null Hypothesis: D(AF__X1_) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend

Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-7.328105	0.0000
Test critical values:		
1% level	-4.148465	
5% level	-3.500495	
10% level	-3.179617	

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

Residual variance (no correction)	3.340532
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	3.359788

Phillips-Perron Test Equation

Dependent Variable: D(AF__X1__,2)

Method: Least Squares

Date: 02/16/18 Time: 21:10

Sample (adjusted): 3 53

Included observations: 51 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(AF__X1__(-1))	-1.022021	0.139443	-7.329310	0.0000
C	0.365380	0.558392	0.654343	0.5160
@TREND("1")	-0.005157	0.018011	-0.286296	0.7759
R-squared	0.529021	Mean dependent var		-0.077647
Adjusted R-squared	0.509397	S.D. dependent var		2.689720
S.E. of regression	1.883963	Akaike info criterion		4.161654
Sum squared resid	170.3671	Schwarz criterion		4.275291
Log likelihood	-103.1222	Hannan-Quinn criter.		4.205078
F-statistic	26.95767	Durbin-Watson stat		1.987949
Prob(F-statistic)	0.000000			

الملحق (9) اختبار A.D.F للسلسلة RE

Null Hypothesis: RE__X2_ has a unit root

Exogenous: None

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.145463	0.6287
Test critical values:		
1% level	-2.610192	
5% level	-1.947248	
10% level	-1.612797	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(RE__X2_)

Method: Least Squares

Date: 02/16/18 Time: 21:39

Sample (adjusted): 2 53
 Included observations: 52 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RE__X2_(-1)	-0.000403	0.002772	-0.145463	0.8849
R-squared	0.000285	Mean dependent var		-0.019615
Adjusted R-squared	0.000285	S.D. dependent var		1.737650
S.E. of regression	1.737402	Akaike info criterion		3.961703
Sum squared resid	153.9469	Schwarz criterion		3.999227
Log likelihood	-102.0043	Hannan-Quinn criter.		3.976089
Durbin-Watson stat	1.973990			

Null Hypothesis: RE__X2_ has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.151133	0.6886
Test critical values:		
1% level	-3.562669	
5% level	-2.918778	
10% level	-2.597285	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(RE__X2_)
 Method: Least Squares
 Date: 02/16/18 Time: 21:45
 Sample (adjusted): 2 53
 Included observations: 52 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RE__X2_(-1)	-0.056886	0.049418	-1.151133	0.2552
C	4.917346	4.295505	1.144765	0.2578
R-squared	0.025818	Mean dependent var		-0.019615
Adjusted R-squared	0.006334	S.D. dependent var		1.737650
S.E. of regression	1.732138	Akaike info criterion		3.974292
Sum squared resid	150.0151	Schwarz criterion		4.049340
Log likelihood	-101.3316	Hannan-Quinn criter.		4.003064
F-statistic	1.325108	Durbin-Watson stat		1.913268
Prob(F-statistic)	0.255153			

Null Hypothesis: RE__X2_ has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.815517	0.6829
Test critical values:		
1% level	-4.144584	
5% level	-3.498692	
10% level	-3.178578	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(RE__X2_)
Method: Least Squares
Date: 02/16/18 Time: 21:47
Sample (adjusted): 2 53
Included observations: 52 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RE__X2_(-1)	-0.088831	0.048929	-1.815517	0.0756
C	8.713549	4.383558	1.987780	0.0524
@TREND("1")	-0.038634	0.015846	-2.438022	0.0184
R-squared	0.131207	Mean dependent var		-0.019615
Adjusted R-squared	0.095746	S.D. dependent var		1.737650
S.E. of regression	1.652371	Akaike info criterion		3.898260
Sum squared resid	133.7861	Schwarz criterion		4.010832
Log likelihood	-98.35477	Hannan-Quinn criter.		3.941418
F-statistic	3.700043	Durbin-Watson stat		2.076726
Prob(F-statistic)	0.031875			

الملحق رقم(10) اختبار P.P للسلسلة RE

Null Hypothesis: RE__X2_ has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-0.145989	0.6285
Test critical values:		
1% level	-2.610192	
5% level	-1.947248	
10% level	-1.612797	

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

Residual variance (no correction)	2.960518
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	2.581977

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(RE__X2_)
Method: Least Squares
Date: 02/16/18 Time: 21:51
Sample (adjusted): 2 53
Included observations: 52 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RE__X2_(-1)	-0.000403	0.002772	-0.145463	0.8849
R-squared	0.000285	Mean dependent var		-0.019615

Adjusted R-squared	0.000285	S.D. dependent var	1.737650
S.E. of regression	1.737402	Akaike info criterion	3.961703
Sum squared resid	153.9469	Schwarz criterion	3.999227
Log likelihood	-102.0043	Hannan-Quinn criter.	3.976089
Durbin-Watson stat	1.973990		

Null Hypothesis: RE__X2_ has a unit root
 Exogenous: Constant
 Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-1.174912	0.6786
Test critical values:		
1% level	-3.562669	
5% level	-2.918778	
10% level	-2.597285	

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

Residual variance (no correction)	2.884905
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	2.986159

Phillips-Perron Test Equation

Dependent Variable: D(RE__X2_)

Method: Least Squares

Date: 02/16/18 Time: 21:52

Sample (adjusted): 2 53

Included observations: 52 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RE__X2_(-1)	-0.056886	0.049418	-1.151133	0.2552
C	4.917346	4.295505	1.144765	0.2578

R-squared	0.025818	Mean dependent var	-0.019615
Adjusted R-squared	0.006334	S.D. dependent var	1.737650
S.E. of regression	1.732138	Akaike info criterion	3.974292
Sum squared resid	150.0151	Schwarz criterion	4.049340
Log likelihood	-101.3316	Hannan-Quinn criter.	4.003064
F-statistic	1.325108	Durbin-Watson stat	1.913268
Prob(F-statistic)	0.255153		

Null Hypothesis: RE__X2_ has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Bandwidth: 7 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-1.717297	0.7294
Test critical values:		
1% level	-4.144584	
5% level	-3.498692	
10% level	-3.178578	

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

Residual variance (no correction)	2.572810
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	1.690643

Phillips-Perron Test Equation

Dependent Variable: D(RE__X2_)

Method: Least Squares

Date: 02/16/18 Time: 21:53

Sample (adjusted): 2 53

Included observations: 52 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RE__X2_(-1)	-0.088831	0.048929	-1.815517	0.0756
C	8.713549	4.383558	1.987780	0.0524
@TREND("1")	-0.038634	0.015846	-2.438022	0.0184
R-squared	0.131207	Mean dependent var		-0.019615
Adjusted R-squared	0.095746	S.D. dependent var		1.737650
S.E. of regression	1.652371	Akaike info criterion		3.898260
Sum squared resid	133.7861	Schwarz criterion		4.010832
Log likelihood	-98.35477	Hannan-Quinn criter.		3.941418
F-statistic	3.700043	Durbin-Watson stat		2.076726
Prob(F-statistic)	0.031875			

الملحق رقم 11 اختبار A.D.F للسلسلة RE عند الفرق الأول

Null Hypothesis: D(RE__X2_) has a unit root

Exogenous: None

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-7.140881	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.611094	
5% level	-1.947381	
10% level	-1.612725	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(RE__X2_,2)

Method: Least Squares

Date: 02/16/18 Time: 22:00

Sample (adjusted): 3 53

Included observations: 51 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(RE__X2_(-1))	-0.998341	0.139806	-7.140881	0.0000
R-squared	0.504801	Mean dependent var		-0.036667
Adjusted R-squared	0.504801	S.D. dependent var		2.465543
S.E. of regression	1.735013	Akaike info criterion		3.959320
Sum squared resid	150.5135	Schwarz criterion		3.997199

Log likelihood	-99.96265	Hannan-Quinn criter.	3.973794
Durbin-Watson stat	1.999481		

Null Hypothesis: D(RE__X2_) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-7.075146	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.565430	
5% level	-2.919952	
10% level	-2.597905	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(RE__X2_,2)
 Method: Least Squares
 Date: 02/17/18 Time: 06:32
 Sample (adjusted): 3 53
 Included observations: 51 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(RE__X2_(-1))	-0.998716	0.141158	-7.075146	0.0000
C	-0.056641	0.245300	-0.230905	0.8183
R-squared	0.505339	Mean dependent var		-0.036667
Adjusted R-squared	0.495244	S.D. dependent var		2.465543
S.E. of regression	1.751675	Akaike info criterion		3.997448
Sum squared resid	150.3499	Schwarz criterion		4.073206
Log likelihood	-99.93492	Hannan-Quinn criter.		4.026397
F-statistic	50.05769	Durbin-Watson stat		2.001006
Prob(F-statistic)	0.000000			

Null Hypothesis: D(RE__X2_) has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-7.454599	0.0000
Test critical values:		
1% level	-4.148465	
5% level	-3.500495	
10% level	-3.179617	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(RE__X2_,2)
 Method: Least Squares
 Date: 02/17/18 Time: 06:30

Sample (adjusted): 3 53
 Included observations: 51 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(RE__X2_(-1))	-1.070971	0.143666	-7.454599	0.0000
C	0.769990	0.516198	1.491655	0.1423
@TREND("1")	-0.030669	0.016960	-1.808369	0.0768
R-squared	0.536890	Mean dependent var		-0.036667
Adjusted R-squared	0.517594	S.D. dependent var		2.465543
S.E. of regression	1.712455	Akaike info criterion		3.970755
Sum squared resid	140.7600	Schwarz criterion		4.084392
Log likelihood	-98.25425	Hannan-Quinn criter.		4.014179
F-statistic	27.82354	Durbin-Watson stat		2.014579
Prob(F-statistic)	0.000000			

الملحق رقم 12 اختبار P.P للسلسلة RE عند الفرق الأول

Null Hypothesis: D(RE__X2_) has a unit root
 Exogenous: None
 Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-7.167952	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.611094	
5% level	-1.947381	
10% level	-1.612725	

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

Residual variance (no correction)	2.951245
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	2.532850

Phillips-Perron Test Equation
 Dependent Variable: D(RE__X2_,2)
 Method: Least Squares
 Date: 02/17/18 Time: 06:37
 Sample (adjusted): 3 53
 Included observations: 51 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(RE__X2_(-1))	-0.998341	0.139806	-7.140881	0.0000
R-squared	0.504801	Mean dependent var		-0.036667
Adjusted R-squared	0.504801	S.D. dependent var		2.465543
S.E. of regression	1.735013	Akaike info criterion		3.959320
Sum squared resid	150.5135	Schwarz criterion		3.997199
Log likelihood	-99.96265	Hannan-Quinn criter.		3.973794
Durbin-Watson stat	1.999481			

Null Hypothesis: D(RE__X2_) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-7.097791	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.565430	
5% level	-2.919952	
10% level	-2.597905	

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

Residual variance (no correction)	2.948037
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	2.525270

Phillips-Perron Test Equation
 Dependent Variable: D(RE__X2_,2)
 Method: Least Squares
 Date: 02/17/18 Time: 06:39
 Sample (adjusted): 3 53
 Included observations: 51 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(RE__X2_(-1))	-0.998716	0.141158	-7.075146	0.0000
C	-0.056641	0.245300	-0.230905	0.8183
R-squared	0.505339	Mean dependent var		-0.036667
Adjusted R-squared	0.495244	S.D. dependent var		2.465543
S.E. of regression	1.751675	Akaike info criterion		3.997448
Sum squared resid	150.3499	Schwarz criterion		4.073206
Log likelihood	-99.93492	Hannan-Quinn criter.		4.026397
F-statistic	50.05769	Durbin-Watson stat		2.001006
Prob(F-statistic)	0.000000			

Null Hypothesis: D(RE__X2_) has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Bandwidth: 8 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-7.811965	0.0000
Test critical values:		
1% level	-4.148465	
5% level	-3.500495	
10% level	-3.179617	

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

Residual variance (no correction)	2.760000
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	1.622891

Phillips-Perron Test Equation
 Dependent Variable: D(RE__X2_,2)

