

تحليل اثر السوق المالي للولايات المتحدة الامريكية في السوق المالي لمنطقة اليورو للمدة (2000 - 2016)

فان ميران شاهين

مدرس مساعد

كلية الادارة والاقتصاد، جامعة نوروز

اقليم كردستان العراق

المستخلص

مع دخول العالم عصر العولمة المالية اصحت مؤشرات الاسواق المالية على درجة عالية من الارتباط الذي تختلف اتجاهاته وقوته من حين الى اخر، وذلك بسب حساسية هذه المؤشرات للتغيرات التي تصيب الاقتصاد ومن جهة اخرى فإن الازمات الاقتصادية و المالية التي تصيب الاقتصاد اصحت تمارس تاثيراتها باتجاهات مختلفة على هذه المؤشرات. وهذا البحث هو محاولة لقياس وتحليل اثر السوق المالي للولايات المتحدة الامريكية على السوق المالي لمنطقة اليورو للمدة (2000.2016) باستخدام بيانات شهرية عن مؤشر S&P500 المعبر عن السوق المالي للولايات المتحدة ومؤشر STOXX50 المعبر عن السوق المالي لمنطقة اليورو. من اجل اختبار امكانية وجود انقلاب هيكلي في بيانات عينة الدراسة و بالاعتماد على اختبار chow test الذي اثبتت نتائجه بوجود اختلاف في التأثير بين المتغيرات قيد الدراسة قبل وبعد الازمة المالية العالمية لعام 2008، وهذا الاختلاف ناشئ عن التباين بين المؤشرين قيد البحث في سبل ووقت مواجهة الازمة.

الكلمات الدالة: المؤشرات المالية، الازمة المالية العالمية، الانقلاب الهيكلي، الثقافة النقدية.

1. المقدمة

شهدت الاسواق المالية في العقدين الاخيرين تحرراً كبيراً من القيود المالية، لاسيما بعد الانفتاح والعولمة الاقتصادية والمالية التي شهدها العالم، مما ادى الى زيادة الارتباط بين الاسواق المالية المختلفة بعضها البعض، وعلى سبيل المثال فان اتجاه سير السوق المالي الامريكي يؤثر بالارتفاع او الانخفاض على معظم الاسواق المالية الاخرى. علماً أن هذا الترابط بين الاسواق المالية لا يكون مستقراً وثابتاً ولكنه يتأثر بالازمات المالية والنقدية التي تصيب الاقتصاد العالمي مما يؤدي الى اختلاف في سلوك سير المؤشرات المالية في الدول ذات الاقتصادات المتقدمة. في حقيقة الامر ان الترابط الذي كان موجوداً بين السوق المالي الامريكي والسوق المالي لمنطقة اليورو قبل الازمة المالية العالمية ادى الى تشابه كبير في سلوك سير مؤشر السوق المالي الامريكي مع المؤشر المالي لمنطقة اليورو. ولكن بعد الازمة المالية في سنة 2008 ظهر الاختلاف بشكل واضح بين سير المؤشرين في السوقين نتيجة اختلاف الثقافة

النقدية الاوروبية التي تتأثر كثيراً بالنظام المالي و النقدي الألماني عن الثقافة النقدية الامريكية في مواجهة الازمات المالية و النقدية. هذا الاختلاف الذي حدث في السوقين بعد الازمة المالية العالمية ادى الى زيادة في تنوع ارباح المستثمرين الاوربيين الذين يستثمرون اموالهم في السوق المالي الامريكي والعكس صحيح.

اهمية البحث

ان معرفة اثر الازمات المالية التي تصيب الاقتصاد على قوة واتجاه الترابط بين الاسواق المالية يساعد في معرفة كيفية التعامل مع الازمات الاقتصادية.

مشكلة البحث

تأتي مشكلة البحث من ان سرعة وكفاءة استخدام ادوات السياسة النقدية في مواجهة الازمات المالية تساعد على تعافي الاسواق المالية بشكل كبير، في حين ان الدول التي لا تستخدم هذه الادوات بشكل كفو سوف تتعثر اسواقها المالية وتتباطئ عملية التعافي من الازمة مما يؤدي الى تغير في سلوك سير المؤشرات المالية.

فرضية البحث

ينطلق البحث من فرضية مفادها ان هنالك تباعد بين السوق المالي الاوربي (اليورو) عن السوق الامريكي بعد الازمة المالية العالمية التي شهدها العالم سنة 2008 وذلك بسبب اختلاف اساليب وتقنيات معالجة الازمة المالية العالمية.

المجلة الأكاديمية لجامعة نوروز

المجلد 7، العدد 2 (2018)

استلم البحث في 2018/4/2، قبل في 2018/4/14

ورقة بحث منتظمة نشرت في 2018/5/31

البريد الإلكتروني للباحث: van.miran@nawroz.edu.krd

حقوق الطبع والنشر © 2017 أساء المؤلفين. هذه مقالة الوصول اليها مفتوح موزعة تحت رخصة

المشاع الإبداعي النسبي – CC BY.NC.ND 4.0

هدف البحث

يسعى البحث الى التوصل للأهداف التالية :

1. إعطاء إطار نظري عن المؤشرات المالية وآلية تركيبها.

2. تحليل اتجاهات العلاقة بين السوق المالي الأمريكي والسوق المالي لمنطقة اليورو

للمدة 2000.2016.

3. قياس تأثير السوق المالي الأمريكي على الاسواق المالية الاوربي قبل وبعد الازمة

المالية العالمية.

منهجية البحث

يتبع البحث المنهج الوصفي والتحليلي لبيانات المتغيرات قيد الدراسة لتوضيح العلاقة

بين السوق المالي الأمريكي والسوق المالي لمنطقة اليورو واستخدام الادوات القياسية

الحديثة لقياس الارتباط بين السوقين.

حدود البحث

تم استخدام فترتين زمنيتين مختلفتين لبيان نوع الارتباط بين السوقين، حيث تم تقسيم

البيانات الشهرية الى قسمين، القسم الاول يبدأ من 2000/1/1 الى 2007/12/1

في حين يبدأ القسم الثاني من البيانات من تاريخ 2008/1/1 الغاية 2016/12/1

المبحث الاول**الاطار النظري للاسواق المالية والعرض المرجعي**

اولاً : ماهية السوق المالية، المؤشرات، الاوزان

السوق المالي يشمل كل النشاطات و المؤسسات و الوكالات و اخيراً" الاستراتيجيات

التي تلعب دوراً مهماً" في سوق الاسهم والسندات والائتمان والنقود. يعد السوق

المالي كوسيطاً لتدفق الاموال الى النظام النقدي والمالي. كما هو معروف فإن

المؤسسات المالية والبنوك تؤدي دوراً مهماً في تهيئة الاموال للشركات التي لها عجز

مالي ولها قابلية وفرصة في زيادة الانتاج والاستثمار. كما السوق المالي يسمح للأفراد

باقتراض اموالهم لزيادة دخولهم المستقبلية، وكذلك يسهل للدولة بالوصول الى الاموال

الاجنبية التي ينتج عنها رفع في معدلات النمو الاقتصادي. عندما يتوسع السوق المالي

يكون له تأثير قوي على اداء واستقرار الأنشطة الاقتصادية.

(Duca)، 2007، (3)، هناك عدة طرق تعتمد لتمثيل الشركات المدرجة في المؤشرات

المالية، و من اهمها التي تعتمد عليها اغلب المؤشرات المالية العالمية هي راس المال

الموزون، حيث تعتمد هذه الطريقة على راس مال كل شركة مدرجة في المؤشر وتعطي

وزن أكبر للشركة التي لها راس مال أكبر اما اهم المؤشرات التي تعتمد على هذه

الطريقة هما S&P 500 و Nasdaq Composite و Stox 50. في حين تعتمد

الطريقة الثانية على اسعار الاسهم التي تصدرها الشركة المدرجة في المؤشر، فكلما ارتفع

سعر السهم زاد الوزن التزجي للشركة في المؤشر، مثال على ذلك المؤشر الذي يعمل

بهذه الطريقة Dow Jones Industrial Average والذي يعتمد على اسعار

الاسهم. وقد تم اختيار مؤشرين لها نفس الطريقة في حساب اوزان الشركات الداخلة

في المؤشر وهي الطريقة (Capitalization.Weighted Index) راس المال

(الموزون). فالشركات التي يكون لها تاريخ راسخ وطويل من الارباح ونسبة المخاطرة

فيها تكون قليلة ويقبل عليها المستثمرون الذين يسعون الى دخول جارية مستمرة على

المدى الطويل في سوق الاسهم تسمى الاسهم الزرقاء والمؤشر الذي يحتوي على

الشركات التي تكون اسهمها من النوع الازرق تسمى بالمؤشر الازرق، وتم التأكيد في

هذا البحث على ان يكون المؤشرين قيد الدراسة من النوع الازرق

(Blue.Chips) وهناك انواع اخرى من الاسهم يتم تصنيفها حسب الاهداف المختلفة

للمستثمرين ومنها :

1. الاسهم الزرقاء (Blue.Chips)

2. اسهم النمو (growth stocks)

3. الاسهم الدفاعية (defensive stocks)

4. اسهم الدخل (income stocks)

5. الاسهم الدورية (cyclical stocks)

6. اسهم المضاربة (Moldovan (speculation stocks)، 2011، (112).

