

السنة الجامعية: 1437-1438 هـ / 2016-2017 م

## كلمة شكر وتقدير

بعد إنتهائي لهذا العمل المتواضع أتوجه بقلب ضارع لله عزوجل بالحمد والشكر فله الفضل والمنة

يبقى لنا دائما العجز في وصف كلمات الشكر خصوصا

للأرواح التي تتصف بالعطاء دون حدود

فسطور الشكر دائما ما تكون في غاية الصعوبة عند صياغتها

ربما لأنها تشعرنا دوما بقصورها وعدم ايفائها حق من نهديه هذه الأسطر

وفي هذا المقام لا يسعني إلا أن أشكر الأستاذ المشرف د.بن حميدة محمد الذي كان له فضل تأطير هذا العمل

كما أتقدم بجزيل الشكر الى الأستاذ نعجة عبد الرحمان والذي كان له الفضل الكبير، وأنا أدين له بذلك

ولا يفوتني أن أتقدم بالشكر إلى الأستاذ طاوش قندوسي والأستاذ بن زاي ياسين والأستاذ بن قدور علي على دعمهم وتشجيعهم.

## الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل وقياس أثر تداعيات الخروج البريطاني من الاتحاد الأوروبي (**Brexit**) على الأسواق المالية الرائدة في أوروبا على غرار السوق المالي الفرنسي والألماني، وذلك من خلال الاعتماد على التحليل الفني والإقتصادي لتقلبات مؤشراتها البورصية (**CAC40**) و(**DAX**) على التوالي؛ وتقييم مسار أزواج العملات بعد البريكست؛ كما تم تحليل وتبيان تأثير أداؤها على مدى استجابتها لديناميكية المؤشر العام للسوق المالي البريطاني (**FTSE100**)، وذلك خلال الفترة الممتدة من (يناير 2016 – ديسمبر 2016) بما وفر لهذه الدراسة (250) مشاهدة يومية للبيانات التاريخية لأسعار إغلاقها وذلك لتحليل درجة التكامل فيما بينها. أظهرت نتائج الدراسة أن الأسواق المالية المدروسة قد استجابت وبسرعة للصدمة الإنعكاسية بعد التصويت لصالح الخروج من الاتحاد الأوروبي وعرفت تقلبات حادة سرعان ما تزول تدريجياً؛ كما توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سببية باتجاهين من مؤشر السوق المالي البريطاني نحو مؤشرات الأسواق المالية المدروسة، كما تبين وجود علاقة تكامل متزامن فيما بينها من خلال اختباري **جوهانسن وإنجل - غرانجر** للتكامل المشترك.

**الكلمات المفتاحية:** البريكست، الأسواق المالية، المؤشرات البورصية، التحليل الفني، التكامل المتزامن.

## Résumé :

Le but de cette étude est d'analyser l'impact du Brexit de l'UK sur les marchés financiers notamment l'Euronext et le Deutsch Stock Exchange, en évaluant trois indices choisis parmi les marchés financiers étudiés, en se basant sur l'analyse technico-économique de leurs volatilités et l'impact de leurs performances sur le thème de sensibilité envers la dynamique de l'indice benchmark (**FTSE100**), ainsi que le comportement des paires de devises après le Brexit. En deuxième lieu, la méthode de cointégration est utilisée pour comparer et analyser les données quotidiennes des prix de clôtures des indices choisis soit : l'indice Britannique (**FTSE100**), Deutsch (**DAX**) et celui du marché financier Français (**CAC40**) durant la période d'échantillonnage qui s'étend de Janvier 2016 à Décembre 2016 (250 points de données).

Les résultats montrent que les marchés financiers étudiés ont absorbés le contre-choc boursier juste après le Brexit, représentants des brusques fluctuations qui disparaîtront progressivement. L'analyse multivariée de cointégration semble indiquer que les indices choisis sont bien intégrés pour la période globale. Cependant, il semble y avoir une forte tendance dans les deux sens qui début de l'indices (**FTSE100**) vers les autres à long terme, selon les tests de **Johansen et Engel - Granger**.

**Mots clés :** Brexit, Marchés Financiers, les Indices Boursiers, Analyse Technique, Cointégration.

**Abstract:**

This study aims to analyse the impact of UK Brexit on financial markets; especially, the Euronext and the Deutsch Stock Exchange, by evaluating three indexes selected from the studied financial markets, based on the technical-economic analysis of their volatilities and the impact of their performances on the sensitivity to the dynamics of the benchmark index (**FTSE100**), as well as the behavior of currency pairs after the Brexit.

Secondly, the cointegration method is used to compare and analyse daily prices data for the closing prices of the indices chosen: the British index (**FTSE100**), Deutsch (**DAX**) and the French financial market index (**CAC40**) during the period Sampling period that extends from January 2016 to December 2016 (250 data points).

Results of the study shows that the financial markets studied absorbed the stock market counter-shock just after the Brexit, representatives of the sudden fluctuations that will disappear gradually. The multivariate cointegration analysis suggests that the selected indices are well integrated for the overall period. However, there seems to be a strong two-way trend, which early the benchmark index (**FTSE100**) towards the others in the long term, according to the **Johansen** and **Engel-Granger** tests.

**Keywords:** Brexit, Financial Markets, Indexes, Technical Analysis, Cointegration.

## \* فهرس المحتويات \*

| الصفحة : | قائمة المحتويات :                                               |
|----------|-----------------------------------------------------------------|
|          | شكر وتقدير                                                      |
| III      | ملخصات الدراسة                                                  |
| V        | فهرس المحتويات                                                  |
| X        | قائمة الجداول                                                   |
| XI       | قائمة الأشكال                                                   |
| XII      | قائمة الملاحق                                                   |
| XIII     | قائمة الرموز والمختصرات                                         |
| ب        | المقدمة العامة                                                  |
| د        | إشكالية الدراسة                                                 |
| د        | فرضيات الدراسة                                                  |
| د        | أهمية الدراسة                                                   |
| هـ       | أهداف الدراسة                                                   |
| هـ       | دوافع اختيار الموضوع                                            |
| هـ       | حدود الدراسة                                                    |
| هـ       | منهج وأدوات الدراسة                                             |
| و        | الدراسات السابقة                                                |
| ح        | محتويات الدراسة                                                 |
|          | <b>الفصل الأول: التطور التاريخي لنشأة الاتحاد الأوروبي</b>      |
| 02       | تمهيد                                                           |
| 03       | <b>I- تحليل مراحل نشأة الاتحاد الأوروبي</b>                     |
| 03       | I-1- المبادرات السابقة لنشأة الجماعة الاقتصادية الأوروبية (EEC) |
| 03       | I-1-1- اتحاد البنيلوكس (BENELUX)                                |
| 04       | I-1-2- منظمة التعاون الاقتصادي الأوروبي (EECO)                  |

|    |                                                                 |
|----|-----------------------------------------------------------------|
| 04 | I-1-3- الجماعة الأوروبية للفحم و الصلب (ECCS)                   |
| 05 | I-2- معاهدة روما و أهدافها                                      |
| 05 | I-2-1- معاهدة روما                                              |
| 06 | I-2-2- أهداف معاهدة روما                                        |
| 07 | I-3- دوافع الانضمام الى الجماعة الاقتصادية الأوروبية            |
| 10 | II- مراحل تكامل الاتحاد الأوروبي                                |
| 10 | II-1- الاتحاد الجمركي (Customs Union)                           |
| 11 | II-2- السوق الأوروبية المشتركة (European Common Market)         |
| 11 | II-2-1- مبادئ السوق الأوروبية المشتركة                          |
| 12 | II-3- السوق الداخلية                                            |
| 14 | III- النظام النقدي الأوروبي (European Monetary System)          |
| 14 | III-1- نشأة النظام النقدي الأوروبي وأهدافه                      |
| 14 | III-1-1- نشأة النظام النقدي الأوروبي                            |
| 14 | III-2-1- أهداف النظام النقدي الأوروبي                           |
| 15 | III-2- اليات النظام النقدي الأوروبي                             |
| 17 | III-3- معاهدة ماستريخت (Maastricht)                             |
| 17 | III-3-1- مراحل الانتقال إلى العملة الموحدة                      |
| 18 | III-3-2- معايير الانضمام الى منطقة اليورو                       |
| 20 | IV- العلاقات البريطانية- الأوروبية: تاريخ من الشك وانعدام الثقة |
| 20 | IV-1- مرحلة أن تكون عضوا في الجماعة الأوروبية أم لا             |
| 22 | IV-2- أسباب بعد بريطانيا من الاتحاد الأوروبي                    |
| 24 | IV-3- أثر الأورو على الاقتصاد البريطاني                         |
| 26 | خلاصة الفصل                                                     |
|    | الفصل الثاني: الأدبيات النظرية حول الأسواق المالية              |
| 28 | تمهيد                                                           |
| 29 | I- ماهية أسواق الأوراق المالية                                  |
| 29 | I-1- تعريف السوق المالي                                         |

|    |                                                           |
|----|-----------------------------------------------------------|
| 29 | I-2- مكونات السوق المالي                                  |
| 30 | I-2-1- السوق النقدي                                       |
| 32 | I-2-2- سوق رأس المال                                      |
| 34 | I-3- أهمية السوق المالي                                   |
| 36 | <b>II- الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي</b>      |
| 36 | II-1- تعريف الأدوات المالية                               |
| 36 | II-2- أنواع الأدوات المالية                               |
| 36 | II-2-1- أدوات الملكية (الأسهم)                            |
| 38 | II-2-2- أدوات المديونية (السندات)                         |
| 40 | II-2-3- الأدوات المشتقة                                   |
| 45 | II-3- الأهداف الرئيسية للأدوات المالية واستخداماتها       |
| 45 | II-3-1- الأهداف الرئيسية للأدوات المالية المشتقة          |
| 45 | II-3-2- استخدامات الأدوات المالية المشتقة                 |
| 46 | <b>III- مؤشرات الأسواق المالية: الماهية وآليات البناء</b> |
| 46 | III-1- تعريف مؤشرات الأسواق المالية                       |
| 46 | III-2- أساليب بناء مؤشرات الأسواق المالية                 |
| 47 | III-3- استخدامات المؤشرات في الأسواق المالية              |
| 49 | <b>IV- أساسيات التحليل الفني للأسواق المالية</b>          |
| 49 | IV-1- ماهية التحليل الفني                                 |
| 49 | IV-1-1- تعريف التحليل الفني                               |
| 49 | IV-2-1- فرضيات التحليل الفني                              |
| 50 | IV-3-1- مزايا وعيوب التحليل الفني                         |
| 51 | IV-2- مداخل التحليل الفني                                 |
| 51 | IV-2-1- المؤشرات الفنية                                   |
| 51 | IV-2-2- الخرائط                                           |
| 54 | IV-3-2- حجم التداول                                       |
| 54 | IV-4-2- اتجاهات السعر                                     |

|    |                                                                                                                            |
|----|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 55 | IV-2-5- مستويات الدعم والمقاومة                                                                                            |
| 55 | IV-3- أدوات التحليل الفني                                                                                                  |
| 55 | IV-3-1- مؤشر متوسط حركة تقارب الانحراف ماكد (MACD)                                                                         |
| 56 | IV-3-2- مؤشر القوة النسبية (RSI)                                                                                           |
| 56 | IV-3-3- مؤشر متذبذب (Stochastic)                                                                                           |
| 57 | خلاصة الفصل                                                                                                                |
|    | <b>الفصل الثالث: قياس أثر خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي على الأسواق المالية خلال الفترة (يناير 2016 - ديسمبر 2016)</b> |
| 59 | تمهيد                                                                                                                      |
| 60 | I- خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي: إشكالات ومداخلات                                                                     |
| 60 | I-1- استفتاء البريكست (Brexit)                                                                                             |
| 62 | I-2- تداعيات خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي                                                                             |
| 62 | I-2-1- على المدى القصير                                                                                                    |
| 65 | I-2-2- على المدى الطويل                                                                                                    |
| 68 | I-3- الخروج البريطاني من الاتحاد الأوروبي: سلبيات وإيجابيات                                                                |
| 68 | I-3-1- إيجابيات البريكست على بريطانيا                                                                                      |
| 69 | I-3-2- سلبيات البريكست على بريطانيا                                                                                        |
| 71 | I-3-3- سلبيات البريكست على الاتحاد الأوروبي                                                                                |
| 72 | I-3-4- إيجابيات البريكست على الاتحاد الأوروبي                                                                              |
| 72 | I-4- شكل العلاقة المستقبلية بين بريطانيا والاتحاد الأوروبي                                                                 |
| 75 | II- تحليل مكونات أسواق الأوراق المالية المدروسة                                                                            |
| 75 | II-1- نشأة وتطور أسواق الأوراق المالية المدروسة                                                                            |
| 76 | II-2- تعريف أسواق الأوراق المالية المدروسة                                                                                 |
| 77 | II-3- المؤشرات العامة لأسواق الأوراق المالية المدروسة                                                                      |
| 78 | III- التحليل الفني لتقلبات الأسواق المالية المدروسة                                                                        |
| 78 | III-1- التحليل الفني لتقلبات مؤشر السوق المالي البريطاني (FTSE100)                                                         |



|     |                                                                                                                                 |
|-----|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 79  | III-2- التحليل الفني لتقلبات مؤشر السوق المالي الفرنسي (CAC40)                                                                  |
| 80  | III-3- التحليل الفني لتقلبات مؤشر السوق المالي الألماني (DAX)                                                                   |
| 81  | III-4- التحليل الفني لأزواج العملات                                                                                             |
| 81  | III-4-1- التحليل الفني لزوج العملات الجنيه الاسترليني مقابل الدولار                                                             |
| 82  | III-4-2- التحليل الفني لزوج العملات اليورو مقابل الدولار الأمريكي                                                               |
| 84  | IV- دراسة قياسية لأثر تقلبات مؤشر السوق المالي البريطاني على المؤشرات الأوروبية الرائدة خلال الفترة: (يناير 2016 - ديسمبر 2016) |
| 84  | IV-1- تقديم اختبارات الإستقرارية والسكون لدى السلاسل الزمنية                                                                    |
| 88  | IV-2- التحليل الوصفي لسلاسل أسعار إغلاق مؤشرات الأسواق المالية المدروسة                                                         |
| 91  | IV-3- دراسة الإستقرارية لدى سلاسل أسعار إغلاق مؤشرات الأسواق المالية المدروسة                                                   |
| 92  | IV-4- اختبار درجة التكامل المتزامن للأسواق المالية المدروسة                                                                     |
| 103 | IV-5- مناقشة نتائج الدراسة القياسية                                                                                             |
| 104 | خلاصة الفصل                                                                                                                     |
| 106 | الخاتمة العامة                                                                                                                  |
|     | المراجع                                                                                                                         |
|     | الملاحق                                                                                                                         |

## \* قائمة الجداول \*

| رقم الجدول : | عنوان الجدول :                                                                          | الصفحة : |
|--------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|----------|
| 01           | دوافع انضمام مختلف الدول إلى الاتحاد الأوروبي                                           | 08       |
| 02           | مقارنة بين العقود الآجلة والمستقبليات والمبادلات والخيارات                              | 43       |
| 03           | تطور الأحداث بعد البريكست                                                               | 67       |
| 04           | الفرص المحتملة لبريطانيا خارج الاتحاد الأوروبي                                          | 73       |
| 05           | نتائج اختبارات الإستقرارية للسلسلة مؤشرات الأسواق المالية المدروسة                      | 91       |
| 06           | نتائج تقدير معايير اختيار رتبة النموذج الملائم لسلسلة المؤشرات الأسواق المالية المدروسة | 93       |
| 07           | اختبار التكامل المشترك بين (FTSE100) و (CAC40) و (DAX)                                  | 94       |
| 08           | نتائج اختبار السببية                                                                    | 95       |
| 09           | نتائج علاقة انحدار التكامل المشترك بين (FTSE100) و (CAC40)                              | 96       |
| 10           | نتائج اختبار استقرارية البواقي et                                                       | 97       |
| 11           | نموذج تصحيح الخطأ (ECM)                                                                 | 98       |
| 12           | اختبار علاقة التكامل المشترك بين (DAX) و (FTSE100)                                      | 99       |
| 13           | نتائج علاقة انحدار التكامل المشترك بين (DAX) و (FTSE100)                                | 100      |
| 14           | نتائج اختبار استقرارية البواقي et                                                       | 101      |
| 15           | نموذج تصحيح الخطأ (ECM)                                                                 | 102      |

## \* قائمة الأشكال \*

| رقم الجدول : | عنوان الشكل :                                                                                  | الصفحة : |
|--------------|------------------------------------------------------------------------------------------------|----------|
| 01           | مكونات أسواق المال                                                                             | 30       |
| 02           | خرائط المنحنى                                                                                  | 52       |
| 03           | نموذج العمود                                                                                   | 53       |
| 04           | نموذج الشموع اليابانية                                                                         | 53       |
| 05           | رسم لحجم التداول                                                                               | 54       |
| 06           | تطور المؤشرات الأسواق المالية الرائدة في الاتحاد الأوروبي                                      | 64       |
| 07           | تطور أسعار العملات الجنيه واليورو والدولار                                                     | 65       |
| 08           | رسم بياني لمؤشر السوق المالي البريطاني (FTSE100)                                               | 79       |
| 09           | رسم بياني لمؤشر السوق المالي الفرنسي (CAC40)                                                   | 80       |
| 10           | رسم بياني لمؤشر السوق المالي الفرنسي (DAX)                                                     | 81       |
| 11           | رسم بياني لزوج العملات الجنيه الإسترليني مقابل الدولار الأمريكي                                | 82       |
| 12           | رسم بياني لزوج العملات اليورو مقابل الدولار الأمريكي                                           | 83       |
| 13           | تطور أسعار إغلاق مؤشر سوق المالي البريطاني (FSTE100) خلال الفترة<br>(يناير 2016 – ديسمبر 2016) | 88       |
| 14           | تطور أسعار إغلاق مؤشر سوق المالي الفرنسي (CAC40) خلال الفترة<br>(يناير 2016 – ديسمبر 2016)     | 89       |
| 15           | تطور أسعار إغلاق مؤشر سوق المالي الألماني (DAX) خلال الفترة<br>(يناير 2016 – ديسمبر 2016)      | 90       |
| 16           | سلسلة البواني et                                                                               | 97       |
| 17           | سلسلة البواني et                                                                               | 101      |

## \* قائمة الملاحق \*

| رقم الملحق : | عنوان الملحق :                                                                          | الصفحة : |
|--------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|----------|
| 01           | نتائج اختبارات الاستقرارية للسلسلة ومؤشرات الأسواق المالية المدروسة                     | 118      |
| 02           | نتائج تقدير معايير اختيار رتبة النموذج للملائم لسلسلة المؤشرات الأسواق المالية المدروسة | 122      |
| 03           | إختبار التكامل المشترك بين (FTSE100) و (CAC40) و (DAX)                                  | 123      |

\* قائمة الرموز المختصرات \*

|              |                                                        |
|--------------|--------------------------------------------------------|
| <b>EEC</b>   | European Economic Community                            |
| <b>EECO</b>  | European Economic Cooperation Organization             |
| <b>ECSS</b>  | European Community for Coal and Steel                  |
| <b>WTO</b>   | World Trade Organization                               |
| <b>CECA</b>  | Communauté européenne du charbon et de l'acier         |
| <b>CED</b>   | Communauté européenne de défense                       |
| <b>NIESR</b> | National Institute of Economic and Social Research     |
| <b>HM T</b>  | Her Majesty's Treasury                                 |
| <b>OCDE</b>  | Organisation for Economic Co-operation and Development |
| <b>EEA</b>   | European Economic Area                                 |
| <b>MACD</b>  | Moving Average Convergence Divergence                  |
| <b>RSI</b>   | Relative Strength Index                                |
| <b>EAEC</b>  | European American Enterprise Council                   |
| <b>EFTA</b>  | European Free Trade Association                        |
| <b>AELE</b>  | Association européenne de libre-échange                |
| <b>SNA</b>   | System National Accountsgroup                          |

# المقدمة العامة

تميزت العلاقة البريطانية - الأوروبية قبل الاستفتاء البريطاني على مغادرة الاتحاد الأوروبي، بحالة يمكن وصفها بـ "عدم الارتياح المتبادل" أو "علاقة يغزوها الشك"؛ القائمة على تاريخ طويل من عدم الثقة، وعدم الانسجام في التوجهات والرؤى بين بريطانيا والجماعة الأوروبية، وبخاصة مع الدولتين الكبيرتين في الاتحاد؛ ألمانيا وفرنسا، فقصة انضمام بريطانيا إلى السوق الأوروبية المشتركة؛ كانت بنفس قدر درامية سيناريوهات خروجها المطروح من الاتحاد الأوروبي.

حيث لم تكن بريطانيا متحمسة يومًا لعملية التكامل والاندماج الأوروبي؛ إذ لم تكن بين الدول الست التي وقعت على اتفاقية روما لتأسيس المجموعة الاقتصادية الأوروبية عام 1957 (ألمانيا، فرنسا، إيطاليا، هولندا، بلجيكا، ولوكسمبورغ)؛ بل نأت بنفسها عنها، وتأخر انضمامها إليها حتى عام 1973 بعد أن عارضت فرنسا طلب انتسابها مرتين .

كما عرقل الموقف البريطاني استكمال الاندماج الأوروبي في عدة محطات، فعلى ما يبدو أن مشكلة بريطانيا تتمثل في أنها تريد أن تكون جزءًا من أوروبا، دون أن تكون عضوًا حقيقيًا وفاعلًا فيها. ولطالما اعتبرت بريطانيا نفسها، ولا سيما المحافظين فيها، دولةً أطلسيَّةً أكثر منها أوروبية، متخذة سياسة اقتصادية وخارجية أكثر قربًا من الولايات المتحدة. لكن ذلك لم يمنعها من التطلع لتحقيق مصالح كبرى سياسية واقتصادية من خلال الانضمام للاتحاد الأوروبي من ناحية، والاستمرار في تأدية دورها التاريخي في منع هيمنة فرنسية - ألمانية مشتركة على القرار الأوروبي، من ناحية أخرى.

رئيسة وزراء بريطانيا خلال الثمانينيات، مارجريت ثاتشر، لخصت علاقة بريطانيا بأوروبا من خلال قول "لا" ثلاث مرات في جلسة لمجلس العموم عام 1990، فتاريخيا لم يكن حزب المحافظين من المؤمنين بفكرة الاندماج الكامل في أوروبا أو كياناتها السياسية مثل الاتحاد الأوروبي، على الرغم من أن زعيم المحافظين التاريخي وينستون تشرشل كان من الذين يؤمنون بأن حل المشاكل الأوروبية لن يكون سوى بإقامة وحدة كاملة.

ومنذ التوقيع على اتفاقية ماستريخت المؤسسة للاتحاد الأوروبي عام 1992، تعالت في بريطانيا أصوات تتساءل عن مستقبل العلاقة مع الاتحاد الأوروبي. وعلى الرغم من الضغوط التي مورست على رؤساء الحكومات البريطانية المتعاقبين خلال العقدين الماضيين لتنظيم استفتاء حول عضوية بريطانيا في الاتحاد، فإن أحدًا لم يرضخ لهذا الطلب. ووقع التحول الجوهري عندما عاد المحافظون إلى الحكم بعد غياب استمر 13 عامًا، إذ طرحت حكومة رئيس الوزراء الجديد حينها، ديفيد كامرون، في عام 2010 فكرة الاستفتاء المعطل، فقد وعد بأن أية اتفاقية أوروبية تعطي سلطات أكبر لبروكسل على حساب الدول الأعضاء يجب أن يتم التصديق عليها من خلال

التصويت أو استفتاء شعبي. ومع بداية عام 2013، ذهب كامبيرون خطوة أبعد عندما أعلن عزم حكومته إجراء استفتاء على البقاء أو الخروج من الاتحاد الأوروبي.

عندما وعد كامبيرون بإجراء استفتاء حول عضوية بلاده في الاتحاد الأوروبي، بدا واثقا من قدرة حكومته على إقناع البريطانيين باختيار البقاء، إلا أن جملة عوامل تفاعلت خلال السنوات الأخيرة وأدت إلى نتائج مغايرة. فقضية الهجرة واللجوء واستئثار قوة العمل القادمة من دول أوروبا الشرقية الأعضاء بفرص عمل البريطانيين، فضلا عن صعود قوى اليمين، كلها أدت دورًا رئيسًا في دفع جزء كبير من البريطانيين إلى التصويت لمصلحة العزلة والانكفاء.

فقرار خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي قد وضع مستقبل نموذج الاندماج الدولي موضع تساؤل كبير، إذا كان الاتحاد يوصف حتى وقت قريب، بالأكثر نجاحا.



## إشكالية الدراسة:

من هذا العرض الموجز وعلى ضوء ما تقدم تتبلور معالم الاشكالية التالية:

ما هو أثر خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي على الأسواق المالية في ظل التحولات الاقتصادية التي يعرفها العالم ؟

إلى جانب هذه الاشكالية العامة، ومن أجل تحقيق الغاية المحددة سالفاً للبحث محل الدراسة فقد حصرنا الموضوع محل الدراسة في التساؤلات التالية:

- ما هي أهم دوافع خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي ؟
- الخروج البريطاني من الاتحاد الأوروبي سلبات أم إيجابيات اقتصادية ؟
- بريطانيا والاتحاد الأوروبي، من المتأثر الأكبر من الخروج البريطاني ؟
- ماهي التداعيات الاقتصادية المحتملة وراء خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي؟
- ما هو شكل العلاقة المستقبلية التي ستربط ثاني اقتصاد في القارة الأوروبية وخامس اقتصاد في العالم بالاتحاد الأوروبي ؟

## فرضيات الدراسة :

نظراً لطبيعة ومحتوى الدراسة فقد تم إرفاق الإشكالية أعلاه بالفرضيات التالية:

- وجود علاقة ارتباطية مؤثرة بين خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي والأسواق المالية.
- هنالك تأثير سلبي لخروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي على أسواق المال الاتحاد الأوروبي.
- انتهاز بريطانيا أحد النموذجين النرويجي والسويسري مستقبلاً في علاقاتها مع الاتحاد الأوروبي.

## أهمية الدراسة :

- تكتسب هذه الدراسة أهميتها من عمق الجدل القائم حول هذا الموضوع حيث يعتبر من المواضيع التي هي محل إهتمام الدراسات والبحوث الحديثة التي قامت بها المؤسسات المالية ومراكز الأبحاث الدولية.
- من جهة أخرى تنبع أهمية الدراسة في طريقة تناولها للموضوع باستخدام الأساليب الكمية والقياسية.
- لذا فإن قلة البحوث والدراسات التي عالجت هذا الموضوع تعطي للبحث أهمية تجعله مدخلاً للمزيد من البحوث في هذا الاتجاه.