Method: Least Squares
Date: 02/17/18 Time: 06:43
Sample (adjusted): 3 53
Included observations: 51 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(RE__X2_(-1))	-1.070971	0.143666	-7.454599	0.0000
C	0.769990	0.516198	1.491655	0.1423
@TREND("1")	-0.030669	0.016960	-1.808369	0.0768
R-squared	0.536890	Mean dependent var		-0.036667
Adjusted R-squared	0.517594	S.D. dependent var		2.465543
S.E. of regression	1.712455	Akaike info criterion		3.970755
Sum squared resid	140.7600	Schwarz criterion		4.084392
Log likelihood	-98.25425	Hannan-Quinn criter.		4.014179
F-statistic	27.82354	Durbin-Watson stat		2.014579
Prob(F-statistic)	0.000000			

الملحق رقم (13) تقدير معادلة الانحدار لتذبذب مؤشر cac40

Dependent Variable: VOL
Method: Least Squares
Date: 02/18/18 Time: 05:49
Sample: 1 53
Included observations: 53

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-875.7412	278.7026	-3.142207	0.0028
AF	6.918634	2.206600	3.135428	0.0029
RE	8.293084	2.667039	3.109473	0.0031
R-squared	0.236594	Mean dependent var		177.2351
Adjusted R-squared	0.206057	S.D. dependent var		103.5953
S.E. of regression	92.30702	Akaike info criterion		11.94306
Sum squared resid	426029.3	Schwarz criterion		12.05458
Log likelihood	-313.4910	Hannan-Quinn criter.		11.98594
F-statistic	7.747962	Durbin-Watson stat		1.477821
Prob(F-statistic)	0.001172			

الملحق رقم (14) اختبار ADF و PP لسلسلة بواقى معادلة انحدار المؤشر الفرنسي

Null Hypothesis: E has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.518811	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.610192	
5% level	-1.947248	
10% level	-1.612797	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(E)
 Method: Least Squares
 Date: 02/18/18 Time: 17:58
 Sample (adjusted): 2 53
 Included observations: 52 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
E(-1)	-0.745507	0.135085	-5.518811	0.0000
R-squared	0.373900	Mean dependent var		-0.322260
Adjusted R-squared	0.373900	S.D. dependent var		111.1076
S.E. of regression	87.91556	Akaike info criterion		11.80967
Sum squared resid	394186.4	Schwarz criterion		11.84720
Log likelihood	-306.0515	Hannan-Quinn criter.		11.82406
Durbin-Watson stat	2.017841			

Null Hypothesis: E has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.465405	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.562669	
5% level	-2.918778	
10% level	-2.597285	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(E)
 Method: Least Squares
 Date: 02/18/18 Time: 18:00
 Sample (adjusted): 2 53
 Included observations: 52 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
E(-1)	-0.745628	0.136427	-5.465405	0.0000
C	-1.034193	12.31283	-0.083993	0.9334
R-squared	0.373988	Mean dependent var		-0.322260
Adjusted R-squared	0.361468	S.D. dependent var		111.1076
S.E. of regression	88.78410	Akaike info criterion		11.84799
Sum squared resid	394130.8	Schwarz criterion		11.92304
Log likelihood	-306.0479	Hannan-Quinn criter.		11.87677
F-statistic	29.87065	Durbin-Watson stat		2.017865
Prob(F-statistic)	0.000001			

Null Hypothesis: E has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
--	-------------	--------

Augmented Dickey-Fuller test statistic		-5.402327	0.0002
Test critical values:	1% level	-4.144584	
	5% level	-3.498692	
	10% level	-3.178578	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(E)

Method: Least Squares

Date: 02/18/18 Time: 18:01

Sample (adjusted): 2 53

Included observations: 52 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
E(-1)	-0.745115	0.137925	-5.402327	0.0000
C	-2.963306	25.24809	-0.117368	0.9070
@TREND("1")	0.072815	0.829361	0.087797	0.9304
R-squared	0.374086	Mean dependent var		-0.322260
Adjusted R-squared	0.348539	S.D. dependent var		111.1076
S.E. of regression	89.67843	Akaike info criterion		11.88630
Sum squared resid	394068.8	Schwarz criterion		11.99887
Log likelihood	-306.0438	Hannan-Quinn criter.		11.92946
F-statistic	14.64278	Durbin-Watson stat		2.019250
Prob(F-statistic)	0.000010			

Null Hypothesis: E has a unit root

Exogenous: None

Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-5.709251	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.610192
	5% level	-1.947248
	10% level	-1.612797

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

Residual variance (no correction)	7580.509
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	9432.550

Phillips-Perron Test Equation

Dependent Variable: D(E)

Method: Least Squares

Date: 02/18/18 Time: 18:02

Sample (adjusted): 2 53

Included observations: 52 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
E(-1)	-0.745507	0.135085	-5.518811	0.0000
R-squared	0.373900	Mean dependent var		-0.322260

Adjusted R-squared	0.373900	S.D. dependent var	111.1076
S.E. of regression	87.91556	Akaike info criterion	11.80967
Sum squared resid	394186.4	Schwarz criterion	11.84720
Log likelihood	-306.0515	Hannan-Quinn criter.	11.82406
Durbin-Watson stat	2.017841		

Null Hypothesis: E has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-5.661429	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.562669	
5% level	-2.918778	
10% level	-2.597285	

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

Residual variance (no correction)	7579.439
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	9431.808

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(E)
Method: Least Squares
Date: 02/18/18 Time: 18:04
Sample (adjusted): 2 53
Included observations: 52 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
E(-1)	-0.745628	0.136427	-5.465405	0.0000
C	-1.034193	12.31283	-0.083993	0.9334

R-squared	0.373988	Mean dependent var	-0.322260
Adjusted R-squared	0.361468	S.D. dependent var	111.1076
S.E. of regression	88.78410	Akaike info criterion	11.84799
Sum squared resid	394130.8	Schwarz criterion	11.92304
Log likelihood	-306.0479	Hannan-Quinn criter.	11.87677
F-statistic	29.87065	Durbin-Watson stat	2.017865
Prob(F-statistic)	0.000001		

Null Hypothesis: E has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-5.605805	0.0001
Test critical values:		
1% level	-4.144584	
5% level	-3.498692	
10% level	-3.178578	

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

Residual variance (no correction)	7578.247
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	9432.918

Phillips-Perron Test Equation

Dependent Variable: D(E)

Method: Least Squares

Date: 02/18/18 Time: 18:04

Sample (adjusted): 2 53

Included observations: 52 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
E(-1)	-0.745115	0.137925	-5.402327	0.0000
C	-2.963306	25.24809	-0.117368	0.9070
@TREND("1")	0.072815	0.829361	0.087797	0.9304
R-squared	0.374086	Mean dependent var	-0.322260	
Adjusted R-squared	0.348539	S.D. dependent var	111.1076	
S.E. of regression	89.67843	Akaike info criterion	11.88630	
Sum squared resid	394068.8	Schwarz criterion	11.99887	
Log likelihood	-306.0438	Hannan-Quinn criter.	11.92946	
F-statistic	14.64278	Durbin-Watson stat	2.019250	
Prob(F-statistic)	0.000010			

الملحق رقم (15) اختبار الارتباط الذاتي لسلسلة البواقي LM test

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	1.891024	Prob. F(2,48)	0.1620
Obs*R-squared	3.871004	Prob. Chi-Square(2)	0.1444

الملحق رقم (16) اختبار عدم ثبات التباين ARCH

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.001613	Prob. F(1,50)	0.9681
Obs*R-squared	0.001677	Prob. Chi-Square(1)	0.9673

Test Equation:

الملحق رقم (17) تقدير نموذج تصحيح الخطأ

Dependent Variable: DVOL

Method: Least Squares

Date: 02/19/18 Time: 14:09

Sample (adjusted): 2 53

Included observations: 52 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
----------	-------------	------------	-------------	-------

C	1.713845	12.08714	0.141791	0.8878
DAF	-3.114480	6.342814	-0.491025	0.6256
DRE	-3.483804	7.157530	-0.486733	0.6287
E(-1)	-0.689064	0.136476	-5.048973	0.0000
R-squared	0.375925	Mean dependent var		1.532115
Adjusted R-squared	0.336921	S.D. dependent var		105.7695
S.E. of regression	86.12780	Akaike info criterion		11.82334
Sum squared resid	356063.9	Schwarz criterion		11.97344
Log likelihood	-303.4070	Hannan-Quinn criter.		11.88089
F-statistic	9.637962	Durbin-Watson stat		1.972991
Prob(F-statistic)	0.000043			

الملحق رقم 18 اختبار ADF لاستقرار سلسلة التذبذب لمؤشر الدوحة عند المستوى

Null Hypothesis: VOLD has a unit root
 Exogenous: None
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=8)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.433953	0.0166
Test critical values:		
1% level	-2.639210	
5% level	-1.951687	
10% level	-1.610579	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(VOLD)
 Method: Least Squares
 Date: 02/20/18 Time: 17:41
 Sample (adjusted): 2 33
 Included observations: 32 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
VOLD(-1)	-0.328649	0.135027	-2.433953	0.0209
R-squared	0.160063	Mean dependent var		2.203281
Adjusted R-squared	0.160063	S.D. dependent var		105.5899
S.E. of regression	96.77112	Akaike info criterion		12.01333
Sum squared resid	290304.1	Schwarz criterion		12.05913
Log likelihood	-191.2132	Hannan-Quinn criter.		12.02851
Durbin-Watson stat	2.437496			

Null Hypothesis: VOLD has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=8)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.359059	0.0081
Test critical values:		
1% level	-4.273277	

5% level -3.557759
 10% level -3.212361

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(VOLD)

Method: Least Squares

Date: 02/20/18 Time: 17:42

Sample (adjusted): 2 33

Included observations: 32 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
VOLD(-1)	-0.803249	0.184271	-4.359059	0.0001
C	7.150139	30.70525	0.232864	0.8175
@TREND("1")	3.819434	1.881870	2.029595	0.0517
R-squared	0.396357	Mean dependent var		2.203281
Adjusted R-squared	0.354726	S.D. dependent var		105.5899
S.E. of regression	84.81927	Akaike info criterion		11.80798
Sum squared resid	208635.0	Schwarz criterion		11.94540
Log likelihood	-185.9277	Hannan-Quinn criter.		11.85353
F-statistic	9.520802	Durbin-Watson stat		2.001976
Prob(F-statistic)	0.000663			

Null Hypothesis: VOLD has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=8)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.676537	0.0095
Test critical values:		
1% level	-3.653730	
5% level	-2.957110	
10% level	-2.617434	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(VOLD)

Method: Least Squares

Date: 02/20/18 Time: 17:39

Sample (adjusted): 2 33

Included observations: 32 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
VOLD(-1)	-0.614269	0.167078	-3.676537	0.0009
C	54.18013	21.16756	2.559583	0.0158
R-squared	0.310613	Mean dependent var		2.203281
Adjusted R-squared	0.287634	S.D. dependent var		105.5899
S.E. of regression	89.11980	Akaike info criterion		11.87830

Sum squared resid	238270.2	Schwarz criterion	11.96991
Log likelihood	-188.0528	Hannan-Quinn criter.	11.90867
F-statistic	13.51693	Durbin-Watson stat	2.158001
Prob(F-statistic)	0.000921		

الملحق رقم 19 اختبار PP لاستقرار سلسلة التذبذب في سوق الدوحة عند المستوى

Null Hypothesis: VOLD has a unit root
 Exogenous: None
 Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-2.318877	0.0219
Test critical values:		
1% level	-2.639210	
5% level	-1.951687	
10% level	-1.610579	

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

Residual variance (no correction)	9072.004
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	7947.798

Phillips-Perron Test Equation
 Dependent Variable: D(VOLD)
 Method: Least Squares
 Date: 02/20/18 Time: 17:45
 Sample (adjusted): 2 33
 Included observations: 32 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
VOLD(-1)	-0.328649	0.135027	-2.433953	0.0209
R-squared	0.160063	Mean dependent var		2.203281
Adjusted R-squared	0.160063	S.D. dependent var		105.5899
S.E. of regression	96.77112	Akaike info criterion		12.01333
Sum squared resid	290304.1	Schwarz criterion		12.05913
Log likelihood	-191.2132	Hannan-Quinn criter.		12.02851
Durbin-Watson stat	2.437496			

Null Hypothesis: VOLD has a unit root
 Exogenous: Constant
 Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-3.741226	0.0081
Test critical values:		
1% level	-3.653730	
5% level	-2.957110	
10% level	-2.617434	

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

Residual variance (no correction)	7445.942
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	8082.961