تم الاعتماد على مؤشر (Stox 50) كمتغير يقيس اداء السوق المالي للاتحاد النقدي

الاوربي و مؤشر (S&P 500) كمتغير يقيس اداء السوق المالي للولايات المتحدة

الامريكية، اذ تم اختيار هذان المؤشران بسبب سيولتها وادرجهما اغلب الشركات

المؤثرة في السوقين الماليين (الامريكي والاوربي)، بالاضافة الى ان اغلب الدراسات

السابقة كانت تعتمد على هذان المؤشران في تحليلها للسوق الامريكية وسوق منطقة

اليورو. ويمكن ادراج هذين المؤشرين بما يلي :

1. مؤشر يورو ستوكس 50 (Euro Stoxx 50 index)

تم تصميم هذا المؤشر (stoxx50) سنة 1998 من قبل الشركة الألمانية Deutsche Bores Group حيث تقوم هذه الشركة بتقديم الاستشارات المالية لمخمين شركة من احدى عشرة دولة اورييه وهي (النمسا، بلجيكا، فلندا، فرنسا، المانيا، ايرلندا، ايطاليا، لوكسمبورغ، هولندا، البرتغال، اسبانيا) وتتضمن اسهم 19 قطاع عامل في منطقة اليورو.



شكل رقم (1): الاتجاه التاريخي لسيرمؤشر Stoxx50

المصدر : www.stoxx.com/index.details?symbol= SX5E الموقع الرسمي لمؤشر يورو ستوكس

من خلال الشكل رقم (1) يتبين لنا اتجاه سير المؤشر من بداية تاسيسه في السوق الاوربية سنة 1998 ولغاية سنة 2015 حيث يتبين لنا ان المؤشر قد بدء في حدود 3500 نقطة ومن ثم سرعان شهدا ارتفاعاً سريعاً حتى وصل الى مايقارب 4900 نقطة وهي اعلى مستوى وصل اليه المؤشر لحد الان، حيث كان في بداية الانتعاش الاقتصادي في منطقة اليورو ما انعكس على قوة العملة الاوربية، وفي بداية 2002

انخفض المؤشر بشكل دراماتيكي الى اقل من 2300 نقطة وذلك بسبب ما يسمى بازمة (دوت كوم) التي حدثت في قطاع التكنولوجيا ومن ثم ارتفع بشكل تدريجي حتى وصل في سنة 2006 الى ما يقارب من 4200 نقطة اي ما قبل ازمة الرهن العقاري وذلك بسبب الفقاعة التي كانت يشهدها قطاع البنوك وانتشار المشتقات المالية بشكل كبير والتي ادت بعد ذلك الى الازمة المالية (ازمة الرهن العقاري) في سنة 2008 ، ومن بعد الازمة بدأ المؤشر في حالة من عدم الاستقرار الى ان استقر سنة 2013 ولحد الان حيث يتراوح المؤشر بين 3250.3450 نقطة. يعتمد مؤشر (stoxx50) على طريقة القيمة السوقية للاسهم الحرة وهي إحدى الطرق المستخدمة في تداول الأسهم،

تعتبر مؤشر (stoxx50) من المؤشرات التي تستخدم طريقة الاوزان المرجحة لقيمة راس المال لكل شركة داخلية في المؤشر او ما يسمى بمؤشر راس المال الموزون Capitalization Weighted index. يتم تحديث هذا المؤشر كل 15 ثانية ما بين الساعة 9 : 00 الى 18 : 00 وعلى مدار الاسبوع. يدخل في هذا المؤشر ما يقارب من 19 قطاع من مختلف المجالات الاقتصادية، حيث يغطي هذا المؤشر حوالي 70% من سوق الاسهم الاوربية، ويمكن حساب المؤشر stoxx50 عن طريق المعادلة الاتية :

من خلال الشكل رقم (1) يتبين لنا اتجاه سير المؤشر من بداية تاسيسه في السوق الاوربية سنة 1998 ولغاية سنة 2015 حيث يتبين لنا ان المؤشر قد بدء في حدود 3500 نقطة ومن ثم سرعان شهدا ارتفاعاً سريعاً حتى وصل الى مايقارب 4900 نقطة وهي اعلى مستوى وصل اليه المؤشر لحد الان، حيث كان في بداية الانتعاش الاقتصادي في منطقة اليورو ما انعكس على قوة العملة الاوربية، وفي بداية 2002 انخفض المؤشر بشكل دراماتيكي الى اقل من 2300 نقطة وذلك بسبب ما يسمى بازمة (دوت كوم) التي حدثت في قطاع التكنولوجيا ومن ثم ارتفع بشكل تدريجي حتى وصل في سنة 2006 الى ما يقارب من 4200 نقطة اي ما قبل ازمة الرهن العقاري وذلك بسبب الفقاعة التي كانت يشهدها قطاع البنوك وانتشار المشتقات المالية بشكل كبير والتي ادت بعد ذلك الى الازمة المالية (ازمة الرهن العقاري) في سنة 2008 ، ومن بعد الازمة بدأ المؤشر في حالة من عدم الاستقرار الى ان استقر سنة 2013 ولحد الان حيث يتراوح المؤشر بين 3250.3450 نقطة. يعتمد مؤشر (stoxx50) على طريقة القيمة السوقية للاسهم الحرة وهي إحدى الطرق المستخدمة في تداول الأسهم،

$$P_{it} \cdot S_{it} \cdot ff_{it} \cdot X_{it} / D_t = M_t / D_t \dots\dots\dots(1) \left(\sum_{i=1}^N \right) = Index_t$$

Cfit : وزن الشركة (i) في الوقت (t)

T : وقت احتساب المؤشر

Xit : سعر الصرف من العملة المحلية الى عملة المؤشر للشركة (i) في الوقت (t)

N : عدد الشركات الداخلة في المؤشر

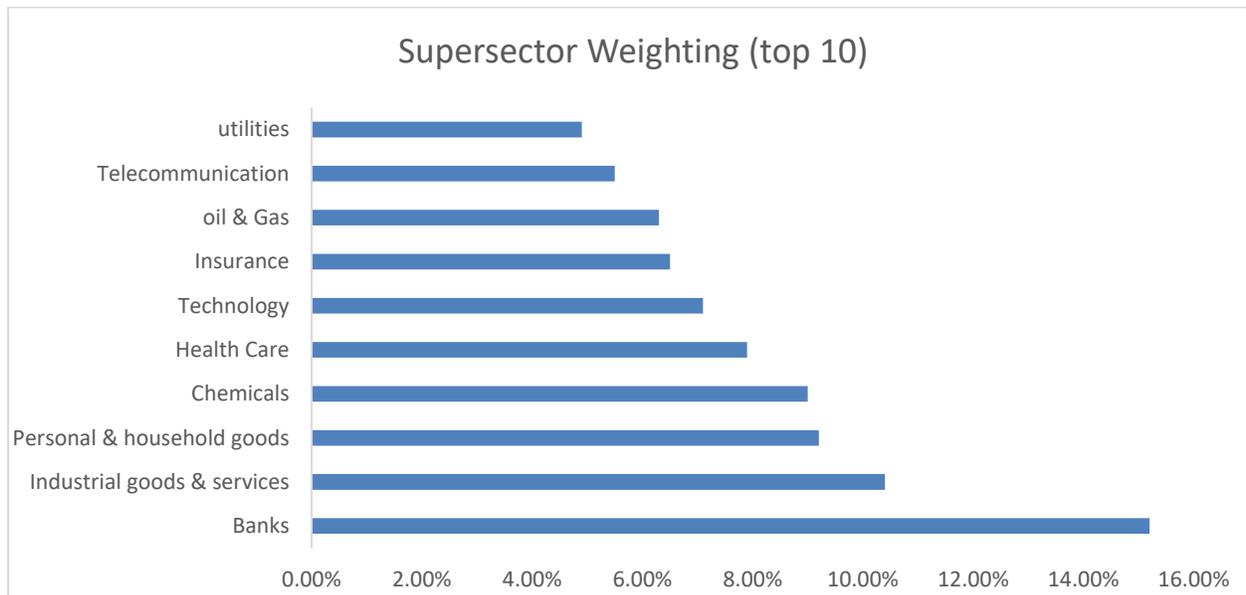
Mt : قيمة الاسهم السوقية الحرة للمؤشر في الوقت (t)