## أهداف الدراسة :

تهدف هذه الدراسة إلى توضيح العديد من الجوانب ذات العلاقة، بتحديد نوع العلاقة البريطانية - الأوروبية منذ 1945 وصولاً إلى الاستفتاء الذي قام به البريطانيون، والذي نتج عنه خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي، ومن ناحية أخرى تهدف هذه الدراسة إلى معرفة أثر هذا الخروج على مجموعة من الأسواق المالية من خلال التعرف على درجة تأثير مؤشر السوق المالي البريطاني على كل من المؤشرين السوق المالي الألماني والسوق المالي الفرنسي، ومحاولة المساهمة في إظهار استجابة المؤشرات المذكورة لديناميكية مؤشر السوق المالي البريطاني، باعتبار أن السوق المال البريطاني يعتبر الأكثر توتراً لنتائج الاستفتاء.

## دوافع اختيار الموضوع:

لقد تم اختيارنا لهذا للموضوع وفق اعتبارات عديدة منها:

- ميلنا وحبنا للاستطلاع وإكتشاف المواضيع الحديثة، إذ يعتبر هذا الموضوع حديث الساعة.
- حداثة الموضوع وبروزه على الساحة الاقتصادية الدولية.
- ميلنا إلى البحث في هذا الموضوع، نظراً لقلّة وشرح الدراسات باللغة العربية التي تناولته وأملنا أن تعطي هذه الدراسة شيئاً جديداً ولو بسيطاً في هذا الحقل من الدراسات وهذا للإثراء المكتبة.

## حدود الدراسة :

حددت دراسة الموضوع في إطارين مكاني وزماني، ففيما يخص الإطار المكاني رأينا أن نخص هذه الدراسة بمجموعة من الأسواق المالية في الاتحاد الأوروبي، فوقع اختيارنا على كل من السوق المالي البريطاني والسوق المالي الألماني والسوق المالي الفرنسي، أما الإطار الزمني فقد غطت الدراسة فترة من : (يناير 2016) إلى غاية : (ديسمبر 2016).

## - منهج وأدوات الدراسة :

لقد اقتضت طبيعة الدراسة وخصوصيتها استخدام المناهج المعتمدة في الدراسات الاقتصادية عموماً، وعليه اعتمدنا على المزج بين المنهج الوصفي التحليلي والمنهج التاريخي في الجانب النظري من خلال التطرق إلى أهم الأدبيات النظرية والتطبيقية المتعلقة بخروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي وأثرها على الأسواق المالية، أما الجانب التطبيقي فاستعمل المنهج التحليلي معتمدين على جمع المعطيات وتبويب البيانات الخاصة بالعينة المدروسة باستخدام التقنيات الإحصائية والوصفية، وحتى تكون هذه الأخيرة أكثر عمقاً وشمولية تم اختيار مؤشرات الأسواق المالية الرائدة في الاتحاد الأوروبي كعينة لتطبيق النماذج القياسية والمتمثلة في:

- التحليل الوصفي لسلاسل متغيرات الدراسة.
- دراسة الاستقرارية.
- اختبار علاقة التكامل المشترك ل **JOHANSEN**.
- اختبار علاقة التكامل المشترك **Engle-Granger**.
- تقدير نماذج تصحيح الخطأ **ECM**.

#### الدراسات سابقة :

في حدود علم الباحث تم تناول موضوع أثر خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي على الأسواق المالية في المقالات و الأبحاث التالية:

دراسة (Matthias Raddant (August 2016 بعنوان :

#### "THE RESPONSE OF EUROPEAN STOCK MARKETS TO THE BREXIT"

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على مدى استجابة أسواق المال الأوروبية للاستفتاء من خلال تحليل 428 سهم و مؤشرات الأسواق، وأسعار الصرف في كل من بريطانيا، ألمانيا، اسبانيا، فرنسا، وإيطاليا، وتحليل تغيرات ارتباط مؤشرات الأسهم، من خلال استخدام نموذج (GARCH) وتحليل ارتباط-التغيرات اليومية-عوائد مؤشر (FTSE) البريطاني مع مؤشرات 4 أسواق مالية أخرى باستخدام نموذج (DCC GARCH) وكذلك تحليل مدى تقلب الأسواق المالية باستخدام نموذج (UNIVARITE GARCH).

حيث أظهرت النتائج تذبذب في الأسواق المالية مباشرة بعد الاستفتاء وتأثير كبير نسبيا في بريطانيا مصحوبا بانخفاض أسعار الأسهم القطاعات المالية، لكن سرعان ما تعافت.

دراسة (Bob Cowell(June 2016 بعنوان:

#### " Brexit creates chasm between FTSE's winners and losers"

هدف الباحث من خلال هذه الدراسة إلى تحليل استجابة مؤشرات أسواق المالية لنتيجة الاستفتاء خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي، وتوصلت الدراسة إلى أن : مؤشر السوق المالي البريطاني ( FTSE100 ) عرف مرونة كبيرة عقب التصويت لصالح الخروج صاحبه تراجع مؤشر الشركات الرائدة ب (5.6%) في أول يومين من التداول بعد الاستفتاء مع انخفاض في الجنيه الإسترليني إلى أدنى مستوى له منذ عام 1985، كما وتوقعت الدراسة أن مستويات النشاط المؤسسي سيكون ضئيلا وإحتمال تباطؤ اقتصاد بريطانيا مستقبلا).

دراسة (Karel Lannoo)(September 2016) بعنوان:

### "EU Financial Market Access after Brexit"

يرى (K. Lannoo) أن BREXIT يعني خروج بريطانيا من سوق مالية موحدة، حيث توصلت الدراسة إلى: أن خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي سيكون له أثر واضح وسليبي على الخدمات المالية والتي تمثل (8 %) من GDP، فلندن تستضيف ما يقارب 358 مصرف، ونفس الأمر بالنسبة للاتحاد الأوروبي، كما وأن (1/3) صادراتها من الخدمات المالية والتأمين موجهة إلى الاتحاد الأوروبي.

كما تناولت الدراسة تحليل الامتيازات التي حظيت بها بريطانيا طوال فترة عضويتها والتي سوف تختفي نتيجة خروجها، اذ يستوجب على البنوك والمؤسسات المالية البريطانية التي مقرها في الاتحاد الأوروبي فصل عملياتها وتقسيم رأس المال ورسملة العمليات.

وفي الأخير توقع الباحث أثر البروكسيت على المدى الطويل سيكون سلبى لأن الاتحاد الأوروبي لن يتساهل مع بريطانيا للحصول على نفس المعاملة التي يتمتع بها باقي دول الأعضاء، كما يقترح التفاوض مع الاتحاد الأوروبي على اتفاق ثنائي كالشكل السويسري في التأمين.

دراسة (Jean HAMON)(Décembre 2016) بعنوان:

### "Et après ? Les enjeux du Brexit pour la Bretagne"

قام (J. HAMON) بتحليل وعرض أهم نتائج الدراسات التي تركز على النماذج الاقتصادية والإحصائية لتقييم أثر BREXIT على المتغيرات الاقتصادية الكبرى من (استثمارات، والأسواق المالية، والجنه الإستراتيجي، وأثره على مخاطر العملة ...) موضحا أهم التحديات التي تعترض الاقتصاد البريطاني، والحلول التي طبقها بنك إنجلترا المركزي لمواجهة صدمة السوق المالي.

كما و قام الباحث بتقديم و تحليل مجموعة الفرص المحتملة أمام بريطانيا كمجرد افتراضات في-انتظار ما ستسفر عنه نتائج المفاوضات - واقترحه العديد من النماذج التي بإمكان بريطانيا انتهاجها مستقبلا للحفاظ على علاقاتها مع الاتحاد الأوروبي.

دراسة (Moloney Niamh)(July 2016) بعنوان:

### "Financial services, the EU, and Brexit: an uncertain future for the city? "

قام (N. Moloney) بتحليل أثر BREXIT على قطاع الخدمات المالية والتي تحتل مركزا كبيرا في اقتصاد بريطانيا، وقد جاءت نتائج هذه الدراسة متفقة مع جميع الدراسات السابقة اذ توصلت الدراسة إلى نتيجة مفادها

أن البروكسيت أثر على الأسواق المالية بشكل عام والسوق المالي البريطاني بشكل خاص، وكذا منطقة اليورو من ناحية التحديات التي ستواجه بريطانيا للوصول إلى السوق الأوروبية المشتركة.

## - محتويات الدراسة :

للإجابة على إشكالية الدراسة واختبار الفرضيات، وللوصول إلى تحقيق أهداف الدراسة وإيضاح أهميتها اقتضت الضرورة تناول الموضوع في ثلاث فصول تحتتم بخاتمة عامة تتضمن ملخص عاما عن الموضوع متبوعا بأهم النتائج المتوصل إليها.

تم صياغة الفصل الأول من المبحث كمدخل عام للموضوع قيد الدراسة والمعنون بـ " التطور التاريخي لنشأة الاتحاد الأوروبي " والهدف منه إبراز أهم المحطات التي مر بها الاتحاد الأوروبي ومحاولة تحليل العلاقة البريطانية- الأوروبية قبل الاستفتاء البريطاني، أما الفصل الثاني فشمّل مختلف الأدبيات النظرية حول الأسواق المالية من خلال التطرق لماهيتها ومكوناتها، أهميتها ودورها في الاقتصاد الوطني وبالتركيز على التحليل الفني وأسسها وكيف يتم تتبع تطورات هذه الأسواق عن طريق مؤشرات أسعارها.

أما الفصل الثالث والأخير نتناول من خلاله قياس أثر خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي باستعراض تداعيات هذا الخروج بسلبياته وإيجابياته وإبراز أهم السيناريوهات المحتملة لشكل العلاقة المستقبلية بين هاذين الطرفين، والتعريف بمجموعة من أسواق الاتحاد الأوروبي ومؤشراته في بداية الفصل، لننتقل بذلك إلى التحليل الفني لمؤشرات أسواق المال الرائدة في الاتحاد الأوروبي، وأزواج العملات عقب التصويت البريطاني للخروج، وفي الأخير نتطرق إلى دراسة قياسية لأثر تقلبات مؤشر السوق المالي البريطاني على المؤشرات الأوروبية الرائدة خلال الفترة (يناير 2016 - ديسمبر 2016).

وفي الأخير توج هذا العمل بخاتمة عامة تضمنت أهم النتائج المتوصل إليها، كما نرجو أن نكون قد وفقنا في اختيار هذا الموضوع ودراسته، عسانا أن نفوز بأجري الاجتهاد والاصابة، وإن لم نكن فحسبنا أننا حاولنا والله من وراء القصد ..

# الفصل الأول

## تمهيد

يعتبر ظهور الاتحاد الأوروبي من أبرز مظاهر التعاون والشرابة بين الوحدات السياسية التي ظهرت بعد الحرب الباردة، وتمثل ذلك من أكثر معالم الانسجام الإقليمي في العلاقات الدولية لما له من آثار وتحولات على الصعيد الدولي. حيث شكل الاتحاد بتركيبته المؤسسية وأهدافه المتعددة منظومة أوروبية ذات وزن مؤثر على الساحة العالمية لما يمتلكه من مقومات اقتصادية وعسكرية واجتماعية.

إن الهدف من هذا الفصل هو دراسة التطور التاريخي لنشأة الاتحاد الأوروبي ومحاولة تحليل العلاقة البريطانية-الأوروبية قبل الاستفتاء البريطاني، وعلى هذا الأساس يتم معالجة هذه الدراسة في أربعة عناصر.

فقد خصصنا العنصر الأول لإبراز مختلف المحطات التي مر بها الاتحاد الأوروبي، والتي أفرزتها الفترات المتعاقبة التي عرفها النظام النقدي الدولي كمدخل عام للموضوع قيد الدراسة، لنضع بذلك الأرضية المناسبة لعرض أهم المراحل تكامل الاتحاد الأوروبي كعنصر ثاني.

أما في العنصر الثالث فقد تم تقديم النظام النقدي الأوروبي، وفي العنصر الأخير تم التطرق إلى البعد التاريخي والنظري للعلاقة البريطانية-الأوروبية باعتبارها علاقة مليئة بالشك وإنعدام الثقة.

## I- تحليل مراحل نشأة الاتحاد الأوروبي

لاشك أن الهدف من إقامة اتحاد أوروبي لم يكن بالأمر المستحدث، وإنما يمكن تتبع أصوله عبر السنوات الماضية بل وحتى عبر القرون الماضية - كما تجدر الإشارة بالذكر أن الاتحاد الأوروبي (الوحدة الأوروبية) كانت مجرد أفكار ومشاريع في بداية الأمر - حيث اعتبر العديد من الكتاب والمفكرين أن الوحدة الأوروبية هي مجرد تأملات فمنهم من تكلم عن الوحدة المستقبلية وآخرون عن الوحدة الحقيقية موجودة في مؤلفات الفلاسفة في القرن 18.

إن الحرب العالمية الثانية بأحداثها البشعة كانت أكبر حافز لأن تتخذ بعض الدول الأوروبية الخطوات العملية نحو الاتحاد الأوروبي وبالتالي نقل فكرة الاتحاد الأوروبي من عالم الأفكار إلى عالم الحقيقة.

### I-1- المبادرات السابقة لنشأة الجماعة الاقتصادية الأوروبية (EEC):

خلفت الحرب العالمية الثانية دمارا في معظم دول العالم خصوصا في أوروبا حيث دمرت معظم منشآتها الاقتصادية والصناعية كما أصيب جهازها الإنتاجي، وعليه أصبح إيجاد صيغة لعمل مشترك أمرا ضروريا وجب على كل الدول الأوروبية التعاون فيما بينها. ومن بين أهم أشكال التعاون ما يلي:

#### I-1-1- اتحاد البنيلوكس (BENELUX):

من بين منظمات التعاون الاقتصادي التي ظهرت في فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية هو اتحاد البنيلوكس "Benelux"، حيث عقدت كل من بلجيكا ولوكسمبورغ وهولندا اتفاقا جمركيا، إذ يعتبر أول تجربة تكامل اقتصادي ألغيت بموجبها الرسوم الجمركية بين الدول الثلاث.<sup>1</sup>

عقبه اتفاق البنيلوكس النقدي سنة 21 أكتوبر 1943 والذي دخل حيز التنفيذ في 1 جانفي 1948، كما وتم الاتفاق على تنسيق السياسات الاقتصادية بهدف تحقيق اتحاد اقتصادي في جويلية 1953 وحدث بموجبه السياسات الجمركية بين تلك الدول.

<sup>1</sup>: CVCE : Centre virtuel de la connaissance sur l'Europe, consulté le 21/12/2016 , à 19 :34 , sur [http://www.cvce.eu/obj/le\\_benelux-fr-3bc2b8e0-cb9a-4640-91a6d2cafb9c0cdc.html.page2](http://www.cvce.eu/obj/le_benelux-fr-3bc2b8e0-cb9a-4640-91a6d2cafb9c0cdc.html.page2).



وفي 3 فيفري 1958 حررت حركة انتقال الأفراد ورؤوس الأموال والبضائع والخدمات ...، وعليه دخل اتحاد البينلوكس الاقتصادي حيز التنفيذ سنة 1960.

### I-1-2- منظمة التعاون الاقتصادي الأوروبي (EECO):

أنشأت هذه المنظمة بتعاون عدد من الدول الأوروبية فيما بينها، بتنسيق جهودها من أجل إعادة بناء وإعمار أوروبا اعتمادا على مشروع مارشال الأمريكي، وبناءا على اجتماعات الخبراء الماليين تم التوقيع في أكتوبر 1948 على اتفاقية التعويضات متعددة الأطراف التي قامت بوضع معايير وخطة عمل لتوزيع المعونة الأمريكية بالرغم من أن المنظمة لم تكن مسئولة عن بناء تكامل إقليمي بالمعنى الدقيق، إلا أنها رمت إلى إيجاد تقارب في الخطط الوطنية للاستفادة من المساعدات الأمريكية، و عند استعراض أدوات هذا التعاون يظهر اهتمام هذه المنظمة بالتكامل من خلال:

- تكثيف الجهود من أجل إنشاء نظام متعدد الأطراف للمدفوعات، والعمل على تقليل قيود التجارة.
- دراسة إمكانية إقامة اتحادات جمركية و مناطق تجارة حرة، والعمل على تخفيض التعريفات الجمركية .
- المساهمة في تحقيق إستقرار العملات و سلامة أسعار الصرف.

وبتاريخ 14 ديسمبر 1960 تم التوقيع على اتفاقية تحولت بموجبها المنظمة إلى منظمة التنمية والتعاون الاقتصادي (EECO) بهدف تحقيق أكبر قدر من النمو لأعضائها وللدول النامية، ورفع مستويات المعيشة والحفاظة على الاستقرار النقدي، ونمو الاقتصاد العالمي، وتنشيط التجارة العالمية.

ضمت هذه المنظمة بجانب أعضاء التعاون الأوروبي كلا من كندا والولايات المتحدة الأمريكية ثم استراليا ونيوزلندا واليابان والمكسيك، كما وانضمت جمهورية التشيك في 1995 وبلغاريا وبولونيا وكوريا الجنوبية في 1996 وسلوفاكيا في 2000.<sup>1</sup>

### I-1-3- الجماعة الأوروبية للفحم والصلب (ECSC):

في 5 ماي 1950 أدلى وزير الخارجية الفرنسي روبرت شومان (R.Schuman) بتصريح اقترح فيه وضع كامل الإنتاج الفرنسي والألماني من الفحم والفولاذ تحت سلطة عليا مشتركة في منظمة مفتوحة أمام مشاركة بلدان أوروبية أخرى وقد تم اختيار هاتين المادتين نظرا لأهميتهما الإستراتيجية في اقتصاد الدول في تلك الفترة، خاصة في مجال الصناعة والإنتاج الحربي، وقد رحبت ألمانيا بقيادة أديناو باقتراح شومان الذي وجدت فيه الفرصة

<sup>1</sup> : عادل بلجيل ، " التجربة الأوروبية في التعاون و التكامل الاوروي " ، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة الحاج لخضر - باتنة - ، 2007 ، ص25.

المنتظرة لعودة ألمانيا إلى الساحة الأوروبي، كما أيدت الولايات المتحدة الأمريكية المشروع لأنها رأت فيه دمج ألمانيا في العالم الحر، وقد وافقت دول "Benelux" وإيطاليا التفاوض على قاعدة تصريح شومان، أما الحكومة البريطانية فقد رفضت فكرة سلطة أوروبية متمتعة بسلطات أعلى من السلطات المحلية، إضافة إلى رفضها أي توحيد جمركي قد يؤثر على علاقتها ببلدان الكومنولث.

وبتاريخ 20 جوان 1950 بدأت المفاوضات الهادفة للإنشاء مجموعة الفحم والصلب بباريس تحت رئاسة جون موني (Jean Monnet)، انتهت بتوقيع معاهدة المجموعة الأوروبية للفحم والصلب CECA في باريس 18 أبريل 1951 من طرف ستة دول هي فرنسا، ألمانيا، هولندا، بلجيكا، لوكسمبورغ، إيطاليا، وقد حدد يوم 25 جويلية 1953 موعد بدء تنفيذ الاتفاقية .

كما وتهدف هذه المعاهدة إلى إنشاء سوق مشتركة في الفحم والصلب بدءاً من إلغاء الرسوم الجمركية على الواردات والصادرات والتخلص من القيود التجارية، الممارسات المناهضة للمنافسة والدعم الذي تقدمه الدول وكذلك تطوير سياسات مشتركة لصناعات الفحم والصلب.<sup>1</sup>

وبذلك فإن معاهدة باريس ستوفر لفرنسا عاملاً لوضع حد إلى الأبد للحروب الفرنسية الألمانية.<sup>2</sup>

وقد حققت مجموعة الفحم والصلب نجاحاً كبيراً، من خلال الزيادة في حجم التبادل فاق كل التوقعات كما أن المشاريع نشطت متكيفاً مع المتطلبات الجديدة للسوق، كما أنهت نظام السعر المزدوج، وأزالت الحواجز الجمركية أمام بيع الفحم والصلب فيما بين الدول الستة الموقعة على المعاهدة.

## I-2- معاهدة روما وأهدافها:

### I-2-1- معاهدة روما:

إن النجاح الذي حققته المجموعة السابقة شجع الدول على تعميم الوحدة على كافة أوجه النشاط الاقتصادي في إطار سوق أوروبية مشتركة وقد تزعم هذه الدعوة دول "Benelux"، بتقديمها اقتراح للدول

\* Jean Monnet: رئيس قسم التخطيط في الحكومة الفرنسية وأحد مستشاري شومان، وهو صاحب فكرة CECA التي طرحها شومان، ويعد روبرت شومان الأب الروحي للاتحاد الأوروبي .

\* بلدان الكومنولث : وهو عبارة عن اتحاد مكون من 52 دولة جميعها من ولايات الإمبراطورية البريطانية سابقاً باستثناء موزمبيق و رواندا.

<sup>1</sup> : رقية غربي ، " السياسة الخارجية في المسار التكميلي لأوروبا "، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم السياسية ، كلية الحقوق و العلوم الساسية، جامعة محمد خيضر -بسكرة-، 2011/2012، ص 60.

<sup>2</sup>: أنس المرزوقي، "مراحل بناء الاتحاد الأوروبي"، دراسات و أبحاث قانونية، الحوار -المتنمذ، العدد 4333، 2014/01/13، موقع الاطلاع :

<http://www.ahewar.org/debat/show.art.asp?aid=395593>

الأعضاء الأخرى في المجموعة هدفه تعميم التجربة، وقد استجابت الدول الأعضاء لهذه الدعوة وعقد مؤتمر بإيطاليا في جويلية 1955 لدراسة الاقتراح.

كما دُعيت إليه بريطانيا إلى جانب الدول الستة، إلا أن بريطانيا سرعان ما انسحبت من المؤتمر أما أعضاء مجموعة الفحم والصلب فقد أكدوا عزمهم على مواصلة سعيهم نحو التكامل الاقتصادي.<sup>1</sup>

انتهت المفاوضات بتوقيع معاهدة روما في 25 مارس 1957 التي أنشأت الجماعة الأوروبية (EC)، حيث تم بموجبها إنشاء هئتين، جماعة الطاقة الذرية (EAEC) والتي تعرف بالاسم المختصر أوراتوم Euratom و الجماعة الاقتصادية الأوروبية (EEC) أو السوق الأوروبية المشتركة، وقد كان الدمج بين كل من الطاقة الذرية و السوق المشتركة مهما لقبولهما معا خاصة من قبل فرنسا و ألمانيا، فبالنسبة لألمانيا فان الهدف الأساسي بعد تعاضد قوتها الاقتصادية كان إنشاء السوق المشتركة لتصريف صادراتها ولم تكن مهتمة بالدرجة نفسها بموضوع الطاقة الذرية، أما فرنسا فكانت مدركة لتفوق الصناعات الألمانية، وبالتالي إمكانية حصولها على نصيب أكبر من فوائد السوق المشتركة إلى جانب رغبتها في تطوير برنامجها للطاقة الذرية، ودخلت معاهدة روما حيز التنفيذ ابتداء من أول جانفي 1958.<sup>2</sup>

## I-2-2- أهداف معاهدة روما:

نصت المعاهدة على تحقيق الأهداف التالية :<sup>3</sup>

- إلغاء الحواجز الجمركية، ووضع تعريف جمركية موحدة.
- التنسيق بين السياسات المالية والاقتصادية.
- العمل على إيجاد سياسات مشتركة في الزراعة والنقل.
- السماح بحرية الحركة للعمال و الشركات و البضائع و الخدمات.
- إيجاد مناخ اقتصادي مناسب لعمل السوق المشتركة من خلال إنشاء صندوق اجتماعي أوروبي لدعم فرص العمل، وإنشاء بنك استثماري لتسهيل التوسع الاقتصادي للجماعة.

طيلة هذه المدة ظلت بريطانيا خارج الجماعة الاقتصادية الأوروبية بسبب رغبتها في عدم المساس بسيادتها كدولة، وأنشأت بالمقابل الرابطة الأوروبية للتجارة الحرة (EFTA) عام 1960، والتي ضمت إلى جانب إنجلترا

<sup>1</sup>: رقية غربي، مرجع سابق، ص 60.

<sup>2</sup>: رقية غربي، المرجع نفسه، ص 61.

<sup>3</sup>: مخلد عبيد المبيضين، "الاتحاد الأوروبي كظاهرة اقليمية متميزة"، الأكاديميون للنشر والتوزيع، عمان- مقابل البوابة الرئيسية للجامعة الأردنية، الطبعة الأولى، 2012، ص

كل من السويد، الدانمارك، النرويج، سويسرا، البرتغال والنمسا ، إلا أن الرابطة الأوروبية للتجارة الحرة لم تحقق ما حققته السوق الأوروبية المشتركة لعدم توافر أحد أهم مقومات التكامل الناجح وهو التقارب الجغرافي.

وعليه فإن النجاحات التي بدأت تحققها الجماعة الأوروبية، قد دفعت بريطانيا آنذاك إلى إعادة النظر في موقفها تجاه الجماعة ، و ذلك للاستفادة من الأسواق الواسعة في إطار السوق المشتركة، وبسبب الخوف من العزلة الأوروبية بالبقاء خارج الجماعة، فقدمت طلبها الأول للعضوية في أوت 1961، ومعها كل من الدانمارك والنرويج وإيرلندا، استمرت المفاوضات لمدة عامين إلى أن أصدر الرئيس الفرنسي ديغول (Ch.Degaulle) قراره برفض عضوية بريطانيا باستخدام الفيتو، مما أسفر عن تجمد الطلبات الأربع (بريطانيا الدانمارك والنرويج وإيرلندا).<sup>1</sup>

إن رفض فرنسا لانضمام بريطانيا كان ناتجا عن تخوفها من منافسة بريطانيا لها داخل الجماعة، وكذلك بسبب العلاقات الخاصة بين بريطانيا وأمريكا من جهة، وتوتر العلاقات الفرنسية الأمريكية من جهة أخرى وتخوف ديغول من تزايد النفوذ الأمريكي داخل الجماعة عن طريق بريطانيا .

أعادت الدول الأربعة التقدم بطلب الانضمام عام 1967، ورفضت فرنسا مرة أخرى هذه الطلبات ولم يتم قبولها إلا بعد استقالة الرئيس ديغول ومجيء الرئيس بومبيدو (Pompidou) الذي ألغى الفيتو الفرنسي على إنضمام بريطانيا إلى المجموعة، وقد كان هدفه من ذلك إحداث التوازن داخل الجماعة بسبب تصاعد القوة الألمانية.

وعليه وقعت الدول الأربعة معاهدة الانضمام في جانفي، لكن نتيجة الاستفتاء الشعبي الذي قامت به النرويج في سبتمبر 1972 رفض الشعب النرويجي الانضمام إلى المجموعة الأوروبية بنسبة (53.3%) من الأصوات ضد الانضمام، وبذلك انضمت كل من بريطانيا والدانمارك وإيرلندا إلى السوق الأوروبية المشتركة رسميا ابتداء من أول جانفي 1973 ليصبح عدد دول المجموعة تسعة أعضاء.