Phillips-Perron Test Equation
 Dependent Variable: D(VOLD)
 Method: Least Squares
 Date: 02/20/18 Time: 17:46
 Sample (adjusted): 2 33
 Included observations: 32 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
VOLD(-1)	-0.614269	0.167078	-3.676537	0.0009
C	54.18013	21.16756	2.559583	0.0158
R-squared	0.310613	Mean dependent var		2.203281
Adjusted R-squared	0.287634	S.D. dependent var		105.5899
S.E. of regression	89.11980	Akaike info criterion		11.87830
Sum squared resid	238270.2	Schwarz criterion		11.96991
Log likelihood	-188.0528	Hannan-Quinn criter.		11.90867
F-statistic	13.51693	Durbin-Watson stat		2.158001
Prob(F-statistic)	0.000921			

Null Hypothesis: VOLD has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Bandwidth: 0 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-4.359059	0.0081
Test critical values:		
1% level	-4.273277	
5% level	-3.557759	
10% level	-3.212361	

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

Residual variance (no correction)	6519.843
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	6519.843

Phillips-Perron Test Equation
 Dependent Variable: D(VOLD)
 Method: Least Squares
 Date: 02/20/18 Time: 17:47
 Sample (adjusted): 2 33
 Included observations: 32 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
VOLD(-1)	-0.803249	0.184271	-4.359059	0.0001
C	7.150139	30.70525	0.232864	0.8175
@TREND("1")	3.819434	1.881870	2.029595	0.0517
R-squared	0.396357	Mean dependent var		2.203281

Adjusted R-squared	0.354726	S.D. dependent var	105.5899
S.E. of regression	84.81927	Akaike info criterion	11.80798
Sum squared resid	208635.0	Schwarz criterion	11.94540
Log likelihood	-185.9277	Hannan-Quinn criter.	11.85353
F-statistic	9.520802	Durbin-Watson stat	2.001976
Prob(F-statistic)	0.000663		

الملحق رقم 20 نتائج اختبار (A.D.F) عند الفرق الأول لدراسة استقرار سلسلة التذبذب لمؤشر
الدوحة

Null Hypothesis: D(VOLD) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=8)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-8.955301	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.641672	
5% level	-1.952066	
10% level	-1.610400	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(VOLD,2)
Method: Least Squares
Date: 02/20/18 Time: 18:53
Sample (adjusted): 3 33
Included observations: 31 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(VOLD(-1))	-1.450803	0.162005	-8.955301	0.0000
R-squared	0.727727	Mean dependent var		-2.023065
Adjusted R-squared	0.727727	S.D. dependent var		182.5610
S.E. of regression	95.26000	Akaike info criterion		11.98282
Sum squared resid	272234.0	Schwarz criterion		12.02908
Log likelihood	-184.7338	Hannan-Quinn criter.		11.99790
Durbin-Watson stat	2.170815			

Null Hypothesis: D(VOLD) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=8)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-8.805628	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.661661	
5% level	-2.960411	
10% level	-2.619160	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(VOLD,2)
 Method: Least Squares
 Date: 02/20/18 Time: 18:55
 Sample (adjusted): 3 33
 Included observations: 31 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(VOLD(-1))	-1.451139	0.164797	-8.805628	0.0000
C	1.531055	17.40405	0.087971	0.9305
R-squared	0.727799	Mean dependent var		-2.023065
Adjusted R-squared	0.718413	S.D. dependent var		182.5610
S.E. of regression	96.87556	Akaike info criterion		12.04707
Sum squared resid	272161.4	Schwarz criterion		12.13959
Log likelihood	-184.7296	Hannan-Quinn criter.		12.07723
F-statistic	77.53908	Durbin-Watson stat		2.170872
Prob(F-statistic)	0.000000			

Null Hypothesis: D(VOLD) has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=8)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-8.652187	0.0000
Test critical values:		
1% level	-4.284580	
5% level	-3.562882	
10% level	-3.215267	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(VOLD,2)
 Method: Least Squares
 Date: 02/20/18 Time: 18:56
 Sample (adjusted): 3 33
 Included observations: 31 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(VOLD(-1))	-1.451454	0.167756	-8.652187	0.0000
C	3.950341	38.04803	0.103825	0.9180
@TREND("1")	-0.142265	1.980237	-0.071843	0.9432
R-squared	0.727850	Mean dependent var		-2.023065
Adjusted R-squared	0.708410	S.D. dependent var		182.5610
S.E. of regression	98.58122	Akaike info criterion		12.11140
Sum squared resid	272111.2	Schwarz criterion		12.25018
Log likelihood	-184.7268	Hannan-Quinn criter.		12.15664
F-statistic	37.44214	Durbin-Watson stat		2.170815
Prob(F-statistic)	0.000000			

الملحق رقم 21 نتائج اختبار (PP) عند الفرق الأول لدراسة استقرار سلسلة التذبذب لمؤشر
الدوحة

Null Hypothesis: D(VOLD) has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 9 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-12.78935	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.641672	
5% level	-1.952066	
10% level	-1.610400	

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

Residual variance (no correction)	8781.742
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	2850.889

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(VOLD,2)
Method: Least Squares
Date: 02/20/18 Time: 18:00
Sample (adjusted): 3 33
Included observations: 31 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(VOLD(-1))	-1.450803	0.162005	-8.955301	0.0000
R-squared	0.727727	Mean dependent var		-2.023065
Adjusted R-squared	0.727727	S.D. dependent var		182.5610
S.E. of regression	95.26000	Akaike info criterion		11.98282
Sum squared resid	272234.0	Schwarz criterion		12.02908
Log likelihood	-184.7338	Hannan-Quinn criter.		11.99790
Durbin-Watson stat	2.170815			

Null Hypothesis: D(VOLD) has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 9 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-12.64159	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.661661	
5% level	-2.960411	
10% level	-2.619160	

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

Residual variance (no correction)	8779.399
-----------------------------------	----------

Phillips-Perron Test Equation

Dependent Variable: D(VOLD,2)

Method: Least Squares

Date: 02/20/18 Time: 17:57

Sample (adjusted): 3 33

Included observations: 31 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(VOLD(-1))	-1.451139	0.164797	-8.805628	0.0000
C	1.531055	17.40405	0.087971	0.9305
R-squared	0.727799	Mean dependent var		-2.023065
Adjusted R-squared	0.718413	S.D. dependent var		182.5610
S.E. of regression	96.87556	Akaike info criterion		12.04707
Sum squared resid	272161.4	Schwarz criterion		12.13959
Log likelihood	-184.7296	Hannan-Quinn criter.		12.07723
F-statistic	77.53908	Durbin-Watson stat		2.170872
Prob(F-statistic)	0.000000			

Null Hypothesis: D(VOLD) has a unit root

Exogenous: Constant, Linear Trend

Bandwidth: 9 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-12.40087	0.0000
Test critical values:		
1% level	-4.284580	
5% level	-3.562882	
10% level	-3.215267	

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

Residual variance (no correction)	8777.781
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	2764.432

Phillips-Perron Test Equation

Dependent Variable: D(VOLD,2)

Method: Least Squares

Date: 02/20/18 Time: 18:01

Sample (adjusted): 3 33

Included observations: 31 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(VOLD(-1))	-1.451454	0.167756	-8.652187	0.0000
C	3.950341	38.04803	0.103825	0.9180
@TREND("1")	-0.142265	1.980237	-0.071843	0.9432
R-squared	0.727850	Mean dependent var		-2.023065
Adjusted R-squared	0.708410	S.D. dependent var		182.5610
S.E. of regression	98.58122	Akaike info criterion		12.11140
Sum squared resid	272111.2	Schwarz criterion		12.25018

Log likelihood	-184.7268	Hannan-Quinn criter.	12.15664
F-statistic	37.44214	Durbin-Watson stat	2.170815
Prob(F-statistic)	0.000000		

الملحق رقم 22 نتائج اختبار (ADF) عند المستوى لدراسة استقرار سلسلة التدفقات لمؤشر
الدوحة

Null Hypothesis: AFD has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=8)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.388338	0.1502
Test critical values:		
1% level	-2.639210	
5% level	-1.951687	
10% level	-1.610579	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(AFD)
Method: Least Squares
Date: 02/20/18 Time: 19:42
Sample (adjusted): 2 33
Included observations: 32 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AFD(-1)	-0.004082	0.002940	-1.388338	0.1749
R-squared	0.002764	Mean dependent var		-0.309063
Adjusted R-squared	0.002764	S.D. dependent var		1.290115
S.E. of regression	1.288331	Akaike info criterion		3.375323
Sum squared resid	51.45367	Schwarz criterion		3.421127
Log likelihood	-53.00517	Hannan-Quinn criter.		3.390506
Durbin-Watson stat	2.066159			

Null Hypothesis: AFD has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=8)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.029448	0.7306
Test critical values:		
1% level	-3.653730	
5% level	-2.957110	
10% level	-2.617434	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(AFD)
Method: Least Squares

Date: 02/20/18 Time: 19:43
Sample (adjusted): 2 33
Included observations: 32 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AFD(-1)	-0.097625	0.094833	-1.029448	0.3115
C	7.248572	7.344978	0.986875	0.3316
R-squared	0.034120	Mean dependent var		-0.309063
Adjusted R-squared	0.001924	S.D. dependent var		1.290115
S.E. of regression	1.288873	Akaike info criterion		3.405875
Sum squared resid	49.83580	Schwarz criterion		3.497483
Log likelihood	-52.49400	Hannan-Quinn criter.		3.436240
F-statistic	1.059763	Durbin-Watson stat		1.941613
Prob(F-statistic)	0.311498			

Null Hypothesis: AFD has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=8)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.305777	0.4191
Test critical values:		
1% level	-4.273277	
5% level	-3.557759	
10% level	-3.212361	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(AFD)
Method: Least Squares
Date: 02/20/18 Time: 19:44
Sample (adjusted): 2 33
Included observations: 32 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AFD(-1)	-0.342515	0.148546	-2.305777	0.0285
C	27.52841	12.01518	2.291135	0.0294
@TREND("1")	-0.080108	0.038654	-2.072449	0.0472
R-squared	0.158718	Mean dependent var		-0.309063
Adjusted R-squared	0.100699	S.D. dependent var		1.290115
S.E. of regression	1.223435	Akaike info criterion		3.330262
Sum squared resid	43.40700	Schwarz criterion		3.467675
Log likelihood	-50.28419	Hannan-Quinn criter.		3.375810
F-statistic	2.735604	Durbin-Watson stat		1.751616
Prob(F-statistic)	0.081593			

الملحق رقم 23 نتائج اختبار (PP) عند المستوى لدراسة استقرار سلسلة التدفقات لمؤشر الدوحة

Null Hypothesis: AFD has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 10 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-2.209953	0.0282
Test critical values:		
1% level	-2.639210	
5% level	-1.951687	
10% level	-1.610579	

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

Residual variance (no correction)	1.607927
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.608548

Phillips-Perron Test Equation

Dependent Variable: D(AFD)

Method: Least Squares

Date: 02/20/18 Time: 19:47

Sample (adjusted): 2 33

Included observations: 32 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AFD(-1)	-0.004082	0.002940	-1.388338	0.1749
R-squared	0.002764	Mean dependent var		-0.309063
Adjusted R-squared	0.002764	S.D. dependent var		1.290115
S.E. of regression	1.288331	Akaike info criterion		3.375323
Sum squared resid	51.45367	Schwarz criterion		3.421127
Log likelihood	-53.00517	Hannan-Quinn criter.		3.390506
Durbin-Watson stat	2.066159			

Null Hypothesis: AFD has a unit root

Exogenous: Constant

Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-0.871203	0.7843
Test critical values:		
1% level	-3.653730	
5% level	-2.957110	
10% level	-2.617434	

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

Residual variance (no correction)	1.557369
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	1.314587

Phillips-Perron Test Equation

Dependent Variable: D(AFD)

Method: Least Squares

Date: 02/20/18 Time: 19:48

Sample (adjusted): 2 33

Included observations: 32 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AFD(-1)	-0.097625	0.094833	-1.029448	0.3115
C	7.248572	7.344978	0.986875	0.3316
R-squared	0.034120	Mean dependent var		-0.309063
Adjusted R-squared	0.001924	S.D. dependent var		1.290115
S.E. of regression	1.288873	Akaike info criterion		3.405875
Sum squared resid	49.83580	Schwarz criterion		3.497483
Log likelihood	-52.49400	Hannan-Quinn criter.		3.436240
F-statistic	1.059763	Durbin-Watson stat		1.941613
Prob(F-statistic)	0.311498			