Pit : سعر اسهم الشركة (i) في الوقت (t)

Dt : القاسم المشترك للمؤشر في الوقت (t)

Sit : عدد اسهم الشركة (i) في الوقت (t)

ffit : عامل الاسهم الحرة للشركة (i) في الوقت (t)



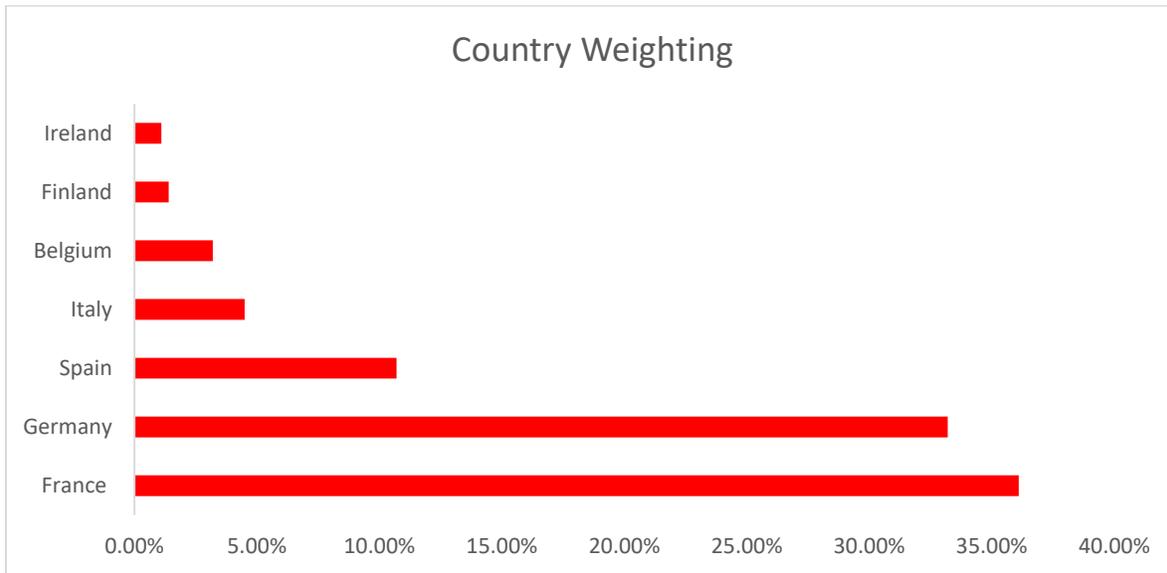
شكل رقم (2) : اوزان القطاعات الاقتصادية المهيمنة على مؤشر Stoox50

المصدر : www.stoox.com/index.details?symbol= SX5E الموقع الرسمي لمؤشر يوروستوكس

يتصدر قطاع البنوك القطاعات التي تساهم بنسبة كبيرة في هذا المؤشر حيث ان المرتبة الثانية السلع و الخدمات المصنعة الذي يشكل 10.4% من المؤشر، ثم قطاع

15.2% من المؤشر يستحوذ عليه القطاع المصرفي الذي يشهد تطوراً سريعاً، في الافراد و التجزئة الذي يستحوذ على 9.2% من المؤشر وهذا ما يوضحه الشكل

رقم (2).



شكل رقم (3) : نسبة الدول الاوروبية التي تساهم شركاتها في مؤشر Stoxx50

المصدر : www.stoxx.com/index.details?symbol= SX5E الموقع الرسمي لمؤشر يوروستوكس

في الشكل رقم (3) نرى ان الاقتصاد الالماني يستحوذ على المركز الثاني وليس المركز الاول حيث ان حجم الشركات الالمانية المساهمة في هذا المؤشر يقارب 33.2% من وزن المؤشر الاجمالي، بالمقابل تتفوق الشركات الفرنسية على الالمانية من حيث الوزن المساهم في المؤشر وتتراوح مساهمتها 36.5% الى 36.8% من المؤشر العام وتأتي الشركات الاسبانية في المركز الثالث بعد الشركات الالمانية بما يعادل 10.7%

جدول رقم (1) : أكبر الشركات المكونة لمؤشر Stoxx50

Top 10 Components			
Company	Supersector	Country	Weight (%)
TOTAL	Oil & Gas	FR	4.81
SIEMENS	Industrial Goods & services	DE	4.45
SANOFI	Health Care	FR	4.30
BAYER	Chemical	DE	4.05
SAP	Technology	DE	3.96
BCO SANTANDER	Banks	ES	3.50
UNILEVER NV	Personal & Household Goods	NL	3.31
ALLIANZ	Insurance	DE	3.24
ANHEUSER.BUSCH INBEV	Foods & Beverage	BE	3.19
BASF	Chemical	DE	3.19

المصدر : www.stoxx.com/index.details?symbol= SX5E الموقع الرسمي لمؤشر يوروستوكس

اما عن أكبر الشركات التي لها وزن وتأثير كبير على سير المؤشر منها شركة توتال (TOTAL) الفرنسية المتخصصة في القطاع النفطي حيث تتصدر الشركات الاوروبية الداخلة في المؤشر حيث تمثل 4.81% من وزن المؤشر الاجمالي، تأتي شركة سيمنس (SIEMENS) الالمانية التي تعمل في قطاع السلع المصنعة والمعبرة في المركز الثاني من حيث أكبر الشركات المساهمة في المؤشر حيث يبلغ وزنه 4.487% من وزن المؤشر الاجمالي، في حين تحتل شركة سانوفي الفرنسية للصناعات الطبية المختصة بانتاج الادوية والمستلزمات الطبية المرتبة الثالثة من وزن المؤشر الاجمالي حيث يساوي وزن هذه الشركة 4.30%، وكما موضح في الشكل رقم (4)

1. مؤشر اس اند بي الامريكي (Standard and Poor's 500 (S&P 500)

يعد من المؤشرات القيادية في السوق الامريكية التي تعكس حقيقة و واقع سوق المال الامريكي حيث تلخص عمل 500 شركة قيادية ذات راس مال كبير عاملة في الاقتصاد الامريكي و في مختلف القطاعات الاقتصادية، حيث يعتمد على هذا المؤشر في الكثير من الدراسات الاقتصادية التي تهدف الى تحليل السوق المالي الأمريكي، وهناك ثلاثة انواع من هذا المؤشر تقسم حسب راس مال الشركات المساهمة في المؤشر

■ مؤشر S&P SmallCap600 حيث تدخل فيه الشركات ذات راس المال الصغير

■ مؤشر S&P midcap400 حيث تدخل فيه الشركات ذات راس المال المتوسط

■ مؤشر S&P500 تدخل في هذا المؤشر الشركات صاحبة راس المال الكبيرة

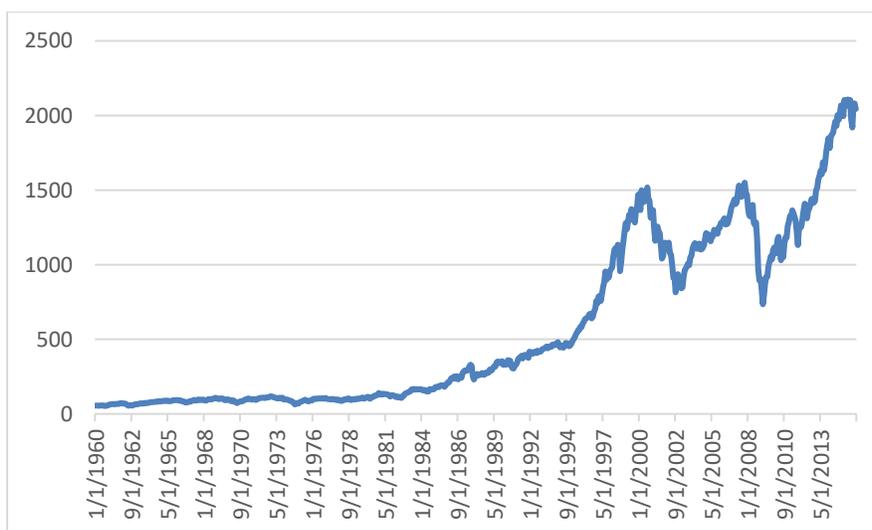
بدا العمل في هذا المؤشر الذي تم وضعه كمؤشر يعكس حقيقة الاقتصاد الامريكي سنة 1923 من قبل خبراء شركة Standard & Poor's للتحليل المالي و الاقتصادي للاسواق المالية حيث كان يضم 90 شركة ثم تطور المؤشر وضم أكثر من 500 شركة عاملة في السوق الامريكي سنة 1957. ويعتمد هذا المؤشر على راس المال الحر المعوم مثل مؤشر Eurostoxx50 حيث يتم جمع راس مال كل الشركات و من ثم تقسيمه على مقسوم المؤشر (index divisor) بعد تحديد وزن كل شركة من خلال تقسيم راس مال الشركة على راس مال المؤشر بشكل اجمالي. وكما موضح في المعادلة ادناه.