### I-3- دوافع الانضمام إلى الجماعة الاقتصادية الأوروبية:

اقتصرت عضوية الجماعة الاقتصادية في البداية على ست دول فقط هي ألمانيا، فرنسا، إيطاليا بالإضافة إلى دول "Benelux"، لتتحول الجماعة الأوروبية إلى تسعة دول بانضمام كل من بريطانيا والدانمارك سنة 1973، وخلال الثمانينيات صعدت عضوية الجماعة إلى اثنتي عشر دولة بانضمام دول الجنوب بدءا باليونان سنة

<sup>1</sup> :رقية غربي، مرجع سابق، ص 62.

1981، تم البرتغال واسبانيا سنة 1986، لتتوسع عضوية الجماعة خلال التسعينيات إلى خمسة عشر عضوا بانضمام كل من السويد وفنلندا والنمسا سنة 1995.

ولعل من أبرز دوافع انضمام هذه الدول موضحة في الجدول رقم (01) أدناه:

**الجدول رقم (01-01): دوافع إنضمام مختلف الدول إلى الاتحاد الأوروبي**

| الدول:  | دافع الانضمام:                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
|---------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| ألمانيا | وجدت ألمانيا الجانب الايجابي من تواجدها في الاتحاد الأوروبي أفضل من البقاء خارجها، إذ يمكنها من إعادة جزء من السيادة التي فقدتها كما أنه يمكن لها من النهوض بنشاطها الاقتصادي لأنها تملك عنصر المعرفة وفعلا ساهم انضمامها إلى السوق ارتفاع نسبة صادراتها من المنتجات الصناعية داخل الاتحاد الأوروبي.       |
| فرنسا   | رأى "مونييه" أن فرنسا التي خرجت ضعيفة بعد الحرب العالمية الثانية، لا تستطيع أن تنهض وحدها من دون التعاون مع الدول الأوروبية الأخرى. وعليه فان انضمامها سيساهم في فتح أسواق الجماعة الأوروبية أمام منتجاتها، خاصة الزراعية منها حيث كان لقطاعها الزراعي وزن اقتصادي واجتماعي كبير.                          |
| إيطاليا | إن انضمام إيطاليا إلى الجماعة الأوروبية، هو بمثابة فرصة لتصحيح أوضاعها الاقتصادية ، مستفيدة بذلك من إنشاء صندوق النقد الاجتماعي الذي روعي فيه مساعدة إيطاليا وخاصة جزئها الجنوبي المتخلف والذي يعاني من تدهور المعيشة وانتشار البطالة و انخفاض الأجور، مما أدى إلى انتقال العمالة الإيطالية إلى دول أخرى . |
| بلجيكا  | ما ميز بلجيكا في فترة الخمسينيات هو صناعة الفحم والفولاذ، وعليه يعتبر إنشاء الاتحاد الأوروبي للفحم والصلب فرصة أمام بلجيكا لتوسيع صادراتها من الفحم والفولاذ بالإضافة إلى إنشاء صناعات جديدة تعزز                                                                                                          |

|                                                                                                                                                                                                                           |                |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------|
| نموها الاقتصادي.                                                                                                                                                                                                          |                |
| كانت مندمجة اقتصاديا مع بلجيكا، إلا أنها شعرت أن وجودها في مجتمع أوروبي كبير يؤمن كيانها باعتبارها دولة صغيرة، بالإضافة إلى محاولة التخلص من المشاكل التي كانت موجودة بينها وبين شريكها في البنيلاكس.                     | لوكسمبورغ      |
| كانت مهتمة بما توفره السوق الأوروبية من حوافز للنهوض بصناعاتها ومنافذ لمنتجاتها الزراعية بالإضافة إلى محاولة استغلال البنية الهيكلية (خاصة ميناء روتردام) لرفع معدلات تشغيل طاقات النقل التي لم تكن مستعملة بالكامل.      | هولندا         |
| رأت بريطانيا أن الاستمرار في بعدها عن الجماعة الأوروبية سوف يفقدها الميزة التنافسية، إذ كان من المهم أن تحافظ على مركزها في سوق الجماعة الأوروبية لكونها من أهم الأسواق أمام منتجاتها.                                    | بريطانيا       |
| كان انضمامها مصاحبا لانضمام بريطانيا و التي كانت سوقا هامة لها، كما وجدت في الجماعة سوقا واسعة لفائض انتاجها الزراعي الذي يعادل ضعف استهلاكها المحلي، بالإضافة إلى إمكانية النهوض بقطاعها الصناعي على المدى البعيدة.      | الدانمارك      |
| رأت باقي الدول المتبقية الجانب الايجابي لدعم ديمقراطيتها ولتحديثها اقتصاديا على حد سواء، كما مثلت الصناديق الاجتماعية والإقليمية للجماعة مصدرا هاما لتدعيمها ومساعدتها على تحديث نشاطها الزراعي وتعزيز قدرتها التنافسية . | الدول المتبقية |

المصدر : من إعداد الطالبة

" لن تصنع أوروبا دفعة واحدة ، ولا وفقا لخطة عامة واحدة، بل ستبنى من خلال انجازات ملموسة تخلق أولا تضامنا واقعيًا " بهذه الكلمات تنبأ إعلان شومان - بدقة- بالطريقة التي تحولت بها الجماعة إلى الاتحاد الذي نراه اليوم ، إذ تطورت المؤسسات والصلاحيات خطوة بخطوة، بناء على الثقة المكتسبة من نجاح الخطوات السابقة للتعامل مع المسائل التي بدا أن السبيل هو التعامل معها بالعمل المشترك .

## II- مراحل تكامل الاتحاد الأوروبي

يعتبر الاتحاد الأوروبي من أهم تجارب التكامل الاقتصادي، إذ ظهرت الحاجة الملحة له بعد انتهاء الحرب العالمية الثانية، والتي كانت المحفز الأول للتفكير في إقامة نوع من التكتل والتعاون بين دول القارة.

### II-1- الاتحاد الجمركي (Customs Union):

يمكن القول أن أولى مراحل تكامل الاتحاد الأوروبي هي إقامة اتحاد جمركي والذي تزامن مع إنشاء الجماعة الاقتصادية الأوروبية، متضمنا ضرورة إلغاء التعريفات الجمركية وكل القيود الكمية المفروضة على الصادرات والواردات بين الدول الأعضاء، وكذلك إلغاء كل الإجراءات والتي يمكن أن يكون لها تأثير مماثل، بالإضافة إلى إنشاء تعريف جمركي موحدة للدول الغير أعضاء، وعليه تعتبر هذه المرحلة البداية الفعلية لإقامة اتحاد جمركي بمعناه الحقيقي (حيث أن الشكل الأولي لهذا الاتحاد كان مقصورا فقط على قطاع إنتاجي محدد هو الفحم والصلب).

كما تجدر الإشارة بأنه تم وضع جدول زمني لانتهاء من إقامة الاتحاد الجمركي خلال مرحلة انتقالية تبدأ في الأول من جانفي 1958 وتنتهي في 31 ديسمبر 1969. حيث يتحدد معدل الخفض المتدرج للرسوم الجمركية على السلع لكل دولة وفقا لأوضاعها وظروفها الخاصة وأصبح الأمر ساريا حتى إعلان الجماعة بانتهاء الفترة الانتقالية.

لقد حقق الاتحاد الجمركي نجاحا استفادت منه جميع الدول المشاركة فيه، فخلال الفترة الممتدة من جانفي 1958 ( تاريخ دخول اتفاقية الجماعة الاقتصادية الأوروبية حيز التنفيذ ) وحتى نهاية 1972 تضاعف حجم التجارة بين الدول المجموعة والعالم الخارجي ثلاث مرات، بينما تضاعف حجم تجارتها البينية لنفس الفترة تسع مرات، ويفسر هذا النمو والازدهار الاقتصادي إلى اتساع السوق الناجم عن إزالة العوائق الجمركية والغير الجمركية وإنخفاض التكلفة الذي شجع بدوره على زيادة الاستثمارات مما أدى إلى زيادة حجم الأنشطة الاقتصادية ومعدلات التوظيف، وبالتالي زيادة مستويات الدخل الوطني.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> :عادل بلجيل ، مرجع سابق، ص36.

## II-2- السوق الأوروبية المشتركة (European Common Market):

انتقلت الجماعة الأوروبية من إقامة اتحاد جمركي إلى ما هو أوسع منه بالعمل على توفير متطلبات إقامة سوق مشتركة، و هي المعاهدة الثانية التي أفرزتها معاهدة روما.

هدفها الأساسي هو تأسيس اتحاد أبدي بين شعوب أوروبا و ذلك بتوحيد اقتصادياتها ثم سياساتها تجاه العالم الخارجي، بالإضافة إلى تحسين مستوى المعيشة و شروط العمل، وتحقيق الرفاهة الاقتصادي ثانيا.

### II-2-1- مبادئ السوق الأوروبية المشتركة:

وتتمثل مبادئ السوق الأوروبية المشتركة فيما يلي: <sup>1</sup>

- حرية مرور البضائع.

- حرية انتقال الأشخاص و الخدمات ورؤوس الأموال:

من خلال منع أي تمييز بين العمال من أعضاء الجماعة مبني على الجنسية تجاه عمال الدول الأعضاء الأخرى.

- إتباع سياسة زراعية مشتركة:

صاحب إنشاء سوق مشتركة، وضع سياسة زراعية مشتركة تتمثل في تنمية الكفاية الإنتاجية للزراعة الأوروبية وضمان مستوى معيشي عادل للعاملين فيها، وتوفير المنتجات الزراعية للمستهلكين بأسعار معقولة وتحقيق إستقرار للأسواق.

- رسم سياسة مشتركة للنقل:

نظرا للدور الذي يقوم به النقل في عملية الإنتاج ولأنه عاملا في تحديد نفقة الإنتاج وبالتالي فهو جزء من تكاليف المنتجات، كان لابد من رسم سياسة مشتركة للنقل تشمل مختلف أوجه النقل وقد أعدت اللجنة عام 1967 اقتراحا يتبنى بموجبه المجلس مبادئ عامة تشمل كل أوجه النقل المشتركة، ولكن وجد أن هذا الأسلوب غير ممكن من الناحية السياسية (لأن الاتحاد لم يكن قد وصل إلى مرحلة متقدمة من التكامل تسمح له بالنفوذ إلى

<sup>1</sup>: لجنة جديد، "السوق الأوروبية المشتركة و السوق العربية المشتركة تشابه المقدمات و اختلاف النتائج"، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلاقات الدولية، كلية الاقتصاد، جامعة تشرين، 2004، ص 15.



الأسواق ونشر أسعار وشروط النقل تكون مرضية لجميع الأطراف) لذلك اتجه الرأي إلى تقديم اقتراحات محددة قدمت للمجلس، تتيح له الوصول إلى بعض الحلول الوسط عن طريق التنازلات التبادلية.

- سيادة المنافسة الحرة:

ساهم إلغاء كل من الرسوم الجمركية على الواردات وإلغاء القيود الكمية على الصادرات والواردات بين دول السوق وإتباع تعرفه جمركية موحدة تجاه العالم الخارجي إلى تحقيق منافسة حرة في السوق المشتركة.

كما نصت معاهدة روما مجموعة من المبادئ، تشترط عدم قيام الحكومات أو المشروعات بأعمال من شأنها تقييد المنافسة.

- العمل على تنسيق السياسات الاقتصادية والنقدية والتجارية.

## II-3- السوق الداخلية:

حددت محكمة العدل الأوروبية في حكم شهير أصدرته عام 1982 معنى السوق المشتركة، معرفة إياها ( بمجموعة الإجراءات الرامية إلى استئصال كل ما يعوق عمليات التبادل الحر، التي تستهدف دمج الأسواق الوطنية لدول الجماعة في سوق واحدة توفر الشروط الضرورية التي تجعلها أقرب ما تكون إلى السوق الداخلية) وعليه فإن السوق المشتركة ماهي إلا مرحلة أولى من مراحل السوق الموحدة.

رغم ما حققته السوق المشتركة إلا أن العوائق أمام تحرك عوامل الإنتاج كانت لا تزال قائمة حينها ، إذ طالب البرلمان الأوروبي خلال 1983 و1984 بتعديل اتفاقية روما بهدف إضفاء مزيد من الصبغة فوق القومية وبناء على دراسات أجرتها لجان فنية أعدت بقيادة جاك ديلاور كتاب أبيض تضمن 300 إجراء تستهدف إقامة السوق الموحدة في 1992 حيث أقر المجلس الأوروبي في لوكسمبورغ القانون الأوروبي الموحد والذي تم توقيعه في 28 فيفري 1986.<sup>1</sup>

وتنفيذا لهذا القانون وضعت خطة دايلور في فيفري مجموعة من الإصلاحات شملت كل من إصلاح السياسة الزراعية المشتركة، كذا إصلاح وميزانية الجماعة الأوروبية بإدخال أكبر قدر من الانضباط وتأمين موارد ذاتية للجماعة تتوافق مع الأهداف المحددة لسنة 1992.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> : جهاد عودة، " السياسة الدولية و الاستراتيجية علم الإدارة الدولية : البناء التحني للعلاقات الدولية " ، دار الزمان للطباعة والنشر والتوزيع ، دمشق، بدون طبعة 2014، ص239.

<sup>2</sup> : جهاد عودة، المرجع نفسه، ص240.

ومن جهة أخرى عقدت الجماعة الأوروبية اتفاقية شنجن في 19 جوان 1990 بغرض تحقيق حرية تنقل الأشخاص داخل الاتحاد الأوروبي، ليصبح قيد التنفيذ في 26 مارس 1995، كما و اقر مجلس الوزراء في 1 جانفي 1989 ما يسمى بالسياسة الهيكلية.

### III- النظام النقدي الأوروبي (European Monetary System)

سعت الدول الأوروبية إلى تعزيز وحدتها الاقتصادية وجعلها أكثر قوة وصلابة في مواجهة التطورات الاقتصادية الدولية، بتحقيق درجة عالية من التكامل يركز بشكل أساسي على توحيد السياسة النقدية من خلال إنشاء نظام نقدي أوروبي يتمثل في خلق عملة موحدة وسلطة نقدية مركزية.

#### III-1- نشأة النظام النقدي الأوروبي وأهدافه:

##### III-1-1- نشأة النظام النقدي الأوروبي:

لقد بدأت الدول الأوروبية التفكير في إنشاء النظام النقدي الأوروبي في أواخر الستينيات عقب المشاكل العديدة التي واجهها النظام النقدي، ففي نوفمبر 1969 أعلنت الدول الست الموقعة لمعاهدة روما عن رغبتها في إقامة اتحاد اقتصادي ونقدي، كما تم تشكيل لجنة برئاسة رئيس الوزراء لوكسمبورج في ذلك الوقت، والذي عرف بتقرير " وارنر " WERNER، والتي أوصت بإنشاء اتحاد نقدي أوروبي على عدة مراحل تتراوح بين 7- 10 سنوات.<sup>1</sup>

وقد حالت أزمات الصرف العالمية دون ذلك ، فقبل البدء بتطبيق توصيات اللجنة، وفي أوت 1971 أعلنت الولايات المتحدة الأمريكية قرارها الخطير بوقف تحويل الدولار إلى ذهب، وبسبب استفحال أزمة النظام النقدي الدولي بعد الصدمة النفطية الأولى عام 1976، وما أدت إليه من تراجع في أسعار المحروقات ودخول الاقتصاد العالمي في مرحلة من الركود، وكان على الأوروبيين انتظار عام 1978 ليتم الاتفاق على خلق نظام نقدي أوروبي بدأ العمل به في جويلية 1979 بإنشاء وحدة النقد الأوروبي الايكو (ECU).<sup>2</sup>

#### III-1-2- أهداف النظام النقدي الأوروبي:

ومن بين أهم أهداف النظام النقدي الأوروبي:<sup>3</sup>

<sup>1</sup> هويدا شوقي أبو العلا أحمد، " العلاقات الأمريكية الأوروبية بعد 11 سبتمبر 2001 " ، المكتب العربي للمعارف، القاهرة، الطبعة الأولى، 2015 ، ص 67.

<sup>2</sup> يحيى سعاد ، تقييم مسار عملية التكامل لدول الخليج العربي و الآثار المترتبة على اصدار عملة خليجية موحدة ( من خلال دراسة تجربة الاتحاد الأوروبي ) ، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية وعلوم التسيير ، 2012/2013، ص 38.

<sup>3</sup> يحيى سعاد، المرجع نفسه، ص 38.

- الحد من الأزمات النقدية التي قد تتعرض لها الدول الأعضاء، ومن تم تتاح الفرصة لدول الاتحاد الأوروبي لتحقيق أهدافها الاقتصادية وخلق كيان اقتصادي يحقق نوع من التوازن النقدي العالمي مقابل الدولار الأمريكي.
- إيجاد دور فعال للعملة الأوروبية اليورو على المستوى الدولي.
- إتباع سياسة نقدية موحدة في الاتحاد الأوروبي بالتوازي مع السياسة التجارية والزراعية المشتركة في الاتحاد الأوروبي.
- خلق سوق مالي أوروبي واسع يقوم على أساس موحد.
- خلق مزيد من الشفافية في الأسعار والتكاليف وزيادة المنافسة، ورفع معدلات النمو.

### III-2- اليات النظام النقدي الأوروبي :

ويتكون هذا النظام من العناصر التالية:

- وحدة النقد الأوروبية ECU.
  - آلية ضبط سعر الصرف العملات الأوروبية.
  - آليات الائتمان.
- آلية ضبط سعر الصرف العملات الأوروبية :

أنشأت آلية أسعار الصرف عام 1979، وها هنا مجددا تنحت بريطانيا جانبا في البداية لتنظم عام 1990 بضمن أعلى مما ينبغي، ومن دون الخبرة المكتسبة على مدى العقد السابق من التعاون.

وفي سبتمبر 1992، أجبر اضطراب العملات الحكومة البريطانية عل سحب الجنيه من آلية أسعار الصرف فيما صار معروفا باسم "الأربعاء الأسود" مما جعل التكامل النقدي موضوعا مقلقا بالنسبة للسلطة البريطانية.

وتقوم هذه الآلية على ثلاث ركائز أساسيات:<sup>1</sup>

- الركيزة الأولى: تتحرك أسعار الصرف العملات الأوروبية صعودا و هبوطا حول القيمة المركزية للمارك الألماني في نطاقين، النطاق الأول في حدود (2.25%)، والنطاق الثاني في حدود (6%) حول القيمة المركزية للمارك، وهو النطاق الأوسع، علما أنه في سنة 1993 تم توسيع النطاق الثاني إلى (15%) لجميع العملات.

<sup>1</sup> :بوشول سعيد، " مقتضيات الاتحاد النقدي لدول مجلس التعاون الخليجي و اثاره على اقتصاديات الدول الخليجية "، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير ، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة ، ص 103.

- الركيزة الثانية: هي اعتماد وحدة النقد الأوروبية كمرجع معياري لأسعار الصرف، وإستخدامها كوسيلة لتقييم الالتزامات والحقوق الناجمة عن التدخل في الأسواق المالية للمحافظة على إستقرار أسعار صرف عملات دول الجماعة الاقتصادية الأوروبية في حدود  $(\pm 2.25\%)$ .
- الركيزة الثالثة: تتطلب أن لا تعدل أسعار الصرف المركزية التي تحدد علاقة كل عملة بوحدة النقد الأوروبية (ايكو) إلا باتفاق دول الجماعة، وقد تم الاتفاق على هذه الآلية من جانب محافظي البنوك المركزية لكل من بلجيكا والدانمارك وأيرلندا ولكسمبورغ و هولندا وإيطاليا في مارس 1979، على أن يكون الهامش المسموح به  $(\pm 2.25\%)$ ، باستثناء إيطاليا التي سمح لها بأن يكون الهامش مرتفعاً في حدود  $(\pm 6\%)$ ، ثم عدل على المستوى السابق فيما بعد.<sup>1</sup>
- آليات التسهيلات الائتمانية:<sup>2</sup>

يسمح بموجبها لبعض الدول الجماعة التي تعاني مشاكل اقتصادية، بالاقتراض من الصندوق النقد الأوروبي الذي أنشئ لهذا الغرض وذلك من أجل الحفاظ على أسعار صرف عملاتها، ومعالجة اختلال موازين مدفوعاتها، ويتخذ الاقتراض من الصندوق واحد من الأشكال الثلاثة التالية:

- تسهيلات الائتمان قصيرة الأجل (1.5 شهر الى 3 أشهر) وهي غير مشروطة.
- دعم نقدي قصير الأجل، و يمثل فيفي تقديم مساعدات نقدية للدول التي تعاني عجزاً مؤقتاً في ميزان المدفوعات وهو عادة لمدة ثلاثة أشهر إلى تسعة أشهر.
- المساعدة المالية متوسطة الأجل، وقد رصد لهذه المساعدات مبلغ 11 مليار إيكو.
- وحدة النقد الأوروبية:<sup>3</sup>

تعتبر وحدة النقد الأوروبية من العناصر الأساسية التي يقوم عليها النظام النقدي الأوروبي كوحدة نقد تدور حولها باقي العملات المحلية للدول الأعضاء، وعلى الرغم من أن وحدة نقد الأوروبية الايكو لم تستخدم بعد في شكل عملة ورقية أو في شكل قطع حيث تعتبر وحدة حسابية، معدنية إلا أنها من الناحية العملية تتمتع بجميع خصائص النقود يتم استخدامها كوحدة للحساب والتبادل والاحتياطي بين البنوك المركزية كما أنها تستخدم منذ نشأتها في إصدار السندات ومنح القروض.

<sup>1</sup> : بوشول سعيد، مرجع سابق، ص 104.

<sup>2</sup> : عبد العزيز برنه، "تقلبات أسعار الصرف و انعكاساتها على الميزان التجاري"، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2016.

<sup>3</sup> : ماجدة مدوخ، "النظام النقدي الأوروبي"، مجلة الواحات للبحوث و الدراسات، العدد 3، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة عمار ثليجي، الأغواط، 2008، ص 14.

ولقد تم تغيير اسم وحدة النقد الأوروبية من الإيكو إلى اليورو وذلك في عام 1996 بناء على اقتراح من ألمانيا وتم إطلاق العملة الجديدة اليورو في التعامل مع بداية عام 1999.

### III-3- معاهدة ماستريخت (Maastricht):

من أجل تفعيل مخطط WERNER ومواصلة مسيرة الوحدة النقدية الأوروبية، وقع وزراء خارجية الجماعة الاقتصادية الأوروبية في مارس 1992 بمدينة ماستريخت الهولندية معاهدة جديدة للوحدة الأوروبية شملت كل من بلجيكا، فرنسا، اليونان، لكسمبورغ، أيرلندا، ألمانيا، إيطاليا، البرتغال، إسبانيا، بريطانيا، هولندا، الدانمارك.<sup>1</sup> كما وأدخلت بنود هذه المعاهدة الجديدة تعديلات جوهرية على معاهدة روما، التي نشأت بموجبها الجماعة الاقتصادية الأوروبية.<sup>2</sup>

### III-3-2- مراحل الانتقال إلى العملة الموحدة :

وتم الإقرار على ثلاثة مراحل للوصول إلى العملة الموحدة وهي:

#### - المرحلة الأولى : (1990/07/1 – 1993/12/31):

وركزت فيها الدول الأعضاء على الوصول إلى درجة عالية من التقارب في السياسات الاقتصادية والنقدية باجتناح حدوث عجز مفرط في موازنتها العامة أو زيادة كبيرة في الديون الحكومية.<sup>3</sup>

#### - المرحلة الثانية: (1994/1/1 – 1998/12/31):

ثم من خلالها إنشاء المعهد النقدي الأوروبي ليعوض لجنة البنوك المركزية والصندوق الأوروبي للتعامل النقدي، كما تم اللجوء إلى مراقبة متعددة الأطراف لمدى تقيد الدول الأوروبية بالمخططات المشتركة تحضيرا للانتقال النهائي إلى العملة الموحدة.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> : يحيى سعاد ، مرجع سابق ، ص 43.

<sup>2</sup> : حسين عمر ، " التكامل الاقتصادي أنشودة العالم المعاصر " ، دار الفكر العربي ، القاهرة، الطبعة الأولى، 1998، ص 154.

<sup>3</sup> : مصطفى كامل ، " العملة الأوروبية الموحدة و انعكاساتها على واقع المصارف العربية مع التركيز على حال مصر " ، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية ، العدد الثالث والعشرون، 2009، ص 7.

<sup>4</sup> : يحيى سعاد ، مرجع سابق ، ص 46.

- المرحلة الثالثة : (1999/1/1):

وتبدأ هذه المرحلة مع بداية عام 1999، بتثبيت أسعار صرف العملات الدول المشاركة في النظام النقدي بصورة نهائية وغير قابلة للتعديل وصاحب ذلك الإعلان عن ميلاد وحدة النقد الأوروبية الجديدة، كما تم إنشاء النظام الأوروبي للبنوك المركزية لدول الأعضاء، بإشراف البنك المركزي الأوروبي، الذي يمثل السلطة النقدية فوق القومية.<sup>1</sup>

هذا و جدير بالذكر أن المادة (6) من معاهدة ماستريخت قد غيرت إسم الجماعة الاقتصادية الأوروبية CEE إلى الجماعة الأوروبية CE وتميل جميع الإصدارات الرسمية للأجهزة التنظيمية للجماعة الأوروبية إلى اصطلاح الاتحاد الأوروبي UE باعتبار أن الاتحاد هو أعلى درجات التكامل.<sup>2</sup>

III-3-2- معايير الانضمام إلى منطقة اليورو:

تم وضع مجموعة من المعايير للانضمام إلى منطقة اليورو، وهي معايير لازمة وملزمة يستوجب استقائها وبيان هذا المعايير فيما يلي: <sup>3</sup>

- المعيار الأول : ( معيار جعل موارد الدولة حقيقية فعلية مناسبة لتغطية إنفاقها):

وينص هذا المعيار على ألا يزيد عجز الموازنة العامة للدولة عن (3%) من الناتج المحلي الإجمالي للدولة.

- المعيار الثاني: (معيار يتعلق بالقدرة على خدمة الدين):

وينص هذا المعيار على ألا يتجاوز الدين العام (60%) من الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة.

- المعيار الثالث: ( معيار المحافظة على توازنات المكاسب التي حققتها الدولة):

وينص هذا المعيار على أن لا يتجاوز معدل التضخم (3%) سنوياً.

- المعيار الرابع: ( معيار نقدي ائتماني حاكم و متحكم في عمليات الاستثمار):

<sup>1</sup> : ماجدة مدوخ، مرجع سابق، ص 14.

<sup>2</sup> : يحيى سعاد، مرجع سابق، ص 35.

<sup>3</sup> : محسن أحمد الخضيرى، "اليورو - الاطار الشامل و الكامل للعملة الأوروبية الوحيدة -"، مجموعة النيل العربية، القاهرة، الطبعة الأولى، 2002، ص 83.

وينص على ألا تزيد أسعار الفائدة في الأجل الطويل عن (7.5%) سنوياً.

- المعيار الخامس: (وهو معيار زمني ترجيحي):

أن يتم دراسة طلب انضمام الدولة لليورو خلال فترة عامين، يبدأ حسابها عند تقديم الطلب، ويتم خلالها دراسة ملف هذه العملة، وأوضاعها النقدية والائتمانية، فضلاً عن أوضاعها الاقتصادية العامة.