Null Hypothesis: AFD has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-2.425608	0.3604
Test critical values:		
1% level	-4.273277	
5% level	-3.557759	
10% level	-3.212361	

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

Residual variance (no correction)	1.356469
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	1.506748

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(AFD)
Method: Least Squares
Date: 02/20/18 Time: 19:49
Sample (adjusted): 2 33
Included observations: 32 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AFD(-1)	-0.342515	0.148546	-2.305777	0.0285
C	27.52841	12.01518	2.291135	0.0294
@TREND("1")	-0.080108	0.038654	-2.072449	0.0472
R-squared	0.158718	Mean dependent var		-0.309063
Adjusted R-squared	0.100699	S.D. dependent var		1.290115
S.E. of regression	1.223435	Akaike info criterion		3.330262
Sum squared resid	43.40700	Schwarz criterion		3.467675
Log likelihood	-50.28419	Hannan-Quinn criter.		3.375810
F-statistic	2.735604	Durbin-Watson stat		1.751616
Prob(F-statistic)	0.081593			

الملحق رقم 23 اختبار ADF لاستقرار سلسلة التدفقات في الاقتصاد القطري عند الفرق الأول

Null Hypothesis: D(AFD) has a unit root
Exogenous: None

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=8)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.470727	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.641672	
5% level	-1.952066	
10% level	-1.610400	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(AFD,2)

Method: Least Squares

Date: 02/20/18 Time: 19:06

Sample (adjusted): 3 33

Included observations: 31 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(AFD(-1))	-0.990813	0.181112	-5.470727	0.0000
R-squared	0.499367	Mean dependent var		0.016452
Adjusted R-squared	0.499367	S.D. dependent var		1.886279
S.E. of regression	1.334645	Akaike info criterion		3.446934
Sum squared resid	53.43832	Schwarz criterion		3.493192
Log likelihood	-52.42748	Hannan-Quinn criter.		3.462013
Durbin-Watson stat	1.988927			

Null Hypothesis: D(AFD) has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=8)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.644565	0.0001
Test critical values:		
1% level	-3.661661	
5% level	-2.960411	
10% level	-2.619160	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(AFD,2)

Method: Least Squares

Date: 02/20/18 Time: 20:23

Sample (adjusted): 3 33

Included observations: 31 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(AFD(-1))	-1.041505	0.184515	-5.644565	0.0000
C	-0.296000	0.244213	-1.212055	0.2353
R-squared	0.523505	Mean dependent var		0.016452
Adjusted R-squared	0.507074	S.D. dependent var		1.886279
S.E. of regression	1.324332	Akaike info criterion		3.462034
Sum squared resid	50.86177	Schwarz criterion		3.554549

Log likelihood	-51.66152	Hannan-Quinn criter.	3.492191
F-statistic	31.86111	Durbin-Watson stat	2.013273
Prob(F-statistic)	0.000004		

Null Hypothesis: D(AFD) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=8)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.603794	0.0004
Test critical values:		
1% level	-4.284580	
5% level	-3.562882	
10% level	-3.215267	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(AFD,2)
Method: Least Squares
Date: 02/20/18 Time: 20:27
Sample (adjusted): 3 33
Included observations: 31 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(AFD(-1))	-1.047764	0.186974	-5.603794	0.0000
C	-0.032147	0.517635	-0.062104	0.9509
@TREND("1")	-0.015631	0.026948	-0.580057	0.5665
R-squared	0.529163	Mean dependent var		0.016452
Adjusted R-squared	0.495532	S.D. dependent var		1.886279
S.E. of regression	1.339747	Akaike info criterion		3.514605
Sum squared resid	50.25784	Schwarz criterion		3.653378
Log likelihood	-51.47637	Hannan-Quinn criter.		3.559841
F-statistic	15.73429	Durbin-Watson stat		2.028465
Prob(F-statistic)	0.000026			

الملحق رقم 24 نتائج اختبار (PP) عند الفرق الأول لدراسة استقرار سلسلة التدفقات لاقتصاد
الدوحة

Null Hypothesis: D(AFD) has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-5.503534	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.641672	
5% level	-1.952066	

10% level

-1.610400

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

Residual variance (no correction)	1.723817
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	1.357447

Phillips-Perron Test Equation

Dependent Variable: D(AFD,2)

Method: Least Squares

Date: 02/20/18 Time: 20:29

Sample (adjusted): 3 33

Included observations: 31 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(AFD(-1))	-0.990813	0.181112	-5.470727	0.0000
R-squared	0.499367	Mean dependent var		0.016452
Adjusted R-squared	0.499367	S.D. dependent var		1.886279
S.E. of regression	1.334645	Akaike info criterion		3.446934
Sum squared resid	53.43832	Schwarz criterion		3.493192
Log likelihood	-52.42748	Hannan-Quinn criter.		3.462013
Durbin-Watson stat	1.988927			

Null Hypothesis: D(AFD) has a unit root

Exogenous: Constant

Bandwidth: 9 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-6.290200	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.661661	
5% level	-2.960411	
10% level	-2.619160	

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

Residual variance (no correction)	1.640702
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.661197

Phillips-Perron Test Equation

Dependent Variable: D(AFD,2)

Method: Least Squares

Date: 02/20/18 Time: 20:29

Sample (adjusted): 3 33

Included observations: 31 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(AFD(-1))	-1.041505	0.184515	-5.644565	0.0000
C	-0.296000	0.244213	-1.212055	0.2353
R-squared	0.523505	Mean dependent var		0.016452

Adjusted R-squared	0.507074	S.D. dependent var	1.886279
S.E. of regression	1.324332	Akaike info criterion	3.462034
Sum squared resid	50.86177	Schwarz criterion	3.554549
Log likelihood	-51.66152	Hannan-Quinn criter.	3.492191
F-statistic	31.86111	Durbin-Watson stat	2.013273
Prob(F-statistic)	0.000004		

Null Hypothesis: D(AFD) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 11 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-7.451370	0.0000
Test critical values:		
1% level	-4.284580	
5% level	-3.562882	
10% level	-3.215267	

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

Residual variance (no correction)	1.621221
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.344470

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(AFD,2)
Method: Least Squares
Date: 02/20/18 Time: 20:30
Sample (adjusted): 3 33
Included observations: 31 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(AFD(-1))	-1.047764	0.186974	-5.603794	0.0000
C	-0.032147	0.517635	-0.062104	0.9509
@TREND("1")	-0.015631	0.026948	-0.580057	0.5665

R-squared	0.529163	Mean dependent var	0.016452
Adjusted R-squared	0.495532	S.D. dependent var	1.886279
S.E. of regression	1.339747	Akaike info criterion	3.514605
Sum squared resid	50.25784	Schwarz criterion	3.653378
Log likelihood	-51.47637	Hannan-Quinn criter.	3.559841
F-statistic	15.73429	Durbin-Watson stat	2.028465
Prob(F-statistic)	0.000026		

الملحق رقم 25 نتائج اختبار (A.D.F) لدراسة استقرار سلسلة اجراءات القيود

Null Hypothesis: RED has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=8)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	0.037620	0.6875

Test critical values:	1% level	-2.639210
	5% level	-1.951687
	10% level	-1.610579

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(RED)

Method: Least Squares

Date: 02/20/18 Time: 20:42

Sample (adjusted): 2 33

Included observations: 32 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RED(-1)	0.000171	0.004543	0.037620	0.9702
R-squared	-0.000313	Mean dependent var		0.038750
Adjusted R-squared	-0.000313	S.D. dependent var		2.079015
S.E. of regression	2.079340	Akaike info criterion		4.332729
Sum squared resid	134.0333	Schwarz criterion		4.378534
Log likelihood	-68.32367	Hannan-Quinn criter.		4.347912
Durbin-Watson stat	1.937688			

Null Hypothesis: RED has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=8)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.821535	0.3637
Test critical values:		
	1% level	-3.653730
	5% level	-2.957110
	10% level	-2.617434

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(RED)

Method: Least Squares

Date: 02/20/18 Time: 20:58

Sample (adjusted): 2 33

Included observations: 32 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RED(-1)	-0.207049	0.113667	-1.821535	0.0785
C	16.77760	9.196253	1.824395	0.0781
R-squared	0.099586	Mean dependent var		0.038750
Adjusted R-squared	0.069572	S.D. dependent var		2.079015
S.E. of regression	2.005391	Akaike info criterion		4.290016
Sum squared resid	120.6477	Schwarz criterion		4.381625
Log likelihood	-66.64026	Hannan-Quinn criter.		4.320382
F-statistic	3.317990	Durbin-Watson stat		1.739855
Prob(F-statistic)	0.078511			

Null Hypothesis: RED has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=8)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.509264	0.3218
Test critical values:		
1% level	-4.273277	
5% level	-3.557759	
10% level	-3.212361	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(RED)
 Method: Least Squares
 Date: 02/20/18 Time: 20:59
 Sample (adjusted): 2 33
 Included observations: 32 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RED(-1)	-0.314310	0.125260	-2.509264	0.0179
C	24.20769	9.815518	2.466268	0.0198
@TREND("1")	0.075239	0.042311	1.778234	0.0859
R-squared	0.188113	Mean dependent var		0.038750
Adjusted R-squared	0.132120	S.D. dependent var		2.079015
S.E. of regression	1.936811	Akaike info criterion		4.249023
Sum squared resid	108.7859	Schwarz criterion		4.386436
Log likelihood	-64.98437	Hannan-Quinn criter.		4.294571
F-statistic	3.359619	Durbin-Watson stat		1.739233
Prob(F-statistic)	0.048718			

الملحق رقم 26 نتائج اختبار (PP) لدراسة استقرار سلسلة اجراءات القيود عند المستوى

Null Hypothesis: RED has a unit root
 Exogenous: None
 Bandwidth: 5 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	0.079381	0.7009
Test critical values:		
1% level	-2.639210	
5% level	-1.951687	
10% level	-1.610579	

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

Residual variance (no correction)	4.188540
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	2.676280

Phillips-Perron Test Equation
 Dependent Variable: D(RED)
 Method: Least Squares
 Date: 02/20/18 Time: 21:01
 Sample (adjusted): 2 33
 Included observations: 32 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RED(-1)	0.000171	0.004543	0.037620	0.9702
R-squared	-0.000313	Mean dependent var		0.038750
Adjusted R-squared	-0.000313	S.D. dependent var		2.079015
S.E. of regression	2.079340	Akaike info criterion		4.332729
Sum squared resid	134.0333	Schwarz criterion		4.378534
Log likelihood	-68.32367	Hannan-Quinn criter.		4.347912
Durbin-Watson stat	1.937688			

Null Hypothesis: RED has a unit root
 Exogenous: Constant
 Bandwidth: 0 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-1.821535	0.3637
Test critical values:		
1% level	-3.653730	
5% level	-2.957110	
10% level	-2.617434	

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

Residual variance (no correction)	3.770242
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	3.770242

Phillips-Perron Test Equation
 Dependent Variable: D(RED)
 Method: Least Squares
 Date: 02/20/18 Time: 21:02
 Sample (adjusted): 2 33
 Included observations: 32 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RED(-1)	-0.207049	0.113667	-1.821535	0.0785
C	16.77760	9.196253	1.824395	0.0781
R-squared	0.099586	Mean dependent var		0.038750
Adjusted R-squared	0.069572	S.D. dependent var		2.079015
S.E. of regression	2.005391	Akaike info criterion		4.290016
Sum squared resid	120.6477	Schwarz criterion		4.381625
Log likelihood	-66.64026	Hannan-Quinn criter.		4.320382
F-statistic	3.317990	Durbin-Watson stat		1.739855
Prob(F-statistic)	0.078511			

Null Hypothesis: RED has a unit root

Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-2.352756	0.3956
Test critical values:		
1% level	-4.273277	
5% level	-3.557759	
10% level	-3.212361	

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

Residual variance (no correction)	3.399559
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	2.581948