Q_i : عدد اسهم كل شركة داخلية في المؤشر

Divisor : مقسوم المؤشر حيث يتم تحديده من قبل القائمين على المؤشر ويتغير من فترة الى اخرى.

$$\text{Index Level} = \frac{\sum(P_i \cdot Q_i)}{\text{Divisor}} \dots\dots\dots(2)$$

P_i : سعر سهم كل شركة داخلية في المؤشر



شكل رقم (4): الاتجاه التاريخي لسير المؤشر

المصدر : www.standardandpoors.com/en_US بالاعتماد على الموقع الرسمي لمؤشر S&P 500

يقارب من 700 نقطة و من ثم شهد انخفاضاً اخر مهم سنة 2008 بسبب ازمة الرهن العقاري التي اصابت القطاع المالي في امريكا بشكل كبير ولكنه سرعان ما تعافى وفي بداية سنة 2009 بدأ في الارتفاع مرة اخرى الى ان وصل الى 2000 نقطة

(CAPORALE, 2016).

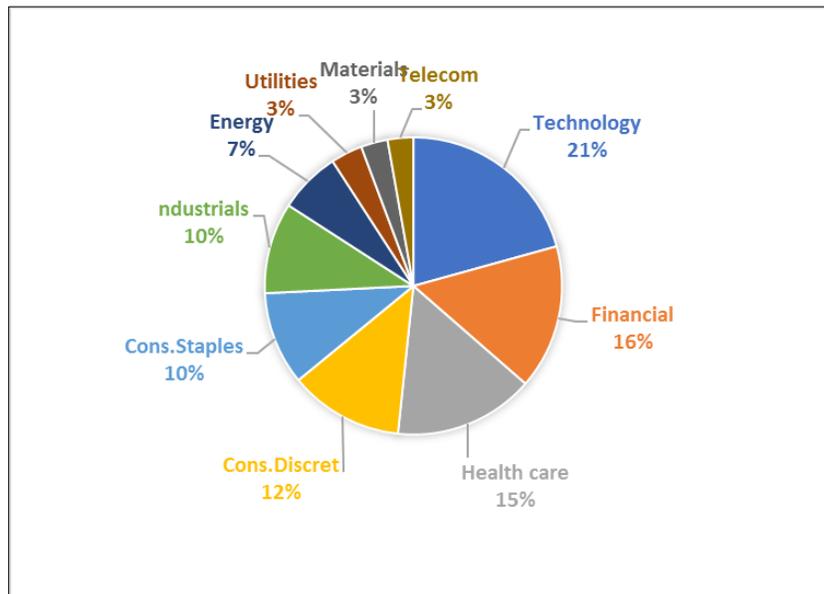
يتبين من خلال الشكل رقم (5) ان من بداية تاسيس المؤشر وحتى بداية الثمانينات من القرن الماضي كان المؤشر يتراوح بين 150.200 نقطة، ومع بداية النصف الثاني من عقد الثمانينات بقاء المؤشر في الارتفاع بشكل ملحوظ، وذلك بسبب ظهور العولمة المالية (المشتقات المالية) والاندماج بين الشركات الكبرى. ومع بداية الالفية الثانية شهد المؤشر انخفاضاً كبيراً وذلك بسبب احداث 11 سبتمبر/ايلول حتى وصل الى ما

جدول رقم (2): أكبر الشركات من حيث رأس المال المساهمة في المؤشر S&P 500

Name	Sector	Price	bln),Market Cap(\$
Exxon Mobil	Energy	73.92	355.15
Microsoft	Technology	26.43	235.69
Wal.mart	Cons Staples	50.22	193.69
Apple	Technology	204.14	184.05
JPMorgan	Financial	45.10	177.75
Google	Technology	55058	174.22
Procter & Gamble	Cons Staples	57.78	168.67
Johnson & Johnson	Health care	60.79	167.67
General Electric	Industrials	15.25	162.48
Intl Business Mach	Technology	122.15	160.24

المصدر : www.standardandpoors.com/en_US بالاعتماد على الموقع الرسمي لمؤشر S&P 500

وتتربع شركات أكسون موبيل العملاقة التي تعمل في مجال القطاع النفطي في المركز الأول لكبرى الشركات من حيث رأس المال المساهم في المؤشر حيث بلغ رأس مال الشركة ما يقارب 355 مليار دولار ومن ثم تليها شركة مايكروسوفت المعروفة في صناعة الحاسبات والبرمجيات برأس مال قدره 235.69 مليار دولار وكما موضح بالشكل رقم (6).



شكل رقم (6): وزن القطاعات الاقتصادية المساهمة في المؤشر S&P 500

المصدر : www.standardandpoors.com/en_US بالاعتماد على الموقع الرسمي لمؤشر S&P 500

ويعتبر القطاع التكنولوجي من القطاعات المهمة في تكوين المؤشر حيث يستحوذ على 20.70% من وزن المؤشر ويتكون من أكبر الشركات في مجال صناعة الحواسيب و البرمجيات التي يعتمد عليها العالم بشكل كبير مثل شركة إنتل (Int'l) ومايكروسوفت (Microsoft) إيبيل (Apple) بلغ رأس مال هذه الشركات الثلاثة مجتمعة حوالي 750 مليار دولار من رأس مال المؤشر الاجمالي يأتي في المرتبة الثانية القطاع المالي حيث يحتل 15.72 من حجم المؤشر الاجمالي، ويتكون هذا القطاع من الشركات والمؤسسات و البنوك العملاقة في أمريكا التي تقدم الخدمات المالية، أذ يشهد هذا القطاع ازدهارا كبيرا في الولايات المتحدة الأمريكية. و يأتي في المرتبة الثالثة من حيث الأهمية قطاع الصحة و الخدمات الصحية حيث يستحوذ على 15.25 من حجم المؤشر الاجمالي.

بعض الدراسات السابقة و العرض المرجعي

الارتباط بين الاسواق المالية العالمية قد زاد بشكل قوي في العقدين الاخيرين وذلك بسبب تحرير راس المال بين الاقتصادات العالمية، حيث ارتفعت قوة الارتباط بين الاسواق المالية الى أكثر من (0.8) وهذا أدى الى التقليل في توزيع ارباح المستثمرين في الاسواق المالية بسبب قوة الارتباط بين هذه الاسواق. في حين Duca (2007) كانت بعنوان العلاقة بين سوق الاسهم و النمو الاقتصادي حيث قام الباحث بدراسة العلاقة بين سعر الاسهم و الناتج القومي الاجمالي من خلال استخدام اختبار السببية Granger Casualty test في الدول المتقدمة، حيث طرح في بداية الدراسة السؤال التالي "هل سعر الاسهم في السوق المالي يؤثر على النمو الاقتصادي او بالعكس" حيث بين ان الانخفاض في قيمة الاسهم يؤدي الى انكماش في الاستهلاك وباقي الانشطة الاقتصادية ولكن بشكل غير مباشر ومن هنا فان الانخفاض الكبير في اسعار الاسهم يؤدي الى انخفاض قليل في الناتج القومي الاجمالي.

المبحث الثاني

تحليل العلاقة بين السوق المالي الامريكي والسوق المالي الاوربي

يعتبر اداء الاسواق المالية مرآة لقياس النشاط الاقتصادي المحلي و الاداء الاقتصادي للقطاعات المختلفة، لاسيما في الدول المتقدمة حيث ان اغلب الشركات العاملة في الاقتصاد الحقيقي تكون داخلة في مؤشر يقيس راسمال واستثمارات وارباح وخسائر الشركة المدرجة في المؤشر وكل شركة حسب وزنها وقوتها وبالتالي فان اغلب المؤشرات المالية المعتمدة تكون عشوائية في سيرها بسبب الحساسية العالية لمؤشرات الشركات هذا من جهة و حساسيتها للمتغيرات الاقتصادية الكلية و الجزئية من جهة اخرى. من خلال هذه الدراسة قام الباحث بالتركيز على اداء السوق المالي للاتحاد الاوربي و السوق المالي للولايات المتحدة الامريكية و اتجاه و وقت التأثير بينها خلال مدة الدراسة بالاضافة الى تحليل اثر الازمة المالية العالمية 2008 على سلوك المؤشرين.