- المعيار السادس: (وهو معيار عملي فعلي):

أن تكون البنوك المركزية للدول الراغبة في الانضمام مستقلة تماماً عن السياسة النقدية.

وعليه فإن النظام النقدي الأوروبي يحتل مكانة هامة على الساحة الاقتصادية العالمية، ذلك أنه يركز على سياسات اقتصادية ومالية أكثر صرامة في ظل قرارات البنك المركزي الأوروبي والذي يتمتع بدرجة كبيرة من الاستقلالية والشفافية للمحافظة على الاستقرار المالي والاقتصادي لمنطقة اليورو.



#### IV- العلاقات البريطانية-الأوروبية: تاريخ من الشك وانعدام الثقة:

بالنظر إلى إخفاق بريطانيا في فهم قوة المسوغات مثل هذا الإصلاح الجذري - الاتحاد الأوروبي - كان ونستون تشرشل حالة استثنائية، إذ قال في كلمة له في زيروخ بعد نهاية الحرب بأقل من عام ونصف (علينا الآن أن نبني كيانا أشبه بالولايات المتحدة الأوروبية ... يجب أن تكون الخطوة الأولى الشراكة بين فرنسا وألمانيا مع بزمام المبادرة) لكن لم يكن إلا قليل من البريطانيين يفهمون تمام الفهم مسوغات إقامة جماعة جديدة وتشرشل نفسه لم يكن يرى ضرورة أن تكون بريطانيا - التي كانت آنذاك على رأس إمبراطوريتها، وتجمعها علاقة خاصة أقيمت حديثا مع الولايات المتحدة - عضوا في هذه الجماعة.

غير أن كثيرين لم يشاءوا انتقاص مزاياهم في أسواق أوروبا القارية وحرمانهم من المشاركة في اتخاذ القرارات المهمة المتعلقة بالسياسات، لذا فبعد الإخفاق في إقامة منطقة للتجارة الحرة سعت الحكومات البريطانية إلى الانضمام إلى الجماعة الأوروبية، ونجحت أخيرا عام 1973.

فيما لعب البريطانيون دورا قياديا في تطوير السوق المشتركة إلى سوق موحدة، ظلوا يفتقرون إلى الدوافع السياسية التي دفعت الدول المؤسسة وبعض الدول الأخرى إلى المضي قدما نحو صور أخرى من التكامل الأعمق. وعليه كان لا بد من فهم أهم دوافع الدولة البريطانية والتي مازالت، تؤثر على المواقف تجاه الاتحاد الأوروبي.

#### IV-1- مرحلة أن تكون عضوا في الجماعة الأوروبية أم لا:

لم تكن أبدا بريطانيا من أنصار الاندماج الأوروبي منذ انضمامها المتأخر في الجماعة الأوروبية، فلا هي ضمن منطقة اليورو ولا هي حتى ضمن إتفاقية شنغن.<sup>\*1</sup>

قبل فترة طويلة من عضوية بريطانيا أعرب مجموعة من السياسيين والقادة (خاصة فرنسا) عن شكوك بشأن مدى توافق مسار المملكة المتحدة - بريطانيا - مع مسار الاتحاد الأوروبي مرتين من قبل شارل ديغول ففي عام 1963 لجأ الجنرال شارل ديغول إلى الفيتو للمرة الأولى لاعتراض دخول المملكة المتحدة إلى جماعة الأوروبية، ومرة ثانية عام 1967 باعتبار أن بريطانيا تعتمد بشكل كبير في علاقاتها على الولايات المتحدة الأمريكية كما تصر وتهدف إلى علاقة خاصة معها هذا من جهة، ومن جهة أخرى أن دفاع بريطانيا عن مصالحها الزراعية ومصالح الكومونلوث أدى إلى تصعيب المفاوضات وتطويلها.<sup>2</sup>

<sup>\*1</sup> شنغن : هي اتفاقية وقعت عدد من الدول الأوروبية للسماح فيما بينها لإلغاء عمليات المراقبة والحدود فيما بينها.

<sup>2</sup> Christian Lequesne, la grande Bretagne et la construction européenne : anatomie d'une relation conflictuelle, « le Royaume-Uni : culture et identités », in Atala, n° 13, 2010, page 226.

## - إنضمام بريطانيا إلى الجماعة :

بعد إنضمام بريطانيا وفي سنة 1974 كان هارولد ويلسون قد خلف إدوارد هيث على رئاسة الوزراء، في أعقاب فوز حزب العمال في الانتخابات، وكان الحزب يزداد معارضة للجماعة الأوروبية يوما بعد يوم. وبعد إعادة تفاوض سطحية أصلت حكومة ويلسون باستمرار العضوية، وفي عام 1975 وافق عليها الناخبون بأغلبية اثنين إلى واحد.<sup>1</sup>

ومع وصول المحافظين بزعامه مارجريت إلى السلطة عام 1979، انفتحت جبهة توتر جديدة، حيث حاربت تاتشر بمقولتها الشهيرة " أريد استرجاع أموالى " - كما جاء على لسانها - بعرقلة الكثير من أعمال الجماعة الأوروبية حتى تضمنت التوصل الى اتفاق عام 1984 لتخفيض صافي مساهمة بريطانيا الكبيرة في ميزانية الجماعة.

## - بريطانيا والسوق الموحدة :

تولى جاك ديلور رئاسة المفوضية في جانفي 1985 وبوصفه واحدا من أنصار الفيدرالية على طريقة مونييه اشتملت قائمته القصيرة على مشروعات (سوق موحدة، عملة موحدة، سياسة دفاعية مشتركة، الصلاح المؤسسي) يمكن اعتبارها خطوات في اتجاه الفيدرالية، لكن تاتشر التي كانت معارضة لمشروعات العملة الموحدة والدفاع و الإصلاح المؤسسي، - كانت في الوقت نفسه ليبرالية اقتصادية شرسة - ترى السوق الموحدة تديرا مهما من تدابير تحرير التجارة.<sup>2</sup>

## - السياسة الزراعية :

ساندت تاتشر فكرة إزالة الحواجز الغير جمركية لتحرير الاقتصاد وحدها، كما أسدت خدمة للجماعة بترشيحها اللورد كوكفيلد - وزير تجارتها السابق صاحب الإمكانيات - مفوضا للعمل مع ديلور في المشروع. قدم ديلور وكوكفيلد المشروع إلى المجلس الأوروبي في جانفي 1985 وبالرغم من أن برنامج إلغاء التعريفات في الستينات أمكن النص عليه في المعاهدة، تطلب إلغاء الحواجز الغير جمركية برنامجا ضخما من تشريعات الجماعة الأوروبية باعتبار أن السوق الموحدة مبادرة ضخمة، وقد حققت نجاحا كبيرا إذ كان النصف الكبير من عقد الثمانينات فترة انتعاش اقتصادي في الجماعة.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> : جون بيندر وسالمون أشروود، مرجع سابق ، ص 27.

<sup>2</sup> : جون بيندر وسالمون أشروود، المرجع نفسه ، ص 29.

<sup>3</sup> : جون بيندر وسالمون أشروود، المرجع نفسه ، ص 66.

في سياق ذكر السوق المشتركة فإن السياسة الزراعية المشتركة كانت تقدم الدعم لأسعار المنتجات الرئيسية على المستويات التي يقرها مجلس وزراء الزراعة كما تم التطرق إليها سابقاً، مما عزز مدخولات المزارعين بفضل ارتفاع الأسعار التي يدفعها المستهلك، وبينما كان الوضع مقبولا في السنين الأولى للجماعة برزت توترات جديدة بمجرد انضمام بريطانيا إلى العضوية . فبفضل نموذج التجارة الحرة البريطاني كانت الأسعار هناك أقل بكثير، لذا كانت عضوية السياسة الزراعية المشتركة بمثابة ضربة قوية لها، قوامها ارتفاع أسعار المواد الغذائية، وارتفاع مستويات المساهمة البريطانية في الميزانية نتيجة رسوم الواردات على المواد الغذائية وانخفاض مقبوضاتها من الميزانية نتيجة صغر حجمها الزراعي.<sup>1</sup>

قدر لهذا الوضع أن يفجر معركة دامت خمس سنوات فبفضل تاتشر إبرام صفقة لمنح تخفيض سنوي لبريطانيا بلغت نحو ثلثي عشر مساهمتها الصافية واتخذت في الوقت نفسه خطوة لإصلاح السياسة الزراعية المشتركة.

#### - بريطانيا ومعاهدة ماستريخت :

لم تكن تاتشر مؤيدتا لمشروع العملة الموحدة والتي نصت عليها معاهدة ماستريخت إذ لم تنص فقط على اليورو والبنك المركزي الأوروبي بل نصت أيضا على إصلاحات مؤسسية و اختصاصات أخرى. وعلى الرغم من أن جون ميجور كان قد خلف السيدة تاتشر في رئاسة الوزراء معلنا نيته الانتقال إلى قلب أوروبا، فإنه أصر على عدم مشاركة بريطانيا في العملة الموحدة، ولضمان الموافقة على المعاهدة ككل، منح بريطانيا حق الانسحاب من كليهما.<sup>2</sup>

#### IV -2- أسباب بعد بريطانيا من الاتحاد الأوروبي :

حدد بولين شنابر (P. Schnapper) سبعة محاور متكررة للعلاقة المتناقضة بين كل من الاتحاد الأوروبي وبريطانيا منذ 1945 إلى يومنا هذا يمكن إجمال أهمها فيما يلي:

#### - دعم دون مشاركة :

بالرغم من أن تشرشل يعتبر أحد أهم مؤسسي فكرة الاتحاد الأوروبي إلا أن علاقة بريطانيا بالاتحاد الأوروبي هي علاقة استثنائية فبريطانيا لم يكن لديها أي خطط لتكون جزء فعلي من العضوية حيث أكدت رفضها مرتين من خلال رفضها الانضمام إلى كل من الجماعة الاقتصادية للفحم والصلب (CECA) والجماعة الأوروبية للدفاع (CED).

<sup>1</sup> :جون بيندر و سايمون أشروود، المرجع نفسه ، ص76.

<sup>2</sup> :جون بيندر و سايمون أشروود، المرجع نفسه ، ص34.

كما يصنف ( P. Schnapper ) هذا الوضع على أنه سوء فهم " البريطانيون يستمرون في التفكير بمصلحة الدولة القومية والوطنية والأفكار من مشاركة السيادة أو تجاوزها وعليه فان السبب الوحيد من دخول بريطانيا إلى العضوية و هو المصالح الاقتصادية " .

حث بعد انضمام بريطانيا إلى الجماعة الأوروبية شغلت حيز المشاهد للتطورات الحاصلة بعبارة أخرى دعم من دون مشاركة. ويتجلى هذا الأمر أيضا في معاهد ماستريخت حيث استفادت بريطانيا من بند استثنائي أتاح لها عدم الانضمام إلى العملة الموحدة.

#### - الأولوية للعلاقة مع الولايات المتحدة :

"العلاقة الخاصة " محور مهم بما أن بريطانيا تسعى لتطوير العلاقة بالولايات المتحدة، مع خطة مارشال فان الأميركيين يؤكدون اهتمامهم ببريطانيا والتي تتصور فكرة أنه من الآن فصاعدا على أي منظمة أوروبية أن تحتاج إلى دعم الولايات المتحدة، كما أوضح روبن هاريس ( Robin Harris ) أن العلاقة الخاصة تحتل مكاناً بالغ الأهمية في إعادة تشكيل الهوية البريطانية بعد الحرب العالمية الثانية.<sup>1</sup>

#### - عدم الثقة تجاه المعاهدات :

" عدم الثقة تجاه المعاهدات الدستورية ونصوص أخرى ملزمة، مثل معاهدة روما أو معاهدة ماستريخت يوضح طبيعة الدستور البريطاني " .<sup>2</sup>

فاللورد بيلوف يرى أن عدم الثقة راجع إلى بداية العلاقة التاريخية بين كل من بريطانيا وأوروبا ففي السابع والعشرين من نوفمبر عام 1967، وداخل قصر الإليزيه، قال الرئيس الفرنسي شارل ديغول أمام نحو ألف شخص من الدبلوماسيين وكبار رجال الدولة الفرنسية : إن بريطانيا تملك "كراهية متجذرة" للكيانات الأوروبية وحذر من أن فرض بريطانيا كعضو في السوق الأوروبية المشتركة سوف يؤدي إلى تخطيطه.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> : Adnan Bouachour, "Tony Blair, l'Europe et les relations anglo-américaines a` travers The Economist (mai 1997-mai 2005),» THESE pour obtenir le titre de DOCTEUR, Littératures. Université Rennes 2, 2012., page 128.

<sup>2</sup> : JuliePacoreI, "A l'heure de la construction d'une Constitution européenne, dans quelle mesure la presse entretient-elle l'europhobie en Grande-Bretagne ?," Mémoire de fin d'études, Institut d'Etudes Politiques, Université Lyon 2, 2003 -2004, page 11.

<sup>3</sup> : Adnan Bouachour , Op.cit., page 129.

هذا والجدير بالذكر على الرغم من إحجام بريطانيا على المعاهدات إلا أنها لم تتردد عندما تعلق الأمر بالتجارة الاقتصادية الحرة فعلى سبيل المثال مبادرة بريطانيا في إنشاء المنطقة التجارة الحرة I'AELE<sup>1</sup>. وبالتالي فان بريطانيا منذ 1945 إستمرت بسياسة أوروبية رامية إلى تعزيز التجارة الحرة وإنشاء سوق موحدة دون الأخذ بعين الاعتبار أنها ستكون مقترنة باتحاد اقتصادي ونقدي.

#### IV -3- أثر الأورو على الاقتصاد البريطاني :

إستفادت بريطانيا من قانون استثنائي (Option de retrait dans l'Union européenne) يتيح لها عدم المشاركة في منطقة الأورو وينسب عدم انضمامها الى منطقة الأورو إلى الأسباب سابقة الذكر.

ففي بداية 1999 مع ظهور الأورو، صدرت تخوفات للعديد من الخبراء تمثلت في الآثار الناتجة عن عدم الانضمام إلى منطقة الأورو على اقتصاد بريطانيا، والمتمثلة فيما يلي:<sup>1</sup>

- توقع تعرض الشركات الدولية المقيمة في بريطانيا لبعض الصعوبات والمتمثلة في فقدان هذه الشركات قدراتها التنافسية في الأسواق الأوروبية مع الشركات المقيمة في الدول الأعضاء في الاتحاد، حيث تتحمل الشركات المقيمة في بريطانيا تكاليف إضافية خاصة تلك المتعلقة بتكاليف أسعار الصرف.
- تخوف من إثارة العلاقات التجارية التي تربط الدول الأعضاء في الاتحاد النقدي والدول غير الأوروبية ومن آثاره اتجاه حركات رؤوس الأموال نحو اتجاه بريطانيا.
- تخوف من تراجع الاستثمارات الأجنبية المباشرة من بريطانيا، حيث يتوقع الخبراء على أن الدول الأعضاء للاتحاد النقدي الأوروبي سوف تكون جديرة بجلب الاستثمارات الأجنبية المباشرة ويكون ذلك على حساب حصص بريطانيا من هذه الاستثمارات ولاسيما تلك المتأتية من الولايات المتحدة الأمريكية وكندا واليابان، بعدما كانت هي المستفيدة الرئيسية من هذا النوع من الاستثمارات.

إن هذه التخوفات جعلت رجال الأعمال والسياسيين نحو تشجيع وتأيد إنضمام بريطانيا إلى منطقة الأورو، حيث قام حزب المحافظين البريطاني بتأييد الانضمام إلى الاتحاد النقدي الأوروبي، كما قام بالضغط على الحكومة البريطانية من أجل التعجيل في الانضمام إلى منطقة اليورو، وبعد إمضاء نصف عام من صدور الأورو، قامت نقابات العمال البريطانية بإصدار تقريراً مقرونًا بانخفاض معدل النمو الاقتصادي لبريطانيا بالمقارنة مع باقي دول الاتحاد، إذ يعد أضعف نمواً في أوروبا مصحوب بانكماش وإرتفاع البطالة إلى 400 ألف حالة سنوياً ولاسيما في قطاع الصناعة، بسبب عدم انضمامها إلى منطقة الأورو.

<sup>1</sup> : يحيى سعاد ، مرجع سابق ، ص 60.

وقامت الوحدة البريطانية التي تسمى بوحدة الاستعداد للأورو تابعة لوزارة المالية، بإصدار تقريراً يخطط إلى المراحل التي يتم فيها انضمام بريطانيا إلى منطقة الأورو: <sup>1</sup>

- المرحلة الأولى (القرار الحكومي في الانضمام إلى منطقة الأورو) :

يتوقف في المرحلة الأولى إختيار الانضمام إلى منطقة الأورو على أساس قرار تتخذه الحكومة البريطانية لوحدها.

- المرحلة الثانية (الاستفتاء الشعبي لتأييد الانضمام إلى منطقة الأورو) :

يجرى إستفتاء شعبي، بعد ثلاثة أشهر من صدور القرار الحكومي قصد تأييد الشعب.

- المرحلة الثالثة (إنضمام بريطانيا إلى منطقة الأورو بصفة رسمية):

طبقاً للنتيجة الإيجابية للاستفتاء الشعبي المؤيدة للانضمام إلى منطقة الأورو، يتم انضمام بريطانيا إلى منطقة الأورو بصفة رسمية وذلك بعد مرور خمسة أشهر من الإستفتاء الشعبي.

- المرحلة الرابعة (مرحلة الانتقال إلى الأورو):

يتم الانتقال إلى الأورو بعد ستة أشهر يتم في خلالها عرض الأسعار بعملتين الأورو والجنيه الإسترليني. وذلك بعد مرور بفترة تحويل تدوم لفترة 25 شهراً قبل تداول العملات الورقية والقطع النقدية للأورو في الأسواق.

وعليه كان واضحاً من تقرير الاستعداد للأورو على رغبة بريطانيا للانضمام إلى الاتحاد النقدي الأوروبي بصفة رسمية إلا أن جل هذه التصورات لم تتحقق بخروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي، وهذا ما سنتطرق إليه في الفصل الثالث.

<sup>1</sup> : يحيى سعاد، المرجع نفسه ، ص 61.

## خلاصة الفصل

من خلال هذا الفصل تم الوصول إلى أن قيام الاتحاد الأوروبي لم يأت وليد لحظة، بل تكون نتيجة روح من التضامن الفكري والعملية البناء، ومن أشكال الشراكة المحلية والمتعددة بين عدد من الدول الأوروبية عقب انتهاء الحرب العالمية الثانية، حيث بدأ بالتوقيع على اتفاقيات للتعاون في مجالات معينة، واتفاقيات من التجارة التفضيلية بإزالة العوائق التي تعترض انتقال وتنمية المنتجات المتداولة بين الأعضاء، والاستغلال الأمثل للموارد المتاحة، وإقامة اتحاد جمركي يخدم السلع المحلية في مواجهة تنافسية السلع المستوردة من خارج التكتل، مما سهل ذلك على تطوير فكرة تأسيس اتحاد اقتصادي تكاملي مبني على سياسات مالية واقتصادية كلية بصورة مستقلة، بما يعود بالنهاية على تنمية الناتج الإجمالي لكل دولة ويحسن مستوى الوضع الاقتصادي للأفراد والمؤسسات العامة والخاصة... وصولاً لمعاهدة (ماستريخت) في العقد الأخير من القرن الماضي، التي عززت كافة الجوانب الأمنية ومواجهة مختلف التحديات الخارجية التي تمس باستقرار منظومة الاتحاد الأوروبي.

وتبدو مشكلة بريطانيا أنها تريد أن تكون جزءاً من أوروبا، دون أن تكون عضواً حقيقياً فيها. فعندما اختار أعضاء الاتحاد الأوروبي الاشتراك في نظام موحد لتأشيرات الدخول (الشنغن)، رفض البريطانيون الانضمام.

وعندما تبنا اليورو كعملة موحدة لهم، اختار البريطانيون الاحتفاظ بال جنيه الإسترليني، والحفاظ على سلطة بنك إنجلترا المركزي في تحديد أسعار الفائدة، وعدم الخضوع لقرارات البنك المركزي الأوروبي في تحديد سعر الفائدة في منطقة اليورو.

مما سبق يمكن القول بأن بريطانيا رأت منافع من اتفاقية السوق المشتركة لكن ما لم تفهمه حينها أن الاتفاقية أيضاً أطلقت سياسة مشتركة أغرقت بريطانيا في الكيان الأوروبي المنمذج وهذا الأمر لطالما اعترضت عليه.

## الفصل الثاني



## تمهيد

تحتل الأسواق المالية مركزاً حيوياً في معظم دول العالم، حيث تلعب دوراً إستراتيجياً هاماً في تعبئة المدخرات وإعادة توظيفها من خلال تحويل فوائض الأموال من أصحاب الفائض الى أصحاب العجز اللذين لديهم فرص إستثمارية عبر الوسطاء الماليين.

إن التطور الاقتصادي مرتبط بشكل وثيق بوجود سوق مالي متطور ومزدهر، فهي بمثابة القلب النابض للإقتصاديات المعاصرة، وعليه أصبح موضوع الأسواق المالية في السنوات الأخيرة من الموضوعات الهامة، والتي نالت اهتمام كل من الدول النامية والدول المتقدمة على حد سواء.

انطلاقاً مما سبق يهدف هذا الفصل الى تعميق الجوانب النظرية حول الأسواق المالية.

## I - ماهية أسواق الأوراق المالية :

### I-1- تعريف السوق المالي :

**تعريف (1):** يؤخذ من مجموع آراء للباحثين الاقتصاديين أن السوق المالي ما هو "إلا تنظيم يجمع بين المقرضين والمقرضين معا بما يوفر الموارد المالية للمؤسسات والحكومات عند سعر معين ويحقق للمقرضين فرصة للحصول على عائد التنازل عن نقودهم".

**تعريف (2):** "وسيلة يلتقي خلالها المشترون والبائعون بغرض تداول الأصول المالية والنقدية".<sup>1</sup>

**تعريف (3):** "كل مكان أو حيز أو حتى إطار تنظيمي يلتقي فيه رؤوس الأموال من وحدات الفائض الى فئة وحدات العجز، عن طريق إصدار أدوات مالية لهذا الغرض، وتداول هذه الأدوات".<sup>2</sup>

### I-2- مكونات السوق المالي :

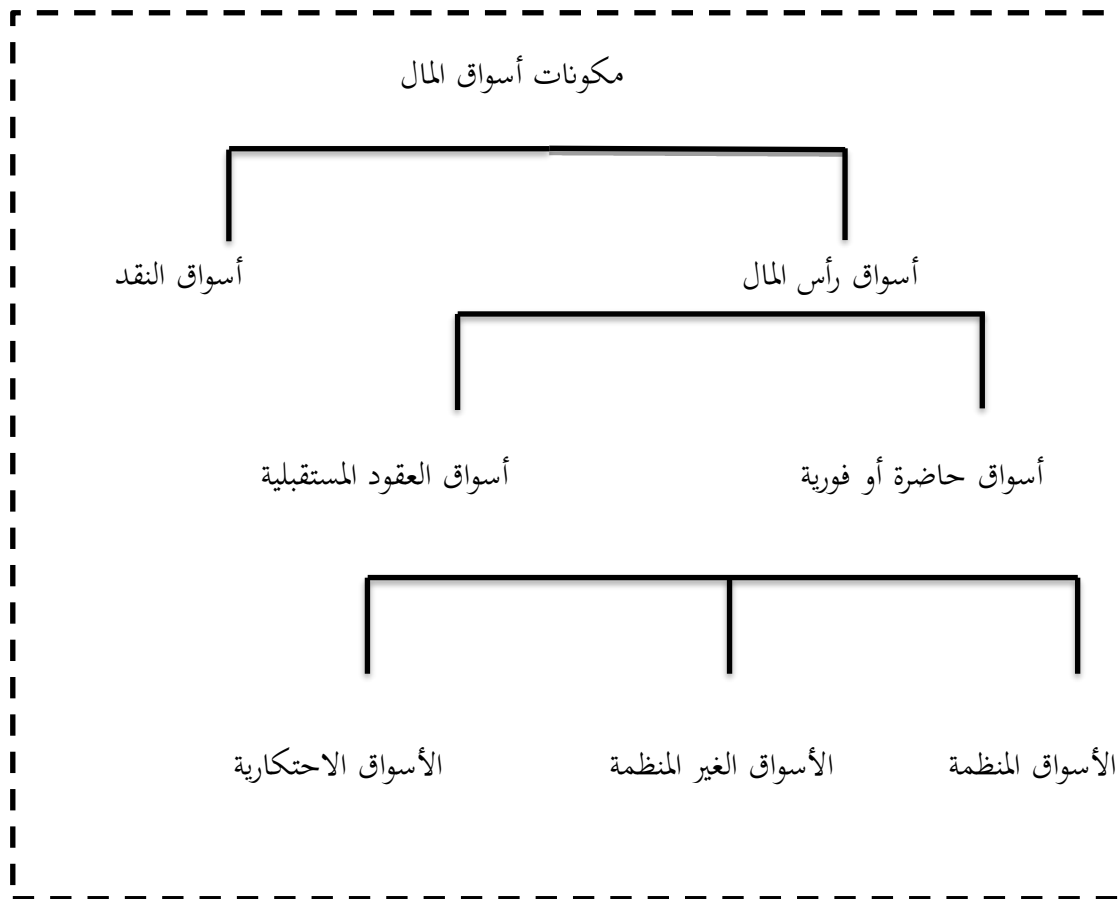
هناك العديد من التقسيمات للسوق المالي وأبرز هذه التقسيمات هو التقسيم الذي يجرئها إلى سوقين لكل منهما خصائصه وسياسته وهي:

- السوق النقدي (كما تسمى أيضا بسوق رؤوس الأموال قصيرة الأجل).
- السوق رأس المال (كما تسمى أيضا بسوق رؤوس الأموال متوسطة وطويلة الأجل).

<sup>1</sup> : بني عامر زاهر علي، "التصكيك و دوره في تطوير سوق مالية اسلامية"، عمان الدين للنشر ، عمان، الطبعة الأولى، 2009، ص18.

<sup>2</sup> : أحمد الفراس العوران ، " الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور اسلامي " ، المعهد العالمي للفكر الاسلامي ، الولايات المتحدة الامريكية ، الطبعة الأولى، 2012، ص 482.

شكل رقم (01-02) : مكونات أسواق المال



المصدر : عبد اللطيف مصيطفى، محمد بن بوزيان ، أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالية، الطبعة الأولى، بيروت - لبنان ، مكتبة الحسن العصرية ، 2015 ، ص14.