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(RED)
Method: Least Squares
Date: 02/20/18 Time: 21:03
Sample (adjusted): 2 33
Included observations: 32 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RED(-1)	-0.314310	0.125260	-2.509264	0.0179
C	24.20769	9.815518	2.466268	0.0198
@TREND("1")	0.075239	0.042311	1.778234	0.0859
R-squared	0.188113	Mean dependent var		0.038750
Adjusted R-squared	0.132120	S.D. dependent var		2.079015
S.E. of regression	1.936811	Akaike info criterion		4.249023
Sum squared resid	108.7859	Schwarz criterion		4.386436
Log likelihood	-64.98437	Hannan-Quinn criter.		4.294571
F-statistic	3.359619	Durbin-Watson stat		1.739233
Prob(F-statistic)	0.048718			

الملحق رقم 27 نتائج اختبار (ADF) لدراسة استقرار سلسلة إجراءات القيود عند الفرق الأول

Null Hypothesis: D(RED) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=8)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.657587	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.641672	
5% level	-1.952066	
10% level	-1.610400	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(RED,2)
Method: Least Squares

Date: 02/20/18 Time: 21:20
Sample (adjusted): 3 33
Included observations: 31 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(RED(-1))	-1.000000	0.176754	-5.657587	0.0000
R-squared	0.515688	Mean dependent var		-0.093548
Adjusted R-squared	0.515688	S.D. dependent var		2.940507
S.E. of regression	2.046374	Akaike info criterion		4.301742
Sum squared resid	125.6294	Schwarz criterion		4.348000
Log likelihood	-65.67701	Hannan-Quinn criter.		4.316821
Durbin-Watson stat	2.000000			

Null Hypothesis: D(RED) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=8)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.560678	0.0001
Test critical values:		
1% level	-3.661661	
5% level	-2.960411	
10% level	-2.619160	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(RED,2)
Method: Least Squares
Date: 02/20/18 Time: 21:21
Sample (adjusted): 3 33
Included observations: 31 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(RED(-1))	-0.999504	0.179745	-5.560678	0.0000
C	-0.053568	0.373760	-0.143323	0.8870
R-squared	0.516031	Mean dependent var		-0.093548
Adjusted R-squared	0.499342	S.D. dependent var		2.940507
S.E. of regression	2.080621	Akaike info criterion		4.365550
Sum squared resid	125.5405	Schwarz criterion		4.458066
Log likelihood	-65.66603	Hannan-Quinn criter.		4.395708
F-statistic	30.92113	Durbin-Watson stat		2.002163
Prob(F-statistic)	0.000005			

الملحق رقم 28 نتائج اختبار (P.P) عند الفرق الأول لسلسلة القيود

Null Hypothesis: D(RED) has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*

Phillips-Perron test statistic		-5.657587	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.641672	
	5% level	-1.952066	
	10% level	-1.610400	

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

Residual variance (no correction)	4.052561
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	4.052561

Phillips-Perron Test Equation

Dependent Variable: D(RED,2)

Method: Least Squares

Date: 02/20/18 Time: 21:22

Sample (adjusted): 3 33

Included observations: 31 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(RED(-1))	-1.000000	0.176754	-5.657587	0.0000
R-squared	0.515688	Mean dependent var		-0.093548
Adjusted R-squared	0.515688	S.D. dependent var		2.940507
S.E. of regression	2.046374	Akaike info criterion		4.301742
Sum squared resid	125.6294	Schwarz criterion		4.348000
Log likelihood	-65.67701	Hannan-Quinn criter.		4.316821
Durbin-Watson stat	2.000000			

Null Hypothesis: D(RED) has a unit root

Exogenous: Constant

Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-5.560773	0.0001
Test critical values:		
	1% level	-3.661661
	5% level	-2.960411
	10% level	-2.619160

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

Residual variance (no correction)	4.049693
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	4.045224

Phillips-Perron Test Equation

Dependent Variable: D(RED,2)

Method: Least Squares

Date: 02/20/18 Time: 21:24

Sample (adjusted): 3 33

Included observations: 31 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
----------	-------------	------------	-------------	-------

D(RED(-1))	-0.999504	0.179745	-5.560678	0.0000
C	-0.053568	0.373760	-0.143323	0.8870
R-squared	0.516031	Mean dependent var	-0.093548	
Adjusted R-squared	0.499342	S.D. dependent var	2.940507	
S.E. of regression	2.080621	Akaike info criterion	4.365550	
Sum squared resid	125.5405	Schwarz criterion	4.458066	
Log likelihood	-65.66603	Hannan-Quinn criter.	4.395708	
F-statistic	30.92113	Durbin-Watson stat	2.002163	
Prob(F-statistic)	0.000005			

Null Hypothesis: D(RED) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-5.672308	0.0003
Test critical values:		
1% level	-4.284580	
5% level	-3.562882	
10% level	-3.215267	

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

Residual variance (no correction)	3.885729
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	3.766277

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(RED,2)
Method: Least Squares
Date: 02/20/18 Time: 21:25
Sample (adjusted): 3 33
Included observations: 31 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(RED(-1))	-1.022090	0.180386	-5.666128	0.0000
C	-0.827445	0.803563	-1.029721	0.3120
@TREND("1")	0.045575	0.041929	1.086968	0.2863
R-squared	0.535625	Mean dependent var	-0.093548	
Adjusted R-squared	0.502456	S.D. dependent var	2.940507	
S.E. of regression	2.074140	Akaike info criterion	4.388736	
Sum squared resid	120.4576	Schwarz criterion	4.527509	
Log likelihood	-65.02541	Hannan-Quinn criter.	4.433973	
F-statistic	16.14808	Durbin-Watson stat	2.052859	
Prob(F-statistic)	0.000022			

الملحق رقم 29 معادلة الانحدار لتذبذب مؤشر الدوحة

Dependent Variable: VOLD
Method: Least Squares
Date: 02/21/18 Time: 05:06

Sample: 1 33
Included observations: 33

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	288.0090	718.9406	0.400602	0.6916
AFD	-11.70035	6.068271	-1.928119	0.0634
RED	8.656721	5.025335	1.722616	0.0953
R-squared	0.253598	Mean dependent var		84.87618
Adjusted R-squared	0.203838	S.D. dependent var		94.30487
S.E. of regression	84.14628	Akaike info criterion		11.78950
Sum squared resid	212417.9	Schwarz criterion		11.92554
Log likelihood	-191.5267	Hannan-Quinn criter.		11.83527
F-statistic	5.096404	Durbin-Watson stat		1.508902
Prob(F-statistic)	0.012434			

الملحق رقم 31 نتائج اختبار ADF عند المستوى لتذبذب مؤشر بوسيفيا

Null Hypothesis: VOLB has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	0.769591	0.8761
Test critical values:		
1% level	-2.621185	
5% level	-1.948886	
10% level	-1.611932	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(VOLB)
Method: Least Squares
Date: 03/02/18 Time: 21:56
Sample (adjusted): 3 44
Included observations: 42 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
VOLB(-1)	0.009080	0.011799	0.769591	0.4461
D(VOLB(-1))	-0.142899	0.123595	-1.156183	0.2545
R-squared	0.018383	Mean dependent var		1.994286
Adjusted R-squared	-0.006157	S.D. dependent var		12.45547
S.E. of regression	12.49376	Akaike info criterion		7.934784
Sum squared resid	6243.762	Schwarz criterion		8.017530
Log likelihood	-164.6305	Hannan-Quinn criter.		7.965113
Durbin-Watson stat	2.394265			

Null Hypothesis: VOLB has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*

Augmented Dickey-Fuller test statistic		-1.678423	0.4348
Test critical values:	1% level	-3.592462	
	5% level	-2.931404	
	10% level	-2.603944	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(VOLB)

Method: Least Squares

Date: 03/02/18 Time: 21:58

Sample (adjusted): 2 44

Included observations: 43 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
VOLB(-1)	-0.139257	0.082969	-1.678423	0.1009
C	22.98520	13.59676	1.690490	0.0985
R-squared	0.064292	Mean dependent var		0.506047
Adjusted R-squared	0.041470	S.D. dependent var		15.70617
S.E. of regression	15.37706	Akaike info criterion		8.349025
Sum squared resid	9694.607	Schwarz criterion		8.430942
Log likelihood	-177.5040	Hannan-Quinn criter.		8.379233
F-statistic	2.817102	Durbin-Watson stat		1.706640
Prob(F-statistic)	0.100872			

Null Hypothesis: VOLB has a unit root

Exogenous: Constant, Linear Trend

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.111447	0.0121
Test critical values:	1% level	-4.186481
	5% level	-3.518090
	10% level	-3.189732

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(VOLB)

Method: Least Squares

Date: 03/02/18 Time: 22:02

Sample (adjusted): 2 44

Included observations: 43 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
VOLB(-1)	-0.491609	0.119571	-4.111447	0.0002
C	57.66521	15.12252	3.813201	0.0005
@TREND("1")	1.008986	0.272326	3.705060	0.0006
R-squared	0.303367	Mean dependent var		0.506047
Adjusted R-squared	0.268536	S.D. dependent var		15.70617
S.E. of regression	13.43281	Akaike info criterion		8.100492
Sum squared resid	7217.617	Schwarz criterion		8.223366

Log likelihood	-171.1606	Hannan-Quinn criter.	8.145804
F-statistic	8.709538	Durbin-Watson stat	1.453573
Prob(F-statistic)	0.000725		

الملحق رقم 32 اختبار PP لاستقرار سلسلة تذبذب مؤشر بوسيفبا عند المستوى

Null Hypothesis: VOLB has a unit root
 Exogenous: None
 Bandwidth: 0 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-0.075258	0.6520
Test critical values:		
1% level	-2.619851	
5% level	-1.948686	
10% level	-1.612036	

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

Residual variance (no correction)	241.1706
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	241.1706

Phillips-Perron Test Equation
 Dependent Variable: D(VOLB)
 Method: Least Squares
 Date: 03/02/18 Time: 22:14
 Sample (adjusted): 2 44
 Included observations: 43 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
VOLB(-1)	-0.001100	0.014622	-0.075258	0.9404
R-squared	-0.000928	Mean dependent var		0.506047
Adjusted R-squared	-0.000928	S.D. dependent var		15.70617
S.E. of regression	15.71346	Akaike info criterion		8.369893
Sum squared resid	10370.33	Schwarz criterion		8.410851
Log likelihood	-178.9527	Hannan-Quinn criter.		8.384997
Durbin-Watson stat	1.887063			

Null Hypothesis: VOLB has a unit root
 Exogenous: Constant
 Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-1.581530	0.4832
Test critical values:		
1% level	-3.592462	
5% level	-2.931404	
10% level	-2.603944	

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

Residual variance (no correction)	225.4560
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	201.9495

Phillips-Perron Test Equation

Dependent Variable: D(VOLB)

Method: Least Squares

Date: 03/02/18 Time: 22:16

Sample (adjusted): 2 44

Included observations: 43 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
VOLB(-1)	-0.139257	0.082969	-1.678423	0.1009
C	22.98520	13.59676	1.690490	0.0985
R-squared	0.064292	Mean dependent var		0.506047
Adjusted R-squared	0.041470	S.D. dependent var		15.70617
S.E. of regression	15.37706	Akaike info criterion		8.349025
Sum squared resid	9694.607	Schwarz criterion		8.430942
Log likelihood	-177.5040	Hannan-Quinn criter.		8.379233
F-statistic	2.817102	Durbin-Watson stat		1.706640
Prob(F-statistic)	0.100872			

Null Hypothesis: VOLB has a unit root

Exogenous: Constant, Linear Trend

Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-4.546977	0.0038
Test critical values:		
1% level	-4.186481	
5% level	-3.518090	
10% level	-3.189732	

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

Residual variance (no correction)	167.8515
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	303.2816

Phillips-Perron Test Equation

Dependent Variable: D(VOLB)

Method: Least Squares

Date: 03/02/18 Time: 22:17

Sample (adjusted): 2 44

Included observations: 43 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
VOLB(-1)	-0.491609	0.119571	-4.111447	0.0002
C	57.66521	15.12252	3.813201	0.0005
@TREND("1")	1.008986	0.272326	3.705060	0.0006
R-squared	0.303367	Mean dependent var		0.506047
Adjusted R-squared	0.268536	S.D. dependent var		15.70617

S.E. of regression	13.43281	Akaike info criterion	8.100492
Sum squared resid	7217.617	Schwarz criterion	8.223366
Log likelihood	-171.1606	Hannan-Quinn criter.	8.145804
F-statistic	8.709538	Durbin-Watson stat	1.453573
Prob(F-statistic)	0.000725		