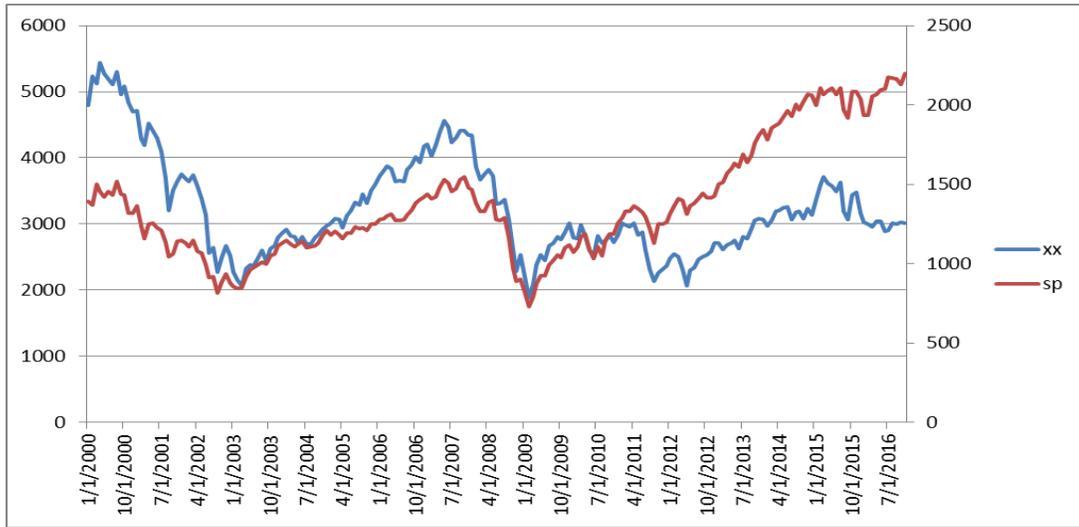
تحليل سلوك سير المؤشرين خلال مدة الدراسة

يتبين لنا من خلال الشكل رقم (8) الذي يجمع بين البيانات الشهرية للمؤشرين من سنة (2000.2016) انها يتبعان نفس السلوك تقريبا من حيث الانخفاض والارتفاع و التذبذب من بداية مدة الدراسة ولغاية النصف الثاني من سنة 2008 عندما بدأت الاختلاف في سلوكها في حين يبداء المؤشران بالانخفاض الحاد مع بداية سنة 2000 ولغاية 2003 وذلك بسبب الازمة الاقتصادية التي شهدها العالم في ذلك الوقت و التي

قدم الباحث CAPORALE و اخرون (2016) دراسة بعنوان (الترايط بين السوق المالي للولايات المتحدة الامريكية والاوروبية) قامت هذه الدراسة بتحليل العلاقة الطويلة الاجل بين السوق المالي الاوربي والامريكي باستخدام طريقة التكامل المشترك الجزئي (اي بمعنى ان التكامل لا يكون مستمر طول فترة الدراسة) السوقين للفترة (1996.2016)، توصلت الدراسة الى ان هناك تكامل جزئي وليس كلي بين السوقين الماليين. في حين قام Oxenford (2016) بتقديم دراسة السياسة النقدية في الولايات المتحدة الامريكية و الدول الاوروبية تحت عنوان (تقيم السياسة النقدية الامريكية والاوروبية بعد اتفاقية بروتون وودز)، حيث بينت هذه الدراسة ان السياسة النقدية الامريكية بعد اتفاقية بروتون وودز اعتمدت على استهداف معدلات النمو الاقتصادي أكثر من استهدافها لمعدلات منخفضة من التضخم وذلك بسبب قوة الدولار الذي يعمل كاحتياطي نقدي تحتفظ به اغلب الدول النامية والمتقدمة، اما الدول الاوروبية و من بعدها الاتحاد النقدي الاوربي فانها تستهدف معدلات تضخم منخفضة وذلك بسبب سيطرة الاقتصاد الالماني على البنك المركزي الاوربي ومن هنا دفعت السياسة النقدية الالمانية البنك الاوربي بعدم تخفيض اسعار الفائدة لكي يبقى التضخم عند معدلات منخفضة كما اجرى MOLDOVAN (2011) بدراسة الارتباط بين اقوى الاسواق المالية في العالم وهي الاسواق المالية في كل من نيويورك و لندن و طوكيو، حيث قسم الباحث فترة الدراسة الى فترتين مختلفتين وقاس قوة الارتباط بين هذه الاسواق خلال الفترتين المختلفين، الفترة الاولى امتدت من (2003 لغاية 2006) والتي تمثل الفترة التي سبقت الازمة المالية العالمية حيث بين الباحث ان الارتباط في هذه الفترة كان ضعيفاً، اما الفترة الثانية امتدت من سنة (2007 الى 2010) و مثلت هذه الفترة وقت الازمة المالية وكان الارتباط قوياً خلال هذه الفترة. اما دراسة Hyde و اخرون (2010) ركزت البحث على الارتباط للاسواق المالية بين ثلاثة عشر دولة من شرق اسيا وبين السوق المالي في امريكا و اوربا حيث اعتمد على طريقة الارتباط الديناميكي المشروط او مايسمى بطريقة (GARCH) حيث بين ان الارتباط في الاسواق المالية بين دول محيط اسيا والدول المتقدمة ليس ثابتاً خلال الفترة الزمنية، ففي وقت الازمات الاقتصادية يكون الارتباط قوياً بين الاسواق المالية. كذلك قدم Quinn و اخرون (2008) دراسة تحت عنوان "قرن من الارتباط العالمي للاسواق المالية" حيث بين الباحثون بان

نهاية 2008 حيث تعتبر هذه الفترة من الفترات المفصلية و فترة تحول للعلاقة بين المؤشرين. لقد بدأ مؤشر السوق المالي الامريكى ياخذ بالارتفاع بشكل حادا وبدا يستجيب للسياسات النقدية التوسعية التي اتخذها البنك الفدرالي بشكل سريع وقت الازمة المالية، اما مؤشر منطقة اليورو فانه اخذ بالتذبذب والتخبط بشكل كبير. هذا الاختلاف الكبير و الواضح في طريقة التعافي نتج عن اختلاف الطريقة التي واجهت بها كلا السوقين الازمة المالية العالمية.

سميت بفقاعة (دوت كوم)، حيث وصل مؤشر (Stoxx 50) لمنطقة اليورو الى اقل من 2000 نقطة في حين وصل مؤشر (S&P 500) الامريكى الى حوالي 850 نقطة. في نهاية سنة 2003 بدا المؤشران في الارتفاع والتعافي بشكل تدريجي لاسيا مؤشر منطقة اليورو، كما تبين بانه ليس هناك تباين او اختلاف في سير المؤشرين حتى النصف الثاني من سنة 2008. بدأت ظهور معالم الازمة المالية العالمية في بداية سنة 2007 وكما قد ذكرنا سابقا فان المؤشرين لها حساسية عالية لهذا النوع من الازمات وبالنتيجة فان المؤشرين بدأ بالانخفاض بشكل قوي الى ان وصلا الى الحدود الدنيا في



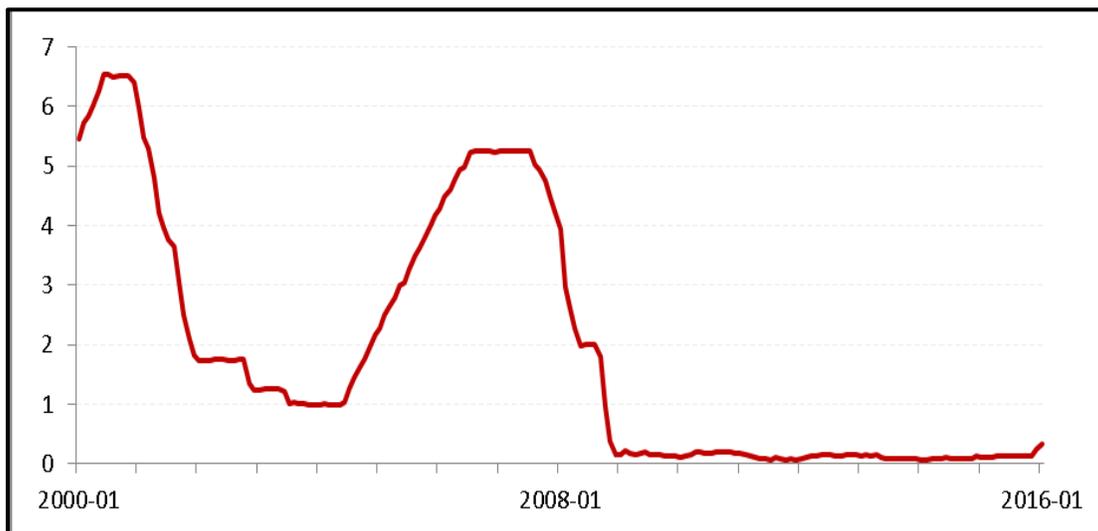
شكل رقم (7) : العلاقة بين المؤشرين خلال مدة الدراسة

المصدر : من عمل الباحث بالاعتماد بيانات موقع finance.yahoo.com

فابنسبة للولايات المتحدة الامريكية استخدم البنك الفدرالي ومساعدة الحكومة الامريكية برامج التسهيلات الكمية بشكل سريع وفعال لاسيا فيما يتعلق بسعر الفائدة وشراء المشتقات المالية المتعثرة ومساعدة البنوك المتهاككة بالديون وذلك لكي تعيد الثقة بالنظام النقدي.