### I-2-1- السوق النقدي:

أولا : تعريف السوق النقدي:

**تعريف (1):** " السوق التي يتم فيها التعامل في أوعية قصيرة الأجل لا تزيد عن سنة وما يميزها انخفاض درجة المخاطرة فيها، ومن أهم المؤسسات التي تعمل في السوق النقدية نجد البنك المركزي والبنوك التجارية ".<sup>1</sup>

**تعريف (2):** " السوق الذي يتعامل في الأوراق قصيرة الأجل والتي تتمثل في أدوات دين أو صكوك مديونية مدون عليها مما يمكن حاملها أو لحائزها الحق في إسترداد مبلغ معين من المال سبق أن أقرضه لطرف آخر، وهذه الأدوات تكون قابلة للتداول كما أن تواريخ استحقاقها لا تزيد عن سنة".<sup>2</sup>

**تعريف (3):** " هو الشق الأول من السوق المالي، يتم فيه تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل، وذلك من خلال السماسرة والبنوك التجارية وبعض الجهات الحكومية التي تتعامل في تلك الأوراق".<sup>3</sup>

#### ثانيا : مكونات السوق النقدية :

تتكون السوق النقدية من سوقين أساسيين هما:<sup>4</sup>

أ. **سوق ما بين البنوك :** وهي تنظيم يجمع فيه المهنيين، ويتم التقاء عرض وطلب السيولة البنكية ولا يتكفل البنك المركزي في هذه السوق إلا عند ظهور إختلالات كبيرة في إحداث التوازن ويبقى دوره هو تنظيم هذه السوق ومراقبتها.

ب. **سوق المفتوحة:** وهي عبارة عن سوق نقدية مفتوحة لكل الأعوان الاقتصاديين اللذين يمتلكون سيولة "رؤوس أموال قصيرة الأجل" لكي يقدموها لأعوان آخرين هم بحاجة إليها، وعادة ما يتم التفاوض في هذه السوق على أدوات الخزنة وسندات الخزينة العمومية المتداولة وكذا سندات المؤسسات والهيئات المالية إضافة إلى شهادات الإيداع.

كما تجدر الإشارة الى أن تقسيم السوق النقدية قد يختلف من بلد إلى آخر حيث نجد في الولايات المتحدة مكونة من سوقين فرعيين هما:

<sup>1</sup> : دربال أمينة ، "محاولة التنبؤ بمؤشرات الأسواق المالية العربية باستعمال النماذج القياسية "، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير و العلوم التجارية ، جامعة ابي بكر بلقايد ، تلمسان، 2015، ص 9.

<sup>2</sup> : عبد اللطيف مصيطفى ، محمد بن بوزيان ، "أساسيات النظام المالي و اقتصاديات الأسواق المالية" ، مكتبة الحسن العصرية ، بيروت - لبنان -، الطبعة الأولى، 2014 ، ص 15.

<sup>3</sup> : بوكساني رشيد ، "معرفة أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها"، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة الجزائر ، 2006/2005، ص 42 .

<sup>4</sup> : دربال أمينة ، مرجع سابق ، ص 10.

- سوق الخصم.

- سوق القروض قصيرة الأجل.

## I-2-2- سوق رأس المال:

أولا : تعريف سوق رأس المال:

يوجد العديد من مفاهيم سوق رأس المال وسنستعرض هنا مجموعة من المفاهيم باعتبار أن كل منها يقدم إضافات جديدة:

**تعريف (1):** عرفها Eugene Brighan على " أنها أسواق الدين طويلة الأجل".<sup>1</sup>

**تعريف (2):** " هو السوق المختص بإبرام الصفقات ذات العلاقة بتوفير التمويل الاستثماري طويل الأجل عبر عرض الأسهم و السندات ".<sup>2</sup>

**تعريف (3):** "المكان أو السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية بأشكالها وأنواعها المختلفة (كالأسهم والسندات ...) وتنظمه قوانين وأنظمة ولوائح تضمن إتمام المبادلات بيعا وشراء بسرعة وسهولة وأمان".

وعليه ما يمكن استخلاصه من هذه التعريفات أن سوق رأس المال ما هو إلا نقطة التقاء بين الاستثمار طويل الأجل مع التمويل طويل الأجل أي التقاء بين عارضي رؤوس الأموال والطالبين لها وذلك بغية تعبئة وتسهيل تدفق الفوائض المالية نحو من لهم عجز مالي وفق شروط معنية من أجل المساهمة في التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

ثانيا : مكونات سوق رأس المال:

تنقسم سوق رأس المال إلى أسواق فورية وأسواق آجلة حيث تضم الأسواق الفورية كل من سوق الأولية المتمثلة في سوق الإصدار وسوق الثانوية المتمثلة في السوق المنظمة وغير المنظمة.

أما الأسواق الآجلة فهي الأسواق التي تتم فيها شراء وبيع الأوراق المالية على أن يتم تنفيذها في المستقبل.

<sup>1</sup> : سمير عبد الحميد رضوان حسن ، "المشتقات المالية و دورها في ادارة المخاطر " ، دار النشر للجامعات ، مصر، الطبعة الأولى ، 2005، ص24.

<sup>2</sup> : خالد محمد نصار ، " الية تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية " ، رسالة ماجستير ، كلية التجارة ، الجامعة الإسلامية ، غزة ، 2006 ، ص 34.

### • السوق الفورية أو الحاضرة :

وهي تلك السوق التي يتم فيها تداول الأصول المالية فوراً، بتسليم الأصول واستلام المبالغ حالا أو في مدة أقصاها ثلاثة أيام وهي بدورها تنقسم الى قسمين الأسواق الأولية والأسواق الثانوية.<sup>1</sup>

### • الأسواق الأولية :

السوق الأولية هي السوق التي تنشأ فيها علاقة مباشرة مع مصدر الورقة المالية ( السهم أو السند ) أو المكتتب الأول فيها، بمعنى آخر هي السوق التي تنشأ بين المقرض والمقترض نتيجة مبادلة المال السائل ( النقد) بمال ورقي (السهم أو السند )، وعليه فان السوق الأولية هي تلك السوق التي تتحول فيها المدخرات الخاصة الى استثمارات جديدة لم تكن قائمة من قبل.<sup>2</sup>

### • الأسواق الثانوية :

يقصد بالسوق الثانوية تلك السوق التي يجرى التعامل فيها على الأوراق المالية التي سبق إصدارها<sup>3</sup>، أي تداول الأوراق المالية التي سبق طرحها بعد استكمال إجراءات الاكتتاب فيها.

وتنقسم السوق الثانوية إلى :

#### 1- أسواق منظمة :

كما تأخذ تسمية البورصة التي تتحدد فيها شروط العضوية والتداول وفقاً لقواعد وأنظمة قانونية معينة ولهذا فالتداول فيها يكون للأوراق المالية التي استوفت كل الشروط القانونية<sup>4</sup>، وتتحدد أسعارها من خلال المزاد لأن التعامل يجرى في إطار مكاني مادي وزماني محدد.

#### 2- أسواق غير منظمة :

<sup>1</sup> : دريال أمينة ، مرجع سابق ، ص 10.

<sup>2</sup> : مصطفى يوسف كافي ، "بورصة الأوراق المالية" ، دار رسلان للطباعة و النشر و التوزيع، سوريا -دمشق- ، الطبعة الأولى، 2009، ص 71.

<sup>3</sup> : سمير عبد الحميد رضوان ، " أسواق الأوراق المالية بين المضاربة و الاستثمار و تجارة المشتقات و تحرير الأسواق " ، دار النشر للجامعات ، القاهرة ، الطبعة الاولى ، 2009 ، ص 53.

<sup>4</sup> : حيدر عباس عبد الله الجنابي ، " الأسواق المالية و الفشل المالي " ، دار الأيام للنشر و التوزيع ، عمان -الأردن- ، الطبعة الأولى، 2016، ص 29 .

تعرف السوق الغير المنظمة أو كما يطلق عليها البعض السوق الموازية أو الغير الرسمية بأنها سوق للمفاوضة غير رسمية وغير مركزية، ظهرت نتيجة عدم إفصاح بعض الشركات عن البيانات والمعلومات الخاصة خوفا من المنافسة أو لعدم استيفاء الشروط التي تمكنها من الدخول الى الأسواق المنظمة<sup>1</sup>، ويجرى التعامل فيها على الأوراق المالية الغير مقيدة في السوق الرسمية - والتي لم تستوفي الشروط القانونية لدخول السوق المنظمة - والكثير من أدوات المشتقات المالية كالعقود الآجلة وهذه العقود يقابلها في الأسواق الرسمية العقود المستقبلية كما تتعامل بالعقود الاختيارية شأنها شأن السوق الرسمية<sup>2</sup>.

كما تجدر الإشارة الى أن هنالك تقسيمات أخرى للأسواق منها السوق الثالث والذي يشكل جزءا من السوق الغير المنظم، والسوق الرابع الذي يضم بدوره المؤسسات الكبرى والأفراد اللذين يبيعون ويشتررون الأوراق المالية فيما بينهم. حيث يعتبر السوق الرابع منافس شديد لغيره من الأسواق المنظمة والغير منظمة، لكونه يتعامل في الأوراق المالية المدرجة في الأسواق المنظمة، وكذلك الغير مسجلة فيها، من جهة ومن ثانياً يتمتع السوق الرابع بانخفاض عمولات السمسرة مقارنة بالسوق الثالث، وغيره من الأسواق<sup>3</sup>.

### • الأسواق الآجلة:

وهي التي يتم فيها تداول أنواع معينة من الأصول المالية والمسماة بالأدوات المالية المشتقة، حيث يتم التعامل فيها عن طريق التعاقد الآني على أن يتم التسليم في وقت لاحق.

### I-3- أهمية السوق المالي:

تتجلى أهمية الأسواق المالية فيما يلي<sup>4</sup>:

- تمثل سوق الأوراق المالية القناة التي يتم عبرها تدفق الأموال من الوحدات التي تحقق فوائض الى الوحدات التي تعاني من العجز.

<sup>1</sup>: قايدى خميسي، لحسن عبد القادر، دراسة تحليلية لاستخدام المشتقات المالية في الاسواق المالية في تغطية مخاطر السوق - حالة الدول الصناعية العشر -، المجلة الجزائرية للعلوم و السياسات الاقتصادية، جامعة برج بوعريش، الجزائر، العدد 08، 2015، ص31.

<sup>2</sup>: سمير عبد الحميد رضوان حسن، مرجع سابق، ص29.

<sup>3</sup>: لطرش سميرة، "كفاءة سوق راس المال واثرا على القيمة السوقية للسهم دراسة حالة مجموعة من اسواق راس المال العربية"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2009-2010، ص46.

<sup>4</sup>: بوشنافه الصادق، موزاوي عائشة، مكانة الأسواق المالية في ظل الاقتصاد الافتراضي-عرض تجارب لأسواق مالية اسلامية -، ورقة مقدمة للمؤتمر "الاقتصاد الافتراضي وانعكاساته على الاقتصاديات الدولية"، المركز الجامعي خميس مليانة، أيام 13 و14 مارس، ص7.

- توفير التمويل اللازم لعملية التنمية الاقتصادية من خلال تمويل الاستثمارات طويلة ومتوسطة الأجل عن طريق إصدار أسهم أو سندات أو أوراق مالية أخرى.
- تلعب السوق المالية دورا في خلق السيولة الكافية للمدخرين.
- توفر السوق المالية درجة عالية من المرونة في نظام الائتمان.
- تمكن سوق الأوراق المالية من تنويع المحافظ الاستثمارية للمستثمرين.
- تمكن سوق الأوراق المالية من خلال إدارتها ومكاتبها المتخصصة وخبرائها من تقديم الاستشارة والنصح للشركات المصدرة للأوراق المالية.
- إلزام الشركات بالإفصاح و مراقبة عمليات تداول الأوراق المالية يضمنان بشكل كبير مناخ استثماري يتسم بالشفافية.
- تعكس الأسواق المالية مدى كفاءة السياسات الاستثمارية في الاقتصاد.



## II- الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي

تداول في أسواق رأس المال أدوات مالية تتمثل في أوراق الملكية وأوراق المديونية، وأخرى تعرف بالمشتقات المالية والتي ظهرت في السبعينيات هدفها الرئيسي هو التغطية ضد مخاطر تقلب الأسعار، كما يجري تداول المشتقات المالية أسواق متخصصة تعرف بأسواق المشتقات المالية، وترتبط الورقة المالية في هذا النوع من الأدوات بأصل مادي (سلع..)، أو بأصل مالي (أسهم، سندات) أو بأصل صوري (مؤشرات البورصة، مؤشرات الأسعار..). فنجد منها عقود إلزامية ومن أشكالها العقود الآجلة والعقود المستقبلية وعقود المقايضات، أو عقود إختيارية متمثلة في عقود الخيارات.

### II-1- تعريف الأدوات المالية:

**تعريف (1):** "تعتبر صكاً يعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من العائد أو الحق في امتلاك جزء من أصل معين أو الحقين معا بمعنى آخر تمثل الورقة المالية مستند ملكية أو دين يبين بموجبه حقوق ومطالب المستثمر".<sup>1</sup>

**تعريف (2):** الأدوات المالية هي "أدوات تمويل في السوق الأوراق المالية وتكون إما في شكل سندات أو صكوك تعطي لحاملها في الحصول على جزء من الربح أو العائد أو الحقين معا، بما أنها تضمن لأصحابها حق في استرداد القيمة الأصلية للورقة في نهاية مدة معينة أو الحق في التصرف الورقة ذاتها".<sup>2</sup>

### II-2- أنواع الأدوات المالية:

#### II-2-1- أدوات الملكية (الأسهم):

تعتبر الأسهم أحد أهم الأدوات المالية المتداولة في أسواق رأس المال.

**أولاً : تعريفها :**

<sup>1</sup> : دربال أمينة ، مرجع سابق ، ص 19 .

<sup>2</sup> : بوكساني رشيد ، مرجع سابق ، ص 17.

تمثل حقوق ملكية في الشركات التي تقوم بطرحها في السوق عند التأسيس أو عندما تحتاج إلى تمويل إضافي بهدف توسيع أنشطتها الاستثمارية، و يمكن التمييز بين عدة أنواع :

### ثانيا : أنواع الأسهم :

- تقسيم الأسهم حسب الشكل الذي تتداول به :<sup>1</sup>
  - أسهم إسمية و هي: أسهم نحل اسم صاحبها، وتدون فيها البيانات المقيمة في السجل من (الاسم، اللقب، الجنسية، نوع ورقة الأسهم التي يمتلكها...).
  - أسهم لحاملها يكون السهم لحامله عندما يصدر بشهادة لا تحمل اسم مالك هذا السهم، ويتم التنازل عن هذا النوع من الأسهم بتسليمه من يد الى أخرى، ولا تلتزم الشركة بتسديد حقوق السهم للحائز لها، والهدف منها هوده الأسهم هو تحقيق المرونة العالية في التعامل.
  - أسهم لأمر للشركة الحق أن تصدر أسهمها لأمر، ويشترط فيها أن تكون كاملة الوفاء بمعنى دفعت كل قيمتها الاسمية، وعليه فالشركة لا تستطيع تعقب تداول السهم ولا التعرف على المساهم الأخير.
- تقسيم الأسهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم:<sup>2</sup>
  - أسهم عينية و تمثل حصة عينية من رأس مال شركات المساهمة العامة، كالمساهمة على شكل استثمار مادي، أو مخزونات، أو براءة اختراع، كما لا يجوز للشركة تسليم هذه الأسهم الى عند تسليم الموجودات التي تقابلها و تعتبر قيمتها مدفوعة بالكامل.
  - أسهم نقدية و هي: الأسهم التي تدفع مقبلها مساهمات نقدية.
  - أسهم مختلطة و هي: الأسهم التي تدفع بعض قيمتها عينا ويسدد الباقي منها نقدا.
- تقسيم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها:
  - الأسهم العادية:

هي " أداة ملكية ذات صفة مالية قابلة للتداول تمكن صاحبها من الحصول على عوائد غير ثابتة بجانب حصته في موجودات الشركة والمثبتة في شهادة السهم".<sup>1</sup>

<sup>1</sup> : سميحة بن محياوي ، "دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية دراسة حالة بعض الدول العربية" ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم التجارية ، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ، 2014-2015 ، ص 36.

<sup>2</sup> : سميحة بن محياوي ، المرجع نفسه ، ص 36-37.

هي " الورقة المالية التي تثبت ملكية حاملها في جزء من أصول شركة معينة، كما تمنح هذه الأسهم لمالكها مجموعة من الصلاحيات".<sup>2</sup>

- الأسهم الممتازة :

هي "عبرة عن أوراق مالية مملوكة من قبل المستثمرين تساوي حصة كل منهم في رأس مال الشركة وتقع هذه الأسهم بين الأسهم العادية والسندات".<sup>3</sup>

ويتمثل الفرق بين الأسهم العادية والممتازة في:<sup>4</sup>

- يتمتع حملة الأسهم الممتازة بحق الأولوية على حملة الأسهم العادية فيما يتعلق بالحصول على الأرباح الموزعة.
- يتمتع حملة الأسهم الممتازة بحق الأولوية على حملة الأسهم العادية فيما يتعلق بالأموال الناتجة عن تصفية الشركة.
- لا نصيب لحملة الأسهم الممتازة في الأرباح المحجوزة للشركة.
- عادة ما يكون هنالك حد أقصى لمقدار العائد الذي يمكن لحامل السهم الممتاز أن يحصل عليه حيث تتحدد نسبة أرباحه عن طريق نسبة مئوية من قيمته السهمية.

## II-2-2- أدوات المديونية (السندات):

أولا : تعريف السندات :

هي "عبرة عن أداة من أدوات الدين التي تلزم مصدر السندات بدفع مبالغ محددة على فترات زمنية متتالية تمثل الفائدة بالإضافة الى دفع المبلغ الأصلي عند استحقاق السند".<sup>5</sup>

السند "هو التزام على الجهة المصدرة لذلك السند، سواء أكانت حكومة أو شركة، أو مشروعا".

<sup>1</sup> : سميحة بن محياوي ، المرجع نفسه ، ص 37.

<sup>2</sup> : حيدر عباس عبد الله الجنابي ، مرجع سابق ، ص 30.

<sup>3</sup> : حيدر عباس عبد الله الجنابي ، المرجع نفسه ، ص 31.

<sup>4</sup> دريال أمينة ، مرجع سابق ، ص 16.

<sup>5</sup> : أحمد محمد محمود نصار ، "الاستثمار بالمشاركة في البنوك الإسلامية الشركات- المضاربة- المزارعة - المساقاة- المغارسة الأسهم- السندات و الصوك" ، دار الكتب العلمية ، بيروت- لبنان - . الطبعة الأولى، 2010 ، ص 105.

## ثانيا : أنواع السندات :

تتنوع السندات باختلاف وجهة نظر مستخدميها، وعليه يمكن التمييز بين الأنواع التالية:

### ● أنواع السندات حسب الجهة المصدرة :<sup>1</sup>

وتنقسم الى :

- السندات الحكومية وهي وثائق الدين العام طويلة الأجل، تصدرها عادة البنوك المركزية ولفترات متباينة حسب الظروف الاقتصادية للبلد، وحالة العجز السائد في الميزانية العامة، كما يتم طرحها للاكتتاب العام وتتداول بالطرق التجارية.
- سندات خاصة والتي تصدرها المنشآت الخاصة كشركات المساهمة والمؤسسات المالية العاملة في القطاع الخاص من أجل تمويل مشاريعها، كما وأنها تتحمل مخاطر الائتمان أكثر من السندات الحكومية وذلك لوجود احتمال عدم تمكن الجهة المصدرة من الفوائد بالدين وفوائده الدورية.
- سندات المؤسسات العالمية وهي التي تصدر عن مؤسسات عالمية كالبنك الدولي، حيث يتم إصدارها وتداولها في مختلف أسواق الأوراق المالية عبر مختلف المؤسسات المصرفية.

### ● أنواع السندات حسب تاريخ استحقاقها :<sup>2</sup>

- سندات قصيرة الأجل وهي السندات التي لا يتعدى آجال استحقاقها السنة ويتم التعامل بها في أسواق النقد.
- سندات متوسطة الأجل وهي السندات التي تتراوح فترة استحقاقها ما بين سنة و لا تتعدى سبع سنوات.
- سندات طويلة الأجل وهي السندات التي تزيد فترة استحقاقها سبع سنوات.

### ● أنواع السندات حسب طريقة السداد:

يمكن أن نميز نوعان حسب طريقة السداد:

<sup>1</sup> : عمر عبو ، "الاسواق المالية و دوره في تعزيز أداء صناديق الاستثمار - دراسة تجارب دولية -" ، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة بن بوعلي ، شلف ، 2015-2016، ص78.

<sup>2</sup> : لطرش سميرة ، مرجع سابق ذكره ، ص36.

- السندات التي يمكن تسديدها قبل تاريخ استحقاقها: بمعنى أنه يمكن لمصدر هذه السندات قبل تاريخ استحقاقها، أي أنه يمكن لمصدر هذه السندات أن يستدعي السندات قبل تاريخ استحقاقها.
- هنالك نوع آخر من السندات غير قابلة للاستدعاء قبل تاريخ استحقاقها لذلك تعمل الجهة المصدرة على تسديد قيمة هذه السندات بتاريخ استحقاقها.<sup>1</sup>
- أنواع السندات حسب معدل العائد:

وتنقسم السندات حسب معدل العائد إلى:

- سندات ذات المعدل الثابت بمعنى يقدم عائدا متماثلا لكافة السنوات الى غاية تاريخ استحقاقها.
- سندات ذات المعدل المتغير في هذه الحالة يحدد سعر فائدة مبدئي لهذه السنوات ويعاد النظر فيه كل ستة أشهر بهدف تعديله ليتلاءم مع معدل الفائدة السائد في السوق.

## II - 2-3 - الأدوات المشتقة:

أولا : تعريف الأدوات المشتقة:

**تعريف (1):** عرف بنك التسويات الدولية Bank of International Settlements التابع لصندوق النقد الدولي (FMI) المشتقات المالية " بأنها عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول، وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، فان أي انتقال للملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمرا غير ضروري".

**تعريف (2):** كما عرفت المجموعة الاستشارية لنظم المحاسبة القومية المشتقات المالية (SNA) بصورة أكثر تفصيلا فهي " أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة أو مؤشر أو سلعة والتي من خلالها يمكن شراء أو بيع المخاطر المالية في الأسواق المالية حيث تتحدد قيمة الأداة المشتقة تتحدد على أساس سعر الأصول أو المؤشرات محل التعاقد . وتتعدد أغراض استخدامات المشتقات المالية من إدارة والتحوط من المخاطر، المراجعة بين الأسواق المالية والمضاربة".<sup>2</sup>

<sup>1</sup> : لطرش سميرة ، المرجع نفسه ، ص36.

<sup>2</sup> : بن رجم محمد خميسي ، "المنتجات المالية المشتقة أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها ؟" ، ورقة مقدمة للمؤتمر الأزمة المالية والاقتصادية الدولية ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 20 - 21 أكتوبر، 2009 ، ص 3 .

**تعريف (3):** تعرف المشتقات المالية على "أنها العقود التي تشتق قيمتها من قيمة الأصول موضوع العقد والتي تتنوع ما بين ( الأسهم والسندات والسلع والعملات الأجنبية ... ) كما تمكن حاملها من تحقيق مكاسب أو خسائر اعتمادا على أداء الأصل موضوع التعاقد، ومن أبرز المشتقات عقود الاختيار، العقود المستقبلية، العقود الآجلة".<sup>1</sup>

#### ثانيا : أنواع الأدوات المشتقة:

##### ● المستقبليات:

العقد المستقبلي هي عقود بيع آجلة نمطية تجرى في أسواق منظمة، أو اتفاقية لبيع أو شراء أصل معين قد يكون أصلا ماليا أو غير مالي في وقت معين وبسعر محدد سلفا على أن يتم تسليم واستلام الأصل في تاريخ لاحق مستقبلا.

##### ● المبادلات :

يعود منشأ عقود المبادلات إلى عام 1970 عندما طور تجار العملة مبادلات العملة كوسيلة لتجنب الرقابة البريطانية على تحركات العملات الأجنبية، وتعرف على أنها اتفاق بين طرفين على تبادل قدر معين من الأصول المالية أو العينية في الحاضر على أن يتم التبادل العكسي للأصل في تاريخ لاحق محدد مسبقا، وأهم هذه العقود عقود معدلات العائد والعملات.

##### ● العقود الآجلة :

هو عقد يلتزم بمقتضاه طرفان أحدهما بائع والآخر مشتري لبيع أو شراء أداة مالية أو عملة أجنبية أو سلعة في تاريخ محدد مستقبلا بسعر متفق عليه<sup>2</sup>، وباختصار هي اتفاق على شراء أو بيع أصل في تاريخ محدد في المستقبل وبسعر محدد يتم الاتفاق عليه وقت إبرام العقد.

<sup>1</sup>: بلعوز بن علي، "استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية"، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، العدد 07، 2009 - 2010، ص 338.

<sup>2</sup>: بلعوز بن علي، المرجع نفسه، ص 339.

## • الخيارات :

لقد ظهرت عقود الخيارات في بورصة لندن للأسهم في القرن التاسع عشر، ولكن المتاجرة بهذه العقود بشكل منظم بدأت في عام 1973م في بورصة شيكاغو للخيارات، إذ تعتبر إحدى أهم الأدوات المالية المشتقة قيمتها من قيمة الموجود الأساس وقد يكون الموجود الأساس إما أسهم أو السندات أو مؤشر أسهم أو عملات.

تعرف الخيارات بأنها "عقود قانونية تمنح حاملها الحق ولكن ليس الإلزام لشراء أو بيع موجود/أصل محدد بسعر محدد خلال فترة زمنية محددة، كما يلزم بائعه ببيع أو شراء الأصل المتفق عليه خلال تلك الفترة الزمنية مقابل مبلغ محدد يدفعه المشتري يسمى علاوة".<sup>1</sup>

كما تهدف الى أغراض عديدة منها الاستثمار والمضاربة والتحوط من مخاطر التقلبات السعرية.

من هذا التعريف يتبين أن العقد يكون بين طرفين مشتري الحق و طرف بائع لهذا الحق و للمشتري حق في تنفيذ العقد من عدمه أي الحرية المطلقة في ممارسة هذا الحق أو عدم ممارسته مقابل حصول المشتري على هذا الحق فلا بد من دفع ثمن لقيمة الميزات التي سيحققها في حالة ممارسة هذا الحق و هذا الثمن يسمى علاوة.<sup>2</sup>

كما تعرف الخيارات أيضا على " أنها عقود تعطي لحاملها الحق و ليس الإلزام ببيع أو شراء موجود معين خلال مدة محددة وبسعر محدد مقابل علاوة يدفعها المشتري لمحدد الخيار لمحرر الخيار، والخيارات عقود معيارية (نمطية) تعطي الحق لمالك الخيار ( وليس الإلزام ) لشراء أو بيع أداة استثمارية معينة في المستقبل بسعر محدد وقت إبرام العقد مقابل دفع مبلغ معين يسمى العلاوة، وعقود الخيارات هي بطبيعتها عمليات آجلة وعقود مستقبلية مع وجود اختلاف هام هو أن مشتري الخيار له حق الخيار وليس الإلزام لإتمام أو العدول عن الصفقة".<sup>3</sup>

## – أركان عقد الخيار:

مشتري أو حامل الخيار: هو المستفيد من الحق الذي يتيح له العقد بشراء الأصل إذا كان الخيار للشراء، أو بيع الأصل إذا كان الخيار للبيع.