الملحق رقم 33 نتائج اختبار ADF لسلسلة تذبذب مؤشر بوسيفا عند الفرق الأول

Null Hypothesis: D(VOLB) has a unit root
 Exogenous: None
 Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-7.289435	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.622585	
5% level	-1.949097	
10% level	-1.611824	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(VOLB,2)
 Method: Least Squares
 Date: 03/03/18 Time: 05:59
 Sample (adjusted): 4 44
 Included observations: 41 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(VOLB(-1))	-1.514815	0.207810	-7.289435	0.0000
D(VOLB(-1),2)	0.163975	0.119263	1.374900	0.1770
R-squared	0.672820	Mean dependent var		0.497805
Adjusted R-squared	0.664431	S.D. dependent var		20.54323
S.E. of regression	11.90035	Akaike info criterion		7.838563
Sum squared resid	5523.116	Schwarz criterion		7.922152
Log likelihood	-158.6905	Hannan-Quinn criter.		7.869002
Durbin-Watson stat	1.976814			

Null Hypothesis: D(VOLB) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-7.599419	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.600987	
5% level	-2.935001	
10% level	-2.605836	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(VOLB,2)
Method: Least Squares
Date: 03/03/18 Time: 06:00
Sample (adjusted): 4 44
Included observations: 41 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(VOLB(-1))	-1.559489	0.205212	-7.599419	0.0000
D(VOLB(-1),2)	0.172255	0.116845	1.474218	0.1487
C	3.026656	1.839739	1.645155	0.1082
R-squared	0.694574	Mean dependent var		0.497805
Adjusted R-squared	0.678499	S.D. dependent var		20.54323
S.E. of regression	11.64823	Akaike info criterion		7.818541
Sum squared resid	5155.890	Schwarz criterion		7.943925
Log likelihood	-157.2801	Hannan-Quinn criter.		7.864199
F-statistic	43.20818	Durbin-Watson stat		2.044356
Prob(F-statistic)	0.000000			

Null Hypothesis: D(VOLB) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-7.678518	0.0000
Test critical values:		
1% level	-4.198503	
5% level	-3.523623	
10% level	-3.192902	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(VOLB,2)
Method: Least Squares
Date: 03/03/18 Time: 06:01
Sample (adjusted): 4 44
Included observations: 41 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(VOLB(-1))	-1.571305	0.204637	-7.678518	0.0000
D(VOLB(-1),2)	0.165001	0.116542	1.415811	0.1652
C	7.128280	4.023250	1.771772	0.0847
@TREND("1")	-0.176934	0.154511	-1.145125	0.2595
R-squared	0.705028	Mean dependent var		0.497805
Adjusted R-squared	0.681111	S.D. dependent var		20.54323
S.E. of regression	11.60081	Akaike info criterion		7.832495
Sum squared resid	4979.415	Schwarz criterion		7.999672
Log likelihood	-156.5661	Hannan-Quinn criter.		7.893372
F-statistic	29.47854	Durbin-Watson stat		2.086054
Prob(F-statistic)	0.000000			

الملحق رقم 34 اختبار PP لاستقرار سلسلة التذبذب في مؤشر بوسيفيا عند الفرق الأول

Null Hypothesis: D(VOLB) has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-10.37305	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.621185	
5% level	-1.948886	
10% level	-1.611932	

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

Residual variance (no correction)	150.8622
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	98.38814

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(VOLB,2)
Method: Least Squares
Date: 03/03/18 Time: 05:46
Sample (adjusted): 3 44
Included observations: 42 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(VOLB(-1))	-1.136604	0.122709	-9.262563	0.0000
R-squared	0.674570	Mean dependent var		1.724048
Adjusted R-squared	0.674570	S.D. dependent var		21.79186
S.E. of regression	12.43148	Akaike info criterion		7.901863
Sum squared resid	6336.212	Schwarz criterion		7.943236
Log likelihood	-164.9391	Hannan-Quinn criter.		7.917028
Durbin-Watson stat	2.350041			

Null Hypothesis: D(VOLB) has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 5 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-11.51586	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.596616	
5% level	-2.933158	
10% level	-2.604867	

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

Residual variance (no correction)	146.7352
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	70.66850

Phillips-Perron Test Equation
 Dependent Variable: D(VOLB,2)
 Method: Least Squares
 Date: 03/03/18 Time: 05:48
 Sample (adjusted): 3 44
 Included observations: 42 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(VOLB(-1))	-1.138851	0.122541	-9.293625	0.0000
C	2.031809	1.915588	1.060671	0.2952
R-squared	0.683473	Mean dependent var		1.724048
Adjusted R-squared	0.675560	S.D. dependent var		21.79186
S.E. of regression	12.41257	Akaike info criterion		7.921745
Sum squared resid	6162.878	Schwarz criterion		8.004491
Log likelihood	-164.3566	Hannan-Quinn criter.		7.952074
F-statistic	86.37146	Durbin-Watson stat		2.411784
Prob(F-statistic)	0.000000			

Null Hypothesis: D(VOLB) has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Bandwidth: 8 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-13.03275	0.0000
Test critical values:		
1% level	-4.192337	
5% level	-3.520787	
10% level	-3.191277	

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

Residual variance (no correction)	145.8415
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	47.75441

Phillips-Perron Test Equation
 Dependent Variable: D(VOLB,2)
 Method: Least Squares
 Date: 03/03/18 Time: 05:49
 Sample (adjusted): 3 44
 Included observations: 42 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(VOLB(-1))	-1.134495	0.124044	-9.145895	0.0000
C	3.789996	4.083617	0.928098	0.3591
@TREND("1")	-0.078194	0.159954	-0.488852	0.6277
R-squared	0.685401	Mean dependent var		1.724048
Adjusted R-squared	0.669267	S.D. dependent var		21.79186
S.E. of regression	12.53236	Akaike info criterion		7.963255
Sum squared resid	6125.344	Schwarz criterion		8.087374
Log likelihood	-164.2284	Hannan-Quinn criter.		8.008749
F-statistic	42.48358	Durbin-Watson stat		2.435858
Prob(F-statistic)	0.000000			

الملحق رقم 35 نتائج اختبار ADF لاستقرار السلسلة AF في الاقتصاد البرازيلي عند المستوى

Null Hypothesis: AF has a unit root

Exogenous: None

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	0.089917	0.7060
Test critical values:		
1% level	-2.619851	
5% level	-1.948686	
10% level	-1.612036	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(AF)

Method: Least Squares

Date: 03/03/18 Time: 06:09

Sample (adjusted): 2 44

Included observations: 43 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AF(-1)	0.000624	0.006941	0.089917	0.9288
R-squared	-0.001229	Mean dependent var		0.084884
Adjusted R-squared	-0.001229	S.D. dependent var		2.278166
S.E. of regression	2.279565	Akaike info criterion		4.508827
Sum squared resid	218.2495	Schwarz criterion		4.549786
Log likelihood	-95.93979	Hannan-Quinn criter.		4.523932
Durbin-Watson stat	1.569394			

Null Hypothesis: AF has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.736253	0.4063
Test critical values:		
1% level	-3.592462	
5% level	-2.931404	
10% level	-2.603944	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(AF)

Method: Least Squares

Date: 03/03/18 Time: 06:25

Sample (adjusted): 2 44

Included observations: 43 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
----------	-------------	------------	-------------	-------

AF(-1)	-0.130125	0.074946	-1.736253	0.0900
C	6.574971	3.753358	1.751757	0.0873
R-squared	0.068490	Mean dependent var		0.084884
Adjusted R-squared	0.045771	S.D. dependent var		2.278166
S.E. of regression	2.225419	Akaike info criterion		4.483162
Sum squared resid	203.0520	Schwarz criterion		4.565079
Log likelihood	-94.38799	Hannan-Quinn criter.		4.513371
F-statistic	3.014576	Durbin-Watson stat		1.485009
Prob(F-statistic)	0.090029			

Null Hypothesis: AF has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.686196	0.7402
Test critical values:		
1% level	-4.186481	
5% level	-3.518090	
10% level	-3.189732	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(AF)
Method: Least Squares
Date: 03/03/18 Time: 06:27
Sample (adjusted): 2 44
Included observations: 43 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AF(-1)	-0.128603	0.076268	-1.686196	0.0995
C	6.614957	3.804152	1.738878	0.0897
@TREND("1")	-0.005269	0.027830	-0.189313	0.8508
R-squared	0.069324	Mean dependent var		0.084884
Adjusted R-squared	0.022790	S.D. dependent var		2.278166
S.E. of regression	2.252056	Akaike info criterion		4.528778
Sum squared resid	202.8703	Schwarz criterion		4.651653
Log likelihood	-94.36874	Hannan-Quinn criter.		4.574091
F-statistic	1.489762	Durbin-Watson stat		1.488547
Prob(F-statistic)	0.237666			

الملحق رقم (36) نتائج اختبار pp لاستقرار سلسلة AF عند المستوى

Null Hypothesis: AF has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	0.010818	0.6807
Test critical values:		
1% level	-2.619851	

5% level	-1.948686
10% level	-1.612036

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

Residual variance (no correction)	5.075569
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	7.710948

Phillips-Perron Test Equation
 Dependent Variable: D(AF)
 Method: Least Squares
 Date: 03/03/18 Time: 06:31
 Sample (adjusted): 2 44
 Included observations: 43 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AF(-1)	0.000624	0.006941	0.089917	0.9288
R-squared	-0.001229	Mean dependent var		0.084884
Adjusted R-squared	-0.001229	S.D. dependent var		2.278166
S.E. of regression	2.279565	Akaike info criterion		4.508827
Sum squared resid	218.2495	Schwarz criterion		4.549786
Log likelihood	-95.93979	Hannan-Quinn criter.		4.523932
Durbin-Watson stat	1.569394			

Null Hypothesis: AF has a unit root
 Exogenous: Constant
 Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-2.132926	0.2333
Test critical values:		
1% level	-3.592462	
5% level	-2.931404	
10% level	-2.603944	

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

Residual variance (no correction)	4.722140
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	7.669114

Phillips-Perron Test Equation
 Dependent Variable: D(AF)
 Method: Least Squares
 Date: 03/03/18 Time: 06:35
 Sample (adjusted): 2 44
 Included observations: 43 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AF(-1)	-0.130125	0.074946	-1.736253	0.0900
C	6.574971	3.753358	1.751757	0.0873

R-squared	0.068490	Mean dependent var	0.084884
Adjusted R-squared	0.045771	S.D. dependent var	2.278166
S.E. of regression	2.225419	Akaike info criterion	4.483162
Sum squared resid	203.0520	Schwarz criterion	4.565079
Log likelihood	-94.38799	Hannan-Quinn criter.	4.513371
F-statistic	3.014576	Durbin-Watson stat	1.485009
Prob(F-statistic)	0.090029		

Null Hypothesis: AF has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-2.093034	0.5349
Test critical values:		
1% level	-4.186481	
5% level	-3.518090	
10% level	-3.189732	

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

Residual variance (no correction)	4.717913
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	7.625955

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(AF)
Method: Least Squares
Date: 03/03/18 Time: 06:36
Sample (adjusted): 2 44
Included observations: 43 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AF(-1)	-0.128603	0.076268	-1.686196	0.0995
C	6.614957	3.804152	1.738878	0.0897
@TREND("1")	-0.005269	0.027830	-0.189313	0.8508

R-squared	0.069324	Mean dependent var	0.084884
Adjusted R-squared	0.022790	S.D. dependent var	2.278166
S.E. of regression	2.252056	Akaike info criterion	4.528778
Sum squared resid	202.8703	Schwarz criterion	4.651653
Log likelihood	-94.36874	Hannan-Quinn criter.	4.574091
F-statistic	1.489762	Durbin-Watson stat	1.488547
Prob(F-statistic)	0.237666		

الملحق رقم (37) نتائج اختبار ADF لاستقرار السلسلة AF في الاقتصاد البرازيلي عند الفرق

الأول

Null Hypothesis: D(AF) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.138236	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.621185	
5% level	-1.948886	
10% level	-1.611932	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(AF,2)