1. اختلاف وقت وطريقة تطبيق برامج التيسير الكمي (QE)

ان احد اهم الاسباب التي ادت الى الاختلاف في سلوك سير المؤشرين بعد الازمة المالية في سنة 2008 هو طريقة ووقت استخدام التسهيلات الكمية. حيث اعتمد كل من البنك الفدرالي الامريكى والبنك المركزي الاوربي نموذجين مختلفين من برامج التسهيلات الكمية.

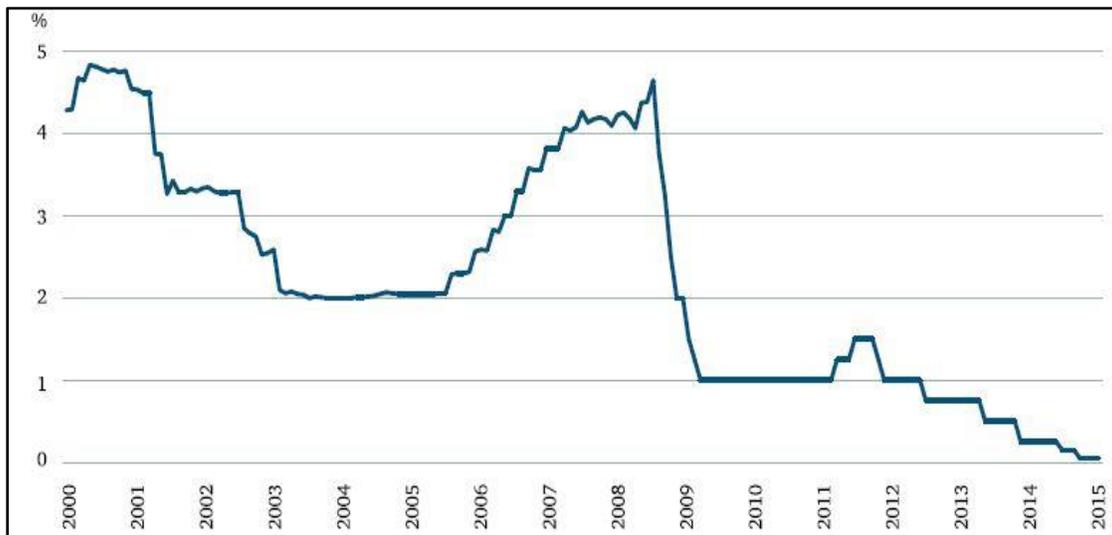


شكل رقم (8) : معدل سعر الفائدة الاسمي للاقتصاد الامريكى

المصدر : بيانات البنك الدولي 2015 <https://data.worldbank.org>

من الواضح في الشكل رقم (9) الذي يمثل سعر الفائدة للبنك الفدرالي خلال الفترة من (2000 – 2016) اذ يعتبر سعر الفائدة من اهم ادوات التيسير الكمي وأكثرها تأثيراً في الاسواق المالية. اذ كان سعر الفائدة عند 5% قبل بداية الازمة المالية العالمية لينخفض سعر الفائدة بشكل كبير ويقترّب من الصفر بعد الازمة المالية واستمر هذا الانخفاض الى نهاية سنة 2016 مما ادى الى تعافي سريع في السوق المالي الامريكى لاسيما مؤشر S&P 500. اما بالنسبة لمنطقة اليورو فانها لم تستخدم برامج التيسير الكمي الا في بداية 2011 بعد ازمة الديون السيادية التي اصابت اوربا بشكل عام واليونان بشكل خاص، واستخدمت برنامج خاص للتيسير حيث طلب البنك الاوربي المركزي من الدول التي لها ازمة ديون بان تصدر سندات سيادية ليقوم البنك الاوربي بشراءها و هذا ما يسمى عملية اعادة التمويل الطويلة الاجل

(LTRO) بالاضافة الى تخفيض سعر الفائدة وكما موضح في الشكل رقم (10)، فان سعر الفائدة لم ينخفض كما حدث في الولايات المتحدة الامريكية الا في بداية سنة 2009 و من ثم رفع البنك المركزي الاوربي اسعار الفائدة في سنة 2011 ليعاود تخفيضها مرة ثانية مع بداية سنة 2015 الى القريب من الصفر هذا التخبط في استخدام ادوات التيسير الكمي وعدم وجود رؤية واضحة من قبل الاتحاد النقدي الاوربي في مواجهة الازمة المالية في سنة 2008 ادى الى وقوع منطقة اليورو في ازمة الديون السيادية في سنة 2010 هذه الاحداث اثرت على سلوك سير مؤشر Stox 50 بشكل ملحوظ عكس مؤشر S&P 500 الذي كان يمشي بخطى ثابتة نحو التعافي.



شكل رقم (9) : معدل سعر الفائدة الاسمي في منطقة اليورو

المصدر : بيانات البنك الدولي 2015 <https://data.worldbank.org>

انتقلت الى البنك المركزي الاوربي عن طريق البنك المركزي الالماني Bundesbank لان اقتصاد المانيا يحاول دائما ان يكون معدل التضخم منخفضاً وذلك بسبب زيادة صادراتها على حساب باقي دول اوربا، بالنتيجة فأن البنك المركزي الالماني كان له اليد العليا في تحديد سياسة البنك المركزي الاوربي ECB في وقت تاسيسه بما يخدم الاقتصاد الالماني. اما البنك الامريكي الفدرالي فان رؤيته الاقتصادية والنقدية تختلف كلياً حيث ان الزيادة المستمرة للطلب العالمي على الدولار و قوته كاحتياطي عالمي بجانب معدن الذهب جعل البنك الفدرالي يركز على استهداف معدلات النمو الاقتصادي أكثر من استهدافه لمعدلات التضخم، مما جعله غير متخوف من تطبيق برامج التيسير الكمي واستخدامه بدون اي تردد وبشكل سريع وهذا انعكس على سرعة تعافي السوق المالية الامريكية بعد الازمة المالية 2008. وكما موضح في الجدول رقم (1) الذي يوضح السياسة الاقتصادية والنقدية في البنك المركزي الاوربي والبنك الفدرالي.

2. اختلاف رؤية البنك المركزي الاوربي ECB عن البنك الامريكي الفدرالي FED ان من اهم الاسباب التي ادت الى اختلاف سير المؤشرين بعد الازمة المالية في سنة 2008 هي اختلاف رؤية وطريقة البنك المركزي الاوربي عن الامريكي الفدرالي في تحديد السياسة الاقتصادية. ان رؤية البنك المركزي الاوربي تتلخص في الاهتمام اولا بالتضخم و المحافظة على استقرار الاسعار وتسخير كل ادواتها الاقتصادية والنقدية في هذا الاتجاه ووضع النمو الاقتصادي جانبا، هذا كان احد الاسباب التي جعلت البنك المركزي الاوربي يتاخر في استخدام برامج التيسير الكمي وخفض سعر الفائدة خوفاً من ارتفاع التضخم في منطقة اليورو وذلك لان انخفاض اسعار الفائدة يؤدي الى طرد رؤس الاموال الاجنبية والى انخفاض المعروض من الاحتياطي الاجنبي بالنتيجة تنخفض قيمة اليورو مقابل الدولار ولكن تكلفة المحافظة على تضخم معتدل كانت متذبذبة في سير مؤشر السوق المالي وعدم تعافيه بسرعة مما ادى الى حدوث ازمة أكبر وهي ازمة الديون السيادية. هذه الرؤية في استهداف التضخم

جدول رقم (3) : السياسة الاقتصادية الرئيسية للبنك الفدرالي الامريكى والبنك المركزي الاوربي

المهام الاساسية	المصدر	البنك المركزي
"المجلس الذي يحكم الاحتياطي الفدرالي ولجنة السوق الحر الفدرالية، يجب ان تحافظ على النمو النقدي الطويل الاجل و الائتمان الاجالي بما يتناسب مع امكانية النمو الاقتصادي الطويل الاجل لزيادة الانتاج، من اجل التحفيز في تعظيم العالة وتحقيق سعر فائدة معتدل في الاجل الطويل"	قانون البنك الفدرالي الامريكى 1977	البنك المركزي الامريكى
"الهدف الاساسي للبنك المركزي الاوربي يجب ان يكون المحافظة على الاستقرار في الاسعار. من دون المساس باستقرار الاسعار ويجب على النظام الاوربي للبنوك المركزية دعم السياسة الاقتصادية العامة في الاتحاد. النظام الاوربي للبنوك المركزية كما يجب ان يعمل طبقاً لمبادئ اقتصاد السوق المفتوح و التنافس الحر من اجل التوزيع الامثل للموارد"	معاهدة لشبونة 2009	البنك المركزي الاوربي

من عمل الباحث بالاعتماد على البنك الفدرالي الامريكى - البنك المركزي الاوربي/ www.federalreserve.gov. www.ecb.europa.eu

3. الخبرة الطويلة في مواجهة الازمات المالية

الحصول على البيانات من موقع ياهو فاينانس (Yahoo finance) الذي تعتمد عليه

اغلب البحوث في الحصول على البيانات التاريخية التابعة للاسواق المالية العالمية.