<sup>1</sup> :شعبان محمد اسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور اسلامي دراسة تحليلية نقدية ، دار الفكر ، دمشق، الطبعة الأولى، 2001، ص 222.

<sup>2</sup> : نبيل حركاتي ، عثمان بودحوش ،الاثار المالية و الاقتصادية لعقود الخيارات المالية ، ورقة بحثية مقدمة ضمن المؤتمر الدولي لمنتجات و تطبيقات الابتكار والهندسة المالية ، جامعة سطيف ، 6 ماي 2014.

<sup>3</sup> : جليل كاظم مدلول العارضي، " ادارة المشتقات المالية مدخل نظري و تطبيقي متكامل " ، الدار المنهجية ،عمان، الطبعة الأولى ، 2015، ص 55.

بائع أو محرر العقد: وهو الطرف الملزم بتنفيذ العقد (شراء أو بيع الأصل موضوع العقد)، في حالة طلب المشتري التنفيذ العقد.

سعر الممارسة: أو التنفيذ وهو السعر المتفق عليه سلفاً لتنفيذ عقد الخيار، أي سعر الشراء أو البيع قبل تاريخ الاستحقاق.

العلاوة أو المكافأة: هو ما يدفعه المشتري لحق الخيار للبائع مقابل الشراء وتتوقف قيمة العلاوة على عدة عوامل مثل القيمة الورقية للأصل المشمول للخيار، سعر التنفيذ، تاريخ التنفيذ، أسعار الفائدة السائدة أو وفقاً لدرجة تذبذب العملة أو الورقة المالية موضوع العقد.

السعر السوقي هو: سعر الأصل موضوع العقد في السوق في تاريخ تنفيذ العقد أو في آخر يوم في فترة العقد.

تاريخ التنفيذ: (إذا كان الخيار من النوع الأوروبي) أو المدة الزمنية التي يسري خلالها (إذا كان الخيار من النوع الأمريكي).

تاريخ الانتهاء: وهو آخر يوم متفق لنهاية صلاحية العقد.

### ثالثاً : أوجه المقارنة بين مختلف العقود:

وفيما يلي أبرز النقاط للمقارنة بين العقود الآجلة والمستقبليات والمبادلات والخيارات:



الجدول رقم (02-02) : مقارنة بين العقود الآجلة والمستقبليات والمبادلات والخيارات

| الخصائص :     | العقود الآجلة :                                                 | المستقبليات :                                  | المبادلات :                                               | الخيارات :                                                      |
|---------------|-----------------------------------------------------------------|------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|
| طبيعة العقد   | غير نمطي وملزمة للطرفين.                                        | نمطي وملزم للطرفين.                            | غير نمطي وملزم للطرفين.                                   | نمطي وملزم لمصدر الخيار/المحرر فقط.                             |
| مدة العقد     | عقود قصيرة الأجل تتراوح بين (1-2) سنة.                          | عقود قصيرة وطويلة الأجل تتراوح بين (1-2) سنة.  | عقود قصيرة وطويلة الأجل (1-20) سنة.                       | عقود قصيرة الأجل أقل من سنة عادة.                               |
| طبيعة الأسواق | غير منظمة.                                                      | منظمة في البورصة.                              | غير منظمة.                                                | منظمة في البورصة.                                               |
| المخاطر       | كبيرة لعدم وجود دور للمقاصة.                                    | محدودة أو معدومة لوجود دور للمقاصة.            | كبيرة لعدم وجود دور للمقاصة.                              | تتمتع بتركيبة توافقية من العائد والمخاطرة.                      |
| الإلزام       | ملزمة للطرفين.                                                  | ملزمة للطرفين.                                 | ملزمة للطرفين.                                            | ملزمة لمحرر العقد فقط.                                          |
| تسوية العقد   | تتم التسوية في نهاية العقد في تاريخ التسليم أو تاريخ الاستحقاق. | تتم التسوية يوميا في بيوت المقاصة بين الطرفين. | لا وجود للتسوية اليومية، بل تتم عند تنفيذ عملية المبادلة. | حسب نوع الخيار(الأوروبي * محدد)، بينما الأمريكي * (خلال العقد). |
| متطلبات العقد | دفع علاوة محدودة، ولا وجود للهامش.                              | إيداع هامش مبدئي لدى السمسار.                  | لا وجود للهامش تدفع علاوة أحيانا.                         | لا وجود للهامش دفع علاوة محددة.                                 |

المصدر : جليل كاظم مدلول العارضي وآخرون، "إدارة المشتقات المالية مدخل نظري و تطبيقي متكامل"،

( الدار المنهجية للنشر والتوزيع، عمان، 2015)، ص 62.

## II-3- الأهداف الرئيسية للأدوات المالية المشتقة:

### II-3-1- الأهداف الرئيسية للأدوات المالية المشتقة:

تحقق الأدوات المالية المشتقة العديد من الأهداف، إلا أنه يمكن إيجاز أهمها فيما يلي: <sup>1</sup>

- إدارة المخاطر المالية أو المخاطر المتوقعة في العمليات والمركز المالي.
- اتحاد مراكز مفتوحة أو عمليات المضاربة للاستفادة من تحركات السوق المتوقعة، وتحقيق الأرباح.

### II-3-2- استخدامات الأدوات المالية المشتقة:

ومن أهم استخدامات المشتقات المالية ما يلي: <sup>2</sup>

- أداة للتنبؤ بالأسعار المتوقعة.
- تأمين أفضل فرص للمضاربة.
- تسيير وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد.
- السرعة في تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية.
- تساهم في تحقيق مستوى عال من الكفاءة في سوق المال.
- تستخدم كأداة للتحوط من المخاطر.

\*الخيار الأمريكي: هو عقد يتيح لحامله تنفيذ العقد في أي وقت خلال الفترة الممتدة منذ إبرام العقد وحتى التاريخ المحدد لانتهائه.

\*الخيار الأوروبي: هو عقد لا يجوز لحامله تنفيذ العقد إلا في تاريخ المحدد لانتهاء أي تاريخ الاستحقاق المتفق عليه.

<sup>1</sup> : جليل كاظم مدلول العرضي، المرجع نفسه، ص 65.

<sup>2</sup> : عرابة رايح، أحضري دليلاً، "نظرة اقتصادية وشرعية لدور المشتقات المالية في أحداث الأزمة المالية"، ورقة بحثية مقدمة ضمن الملتقى الدولي، حول الاقتصاد الافتراضي وانعكاسه على الاقتصاديات الدولية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 20-21 أكتوبر، 2009، ص 4.

### III- مؤشرات الأسواق المالية : الماهية واليات البناء

نظرا للمكانة الكبرى التي تحتلها الأسواق المالية ولما لها من تأثير في الاقتصاد القومي كان لابد من وجود مؤشرات تعطي فكرة عن الاتجاهات العامة في الأسواق المالية والمؤسسات المتعاملة فيها.

#### III-1- تعريف مؤشرات أسواق المالية:

**تعريف (1):** تعرف على أنها أداة تمكن من التعرف على اتجاهات وسلوك السوق المالية بصدق، كما تعتبر أداة لقياس التغيرات في الأسعار ومحاولة التنبؤ بها.<sup>1</sup>

**تعريف (2):** يعرف على أنه بمثابة مقاييس التغيرات القيمة في مجموعات أنموذجية من الأسهم.<sup>2</sup>

#### III-2- أساليب بناء مؤشرات أسواق الأوراق المالية :

على الرغم من التفاوت في كيفية احتساب وبناء مؤشرات أسواق الأوراق المالية، إلا أنها تركز جميعا على ثلاثة أسس هي:<sup>3</sup>

##### ● ملائمة العينة :

تعرف العينة فيما يتعلق ببناء المؤشر، بأنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب المؤشر وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاثة جوانب هي الاتساع والحجم والمصدر.

- فيما يتعلق بالحجم فإنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كلن المؤشر أكثر تمثيلا وصدقا لواقع السوق.
- أما الاتساع فيعني قيام العينة المختارة بتغطية مختلف القطاعات المشاركة في السوق، والمؤشر الذي يستهدف قياس حالة السوق ككل ينبغي أن يتضمن أسهما لمنشات في كل قطاع من القطاعات المكونة

<sup>1</sup> : حسين قبيلان ، "مؤشرات أسواق الأوراق المالية دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية" ، مجلة العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، كلية العلوم الاقتصادية ، جامعة دمشق أ العدد 11، 2011، ص 94.

<sup>2</sup> : بشار ذنون محمد الشكرجي ، ميادة صلاح الدين تاج الدين ، "علاقة مؤشر الاسهم في السوق المالية بالحللة الاقتصادية" ، مجلة تنمية الرافدين ، كلية الادارة و الاقتصاد ، جامعة الموصل، العدد 27، 2008، ص 74.

<sup>3</sup> : حسين قبيلان ، مرجع سابق، ص 95.

للاقتصاد القومي دون تميز، أما إذا كان المؤشر خاص بصناعة معينة فحينئذ تقتصر العينة على أسهم عدد من المنشآت المكونة لتلك الصناعة.

- أما المصدر المقصود به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسي التي تتداول فيه الأوراق المالية.

#### ● الأوزان النسبية :

تعرف الأوزان النسبية في بناء المؤشرات بأنها القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة. وهنالك ثلاثة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر وهي:

- مدخل الوزن على أساس السعر: أي نسبة سعر السهم الواحد للمنشأة إلى مجموع ويؤخذ على هذا المدخل أن الوزن، أسعار الأسهم الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر النسبي يقوم على سعر السهم وحده قد لا يكون مؤشرا على أهمية المنشأة أو حجمها.
- مدخل الأوزان المتساوية: وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر.
- مدخل الأوزان حسب القيمة: أي إعطاء وزنا للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل منشأة ممثلة في المؤشر، وهذا يعني تجنب العيب الأساسي في مدخل السعر إذ لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي؛ فالمنشآت التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة.

#### ● وحدات القياس:

إن قيمة المؤشر يجب أن تتم بوحدات قياس سهلة الفهم وقادرة على التعبير عن طبيعة الحركة الحاصلة في السوق، إذ أن هنالك مجموعة من المؤشرات تحسب على أساس متوسط أسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر ويكون المتوسط أما على أساس المتوسط الحسابي أو المتوسط الهندسي<sup>1</sup>.

### III-3- استخدامات المؤشرات في الأسواق المالية :

هناك العديد من الفوائد التي تتيحها مؤشرات أسواق الأوراق المالية ومن أهم هذه الاستخدامات ما يلي:

- تساعد في تلخيص حركة النشاط الاقتصادي من خلال صورة كمية يسهل استخدامها بشكل سريع.

<sup>1</sup> : يشار ذنون محمد الشكرجي ، ميادة صلاح الدين تاج الدين ، مرجع سابق ، ص80 .

- التعرف عن الاتجاهات السائدة في السوق المالي والتي تعكس في أحد جوانبها المهمة اتجاهات النشاط الاقتصادي.

- إعطاء فكرة تقريبية عن أداء محافظ الأوراق المالية من خلال معرفة اتجاه التغير الحاصل في مؤشر وضعية السوق دون اللجوء إلى تتبع أداء كل قيمة متداولة بمفردها، وعليه يمكن إعطاء فكرة تقريبية عن مستقبل توليفة العائد والمخاطرة للمحفظة.

- التنبؤ بالحالة التي يكون عليها السوق.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup>: دريال أمينة ، مرجع سابق ، ص 35.

## IV – أساسيات التحليل الفني للأسواق المالية

يحاول الفنيون التنبؤ بمستويات أسعار الأوراق المالية من خلال البيانات التاريخية لأسعار هذه الأوراق المالية وحجم تداولها.

### IV – 1 – ماهية التحليل الفني:

#### IV – 1 – 1 تعريف التحليل الفني :

**تعريف (1):** هو التحليل الذي يهتم بدراسة حركة السوق والأسعار من خلال الرسوم والأشكال البيانية في الماضي، بهدف التنبؤ بما سيكون عليه اتجاه الأسعار في المستقبل.<sup>1</sup>

**تعريف (2):** دراسة تساعد في تحديد الاتجاهات السعرية مستقبلا من خلال دراسة أسعار وأحجام التداول الماضية والحاضرة ورسمه وتمثيله بيانيا، ثم التنبؤ باتجاه السعر في المستقبل.<sup>2</sup>

**تعريف (3):** يدرس التحليل الفني حركة السوق أو حركة الأسعار اخذا بعين الاعتبار جميع العوامل التي لها تأثير و التي في الواقع تدرج في منحنيات الطلب والعرض ومن ثم في حركة الأسعار، فالتحليل الفني هو الطريقة التي يقبل بها السوق الكم الهائل من المعلومات بهدف التوصل الى معرفة (سر حركة السوق) بهدف التنبؤ.<sup>3</sup>

### IV – 1 – 2 فرضيات التحليل الفني :

يقوم التحليل الفني على عدة فرضيات أهمها:<sup>4</sup>

- تتحدد القيمة السوقية للورقة المالية بناءا على تفاعل قوى العرض والطلب في السوق، وبالتالي يؤدي التغير في العلاقة بين قوى الطلب والعرض على الأوراق المالية الى تغير اتجاه السوق، وأن هذه القوى

<sup>1</sup> : بن بوزيان محمد ، بن اعمر بن حاسين ، حسين جديدين ، كفاءة الاسواق المالية في الدول النامية - دراسة حالة بورصة السعودية ، عمان ، تونس ، المغرب - ، "مجلة اداء المؤسسات الجزائرية" ، العدد 2 ، 2012 ، ص 242.

<sup>2</sup> : ناهض خضر أبو لطيف ، "أثر التحليل الفني على قرار المستثمرين في بورصة فلسطين" ، رسالة ماجستير ، كلية التجارة ، الجامعة الاسلامية ، غزة ، 2011 ، ص 41.

<sup>3</sup> : Charles D.Kirkpatrick, Julie R.Dahlquist, "Analyse Techniques le guide complet pour les techniciens des marchés,secondedition", Valor Editions ,2014,page 32.

<sup>4</sup> : عبد العزيز دخيل ، "سوق الاسهم السعودي قراءة تاريخية و استشراف للمستقبل" ، دار الفارابي ، بيروت - لبنان - ، الطبعة الاولى ، 2010، ص 71-72.

تحكمها عدة عوامل منها المنطقي والغير منطقي منها ما هو خاضع للتوقعات والأمزجة الشخصية للمستثمرين.

- الأسعار تتأثر تلقائيا بكل خبر أو معلومة مهما كان حجمها أو نوعها.
- لا تتحرك الأسعار غالبا بصورة عشوائية بل تظل في حركتها تتبع اتجاهها معينا على المدى الطويل، كما وأنها تتبع التغير في مستوى العرض والطلب.

#### IV-1-3- مزايا و عيوب التحليل الفني :

##### • مزايا التحليل الفني:

- يلخص المؤشر أداء السوق الإجمالي، فالمؤشر يتكون من الشركات في كل القطاعات المختلفة للاقتصاد، لذلك فهو يمثل أسلوبا سهلا لتحويل أداء الاقتصاد الى صورة كمية، وعليه فان المؤشرات تعكس الظروف الاقتصادية السائدة في السوق.
- تساعد المؤشرات في قيام السوق بإعادة تنظيم عملياته مرة أخرى.
- يمكن المستثمرين من مقارنة أداء مؤشر سوق المال بمؤشر أسواق المال في العالم، مما يؤدي الى تحديد اتجاهات السوق مقارنة بأسواق أخرى.<sup>1</sup>

##### • عيوب التحليل الفني :

بالرغم من المزايا التي يتمتع بها التحليل الفني إلا أنه لا يخلو من العيوب منها:<sup>2</sup>

- الاعتماد على الانطباعات الشخصية المسبقة مما يؤثر على عملية التحليل.
- اختلاف قراءة الأشخاص المتخصصين بالتحليل الفني للمنحنى الواحد بالرغم من وجود قواعد عامة.
- لا يتماشى التحليل الفني مع الأسواق المالية الناشئة بسبب قصور البيانات التاريخية للأسواق الناشئة.
- الاعتراض الأساسي على فلسفة التحليل الفني تتعلق في الحقيقة بمدى استجابة الأسعار لتغيرات العرض والطلب، فالسبب قد يرجع الى وجود فئة من المستثمرين يحصلون على المعلومات بسرعة ويجرون عليها التحليل ويتخذون على أساسها القرارات الاستثمارية وذلك قبل غيرهم من المستثمرين.

<sup>1</sup> : محمد صالح الحناوي، جلال ابراهيم العبد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق"، الدار الجامعية، الاسكندرية، من دون طبعة ، 2002، ص 251.

<sup>2</sup> : عبد العزيز دخيل، المرجع سابق ، ص 72.

## IV -2- مداخل التحليل الفني:

### IV -2-1- المؤشرات الفنية:

يعرف المؤشر الفني بأنه سلسلة من النقاط البيانية يتم اشتقاقها من خلال معادلات رياضية معينة على البيانات السعرية المتعلقة بالأوراق المالية أو زوج العملة، حيث تتضمن بيانات سعر الورقة المالية مزيجاً من السعر الافتتاحي أو الأسعار العليا أو الدنيا أو سعر الإغلاق خلال فترة زمنية معينة، وعليه فإن إيجاد المؤشرات الفنية المطلوبة لتلخص في إدخال البيانات المطلوبة في المعادلات الخاصة للحصول على بيانات المؤشر المحسبة. وتكمن أهمية استخدام المؤشرات الفنية بعملية التحليل في توفير منظور مختلف لتحركات الأسعار بشكل قد لا تتمكن العين المجردة بمفردها إدراكها على الخرائط الفنية، ويتم اللجوء الى التحليل بواسطة المؤشرات الفنية لتحقيق أحد الأهداف التالية: التنبيه، التأكيد، التنبؤ.<sup>1</sup>

### IV -2-2- الخرائط :

يقوم المحلل الفني بوضع الخرائط من أجل تتبع النمط الذي تسلكه مستويات الأسعار خلال فترة زمنية معينة، مما يتيح له رؤية أدق لتلك المعلومات فيما إذا كانت أرقام وتفيده بذلك الى استنتاج التحليل، ولهذا الغرض توجد عدة أنواع من الخرائط يستعمل كل نوع للغرض الذي يحاول المحلل الوصول إليه.<sup>2</sup>

ونجد منها ما يلي:

#### أولاً: خرائط المنحنى :

يعتبر الخط البياني أسهل وأبسط الطرق المستخدمة لعرض وتسجيل الأسعار على الإطلاق، فهو يعبر عن أسعار الإقفال فقط، فالفنيون يعتقدون عموماً أن سعر الإقفال هو أهم سعر في جلسة التداول، ويتم رسم الخط

<sup>1</sup> : بشار ذنون الشكرجي واخرون ، "التحليل الفني و دوره في اتخاذ قرار الاستثمار بالأوراق المالية دراسة تحليلية في عينة من أسواق المال في الخليج العربي" ، مجلة تكريت للعلوم الادارية و الاقتصادية ، جامعة تكريت ، العدد 17، 2010، ص 42.

<sup>2</sup> : هوارى سويسى ، "أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي" ، مجلة الباحث ، جامعة ورقلة ، العدد 5، 2007، ص 109.



البياني من خلال تسجيل أسعار الإقفال اليومية بوضع نقطة في المكان المحدد للسعر على خريطة الأسعار، ثم يتم توصيل النقاط المتتالية ببعضها البعض بخط ممهد لينشأ الخط الذي يعبر عن حركة وإتجاه الأسعار.<sup>1</sup>

### الشكل رقم (02-02) : خرائط المنحنى



Source : James Chen, ESSENTIALS OF TECHNICAL ANALYSIS FOR FINANCIAL MARKETS, (John Wiley & Sons. Inc, USA ,1971), P38.

### ثانيا : خرائط الأعمدة :

يشبه هذا النوع من الخرائط خرائط المنحنيات ولكنه يشتمل على المزيد من المعلومات إذ يركز على ثلاث ملاحظات للسعر يوميا وهي أعلى سعر، أدنى سعر، و سعر الإقفال<sup>2</sup>، وأحيانا يضاف سعر الافتتاح.

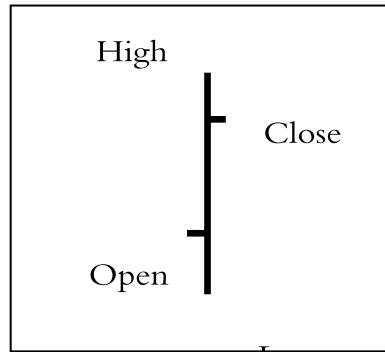
يتم تمثيل هذا النوع من الخرائط بربط أعلى سعر وأدنى سعر لكل فترة زمنية معينة بخط عمودي، وجرت العادة أن يكون سعر الإقفال من ناحية اليمين ( ناحية الفترة الزمنية اللاحقة )، في حين سعر الافتتاح بعلامة من ناحية اليسار ( ناحية الفترة الزمنية السابقة ).<sup>3</sup>

<sup>1</sup> : حياة زيد ، " دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم دراسة تطبيقية في عينة من الاسواق العربية (الأردن ، السعودية ن فلسطين)" ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية و علوم التسيير ، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية ، جامعة محمد خيضر ، بسكرة ، 2014/2015. ص 92.

<sup>2</sup> : بشار ذنون الشكرجي و اخرون، المرجع السابق، ص41.

<sup>3</sup> : حياة زيد ، المرجع السابق ، ص93.

### الشكل رقم (02-03) : نموذج العمود.

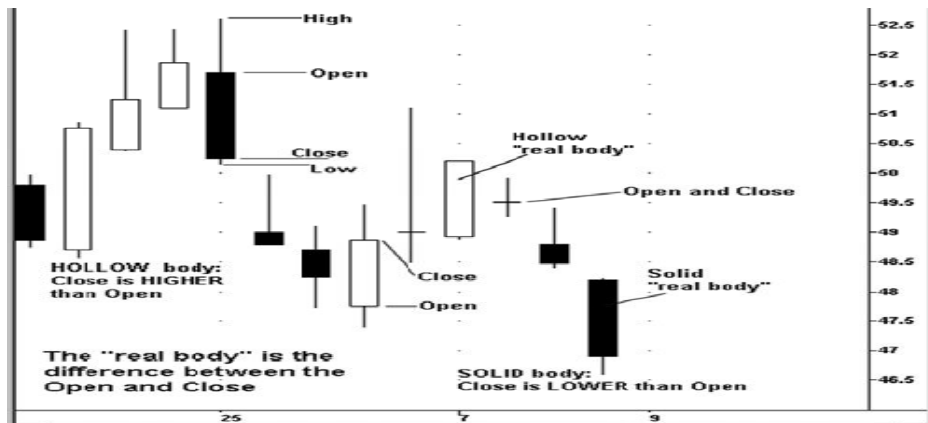


المصدر : حياة زيد، مرجع سابق، ص 99.

### ثالثا : خرائط الشموع اليابانية :

إن أول من ابتكر هذا النوع من الرسومات هم اليابانيون، حيث يظهر فيها أعلى وأدنى سعر في يوم معين من خلال خط مستقيم داخل مستطيل يمثل الفرق بين سعر الافتتاح و سعر الإغلاق ويكون لون المستطيل أبيضاً إذا كان سعر الإغلاق أعلى من سعر الافتتاح، أما إذا كان سعر الإغلاق أقل من سعر الافتتاح فيكون المستطيل أسوداً.<sup>1</sup>

### الشكل رقم (02-04) : نموذج الشموع اليابانية



Source : Leigh Stevens, **ESSENTIAL TECHNICAL ANALYSIS Tools and Techniques to Spot Market Trends**, (John Wiley & Sons, INC, 2002,) p63.

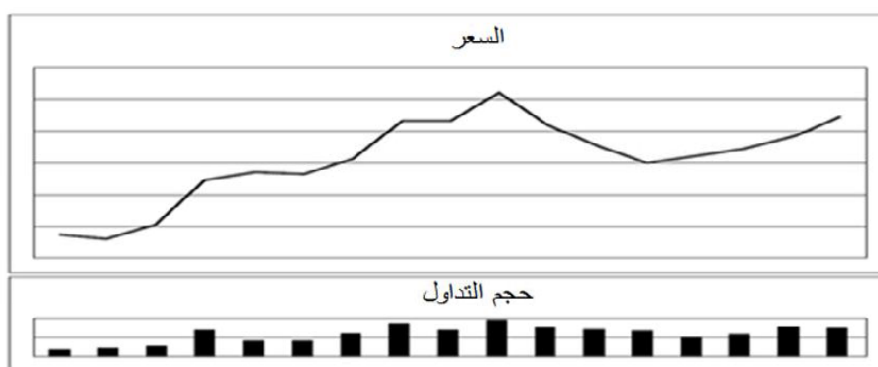
<sup>1</sup> : أحمد فايز احمد صقر، "أثر التحليل الفني باستخدام الشموع اليابانية على قرارات الاستثمار في تجارة العملات"، رسالة ماجستير، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2010، ص 59.

#### IV - 2-3 - حجم التداول:

يقصد بحجم التداول عدد الوحدات التي تم عقد صفقات عليها أثناء مدة زمنية محددة، والتي غالبا ما تكون يوما واحدا، أنها تمثل عدد الأسهم العادية التي يعقد عليها صفقات يومية في سوق الأسهم، يمكن مراقبة التداول على أساس أسبوعي للحصول على تحليل لمدى زمني أكبر.<sup>1</sup>

يظهر الرسم البياني الممثل لأحجام التداول عادة كرسم ملحق في الرسم البياني الممثل للأسعار في الشكل أسفله<sup>2</sup>

الشكل رقم (02-05) : رسم لحجم التداول



المصدر : حياة زيد، مرجع سابق، ص 99 .

#### IV - 2-4 - اتجاهات السعر:

يصف الفنيون الحركة العامة للأسعار بالاتجاه، ويمكن أن تكون الاتجاهات نحو الأعلى، جانبية (أفقية)، أو إلى الأسفل، ويسمح تجميع هذه الاتجاهات الثلاثة بتشكيل الحركة الدورية لسعر السهم.<sup>3</sup>

ويتم التعرف على الاتجاه بالنظر إلى أعلى وأدنى النقاط في حركة الأسعار، فالاتجاه الصاعد يتشكل من سلسلة من القمم المتتالية، كل قمة تعلو عن القمة السابقة عليها. والعكس بالنسبة للاتجاه الهابط فهو عبارة عن

<sup>1</sup> : أحمد صلاح عبد العزيز ، التحليل الفني ميسرا ، " ترجمة كتاب جون مورفي"، متوفر على الموقع الإلكتروني

[www.alamelmal.com/vb/.../116\\_1266555426.pdf](http://www.alamelmal.com/vb/.../116_1266555426.pdf)

<sup>2</sup> : ناهض خضر أبو الطيف ، مرجع سابق ، ص 54.