Method: Least Squares

Date: 03/03/18 Time: 06:43

Sample (adjusted): 3 44

Included observations: 42 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(AF(-1))	-0.784914	0.152759	-5.138236	0.0000
R-squared	0.391677	Mean dependent var		0.019286
Adjusted R-squared	0.391677	S.D. dependent var		2.889385
S.E. of regression	2.253578	Akaike info criterion		4.486437
Sum squared resid	208.2232	Schwarz criterion		4.527810
Log likelihood	-93.21518	Hannan-Quinn criter.		4.501602
Durbin-Watson stat	2.056885			

Null Hypothesis: D(AF) has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.081743	0.0001
Test critical values:		
1% level	-3.596616	
5% level	-2.933158	
10% level	-2.604867	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(AF,2)

Method: Least Squares

Date: 03/03/18 Time: 06:45

Sample (adjusted): 3 44

Included observations: 42 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(AF(-1))	-0.785859	0.154644	-5.081743	0.0000
C	0.072425	0.352024	0.205738	0.8380
R-squared	0.392320	Mean dependent var		0.019286
Adjusted R-squared	0.377128	S.D. dependent var		2.889385
S.E. of regression	2.280368	Akaike info criterion		4.532999
Sum squared resid	208.0031	Schwarz criterion		4.615745
Log likelihood	-93.19297	Hannan-Quinn criter.		4.563328

F-statistic	25.82411	Durbin-Watson stat	2.056912
Prob(F-statistic)	0.000009		

Null Hypothesis: D(AF) has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.030617	0.0010
Test critical values:		
1% level	-4.192337	
5% level	-3.520787	
10% level	-3.191277	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(AF,2)

Method: Least Squares

Date: 03/03/18 Time: 06:46

Sample (adjusted): 3 44

Included observations: 42 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(AF(-1))	-0.789080	0.156855	-5.030617	0.0000
C	0.261955	0.752840	0.347956	0.7297
@TREND("1")	-0.008414	0.029445	-0.285749	0.7766
R-squared	0.393590	Mean dependent var		0.019286
Adjusted R-squared	0.362492	S.D. dependent var		2.889385
S.E. of regression	2.307005	Akaike info criterion		4.578526
Sum squared resid	207.5685	Schwarz criterion		4.702645
Log likelihood	-93.14905	Hannan-Quinn criter.		4.624021
F-statistic	12.65644	Durbin-Watson stat		2.053972
Prob(F-statistic)	0.000058			

الملحق رقم (38) نتائج اختبار PP لاستقرار السلسلة AF عند الفرق الأول

Null Hypothesis: D(AF) has a unit root

Exogenous: None

Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-5.170061	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.621185	
5% level	-1.948886	
10% level	-1.611932	

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

Residual variance (no correction)	4.957696
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	5.213418

Phillips-Perron Test Equation
 Dependent Variable: D(AF,2)
 Method: Least Squares
 Date: 03/03/18 Time: 06:51
 Sample (adjusted): 3 44
 Included observations: 42 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(AF(-1))	-0.784914	0.152759	-5.138236	0.0000
R-squared	0.391677	Mean dependent var		0.019286
Adjusted R-squared	0.391677	S.D. dependent var		2.889385
S.E. of regression	2.253578	Akaike info criterion		4.486437
Sum squared resid	208.2232	Schwarz criterion		4.527810
Log likelihood	-93.21518	Hannan-Quinn criter.		4.501602
Durbin-Watson stat	2.056885			

Null Hypothesis: D(AF) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-5.115038	0.0001
Test critical values:		
1% level	-3.596616	
5% level	-2.933158	
10% level	-2.604867	

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

Residual variance (no correction)	4.952455
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	5.208520

Phillips-Perron Test Equation
 Dependent Variable: D(AF,2)
 Method: Least Squares
 Date: 03/03/18 Time: 06:52
 Sample (adjusted): 3 44
 Included observations: 42 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(AF(-1))	-0.785859	0.154644	-5.081743	0.0000
C	0.072425	0.352024	0.205738	0.8380
R-squared	0.392320	Mean dependent var		0.019286
Adjusted R-squared	0.377128	S.D. dependent var		2.889385
S.E. of regression	2.280368	Akaike info criterion		4.532999
Sum squared resid	208.0031	Schwarz criterion		4.615745
Log likelihood	-93.19297	Hannan-Quinn criter.		4.563328
F-statistic	25.82411	Durbin-Watson stat		2.056912
Prob(F-statistic)	0.000009			

Null Hypothesis: D(AF) has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-5.064925	0.0009
Test critical values:		
1% level	-4.192337	
5% level	-3.520787	
10% level	-3.191277	

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

Residual variance (no correction)	4.942108
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	5.193990

Phillips-Perron Test Equation
 Dependent Variable: D(AF,2)
 Method: Least Squares
 Date: 03/03/18 Time: 06:53
 Sample (adjusted): 3 44
 Included observations: 42 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(AF(-1))	-0.789080	0.156855	-5.030617	0.0000
C	0.261955	0.752840	0.347956	0.7297
@TREND("1")	-0.008414	0.029445	-0.285749	0.7766
R-squared	0.393590	Mean dependent var		0.019286
Adjusted R-squared	0.362492	S.D. dependent var		2.889385
S.E. of regression	2.307005	Akaike info criterion		4.578526
Sum squared resid	207.5685	Schwarz criterion		4.702645
Log likelihood	-93.14905	Hannan-Quinn criter.		4.624021
F-statistic	12.65644	Durbin-Watson stat		2.053972
Prob(F-statistic)	0.000058			

الملحق رقم 39 اختبار ADF لاستقرار السلسلة RE للاقتصاد البرازيلي عند المستوى

Null Hypothesis: RE has a unit root
 Exogenous: None
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	0.754030	0.8733
Test critical values:		
1% level	-2.619851	
5% level	-1.948686	
10% level	-1.612036	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(RE)
 Method: Least Squares
 Date: 03/03/18 Time: 07:39
 Sample (adjusted): 2 44
 Included observations: 43 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RE(-1)	0.007898	0.010474	0.754030	0.4550
R-squared	-0.011314	Mean dependent var		0.462093
Adjusted R-squared	-0.011314	S.D. dependent var		2.956842
S.E. of regression	2.973522	Akaike info criterion		5.040352
Sum squared resid	371.3570	Schwarz criterion		5.081311
Log likelihood	-107.3676	Hannan-Quinn criter.		5.055456
Durbin-Watson stat	1.613494			

Null Hypothesis: RE has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.974758	0.7539
Test critical values:		
1% level	-3.592462	
5% level	-2.931404	
10% level	-2.603944	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(RE)
 Method: Least Squares
 Date: 03/03/18 Time: 07:44
 Sample (adjusted): 2 44
 Included observations: 43 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RE(-1)	-0.041976	0.043063	-0.974758	0.3354
C	2.225301	1.864287	1.193647	0.2395
R-squared	0.022650	Mean dependent var		0.462093
Adjusted R-squared	-0.001188	S.D. dependent var		2.956842
S.E. of regression	2.958598	Akaike info criterion		5.052703
Sum squared resid	358.8853	Schwarz criterion		5.134619
Log likelihood	-106.6331	Hannan-Quinn criter.		5.082911
F-statistic	0.950153	Durbin-Watson stat		1.588735
Prob(F-statistic)	0.335397			

Null Hypothesis: RE has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
--	-------------	--------

Augmented Dickey-Fuller test statistic		-2.509420	0.3223
Test critical values:	1% level	-4.192337	
	5% level	-3.520787	
	10% level	-3.191277	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(RE)
 Method: Least Squares
 Date: 03/03/18 Time: 07:45
 Sample (adjusted): 3 44
 Included observations: 42 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RE(-1)	-0.242455	0.096618	-2.509420	0.0165
D(RE(-1))	0.315286	0.155732	2.024540	0.0500
C	6.495627	2.554096	2.543220	0.0152
@TREND("1")	0.181029	0.082767	2.187211	0.0350
R-squared	0.173680	Mean dependent var		0.473095
Adjusted R-squared	0.108444	S.D. dependent var		2.991792
S.E. of regression	2.824918	Akaike info criterion		5.005228
Sum squared resid	303.2461	Schwarz criterion		5.170721
Log likelihood	-101.1098	Hannan-Quinn criter.		5.065888
F-statistic	2.662337	Durbin-Watson stat		1.894319
Prob(F-statistic)	0.061755			

الملحق رقم 40 نتائج اختبار PP لسلسلة RE عند المستوى في الاقتصاد البرازيلي

Null Hypothesis: RE has a unit root
 Exogenous: None
 Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	0.732751	0.8693
Test critical values:		
	1% level	-2.619851
	5% level	-1.948686
	10% level	-1.612036

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

Residual variance (no correction)	8.636209
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	8.949984

Phillips-Perron Test Equation
 Dependent Variable: D(RE)
 Method: Least Squares
 Date: 03/03/18 Time: 07:58
 Sample (adjusted): 2 44
 Included observations: 43 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RE(-1)	0.007898	0.010474	0.754030	0.4550
R-squared	-0.011314	Mean dependent var		0.462093
Adjusted R-squared	-0.011314	S.D. dependent var		2.956842
S.E. of regression	2.973522	Akaike info criterion		5.040352
Sum squared resid	371.3570	Schwarz criterion		5.081311
Log likelihood	-107.3676	Hannan-Quinn criter.		5.055456
Durbin-Watson stat	1.613494			

Null Hypothesis: RE has a unit root

Exogenous: None

Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	0.732751	0.8693
Test critical values:		
1% level	-2.619851	
5% level	-1.948686	
10% level	-1.612036	

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

Residual variance (no correction)	8.636209
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	8.949984

Phillips-Perron Test Equation

Dependent Variable: D(RE)

Method: Least Squares

Date: 03/03/18 Time: 07:58

Sample (adjusted): 2 44

Included observations: 43 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RE(-1)	0.007898	0.010474	0.754030	0.4550
R-squared	-0.011314	Mean dependent var		0.462093
Adjusted R-squared	-0.011314	S.D. dependent var		2.956842
S.E. of regression	2.973522	Akaike info criterion		5.040352
Sum squared resid	371.3570	Schwarz criterion		5.081311
Log likelihood	-107.3676	Hannan-Quinn criter.		5.055456
Durbin-Watson stat	1.613494			

Null Hypothesis: RE has a unit root

Exogenous: Constant, Linear Trend

Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-2.145864	0.5065
Test critical values:		
1% level	-4.186481	
5% level	-3.518090	
10% level	-3.189732	

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

Residual variance (no correction)	7.816798
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	9.784602

Phillips-Perron Test Equation

Dependent Variable: D(RE)

Method: Least Squares

Date: 03/03/18 Time: 08:01

Sample (adjusted): 2 44

Included observations: 43 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RE(-1)	-0.177243	0.092383	-1.918559	0.0622
C	5.083030	2.520166	2.016943	0.0504
@TREND("1")	0.128376	0.077998	1.645873	0.1076
R-squared	0.084640	Mean dependent var		0.462093
Adjusted R-squared	0.038872	S.D. dependent var		2.956842
S.E. of regression	2.898803	Akaike info criterion		5.033687
Sum squared resid	336.1223	Schwarz criterion		5.156561
Log likelihood	-105.2243	Hannan-Quinn criter.		5.078999
F-statistic	1.849327	Durbin-Watson stat		1.489657
Prob(F-statistic)	0.170545			

الملحق رقم (41) اختبار ADF لاستقرار السلسلة RE عند الفرق الأول في الاقتصاد البرازيلي

Null Hypothesis: D(RE) has a unit root

Exogenous: None

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.172231	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.621185	
5% level	-1.948886	
10% level	-1.611932	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(RE,2)

Method: Least Squares

Date: 03/03/18 Time: 08:31

Sample (adjusted): 3 44

Included observations: 42 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(RE(-1))	-0.789704	0.152681	-5.172231	0.0000
R-squared	0.394852	Mean dependent var		0.000476

Adjusted R-squared	0.394852	S.D. dependent var	3.807770
S.E. of regression	2.962113	Akaike info criterion	5.033204
Sum squared resid	359.7387	Schwarz criterion	5.074578
Log likelihood	-104.6973	Hannan-Quinn criter.	5.048369
Durbin-Watson stat	1.890144		

Null Hypothesis: D(RE) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.217622	0.0001
Test critical values:		
1% level	-3.596616	
5% level	-2.933158	
10% level	-2.604867	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(RE,2)
Method: Least Squares
Date: 03/03/18 Time: 08:42
Sample (adjusted): 3 44
Included observations: 42 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(RE(-1))	-0.809916	0.155227	-5.217622	0.0000
C	0.383258	0.464685	0.824770	0.4144