تبين من تحليل الفصل الثاني ان للازمة المالية التي حدثت في سنة 2008 التأثير الواضح في تغير سلوك المؤشرين، في هذا الفصل تم اختبار هل هناك تغير هيكل

للسلسلة البيانية في سنة 2008 وذلك بالاعتماد على اختبار Chow Breakpoint

Test حيث تبين من خلال الاختبار بوجود تغير هيكل في نمط سير البيانات في

بداية سنة 2008 و ظهرت احتمالية F (0.000) التي تنص برفض فرضية العدم

والقبول بالفرضية البديلة التي تنص بوجود تغير هيكل في السنة المعنية وكما موضح

في الملحق رقم (1) بعد التأكد من وجود تغير هيكل في سير البيانات تم تقسيم

البيانات الى قسمين واختبارهما بشكل منفصل، مؤشر السوق المالي لمنطقة اليورو

Stoxx 50 كمتغير تابع و مؤشر السوق المالي الامريكى S&P 500 كمتغير

مستقل، تمثل معادلة رقم (1) قياس تأثير السوق المالي الامريكى في السوق المالي

منطقة اليورو قبل الازمة المالية، اما المعادلة رقم (2) تقيس الأثر بعد الازمة المالية

العالمية.

$$LXX_{2000.2007} = B_0 + B_1 LSP_{2000.2007} + U_i \dots\dots\dots 1$$

$$LXX_{2008.2016} = B_0 + B_1 LSP_{2008.2016} + U_i \dots\dots\dots 2$$

مؤشر السوق المالي في منطقة اليورو : LXX

للبنك الفدرالي الامريكى قدرة وخبرة طويلة في مواجهة الازمات المالية و النقدية وذلك

بسب الازمات العديدة التي واجهها الاقتصاد الامريكى، منها الاثنتين الاسود في سنة

1987 التي انهارت بها الاسواق المالية الامريكية و فقاعة الانترنت 2001 و ازمة

اسعار النفط سنة 1973 وغيرها من الازمات الاقتصادية. اما منطقة اليورو فانها لم

تدخل في اختبار جاد لحل الازمات الاقتصادية الا في ازمة الديون السيادية 2010.

ومن هنا فان الخبرة في مواجهة الازمة المالية لعبت دورا مهما في سرعة تعافي اسواق

المال الامريكى.

المبحث الثالث

قياس اثر السوق المالي الامريكى في السوق المالي الاوربي قبل وبعد الازمة المالية

العالمية سنة 2008

1. توصيف البيانات و النموذج القياسي

تم استخدام سلسلة بيانات المؤشر S&P 500 عن السوق المالي الامريكى وسلسلة

بيانات المؤشر Stoxx 50 عن السوق المالي لمنطقة اليورو وذلك لانها يعتبران من

اكثر المؤشرات سيولة، بالاضافة الى تشابه المؤشرين من حيث طريقة

تركيبتهما، واستخدمت بيانات شهرية للمدة من 2000/1/1 لغاية 2016/12/30 وتم

: مؤشر السوق المالي الأمريكي LSP

2. استقرارية البيانات

المستقل يستطيع توضيح 60% من التغيرات التي تحصل في المتغير التابع، هذا بالإضافة الى العلاقة الموجبة (الطردية) بين المتغير المستقل والتابع و هذا يدل على ان السوق المالي الأمريكي له تاثير على السوق المالي لمنطقة اليورو بمعنى اخر ان هناك ترابطاً في سلوك سير المؤشرين الماليين في الارتفاع والانخفاض والتذبذب. اما معادلة الانحدار بعد سنة 2008 فقد بينت نتائج معاكسة عن قبل الازمة وهذا يتفق مع فرضية البحث، فقد بينت معادلة الانحدار ان السوق المالي الأمريكي فقد معنويته في التأثير على السوق المالي الاوربي و هذا واضح من خلال عدم معنوية اختبار (t) للمتغير المستقل Idsp والتي كانت (0.2752) بما يعني القبول بفرضية العدم والتي تنص على عدم وجود تاثير للمتغير المستقل على المتغير التابع Idxx. بالإضافة الى الانخفاض الكبير في قيمة R^2 عن ما كانت عليه قبل الازمة المالية العالمية وكما موضح في الملحق رقم (4). من الملاحظ ان اختبار التكامل المشترك يبين لنا ما ينطبق مع فرضية البحث، حيث اثبت الاختبار بان ليس هناك علاقة طويلة الاجل قبل الازمة المالية لان كل مؤشر مالي كان يعمل بحرية وبدون قيود من السياسة المالية والنقدية وحسب ما يتطلب اداء الشركات المدرجة في المؤشر، ولكن كان هناك ترابط و تاثير بين السوقين كما وضحت معادلة الانحدار اعلاه. اما بعد الازمة فان اختبار التكامل المشترك بين لنا ان هناك علاقة طويلة الاجل، لان قيود السياسات المالية والنقدية كانت تعمل في نفس الاتجاه، بالرغم من اختلاف طرق ووقت استخدام هذه السياسات.

الاستنتاجات

تشير حقيقة التعاملات في السواق المالية الى انها مقياس ومرآة ملائمة لقياس الوضع الاقتصادي للدولة وذلك بسب حساسية مؤشراتنا للتغيرات الاقتصادية. ومن هنا فان طريقة تركيب المؤشرات لها تاثير على سلوكها، اذ غالباً ما يتم اعتماد طريقتين في تقييم اوزان الشركات الداخلة في المؤشر الاولي تعتمد على الاسعار والثانية تعتمد على راس المال. ولقد كان للازمة المالية العالمية دور مهم في توضيح ضعف الارتباط بين المؤشرات المالية في الدول او الجامعات الدولية المختلفة وذلك بسب اختلاف طريقة مواجحة الازمة نتيجة تباين السياسات الاقتصادية المتبعة، وهذا ما اكدته نتيجة البحث من خلال قياس العلاقة بين السوق المالي لمنطقة اليورو و السوق المالي الأمريكي اذ تبين ان تاثير المؤشر المالي الأمريكي كان قويا" قبل الازمة المالية العالمية

لغرض تقدير العلاقة بين متغيري الدراسة ينبغي التأكد من استقرارية (Stationary) البيانات وذلك لضمان عدم وجود الحدار زائف ومن خلال اختبار جذر الوحدة Unit Root test تبين ان المتغيرين غير مستقرين بالمستوى و لهذا تم اخذ الفرق الاول للبيانات حيث نلاحظ ان قيمة المطلقة الاحصائية (T) المقطرة أكبر من قيمة (T) الجدولية (Mackinnon) وهذا ما اشار اليه اختبار ديكي فولر الموسع (Augmented Dickey Fuller.ADF) الذي اشار الى معنوية اقل من 5% عندا الفرق الاول، ما يعني رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة التي تنص باستقرارية السلسلة، لذلك تعد هذه السلسلة متكاملة من الدرجة واحد (1)I- كما موضح في الملحق رقم (2)

3. العلاقة الطويلة الاجل بين المتغيرين (التكامل المشترك)

من خلال اختبار (Johnsen Approach) للكشف عن التكامل المشترك والعلاقة الطويلة الاجل بين المتغيرين، تبين من خلال الاختبار بعدم وجود علاقة طويلة الاجل بين السوق المالي الأمريكي والسوق المالي الاوربي قبل الازمة المالية، اما بعد سنة 2008 فقد تبين ان هناك علاقة طويلة الاجل بين المتغيرين حيث اشار اختبار الاثر (Trace) الذي كانت معنويته تساوي (0.0081) مما يعني رفض فرضية العدم والقبول بالفرضية البديلة التي تنص بوجود علاقة طويلة الاجل بين المتغيرين كما موضح في الملحق رقم (3).