<sup>3</sup> : تكتشارت، "دليل تكتشارت للتحليل الفني"، على الموقع [http://www.orfalis.com/download/technical\\_analysis.PDF](http://www.orfalis.com/download/technical_analysis.PDF)، تاريخ التصفح

2017/03/24. ص 7.

سلسلة من الانخفاضات السعرية، كل انخفاض سعري مستواه أدنى من مستوى الانخفاض السابق له، أما الاتجاه الجانبي فإننا نجد أن قمم الأسعار تكون أفقية في مستوى واحد تقريباً.<sup>1</sup>

كما يمكن تحديد اتجاهات السوق برسم خطوط تسمى خطوط الاتجاه. فالتحديد الدقيق لهذه الخطوط يساعد في فهم اتجاهات السهم وكيفية تطوره.<sup>2</sup>

#### IV-2-5- مستويات الدعم و المقاومة:

يقصد بالدعم الأرضية أو المستوى الأدنى للسعر، والذي يصعب أن يهبط السعر أدنى منه، أما المقاومة فهي على العكس تماماً وتعرف بأنها السقف أو الحد الأقصى الذي يبلغه السعر والذي يصعب أن يزيد السعر عنه (فمستويات الدعم والمقاومة هي مستويات الأسعار التي من المتوقع أن يبدأ الاتجاه السعري عندها أو حولها بالتوقف وأخذ اتجاه معاكس)، وعموماً إذا وصل السوق إلى مستوى السعر عدة مرات ولم يحقق تفوقاً على هذا المستوى فيمكن اعتباره مستوى مقاومة.<sup>3</sup>

#### IV-3- أدوات التحليل الفني:

يقصد بأدوات التحليل الفني لأسعار السوق، مؤشرات السوق التي تهدف إلى تحديد الاتجاه فيما إذا كانت متجهة نحو الصعود أم متجهة نحو الهبوط. فأسعار الأوراق المالية تتماشى مع فترات الهبوط أو الصعود الطويلة، لذلك يكون اتجاه السوق هو العامل الأساسي في تحديد توقيت الشراء أو بيع الأوراق المالية، وفي الواقع فإن هذا الأمر يعد أهم عامل في الطرق والأساليب الفنية.

ومن أبرز المؤشرات الأكثر انتشاراً :

#### IV-3-1- مؤشر متوسط حركة تقارب الانحراف ماكد (MACD) :

وضع هذا المؤشر من قبل محلل أمريكي GERALD APPEL جيرالد ابل سنة 1981 وذلك باستخدام ثلاث متوسطات مؤشرات أسية.

<sup>1</sup> : حياة زيد ، مرجع سابق ، ص 96.

<sup>2</sup> : سامي مباركي ، "فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات دراسة مقارنة الجزائر المغرب تونس" ، مذكرة ماجستير ، كلية العلوم الاقتصادية ، جامعة الحاج لخضر ، باتنة ، 2004/2003 ، ص 99.

<sup>3</sup> : دليل تداول العملات، XForex، على الموقع [http://cms-res.com/mailers/old/Guide/CurrencyTradeGuide\\_ar.pdf](http://cms-res.com/mailers/old/Guide/CurrencyTradeGuide_ar.pdf) ، تاريخ الاطلاع 2017/3/26 ، ص 15.

يعتبر مؤشر (MACD) من أكثر المؤشرات الفنية شيوعاً واستخداماً بين أنصار التحليل الفني، إذ يتكون بشكل أساسي من ثلاثة متوسطات متحركة تعمل معاً، مما يجعلها تكتسب ميزة تعطي قوة دلالة أكبر على إشارات البيع وإشارات الشراء.

ويتم تحديد نقاط البيع والشراء باستخدام مؤشر مكد عبر الخطوات التالية:

- رسم خط متصل يمثل الفرق بين متوسطين متحركين يسمى بخط MACD وهو عبارة عن خط يتذبذب حول مستوى الصفر دون وجود حدود دنيا أو عليا.
- رسم خط آخر يمثل متوسط متحرك على أساس أسّي يحسب 9 أيام ويكون على شكل خط متقطع يعرف باسم خط الإشارة.
- تحدد نقاط البيع ونقاط الشراء والتي تتمثل في تقاطع كل من خط الإشارة وخط مكد.<sup>1</sup>

#### IV-3-2- مؤشر القوة النسبية (RSI):

يستخدم هذا المؤشر لقياس أداء سوق معين مقارنة بآخر وإيجاد العلاقة بينهما، كما يستخدم في تحديد نقاط الشراء والبيع في السوق من خلال قياس تذبذب تحركات زخم الاتجاه .

يتمتع هذا المؤشر بقدرة تحليلية في غاية الأهمية والفائدة، حيث يعمل على مقارنة حجم وقوة المكاسب المحققة في سعر زوج العملات أو الورقة المالية إلى حجم وقوة الخسائر المحققة في سعر ذلك الزوج أو الورقة المالية خلال فترة زمنية معينة، ويتم تحويل هذه العلاقة إلى نقطة بيانية تتراوح قيمته بين 0 و 100.<sup>2</sup>

#### IV-3-3- مؤشر متذبذب (Stochastic):

يقصد بمؤشر ستوكاستيك مؤشر الزخم الذي يستخدم كل من مستويات الدعم والمقاومة أنشأ هذا المؤشر جورج لأن George Lane في 1950، يشير مصطلح ستوكاستيك إلى موقع السعر الحالي فيما يتعلق بالنطاق السعري على مدى فترة من الزمن، فهذا الأسلوب من التحليل الفني يحاول التنبؤ بانتقال و تغير الأسعار.<sup>3</sup>

<sup>1</sup>: أحمد فايز احمد صقر، مرجع سابق، ص52.

<sup>2</sup>: أحمد فايز احمد صقر، المرجع نفسه، ص54.

<sup>3</sup>: TechnicalAnalysis, [http://www.mrao.cam.ac.uk/~mph/Technical\\_Analysis.pdf](http://www.mrao.cam.ac.uk/~mph/Technical_Analysis.pdf), consultée 25L04L2017,a

22:41,p128.

## خلاصة الفصل

تخضع الأسواق المالية بأهمية كبيرة في النظام المالي وذلك لما تؤديه من أدوار محورية في دعم النمو الاقتصادي من خلال استقطاب الأموال وتقديم الارشادات الدقيقة لتخصيص الموارد وبالتالي مساعدة أصحاب الفئات المتمثلة في المستثمرين من توفير أموالهم بين مختلف الأصول المالية وبمرونة عالية.

# الفصل الثالث

## تمهيد

يعتبر قرار خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي ضربة قوية في بيئة اقتصادية دولية هشة أصلاً، والتي شهدت تنامي مجموعة من الأزمات في الفترة الأخيرة (أزمة 2008، أزمة الديون السيادية، أزمة اليونان، انخفاض أسعار النفط، تباطؤ الاقتصاد الصيني، ومشاكل البلدان الناشئة، الركود في التجارة العالمية)، مما يجعل دول الاتحاد عاجزة عن تحمل الصدمة الكبرى. وعليه فإنه ليس من المستغرب أن الأسواق المال قد استجابت وبشدة لهذه الأزمة الجديدة.

فقرار خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي قد وضع مستقبل نموذج الاندماج الدولي موضع تساؤل كبير، إذا كان الاتحاد يوصف حتى وقت قريب، بالأكثر نجاحاً.



## I - خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي:

### I-1- إستفتاء البريكست:

كيف وصلت بريطانيا إلى مرحلة البريكست\*؟ سؤال تكمن إجابته وراء تاريخ علاقة بريطانيا مع دول الاتحاد الأوروبي فمع ازدياد تكامل الاتحاد الأوروبي فقدت بريطانيا المزيد من الصلاحيات والعديد من القضايا تسببت في انقسامات داخل حزب المحافظين.

طوال فترة العضوية اشتبكت بريطانيا مع الاتحاد الأوروبي بشأن العديد من القضايا، فقد اشتبك رئيس الوزراء البريطاني ديفيد كاميرون (D. Cameron) مع أوروبا بشأن خطط لفرض ضريبة على البنوك، وتقييد القطاع المالي في لندن، وفي مارس 2015م فازت بريطانيا بدعوى قضائية ضد البنك المركزي الأوروبي في محكمة العدل الأوروبية، حيث حاول البنك المركزي الأوروبي نقل وظيفة مقاصة معاملات منطقة اليورو إلى داخل الاتحاد، وكان يمكن لمثل هذه الخطوة أن تستبعد لندن، بينما تكون باريس وفرانكفورت أكثر جاذبية كمراكز مالية، ما من شأنه أن يضعف الموقف الاقتصادي في بريطانيا.

لقد استخدم ديفيد كاميرون التهديد بمغادرة الاتحاد الأوروبي كوسيلة للتفاوض على شروط أفضل مع الاتحاد الأوروبي، وإجراء استفتاء عام لترك الاتحاد في حال لم يتم التفاوض.

إذ جاء الاستفتاء بناء على وعد انتخابي تعهد به رئيس الوزراء البريطاني ديفيد كاميرون عام 2013 بإجراء الاستفتاء في حال تم انتخابه مجددا في انتخابات عام 2015. حيث أراد ديفيد كاميرون إعادة تعريف إطار للعلاقات بين الاتحاد الأوروبي وبريطانيا.<sup>1</sup>

وكان كاميرون قد رفض فكرة إجراء الاستفتاء سابقا عام 2012 لكن بعدها وبسبب تزايد ضغوط جناح أقصى اليمين في حزب المحافظين المناهض للاتحاد الأوروبي وتعدد المسائل التي زادت من حدة هذه المطالبات والتي

---

\*كلمة بريكسيت (Brexit): هي اختصار لمغادرة بريطانيا للاتحاد الأوروبي، وهو اسم ناتج عن دمج الكلمتين الانجليزييتين "Britain" أو بريطانيا و "Exit" أو الخروج.

<sup>1</sup> : Anand MENON, Le Royaume-Uni et l'Union européenne : rester ou sortir ? , "QUESTION D'EUROPE", policy paper, N°354 , article présenté au FONDATION ROBERT SCHUMAN , 27 AVRIL 2015,p 2.

الفصل الثالث: — قياس أثر خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي على الأسواق المالية خلال الفترة (يناير 2016- ديسمبر 2016).

سيتم التطرق إليها لاحقاً، اتجه حزب المحافظين إلى استرضاء الناخبين المناهضين للاتحاد الأوروبي، وذلك عن طريق تثبيت إجراء الاستفتاء.

ليكون بذلك ثالث استفتاء شعبي يتم في بريطانيا وللمرة الثانية يتم سؤال البريطانيين عن رأيهم بقضية تتعلق بالاتحاد الأوروبي حيث أقيم الاستفتاء الأول عام 1975 وتمت الموافقة على العضوية بموافقة (67%) ممن شاركوا بالاستفتاء.<sup>1</sup>

والجددير بالذكر أن حكومة ديفيد كاميرون حاولت أيضاً التلويح بالاستفتاء كورقة ضغط على الاتحاد الأوروبي لنيل وضع خاص لبريطانيا يضمن لها استقلالاً عن مساعي الاتحاد الأوروبي، وبالأخص في السياسات الخارجية، وهو ما يعرف باسم "الاتحاد الأوثق" ويضمن لها أيضاً تخفيف عبء تقديمها المساعدات لعائلات المهاجرين الأوروبيين إليها، إضافة إلى منح برلمانها حق الاعتراض ورفض تشريعات البرلمان الأوروبي، وهو النظام الذي دعت إليه بريطانيا ويسمى **البطاقة الحمراء**، كما يتضمن الوضع الخاص الذي كانت تطالب به بريطانيا اعتراف الاتحاد بالعملات الأخرى التي تقع خارج منطقة الأورو، مثل الجنيه الإسترليني.

وقد حققت الحكومة البريطانية فعلاً بعض مطالبها في الاتفاق الذي توصلت إليه مع الاتحاد الأوروبي في شهر فيفري 2016، حيث قدم الاتحاد بعض التنازلات لتشجيع الناخبين البريطانيين على التصويت لمصلحة بقاء بريطانيا ضمن منظومته من بينها تعطيل نفقات الرعاية الاجتماعية لعائلات مهاجري دول الاتحاد إلى بريطانيا لمدة تصل حتى 7 سنوات، ومنح بريطانيا حق سن تشريعات طوارئ لحماية العاصمة لندن بغض النظر عن تعارضها مع التشريعات الأوروبية، إلا أن الاتفاق يعتبر لاغياً الآن بعد نتيجة التصويت.<sup>2</sup>

حيث أدلى الناخبون في 23 جوان 2016 بأصواتهم حول عضوية بلادهم في الاتحاد الأوروبي وجاءت نتائج التصويت لمصلحة خيار الخروج بنسبة (51.9%) مقابل (48.1%) على خلاف ما كان متوقعا ليكون بذلك يوم تاريخي للشعب البريطاني والحكومة البريطانية في التاريخ البريطاني.

<sup>1</sup> : إنسحاب المملكة المتحدة من الاتحاد الأوروبي ، تاريخ الاطلاع 2016/04/19 بتوقيت 15:30 ، موقع الاطلاع <https://ar.wikipedia.org/wiki> .

<sup>2</sup> : المركز العربي للأبحاث و الدراسات ، " خروج بريطانيا من الاتحاد الاوروبي التداعيات و شكل العلاقة المستقبلية " ، سلسلة تقدير موقف ، الدوحة قطر ، جوان 2016 ، ص2-3.

الفصل الثالث: — قياس أثر خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي على الأسواق المالية خلال الفترة (يناير 2016- ديسمبر 2016).

ولعل أبرز الدوافع المؤدية إلى القيام بالاستفتاء هي كالتالي:

- المساهمة الكبيرة في ميزانية الاتحاد الأوروبي والبالغة 8.5 مليار جنيه إسترليني.
- عضوية بريطانيا في الاتحاد الأوروبي تتناقض مع سيادة البريطانية.
- الإجراءات البيروقراطية التي يفرضها الاتحاد الأوروبي و التي تكلف أكثر من 33 مليار جنيه إسترليني سنويا.
- سبب رئيسي آخر هو الهجرة، تلك المشكلة الأكبر التي تواجه المجتمع البريطاني، فبريطانيا ترى أن قوانين الاتحاد الأوروبي هي السبب في تدفق المهاجرين إليها، هؤلاء الذين أثروا على مستوى المعيشة والنسيج الاجتماعي، وهم يشكلون عبئا ماديا على الخدمات العامة، كالتعليم والصحة...

## I-2- تداعيات خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي:

يمكن وصف تصويت البريطانيين لصالح الخروج من الاتحاد الأوروبي في 23 جوان 2016 بأنه رهان على مستقبل اقتصادي غامض، فعلى الرغم من أن كلا الفريقين - المؤيد للخروج والمعارض له - قدم حججا اقتصادية مهمة لترجيح رأيه فإن أيا منهما لم يؤكد أنه يدرك تماما حجم التبعات المحتملة على اقتصاديات بريطانيا وأوروبا والعالم.

ولا غرابة في ذلك، لأن الخروج سيتم عبر مسار طويل ومعقد وليس من الوارد أن يتحقق قبل عام 2019 وهناك عناصر كثيرة لن يتسنى تقييمها إلا وفق الاتفاقيات التجارية والاقتصادية التي ستمكن بريطانيا من إبرامها بعد الخروج، غير أنه يمكن تحليل التداعيات الفورية التي تفاعلت على المستوى الاقتصادي فور صدور نتائج الاستفتاء يمكن تقسيمها إلى مرحلتين:

### I-2-1- على المدى القصير :

#### أولا : أثره على الأسواق المالية :

شهدت الأسواق المالية حالة من الفوضى بعد إعلان نتائج الاستفتاء، ففي غضون دقائق من الاستفتاء بدأ الجنيه الإسترليني بالانخفاض وصولا إلى (12%) ليلعب بذلك أدنى مستوى له منذ 30 عاما، كما و أظهرت بورصة لندن انخفاضاً بنسبة (5.2%) مقارنة بسعر إفتال يوم الخميس، كما وامتد تأثير البريكست إلى كافة أسواق الأوراق المالية في العالم ففي - فمباشرة يعد صدور نتائج الاستفتاء خسرت الأسواق المالية العالمية ما يصل قدره ( 2.1 ترليون دولار) ليتجاوز بذلك خسارة (1.9 ترليون دولار) في أزمة 2008- نهاية جلسة يوم

الفصل الثالث: — قياس أثر خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي على الأسواق المالية خلال الفترة (يناير 2016- ديسمبر 2016).

الجمعة عرفت سوق باريس اضطرابات حادة قدرت ب (-8%)، أما فرانكفورت (-6.8%) و طوكيو (-7.9%) ولندن (-3.2%).<sup>1</sup>

وقد أشارت الأبحاث والدراسات إلى توقع انخفاض في مستوى النمو الاقتصادي في بريطانيا على المدى القصير. أولاً بسبب "تأثير الثروة" على استهلاك الأسر حيث انخفضت قوتهم الشرائية بسبب انخفاض قيمة الجنيه. وثانياً، بسبب انخفاض الاستثمار في البلاد وذلك راجع إلى أزمة الثقة. كل هذا سوف يؤثر بشكل مباشر على بريطانيا و لها عواقب كبيرة نسبياً بالنسبة لفرنسا ومنطقة اليورو.<sup>2</sup>

ثانياً : أثره على مؤشرات أسواق رأس المال :

فقد عرف مؤشر S&P 500 ليلة الجمعة انخفاض قدره (-6.6%) أما S&P/TSX الكندي فقد عرف خسارة قدرها (-1,7%)، كل هذه الاضطرابات تعكس المخاوف الناتجة عن القرار الذي اتخذته الشعب البريطاني<sup>3</sup>، كما انخفض مؤشر FTSE 100 البريطاني بنسبة (-9%) لكن سرعان ما تعافى<sup>4</sup>، وتراجع إغلاق مؤشر Nikkei 225 بنسبة (-7.9%)<sup>5</sup>، في حين انخفض كل من المؤشر الألماني DAX بنسبة (-7%) والمؤشر الفرنسي CAC بنسبة (-8.5%).

والشكل رقم (06) أدناه، أدناه يمثل رسم بياني لتطور المؤشرات الرائدة في الاتحاد الأوروبي حيث تمثل النقطة السوداء يوم الاستفتاء المصاحب ليوم 2016/06/23.

<sup>1</sup> : Francis Généreux, François Dupuis, Brexit : les conséquences économiques, politiques et financières Une autre incertitude s'ajoute à une conjoncture mondiale déjà fragile, "desjardins études économiques", 27 juin 2016, page1, article sur [www.desjardins.com](http://www.desjardins.com).

<sup>2</sup> : Jean HAMON, "Et après ? Les enjeux du Brexit pour la Bretagne", CESER, bretagne, Décembre 2016, page20.

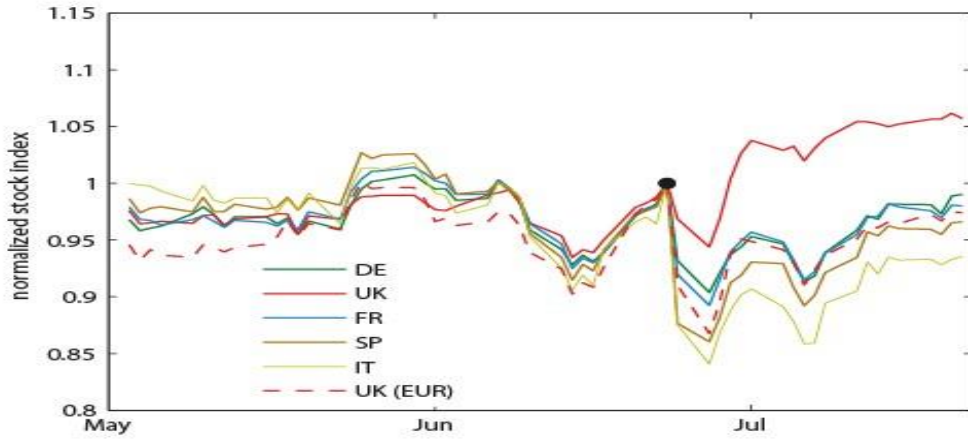
<sup>3</sup> : Francis Généreux, op.cit , p1.

<sup>4</sup> : RBC Gestion mondiale d'actifs inc , "Les conséquences du Brexit ", canada ,24 juin 2016 ,p2.

<sup>5</sup> : CANDRIAM Référendum britannique, "Le Royaume-Unit dit non à l'Union", new york , juin2016.

الفصل الثالث: — قياس أثر خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي على الأسواق المالية خلال الفترة (يناير 2016- ديسمبر 2016).

الشكل رقم (03-06): تطور المؤشرات الأسواق المالية الرائدة في الاتحاد الأوروبي  
(DAX30, FTSE100, FTSE MIB, IBEX35, CAC40)



**Source:** Matthias Raddant , THE RESPONSE OF EUROPEAN STOCK MARKETS TO THE BREXIT, KIEL POLICY BRIEF, NO. 100, August 2016 ,P5.

ثالثا: أثره على أسواق العملات :

ارتفعت قيمة الدولار الأمريكي ب (3.8%) وفي المقابل انخفض اليورو ب (3.9%) أمام الدولار. كما وانخفضت قيمة الدولار الكندي بنسبة (2.3%)، أما الين الياباني فقد ارتفع (5.1%) مقابل الدولار الأمريكي.<sup>1</sup>

إذا كانت المخاطر تبدو محدودة في الأسواق المالية، فالخطر الحقيقي يكمن في عدم استقرار تكافؤ زوج العملة الجنيه / اليورو فمباشرة بعد نتائج الاستفتاء فقد الجنيه (12%) من قيمته مقابل اليورو، مما أثار مخاوف من تراجع استثمار واسعة النطاق، وفي بداية أكتوبر عرف الجنيه انخفاضا و صل إلى ما يقارب (18%) مقابل الدولار الأمريكي و (15%) مقابل اليورو.<sup>2</sup>

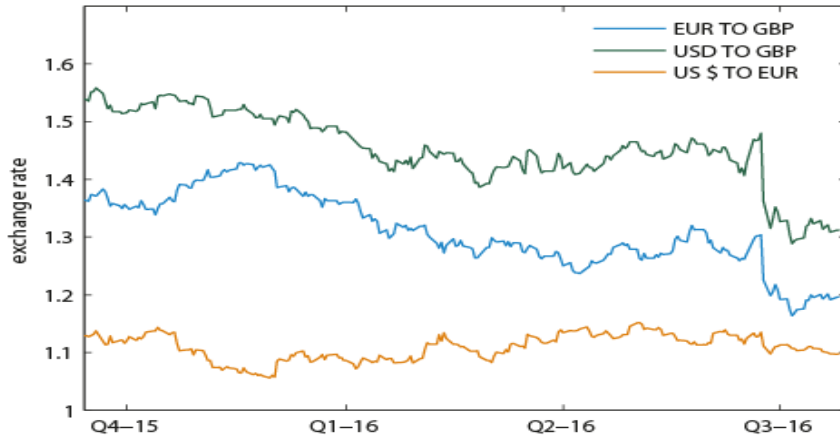
\* النقطة السوداء : في الشكل رقم تمثل يوم الاستفتاء 2016/06/23.

<sup>1</sup> : Francis Génereux, op cit, p1.

<sup>2</sup> : Jean HAMON, op.cit, p22.

الفصل الثالث: — قياس أثر خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي على الأسواق المالية خلال الفترة (يناير 2016- ديسمبر 2016).

الشكل رقم (03-07): تطور أسعار العملات الجنيه و اليورو و الدولار



**Source:** Matthias Raddant, THE RESPONSE OF EUROPEAN STOCK MARKETS TO THE BREXIT, KIEL POLICY BRIEF, NO. 100, August 2016, P5.

رابعاً: أثره على الناتج المحلي الإجمالي :

فحسب تقديرات بنك **BNB PARIBASE** فقد أشارت إلى انكماش في الناتج المحلي الإجمالي قدره (2%) على مدى سنتين أو ثلاث سنوات من الانسحاب لاسيما في عام 2017 .

**I-2-2- على المدى الطويل :**

على المدى الطويل فإن الغموض وحالة عدم اليقين تسيطر على شكل المبادلات التجارية التي ستكون عليها مستقبلاً حيث تشير معظم النماذج إلى تأثير سلبي راجع إلى صعوبة الوصول إلى السوق الموحدة وتراجع الاستثمارات الأجنبية المباشرة - ف (48%) من مخزون الاستثمار الأجنبي المباشر في بريطانيا مصدره الاتحاد الأوروبي<sup>1</sup> - أما بالنسبة للناتج الداخلي الخام سيكون أقل تأثيراً في المدى الطويل إذ هنالك تباين كبير في حجم

<sup>1</sup> : William Wright, THE POTENTIAL IMPACT OF BREXIT ON EUROPEAN CAPITAL MARKETS A QUALITATIVE SURVEY OF MARKET PARTICIPANTS, "New Financial", april 2016, P 4, article sur [www.newfinancial.eu](http://www.newfinancial.eu) .

الفصل الثالث: — قياس أثر خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي على الأسواق المالية خلال الفترة (يناير 2016- ديسمبر 2016).

الآثار السلبية مرتبطة باتجاهين أولهما هو أنه تشير معظم النماذج إلى أنه كلما زاد احتمال إمكانية الوصول إلى السوق الأوروبية الموحدة كلما انخفضت تكاليف الخروج والعكس صحيح ففي هذه الحالة سيتم الاعتماد على تشريعات وقوانين منظمة العالمية للتجارة وبالتالي ارتفاع تكلفة الخروج.

من المهم كثيرا معرفة إذا ما كانت الآثار الدينامكية للتجارة مدرجة في النماذج أي مراعاة الآثار الغير مباشرة لانخفاض الانفتاح التجاري وأثرها على الإنتاجية على مختلف اقتصاديات إن مثل هذه الآثار ليست مثيرة للجدل ولكن هنالك عدم اليقين حول حجمها فبالأخذ بعين الاعتبار لهذه الآثار ومع افتراض قواعد المنظمة التجارة العالمية WTO و NIESR و HM Treasury نجد أن الناتج المحلي الإجمالي سيكون أقل من (7%) على المدى الطويل.<sup>1</sup>

وعليه فانه من الصعب توقع الآثار المترتبة على البريكست على المدى الطويل فهي مرهونة بنتائج المفاوضات التي ستعتمد عليها بريطانيا في علاقاتها المستقبلية مع الاتحاد الأوروبي.

#### - خطر العدوى:

في استطلاعات الرأي الرئيسية التي أجريت في الدول الأعضاء في الاتحاد الأوروبي يبرهن على وجود زيادة كبيرة في عدم الثقة بخصوص المشروع الأوروبي. فالتخوف الأكبر ألا يتوقف الأمر عند خروج بريطانيا بل إطلاق " تأثير الدومينو" ( التفاعل المتسلسل) وهو ازدياد أحزاب اليمينية المتطرفة للمطالبة بالانفصال عن الاتحاد الأوروبي في كل من هولندا والمجر وجمهورية التشيك وبولندا ولعل البلد الذي يوجد فيه خطر أكبر هي فرنسا.<sup>2</sup>

والجدول رقم (03) أدناه، يوضح تطور الأحداث بعد البريكست:

<sup>1</sup> : Carl Emmerson et al, "Brexit and the UK's Public Finances", Institute for fiscal Studies, London, IFS report 116,,may 2016, p.p, 4 -5.