R-squared	0.404971	Mean dependent var	0.000476
Adjusted R-squared	0.390095	S.D. dependent var	3.807770
S.E. of regression	2.973732	Akaike info criterion	5.063960
Sum squared resid	353.7232	Schwarz criterion	5.146706
Log likelihood	-104.3432	Hannan-Quinn criter.	5.094290
F-statistic	27.22358	Durbin-Watson stat	1.892601
Prob(F-statistic)	0.000006		

Null Hypothesis: D(RE) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.155374	0.0007
Test critical values:		
1% level	-4.192337	
5% level	-3.520787	
10% level	-3.191277	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(RE,2)
Method: Least Squares
Date: 03/03/18 Time: 08:43

Sample (adjusted): 3 44
 Included observations: 42 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(RE(-1))	-0.810277	0.157171	-5.155374	0.0000
C	0.519182	0.983364	0.527965	0.6005
@TREND("1")	-0.006033	0.038331	-0.157406	0.8757
R-squared	0.405349	Mean dependent var		0.000476
Adjusted R-squared	0.374854	S.D. dependent var		3.807770
S.E. of regression	3.010659	Akaike info criterion		5.110944
Sum squared resid	353.4987	Schwarz criterion		5.235064
Log likelihood	-104.3298	Hannan-Quinn criter.		5.156439
F-statistic	13.29232	Durbin-Watson stat		1.893291
Prob(F-statistic)	0.000040			

الملحق رقم (42) نتائج اختبار PP لاستقرار السلسلة RE عند الفرق الأول في الاقتصاد

البرازيلي

Null Hypothesis: D(RE) has a unit root
 Exogenous: None
 Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-5.075010	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.621185	
5% level	-1.948886	
10% level	-1.611932	

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

Residual variance (no correction)	8.565207
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	6.867055

Phillips-Perron Test Equation
 Dependent Variable: D(RE,2)
 Method: Least Squares
 Date: 03/03/18 Time: 07:49
 Sample (adjusted): 3 44
 Included observations: 42 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(RE(-1))	-0.789704	0.152681	-5.172231	0.0000
R-squared	0.394852	Mean dependent var		0.000476
Adjusted R-squared	0.394852	S.D. dependent var		3.807770
S.E. of regression	2.962113	Akaike info criterion		5.033204
Sum squared resid	359.7387	Schwarz criterion		5.074578
Log likelihood	-104.6973	Hannan-Quinn criter.		5.048369
Durbin-Watson stat	1.890144			

Null Hypothesis: D(RE) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Bandwidth: 6 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-5.091570	0.0001
Test critical values:		
1% level	-3.596616	
5% level	-2.933158	
10% level	-2.604867	

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

Residual variance (no correction)	8.421982
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	5.618635

Phillips-Perron Test Equation
 Dependent Variable: D(RE,2)
 Method: Least Squares
 Date: 03/03/18 Time: 07:55
 Sample (adjusted): 3 44
 Included observations: 42 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(RE(-1))	-0.809916	0.155227	-5.217622	0.0000
C	0.383258	0.464685	0.824770	0.4144
R-squared	0.404971	Mean dependent var		0.000476
Adjusted R-squared	0.390095	S.D. dependent var		3.807770
S.E. of regression	2.973732	Akaike info criterion		5.063960
Sum squared resid	353.7232	Schwarz criterion		5.146706
Log likelihood	-104.3432	Hannan-Quinn criter.		5.094290
F-statistic	27.22358	Durbin-Watson stat		1.892601
Prob(F-statistic)	0.000006			

Null Hypothesis: D(RE) has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Bandwidth: 6 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-5.015161	0.0011
Test critical values:		
1% level	-4.192337	
5% level	-3.520787	
10% level	-3.191277	

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

Residual variance (no correction)	8.416635
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	5.584599

Phillips-Perron Test Equation
 Dependent Variable: D(RE,2)
 Method: Least Squares
 Date: 03/03/18 Time: 07:56
 Sample (adjusted): 3 44
 Included observations: 42 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(RE(-1))	-0.810277	0.157171	-5.155374	0.0000
C	0.519182	0.983364	0.527965	0.6005
@TREND("1")	-0.006033	0.038331	-0.157406	0.8757
R-squared	0.405349	Mean dependent var		0.000476
Adjusted R-squared	0.374854	S.D. dependent var		3.807770
S.E. of regression	3.010659	Akaike info criterion		5.110944
Sum squared resid	353.4987	Schwarz criterion		5.235064
Log likelihood	-104.3298	Hannan-Quinn criter.		5.156439
F-statistic	13.29232	Durbin-Watson stat		1.893291
Prob(F-statistic)	0.000040			

الملحق (43) تقدير معادلة انحدار في مؤشر بوسيفبا

Dependent Variable: VOLB
 Method: Least Squares
 Date: 03/03/18 Time: 20:08
 Sample: 1 44
 Included observations: 44

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.012808	36.11468	0.000355	0.9997
AF	1.604070	0.662146	2.422533	0.0199
RE	1.943686	0.283588	6.853919	0.0000
R-squared	0.552289	Mean dependent var		162.0902
Adjusted R-squared	0.530450	S.D. dependent var		28.60830
S.E. of regression	19.60347	Akaike info criterion		8.855037
Sum squared resid	15756.14	Schwarz criterion		8.976686
Log likelihood	-191.8108	Hannan-Quinn criter.		8.900150
F-statistic	25.28851	Durbin-Watson stat		0.705721
Prob(F-statistic)	0.000000			

الملحق (44) اختبار استقرار سلسلة بواقفي معادلة انحدار التذبذب في مؤشر بوسيفبا

Null Hypothesis: E has a unit root
 Exogenous: None
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.346426	0.0013
Test critical values:		
1% level	-2.619851	
5% level	-1.948686	
10% level	-1.612036	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(E)
 Method: Least Squares
 Date: 03/03/18 Time: 21:54
 Sample (adjusted): 2 44
 Included observations: 43 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
E(-1)	-0.386743	0.115569	-3.346426	0.0017
R-squared	0.209652	Mean dependent var		-0.528277
Adjusted R-squared	0.209652	S.D. dependent var		16.26231
S.E. of regression	14.45744	Akaike info criterion		8.203277
Sum squared resid	8778.741	Schwarz criterion		8.244235
Log likelihood	-175.3705	Hannan-Quinn criter.		8.218381
Durbin-Watson stat	1.505085			

Null Hypothesis: E has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.312723	0.0204
Test critical values:		
1% level	-3.592462	
5% level	-2.931404	
10% level	-2.603944	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(E)
 Method: Least Squares
 Date: 03/03/18 Time: 21:57
 Sample (adjusted): 2 44
 Included observations: 43 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
E(-1)	-0.387153	0.116869	-3.312723	0.0019
C	-0.621264	2.229531	-0.278652	0.7819
R-squared	0.211146	Mean dependent var		-0.528277
Adjusted R-squared	0.191906	S.D. dependent var		16.26231
S.E. of regression	14.61885	Akaike info criterion		8.247896
Sum squared resid	8762.147	Schwarz criterion		8.329813
Log likelihood	-175.3298	Hannan-Quinn criter.		8.278105
F-statistic	10.97414	Durbin-Watson stat		1.507166
Prob(F-statistic)	0.001937			

Null Hypothesis: E has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.577220	0.0438
Test critical values:		
1% level	-4.186481	
5% level	-3.518090	
10% level	-3.189732	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(E)

Method: Least Squares

Date: 03/03/18 Time: 21:59

Sample (adjusted): 2 44

Included observations: 43 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
E(-1)	-0.419749	0.117340	-3.577220	0.0009
C	-6.475510	4.541059	-1.425991	0.1616
@TREND("1")	0.265746	0.180370	1.473336	0.1485
R-squared	0.251752	Mean dependent var		-0.528277
Adjusted R-squared	0.214340	S.D. dependent var		16.26231
S.E. of regression	14.41451	Akaike info criterion		8.241561
Sum squared resid	8311.119	Schwarz criterion		8.364436
Log likelihood	-174.1936	Hannan-Quinn criter.		8.286874
F-statistic	6.729106	Durbin-Watson stat		1.522551
Prob(F-statistic)	0.003026			

Null Hypothesis: E has a unit root

Exogenous: None

Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-3.728478	0.0004
Test critical values:		
1% level	-2.619851	
5% level	-1.948686	
10% level	-1.612036	

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

Residual variance (no correction)	204.1568
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	304.5193

Phillips-Perron Test Equation

Dependent Variable: D(E)

Method: Least Squares

Date: 03/03/18 Time: 22:00

Sample (adjusted): 2 44

Included observations: 43 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
----------	-------------	------------	-------------	-------

E(-1)	-0.386743	0.115569	-3.346426	0.0017
R-squared	0.209652	Mean dependent var		-0.528277
Adjusted R-squared	0.209652	S.D. dependent var		16.26231
S.E. of regression	14.45744	Akaike info criterion		8.203277
Sum squared resid	8778.741	Schwarz criterion		8.244235
Log likelihood	-175.3705	Hannan-Quinn criter.		8.218381
Durbin-Watson stat	1.505085			

Null Hypothesis: E has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-3.707758	0.0074
Test critical values:		
1% level	-3.592462	
5% level	-2.931404	
10% level	-2.603944	

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

Residual variance (no correction)	203.7709
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	305.9948

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(E)
Method: Least Squares
Date: 03/03/18 Time: 22:01
Sample (adjusted): 2 44
Included observations: 43 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
E(-1)	-0.387153	0.116869	-3.312723	0.0019
C	-0.621264	2.229531	-0.278652	0.7819
R-squared	0.211146	Mean dependent var		-0.528277
Adjusted R-squared	0.191906	S.D. dependent var		16.26231
S.E. of regression	14.61885	Akaike info criterion		8.247896
Sum squared resid	8762.147	Schwarz criterion		8.329813
Log likelihood	-175.3298	Hannan-Quinn criter.		8.278105
F-statistic	10.97414	Durbin-Watson stat		1.507166
Prob(F-statistic)	0.001937			

المالحق رقم (45) اختبار Im test لسلسلة بواقي معادلة مؤشر بوسيفيا

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	12.16043	Prob. F(2,39)	0.0001
Obs*R-squared	16.89993	Prob. Chi-Square(2)	0.0002

Test Equation:
 Dependent Variable: RESID
 Method: Least Squares
 Date: 03/04/18 Time: 06:04
 Sample: 1 44
 Included observations: 44
 Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	5.573314	29.08481	0.191623	0.8490
AF	-0.044690	0.533038	-0.083840	0.9336
RE	-0.075432	0.229912	-0.328090	0.7446
RESID(-1)	0.539469	0.159661	3.378847	0.0017
RESID(-2)	0.124257	0.160597	0.773717	0.4438
R-squared	0.384089	Mean dependent var		1.26E-14
Adjusted R-squared	0.320919	S.D. dependent var		19.14215
S.E. of regression	15.77435	Akaike info criterion		8.461293
Sum squared resid	9704.378	Schwarz criterion		8.664041
Log likelihood	-181.1484	Hannan-Quinn criter.		8.536482
F-statistic	6.080216	Durbin-Watson stat		1.903444
Prob(F-statistic)	0.000668			

الملحق رقم 46 اختبار عدم ثبات تباين الأخطاء في معادلة انحدار بوسيفب

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	34.96117	Prob. F(1,41)	0.0000
Obs*R-squared	19.79077	Prob. Chi-Square(1)	0.0000

Test Equation:
 Dependent Variable: RESID^2
 Method: Least Squares
 Date: 03/04/18 Time: 06:23
 Sample (adjusted): 2 44
 Included observations: 43 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	103.2892	59.25590	1.743104	0.0888
RESID^2(-1)	0.653237	0.110479	5.912797	0.0000
R-squared	0.460251	Mean dependent var		341.0292
Adjusted R-squared	0.447086	S.D. dependent var		383.8525
S.E. of regression	285.4258	Akaike info criterion		14.19124
Sum squared resid	3340183.	Schwarz criterion		14.27315
Log likelihood	-303.1116	Hannan-Quinn criter.		14.22144
F-statistic	34.96117	Durbin-Watson stat		2.678833
Prob(F-statistic)	0.000001			