4. نتائج العلاقة القياسية بين المتغيرين قبل وبعد الازمة المالية 2008

تم التأكيد من خلال اختبار Chow test على ما تم ذكره في فرضية البحث على ان هناك تغير هيكلي في العلاقة بين المؤشرين، وبعد تحويل البيانات الى مستقرة (Stationary)، حاول الباحث قياس هل هناك تاثير السوق المالي الأمريكي في السوق المالي الاوربي ام لا. تبين من خلال معادلة الانحدار قبل سنة الازمة المالية 2008 ان السوق المالي الأمريكي يؤثر على السوق المالي لمنطقة اليورو وهذا واضح من خلال معنوية اختبار (t) للمتغير المستقل Idsp (السوق المالي الأمريكي) والتي كانت (0.000) التي تعني معنوية السوق المالي الأمريكي في التأثير على المتغير التابع Idxx (السوق المالي للمنطقة اليورو) هذا من جهة، من جهة اخرى فان معامل التحديد R^2 وكما موضح في الملحق رقم (4) كان حوالي 60% اي بمعنى ان المتغير

- INTERNATIONAL FINANCIAL MARKETS. Bank Of Valletta Review. No. 36. Autumn 2007
3. Guglielmo Maria Caporale, Luis A. Gil-Alana And James C. Orlando. Linkages Between The Us And European Stock Markets : A Fractional Cointegration Approach. International Journal of Finance & Economics. Int. J. Fin. Econ. 21 : 143–153 (2016)
4. Lonan Moldovan. Stock Markets Correlation : before and during the Crisis Analysis. Theoretical and Applied Economics. Volume XVIII (2011). No. 8(561). pp. 111.122
5. Matthew Oxenford. The Evolution of US and European Monetary Policy after Bretton Woods A Historical Overview and Lessons for the Future. the royal institute of international affairs. September 2016.
6. Stuart Hyde, Don Bredin, Nghia Nguyen. Correlation Dynamics between Asia. Pacific, EU and US Stock Returns. Manchester Business School. University of Manchester. 2010

المواقع الإلكترونية

1. الموقع الرسمي لشركة المالية <https://www.stoxx.com/index.details>
2. الموقع الرسمي لشركة standard and poors https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/home
3. <https://finance.yahoo.com>
4. الموقع الرسمي للبنك الدولي <https://data.worldbank.org>
5. الموقع الرسمي للبنك الفدرالي الأمريكي www.federalreserve.gov
6. الموقع الرسمي للبنك المركزي الاوربي www.ecb.europa.eu

2008، بالمقابل اصبح التأثير ضعيفاً بينها بعد الازمة المالية العالمية، وهذه الحقيقة تثبت ما اشرنا اليه اعلاه.

المقترحات

في الواقع ان ما تم التوصل اليه يشير الى حقيقة ان التعرض للازمات الاقتصادية يفرض على الدول والحكومات ضرورة اللجوء الى استخدام سياسة نقدية تمتاز بقدر من المرونة وبما تتلائم مع متطلبات وطبيعة و قوة و خصوصية الازمة وذلك من اجل التقليل قدر الامكان من الاثار المترتبة على الاسواق المالية التي عادة ما تكون اكثر حساسية من غيرها من القطاعات تجاه التقلبات الاقتصادية، الامر الذي يتطلب ضرورة مراعاة حساسية هذا القطاع الذي يؤثر بشكل مباشر وسريع على مجمل القطاعات الاقتصادية.

قائمة المصادر

1. Dennis P. Quinn and Hans Joachim Voth. A Century of Global Equity Market Correlations. American Economic Review : Papers & Proceedings 2008. 98 : 2, 535–540
2. Gevit Duca. THE RELATIONSHIP BETWEEN THE STOCK MARKET AND THE ECONOMY : EXPERIENCE FROM

ملحق رقم (1) : اختبار Chow test

Chow Breakpoint Test : 2008M01			
Null Hypothesis : No breaks at specified breakpoints			
Varying regressors : All equation variables			
Equation Sample : 2006M01 2017M01			
F.statistic	36.97520	129), Prob. F(2	0.0000
Log likelihood ratio	60.26885	Prob. Chi.Square(2)	0.0000
Wald Statistic	73.95041	Prob. Chi.Square(2)	0.0000

ملحق (2) Unit root test

البيانات غير مستقرة

Null Hypothesis : LSP has a unit root		
Exogenous : Constant		
maxlag=11),Lag Length : 0 (Automatic . based on SIC		
	t.Statistic	Prob.*
Augmented Dickey.Fuller test statistic	.1064360	0.7271
: Test critical values	1% level	.3.500669
	5% level	.2.892200
	10% level	.2.583192
*MacKinnon (1996) one.sided p.values.		

Null Hypothesis : LXX has a unit root		
Exogenous : Constant		
maxlag=11),Lag Length : 0 (Automatic . based on SIC		
	t.Statistic	Prob.*
Augmented Dickey.Fuller test statistic	.1.262278	0.6444
: Test critical values	1% level	.3.500669
	5% level	.2.892200
	10% level	.2.583192
*MacKinnon (1996) one.sided p.values.		

البيانات مستقرة

Null Hypothesis : D(LSP) has a unit root Exogenous : Constant maxlag=11).Lag Length : 0 (Automatic . based on SIC)		
	t.Statistic	Prob.*
Augmented Dickey.Fuller test statistic .9.462731 0.0000		
: Test critical values	1% level	.3.501445
	5% level	.2.892536
	10% level	.2.583371
*MacKinnon (1996) one.sided p.values.		

Null Hypothesis : D(LXX) has a unit root Exogenous : Constant maxlag=11).Lag Length : 0 (Automatic . based on SIC)		
	t.Statistic	Prob.*
Augmented Dickey.Fuller test statistic .9.404331 0.0000		
: Test critical values	1% level	.3.501445
	5% level	.2.892536
	10% level	.2.583371
*MacKinnon (1996) one.sided p.values.		

ملحق رقم (3)
Cointegration test
قبل الازمة المالية

Date : 07/27/17 Time : 09 : 22
2007M124Sample (adjusted) : 2000M0
Included observations : 93 after adjustments
Trend assumption : Linear deterministic trend
Series : XX SP
Lags interval (in first differences) : 1 to 2

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized		Trace	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None	0.106623	15.23112	15.49471	4820.0
At most 1 *	0.049749	4.745716	3.841466	0.0294

Trace test indicates no cointegration at the 0.05 level
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level
**MacKinnon.Haug.Michelis (1999) p.values

بعد الازمة المالية

Date : 07/27/17 Time : 09 : 29
Sample (adjusted) : 2008M06 2016M11
Included observations : 102 after adjustments
Trend assumption : Linear deterministic trend
Series : XX SP
Lags interval (in first differences) : 1 to 4

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized		Trace	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.180442	20.48324	15.49471	0.0081
At most 1	0.001824	0.186192	3.841466	0.6661

Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level
**MacKinnon.Haug.Michelis (1999) p.values

ملحق رقم (4) : معادلة الانحدار
قبل الازمة المالية

Dependent Variable : DLXX				
Method : Least Squares				
Date : 07/27/17 Time : 09 : 15				
Sample (adjusted) : 2000M02 2007M12				
Included observations : 95 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t.Statistic	Prob.
C	.001605	0.003554	.0451544	0.6526
DLSP	1.035559	0.089746	11.53884	0.0000
R.squared	0.588759	Mean dependent var		.001045
Adjusted R.squared	0.584337	S.D. dependent var		0.053726
S.E. of regression	0.034638	Akaike info criterion		.3866907
Sum squared resid	0.111580	Schwarz criterion		.3813141
Log likelihood	185.6781	Hannan.Quinn criter.		.3845181
F.statistic	133.1448	Durbin.Watson stat		2.579376
Prob(F.statistic)	0.000000			

بعد الازمة

Dependent Variable : DLXX				
Method : Least Squares				
Date : 07/27/17 Time : 09 : 27				
Sample (adjusted) : 2008M02 2016M11				
Included observations : 106 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t.Statistic	Prob.
C	-.032885	0.297706	-.1104731	0.2718
DLSP	0.164474	0.149923	1.097054	0.2752
R.squared	0.011440	Mean dependent var		.0002349
Adjusted R.squared	0.001935	S.D. dependent var		0.060280
S.E. of regression	0.060221	Akaike info criterion		.2762890
Sum squared resid	0.377168	Schwarz criterion		.2712636
Log likelihood	148.4332	Hannan.Quinn criter.		.2742522
F.statistic	1.203527	Durbin.Watson stat		1.795865
Prob(F.statistic)	0.275152			