<sup>2</sup> : Institut Montaigne, " Bremain ou Brexit : Europe, prépare ton avenir !", France, juin 2016 , p34.

الجدول رقم (03-03): تطور الأحداث بعد البريكست

| الأثر:                                                                                                                                                                                                                               | القطاع:        | الحادث:                                       |         |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------|-----------------------------------------------|---------|
| استجابة الأسواق المالية وانخفاض الجنيه الإسترليني.                                                                                                                                                                                   |                | البريطانيون يصوتون للخروج من الاتحاد الأوروبي | 24 جوان |
| تقلب الأسواق المالية و انخفاض الجنيه الإسترليني وحالة عدم اليقين من شأنها التأثير على الاستهلاك قرارات الاستثمار والتوظيف.                                                                                                           | الاقتصاد الكلي | تقلب الأسواق المالية و حالة من عدم اليقين     | 2016    |
| حالة عدم اليقين من شأنها التأثير على الاستهلاك قرارات الاستثمار والتوظيف.                                                                                                                                                            | المالي         |                                               |         |
| تبدأ المفاوضات حول الاتفاقيات الجديدة بين بريطانيا والاتحاد الأوروبي، ويساهم انخفاض الجنيه الإسترليني في العام الماضي إلى رفع أسعار الواردات مما يؤدي إلى تضخم و ارتفاع معدلات البطالة وتراجع الإنفاق الاستهلاكي و انخفاض الاستثمار. | الاقتصاد الكلي | أثر على الاقتصاد المحلي                       | 2017    |
| وتطبق الحكومات الأوروبية القارية ضغوطا على شركات البلد الأصلي لإعادة الوحدات والموظفين إلى الوطن، بدلا من تحويلها إلى مواقع البلدان الثالثة (مثل أيرلندا).                                                                           | المالي         |                                               |         |
| التخفيف من حالة عدم اليقين وتعافي الطلب المحلي.                                                                                                                                                                                      | الاقتصاد الكلي |                                               | 2018    |
| فقدان الوظائف في قطاعات الخدمات المالية في بريطانيا حيث تنتقل الشركات نحو الاتحاد الأوروبي لتصبح كيانات قانونية داخل الاتحاد الأوروبي.                                                                                               | المالي         | الاتفاقيات التجارية تأخذ شكلا                 |         |
| ركود نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بسبب البروكسييت.                                                                                                                                                                             | الاقتصاد الكلي |                                               | 2019    |
| وتؤدي علاقة بريطانيا الجديدة مع الاتحاد الأوروبي إلى انكماش في القوة العاملة في بريطانيا وانخفاض في الخدمات المصدرة.                                                                                                                 | المالي         | دخول الاتفاقيات التجارية حيز التنفيذ          |         |
| نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي انطلاقا من مستويات دنيا.                                                                                                                                                                          | الاقتصاد الكلي |                                               | 2020    |
| تراجع حجم القطاع المالي بسبب فشل الشركات الغير تابعة للاتحاد الأوروبي في تعويض الأعمال المفقودة في الاتحاد الأوروبي.                                                                                                                 | المالي         | بداية الانتعاش الاقتصادي بشكل تدريجي          |         |

**Source:** The Economist Intelligence Unit, Out and down Mapping the impact of Brexit, business , 2016 , p3, rapport sur

[www.transatlanticbusiness.org/wpcontent/uploads/2016/09/Out-and-Down-Mapping-the-Impact-of-Brexit-The-Economist-Intelligence-Unit.pdf](http://www.transatlanticbusiness.org/wpcontent/uploads/2016/09/Out-and-Down-Mapping-the-Impact-of-Brexit-The-Economist-Intelligence-Unit.pdf).



## I -3- الخروج البريطاني من الاتحاد الأوروبي سلبات وإيجابيات

### I-3-1- إيجابيات البريكست على بريطانيا:

أولاً: المزيد من التقنين:<sup>1</sup>

- تشير منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية OCDE إلى أن البريكست سوف تعود على بريطانيا بآثار إيجابية على أنشطتها وتمكنها من التحرر أكثر من القوانين والقيود، لكن هذا الاحتمال يصعب تحقيقه لسببين رئيسيين:
- إذ ينبغي الأخذ بعين الاعتبار أن التكامل الاقتصادي مع الدول الأعضاء يتطلب الحد الأدنى من مواءمة التشريعات الوطنية وذلك من أجل تيسير وتشجيع الاستثمارات عبر الحدود.
- أن تشريعات وقواعد الاتحاد الأوروبي تكون في بعض الأحيان مفرطة ومبالغ فيها إذ أنه من الغير الممكن أن تكون بريطانيا جنات ضريبية وملاذات تنظيمية.

### ثانياً: مساهمة أقل في ميزانية الاتحاد الأوروبي :

شكلت هذه النقطة أحد أهم نقاط القوة التي طرحها مؤيدو خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي، والمتمثلة في توفير الالتزامات التي تترتب على عضوية بريطانيا، إذ يقدر بأن بريطانيا تنفق ما نسبته (11٪) من إجمالي الناتج المحلي لها كتكاليف مباشرة وغير مباشرة.

و تشمل هذه التكاليف:<sup>2</sup>

#### ● التكاليف المباشرة:

المتضمنة في مساهمة بريطانيا في ميزانية الاتحاد الأوروبي والتي تقدر ب (1.25٪) من إجمالي الناتج المحلي البريطاني حيث بلغ صافي ما دفعته بريطانيا للاتحاد الأوروبي في عام 2015 ب 8.5 مليار جنيه إسترليني وهو ما يمثل (12٪) من ميزانية الاتحاد الأوروبي.

<sup>1</sup> : Hogan Lovells , "The Brexit Effect The legal implications behind the headlines" , rapport disponible sur [www.hoganlovells.com/en/globalsearchresult?searchtext=the%20brexit%20effect](http://www.hoganlovells.com/en/globalsearchresult?searchtext=the%20brexit%20effect) , April 2016 , p6.

<sup>2</sup> المركز العربي للأبحاث و الدراسات، مرجع سابق، ص3.

الفصل الثالث: — قياس أثر خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي على الأسواق المالية خلال الفترة (يناير 2016 - ديسمبر 2016).

وستواصل المملكة المتحدة تقديم مساهمات في ميزانية الاتحاد الأوروبي في حين أنها لا تزال دولة عضو في الاتحاد الأوروبي. حيث بلغت مساهمة المملكة المتحدة حوالي 8.5 مليار جنيه إسترليني في عام 2015، أي حوالي (1٪) من إجمالي الإنفاق العام وما يعادل (0.5٪) من الناتج المحلي الإجمالي.

#### ● التكاليف الغير المباشرة:

تشمل التكاليف الغير مباشرة في التكاليف المترتبة على بريطانيا بسبب امتثالها لتشريعات الاتحاد الأوروبي مثل تشريعات قوانين العمل القيود المالية والسياسات الزراعية الأوروبية المشتركة وأيضا التكاليف المترتبة على ازدياد البطالة بين صفوف البريطانيين بسبب المهاجرين الأوروبيين وتكاليف أخرى .. ويبلغ مجموع هذه التكاليف نحو (9.75٪) من إجمالي الناتج المحلي البريطاني.

وسوف تعتمد أي مساهمات مستقبلية على الترتيبات المتفق عليها لعلاقة المملكة المتحدة مع الاتحاد الأوروبي بعد مغادرته. على سبيل المثال، يساهم أعضاء المنطقة الاقتصادية الأوروبية في ميزانية الاتحاد الأوروبي، لذلك إذا انضمت المملكة المتحدة إلى المنطقة الاقتصادية الأوروبية، فمن المرجح أن تساهم في ميزانية الاتحاد الأوروبي.<sup>1</sup>

### I - 3-2- سلبات البريكست على بريطانيا

كانت لندن طوال عقود واحدة من أبرز مركزين ماليين عالمين جنبا الى جنب مع نيويورك وقد وضع خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي في خطر<sup>2</sup> ، وتستضيف لندن نحو 358 مصرفا، والعديد من شركات التأمين والمستثمرين من المؤسسات، وصناديق التحوط، ومقدمي التمويل المتخصصين، كما أنها تصدر أيضا نمو شركات التكنولوجيا الفائقة، وهي موطن لأكبر سوق مالي في الاتحاد الأوروبي والسوق المشتقة الأكثر تطورا والبنية التحتية في مجال المقاصة والتسوية ذات الصلة<sup>3</sup>، فصناعة الخدمات المصرفية تشكل (7%) من الناتج المحلي الإجمالي فثلث الخدمات المالية في بريطانيا يتم تصديرها للاتحاد الأوروبي وعقب إعلان نتيجة الاستفتاء عرفت الخدمات المصرفية انخفاضا حادا في حين خيمت أجواء الصدمة على حي المال والأعمال في لندن، حي المال "سي تي"، ومخاوف نقل بعض العمليات بعيدا عن سيتي.

<sup>1</sup> : Vaughne Miller, Brexit : impact across policy areas , "House OF COMMONS LIBRARY" , Number 07213 , 26 August 2016 , P10.

<sup>2</sup>: Sana Moid, Nitin Shankar, MAPPING THE POTENTIAL IMPACT OF BREXIT ON BRITAIN AND INDIA , "ELK Asia Pacific Journals" , ISBN : 978-93-855370-1-1, Amity University, Lucknow Campus ,P4.

<sup>3</sup> :KAREL LANNOO , EU Financial Market Access after Brexit , "CEPS Policy Brief" , Vol. 51 , No. 5, Brussels, September 2016, P2.

الفصل الثالث: — قياس أثر خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي على الأسواق المالية خلال الفترة (يناير 2016- ديسمبر 2016).

ولعل من أبرز الحجج التي طرحت لصالح التصويت إلى إمكانية انخفاض مستويات التنظيم، إذ أنه من المستبعد جدا حدوث تغيرات كبيرة في طبيعة التنظيم المالي في المملكة المتحدة، وذلك لأن التنظيم المالي عالمي الطابع. ويستمد جزء كبير منه من المعايير التي وضعتها الهيئات الدولية.<sup>1</sup>

#### أولا: فقدان النفوذ :

من الواضح أن بريطانيا سوف تفقد تأثيرها على الاتجاه المستقبلي وطبيعة لوائح الاتحاد الأوروبي التي قد تضطر إلى تنفيذها.<sup>2</sup>

#### ثانيا: الوصول الى السوق الأوروبية الموحدة :

فالتأثير هنا يكون من ناحية الحواجز والقيود الجمركية الجمركية (فبريطانيا لم تعد عضوا في السوق الأوروبية المشتركة) على الشركات والأنشطة التجارية، إذ أن الوصول إلى السوق الأوروبية المشتركة مرهون بالمفاوضات المستقبلية.

كما أن جميع المصارف وشركات الاستثمار والتأمين البريطانية التابعة للاتحاد الأوروبي سوف تتأثر بشكل كبير، حيث أن بريطانيا لا يمكنها التأثير على البنوك التي تزاوّل نشاطها في الاتحاد و بالتالي سوف تتضرر الخدمات المصرفية.

#### ثالثا :خفض التصنيف الائتماني :

فمباشرة بعد اعلان نتائج الاستفتاء أعلنت وكالة التصنيف الائتماني المعروفة "ستاندارد أند بورز" خفض التصنيف الائتماني لبريطانيا من علامة "AAA" إلى "AA"، كما وأشارت الوكالة إلى أن نتائج الاستفتاء قد تؤدي إلى تدهور الأداء الاقتصادي في بريطانيا، بما في ذلك قطاع الخدمات المالية الكبير هناك، وسيضعف القدرة على التنبؤ والاستقرار وفعالية السياسات في بريطانيا.

<sup>1</sup> : Moloney, Niamh (2016) Financial services, "the EU, and Brexit: an uncertain future for the city?", German Law Journal, 17. ISSN 2071-8322, july 2016, p1.

<sup>2</sup>: Vaughne Miller, op cit, p42.

الفصل الثالث: — قياس أثر خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي على الأسواق المالية خلال الفترة (يناير 2016- ديسمبر 2016).

### I -3-3- سلبات البريكست على الاتحاد الأوروبي:

فمن المقدر أن يكون الأثر الاقتصادي على منطقة اليورو أقل بكثير مما هو عليه بالنسبة للاتحاد الأوروبي ومع ذلك فإن تقلبات الحادة في الأسواق وحالة عدم اليقين لهما القدرة على التأثير على وتيرة الانتعاش وفي بيئة نمو منخفضة.<sup>1</sup>

انخفاض الناتج المحلي في الاتحاد الأوروبي ما يعادل 2254 مليار يورو أي ما يعادل (16٪) من الناتج المحلي الإجمالي، بالإضافة إلى انخفاض إيرادات الاتحاد الأوروبي الناتجة عن غياب مساهمات بريطانيا للاتحاد الأوروبي.<sup>2</sup>

#### أولا :سلبات البريكست على فرنسا: <sup>3</sup>

تعتبر فرنسا شريكا تجاريا مهما لبريطانيا ف من صادراتها موجهة لبريطانيا لتكون بذلك فرنسا المصدر الخامس لبريطانيا <sup>4</sup>، و عليه فان فقدان السوق البريطانية من شأنه خفض الصادرات الفرنسية بنسبة (10٪). كما أن بريطانيا و فرنسا يعتبران فاعلين رئيسيين في الدفاع الأوروبي، فالقوة العسكرية لكل منهما متكافئة ومن الصعب مقارنتها مع أية دولة أخرى في الاتحاد الأوروبي وعليه فانه من المحتمل عدم حدوث تأثير كبير بعد خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي.<sup>5</sup>

#### ثانيا :سلبات البريكست على منطقة اليورو:

أن أحد الأمور التي تستوجب النظر إلى المستقبل البعيد هو غموض مصير منطقة اليورو، فانخفاض اليورو أمام الدولار بعد نتائج الاستفتاء يضع مستقبل اليورو في حالة عدم اليقين .

<sup>1</sup>: BBVA RESEARCH, "UK Referendum The economic consequences of Brexit", 24 Jun 2016, p 2, rapport sur [www.bbva-research.com](http://www.bbva-research.com) .

<sup>2</sup> : Jseco22, Brexit : quels impacts économiques ?, "Economie : des clés pour aider à comprendre", 30 juin 2016, p 5, article sur [jseco22.blog.lemonde.fr/2016/06/16/brexit-quels-impacts-economiques](http://jseco22.blog.lemonde.fr/2016/06/16/brexit-quels-impacts-economiques).

<sup>3</sup> : Jseco22, Ibidem.

<sup>4</sup> : Jean HAMON, Op cit , P 28.

<sup>5</sup> : Institut Montaigne, Bremain op cit, p34.

الفصل الثالث: — قياس أثر خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي على الأسواق المالية خلال الفترة (يناير 2016- ديسمبر 2016).

### I-3-4- إيجابيات البريكست على الاتحاد الأوروبي:

لطالما شكل الاتحاد الأوروبي هاجسا وتهديدا لقوة بريطانيا، فمن الواضح أن هدف بريطانيا منذ البداية كان إضعاف الوحدة النقدية من جهة و من جهة أخرى فان بريطانيا تنظر للاتحاد الأوروبي من زاوية مصالحها الخاصة و تعمل لتعديله لصالحها ، مما يثير كثيرا غضب كل من فرنسا وألمانيا وعليه فان خروج بريطانيا يعني خروج المتشككين لفكرة الاتحاد الأوروبي أي بعبارة أخرى "وداعا للمعركلين".

### I-4- شكل العلاقة المستقبلية بين بريطانيا والاتحاد الأوروبي:

يعتبر تاريخ 29 مارس 2017 يوما تاريخيا للشعب البريطاني والحكومة البريطانية في التاريخ البريطاني فبعد عضوية دامت ما يقارب 44 عاما شرعت بريطانيا رسميا في اجراءات الخروج من الاتحاد الاوروي بتفعيل المادة (50) من معاهدة لشبونة<sup>1\*</sup> والتي تستغرق عامين قبل الانفصال التام وذلك في 2019، ومن أبرز السيناريوهات المحتملة للعلاقة المستقبلية التي ستربط ثاني اقتصاد في القارة الأوروبية وخامس اقتصاد في العالم بالاتحاد الأوروبي يمكن تلخيصها في الجدول رقم (04) أدناه :

---

\* المادة 50 :لا تتجاوز 5 فقرات، وتنص على أن على أي دولة عضو في الاتحاد الأوروبي رغبة في الخروج من الاتحاد ان تحيط المجلس الاوروي علما بذلك وأن تتفاوض على ذلك على أن لا تتجاوز مدة المفاوضات سنتين الا في حالة موافقة جميع الدول الاعضاء الاخرى على تمديد هذه الفترة.

الجدول رقم (03-04): الفرص المحتملة لبريطانيا خارج الاتحاد الأوروبي

| النموذج:         | الخصائص:                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| النموذج النرويجي | <p><b>الوصول إلى السوق الأوروبية الموحدة:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- غياب الرسوم الجمركية على السلع، باستثناء بعض المنتجات كالمنتجات الزراعية مثلاً.</li> <li>- التمكن من الجواز السفر الأوروبي.</li> <li>- غياب القيود و الحواجز الجمركية.</li> </ul> <p><b>الالتزامات :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- تطبيق تشريعات وقواعد الاتحاد الأوروبي والمتعلقة بالمنتجات وحرية تنقل الأشخاص...</li> <li>- المساهمة في ميزانية الاتحاد الأوروبي للتخفيف من الفوارق الاقتصادية والاجتماعية داخل EEA.</li> </ul> <p><b>التأثير :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- التأثير محدود على وضع قواعد الاتحاد الأوروبي.</li> </ul> |
| النموذج السويسري | <p><b>الوصول إلى السوق الأوروبية الموحدة :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- غياب الرسوم الجمركية على السلع، باستثناء بعض المنتجات الزراعية.</li> <li>- عدم التمكن من الجواز السفر الأوروبي.</li> <li>- غياب القيود والحواجز الجمركية.</li> </ul> <p><b>الالتزامات :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- تطبيق تشريعات و قواعد الاتحاد الأوروبي المتفق عليها .</li> <li>- المساهمة في ميزانية الاتحاد الأوروبي.</li> </ul> <p><b>التأثير :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- لا يوجد أي تأثير على وضع قواعد الاتحاد الأوروبي.</li> </ul>                                                                                       |
| النموذج التركي   | <p><b>الوصول إلى السوق الأوروبية الموحدة :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- غياب الرسوم الجمركية على السلع والمنتجات الزراعية.</li> <li>- الحواجز الجمركية محدودة على السلع والمنتجات الزراعية.</li> <li>- غياب الاتفاقات وبالحصوص المتعلقة بالخدمات المالية.</li> </ul> <p><b>الالتزامات :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- الالتزام بتطبيق المعايير المعمول بها في الاتحاد الأوروبي في مجالات التي تتعلق بالوصول</li> </ul>                                                                                                                                                                                                             |

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |                                              |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------|
| <p>إلى السوق الأوروبية الموحدة.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- عدم المساهمة في ميزانية الاتحاد الأوروبي.</li> </ul> <p><b>التأثير :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- لا يوجد أي تأثير على وضع قواعد الاتحاد الأوروبي.</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |                                              |
| <p><b>الوصول إلى السوق الأوروبية الموحدة :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- غياب الرسوم الجمركية على السلع، باستثناء بعض المنتجات الزراعية والقضاء التدريجي على الرسوم الجمركية في قطاعات رئيسية كالسيارات.</li> <li>- عدم التمكن من الجواز السفر الأوروبي.</li> <li>- غياب القيود والحواجز الجمركية.</li> </ul> <p><b>الالتزامات :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- الالتزام بتطبيق المعايير المعمول بها في الاتحاد الأوروبي في ما يخص السلع المستوردة.</li> <li>- عدم المساهمة في ميزانية الاتحاد الأوروبي.</li> </ul> <p><b>التأثير :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- لا يوجد أي تأثير على وضع قواعد الاتحاد الأوروبي.</li> </ul> | <p>النموذج الكندي</p>                        |
| <p><b>الوصول إلى السوق الأوروبية الموحدة :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- تطبيق الرسوم الجمركية على الواردات.</li> <li>- عدم التمكن من الجواز السفر الأوروبي.</li> <li>- غياب القيود والحواجز الجمركية.</li> </ul> <p><b>الالتزامات :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- الالتزام بتطبيق المعايير المعمول بها في الاتحاد الأوروبي في ما يخص السلع المستوردة.</li> <li>- عدم المساهمة في ميزانية الاتحاد الأوروبي.</li> </ul> <p><b>التأثير :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- لا يوجد أي تأثير على وضع قواعد الاتحاد الأوروبي.</li> </ul>                                                                                             | <p>منظمة التجارة العالمية<br/><b>OMC</b></p> |

Source : commission des finances du Sénat

الفصل الثالث: — قياس أثر خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي على الأسواق المالية خلال الفترة (يناير 2016- ديسمبر 2016).

## II- تحليل مكونات أسواق الأوراق المالية المدروسة

### II-1- نشأة و تطور الأسواق المالية المدروسة:

أولا :نشأة وتطور سوق الأوراق المالية في بريطانيا:

نشأت بورصة لندن رسميا في عام 1802 و بقيت على مدى القرن 19 البورصة الأهم، لكنها لاحقا عادت وخسرت موقعها أمام بورصة نيويورك و لقد تجاوز عدد القيم المسعرة في بورصة لندن 9000 في النصف الثاني من عقد الثمانينات، ويحتل السوق المالي البريطاني حاليا المرتبة الثالثة عالميا، بعد كل من نيويورك وطوكيو، وإلى جانب بورصة لندن يوجد سوق ثانوية تعرف باسم Inlistes Securities Market أنشأت عام 1980.<sup>1</sup>

ثانيا :نشأة وتطور سوق الأوراق المالية في فرنسا:

في العصور الوسطى تعتبر فرنسا أول دولة أنشأت سوق لتداول الأوراق المالية في القرن الثالث عشر ميلادي حيث وجد التجار مع تطور التجارة في المحاصيل التجارية وغيرها فوائد في اعتماد وسائل الائتمان من سحوبات وسندات أذنية.<sup>2</sup>

ثالثا :نشأة و تطور تطور سوق الأوراق المالية في ألمانيا:

تعود نشأت بورصة فرانكفورت الى القرن الحادية عشر، ففي عام 1585 أنشأت البورصة لتحديد أسعار صرف العملات لتتطور وتصبح أكبر واحدة من أكبر البورصات في العالم بجانب بورصة لندن، وفي عام 1879 أصبحت بورصة فرانكفورت البورصة الرائدة في ألمانيا.

<sup>1</sup> :يوكساني رشيد ، مرجع سابق ،ص 147.

<sup>2</sup> :محمد صادق اسماعيل ، "البورصات العربية بين التطوير و التحديات المستقبلية" ، الطبعة الأولى، العربي للنشر و التوزيع ، القاهرة ، 2016،ص20.



الفصل الثالث: — قياس أثر خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي على الأسواق المالية خلال الفترة (يناير 2016- ديسمبر 2016).

## II-2 تعريف أسواق الأوراق المالية المدروسة:

أولا : تعريف سوق الأوراق المالية في بريطانيا:

هي سوق أوراق مالية مستقلة تماما عن السلطات الرسمية إذ تعتبر بورصة لندن أهم مركز مالي على مستوى الاتحاد الأوروبي، كما يتميز وسطائها الماليين بالخبرة الواسعة ساهمت بشكل كبير في إدارة المعاملات المالية والنقدية الدولية، وإبراز مكانتها في سوق اليورو دولار. ومن أهم ما يميز بورصة لندن هو علاقاتها الوثيقة بمختلف المراكز المالية الدولية حيث بدأت البنوك الأمريكية و البريطانية في التعامل بالأوراق المالية في بورصة لندن عام 1985. تصل عدد الأوراق المالية المدرجة في بورصة لندن إلى ما يزيد عن 6000 ورقة مالية تقدر بنسبة (50%) من إجمالي الأوراق المالية المدرجة في بورصات أوروبا منها 2000 ورقة مالية للشركات دولية والباقي أوروبية تؤثر على مؤشرات أسعار البورصة بشكل واضح.<sup>1</sup>

ثانيا : تعريف سوق الأوراق المالية في فرنسا:

تمثل هذه السوق بشكل رئيسي في بورصة باريس، وما يميز السوق الأوراق المالية الفرنسية هو أنه سوق واحد يشمل البورصات الفرنسية التي تنتشر في المدن الفرنسية باريس، بوردو، ليل، ليون، مرسيليا، نانت و نانسي، وهذه البورصات تمثل نظاما متكاملًا تخضع لنفس السلطات، و لنفس قواعد و نشر البيانات ، وفي هذه السوق تتم المتاجرة بالأوراق المالية تحت نظام مركزي يعرف باسم CAC، وهذا النظام يمكن كل أعضاء شركات البورصة من المتاجرة في الأوراق المالية في كل أنحاء فرنسا وفي وقت واحد.<sup>2</sup>

ثالثا : تعريف سوق الأوراق المالية في ألمانيا:

يوجد في ألمانيا 8 بورصات للأوراق المالية تقع في فرانكفورت، ميونيخ، أسيادوف، شتوتجارت، هامبورج، هانوفو، وست برلين، إذ تعتبر بورصة فرانكفورت أكبر بورصات ألمانيا وتسيطر على ثلثي التداول في الأوراق المالية، أنشئ السوق الثانوي في ألمانيا عام 1987 لتشجيع الشركات صغيرة الحجم للتداول.<sup>3</sup>

<sup>1</sup>: بوكساني رشيد ، مرجع سابق ، ص 149.

<sup>2</sup>: بوكساني رشيد ، المرجع نفسه ، ص 151.

<sup>3</sup>: بوكساني رشيد ، المرجع نفسه ، ص 150.

الفصل الثالث: — قياس أثر خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي على الأسواق المالية خلال الفترة (يناير 2016- ديسمبر 2016).

## II-3- المؤشرات العامة لأسواق الأوراق المالية المدروسة:

وفيما يلي نستعرض بعض مؤشرات أسواق الأوراق المالية الرائدة في الاتحاد الأوروبي:

### أولا : مؤشر السوق المالي البريطاني (FTSE100):

وهو اختصار لـ "Financial Times Stock Exchange"، إذ يعد هذا المؤشر أحدث مؤشر يتم احتسابه ونشره في بريطانيا ويعرف أيضا باسم فوتسي (Footsi). أنشئ عام 1983 ويتكون من 100 سهم من الأسهم القائمة المتداولة ببورصة لندن، أعطيت له قيمة الأساس قدرها 1000 نقطة في 20 ديسمبر 1983.<sup>1</sup>

### ثانيا : مؤشر السوق المالي الفرنسي (CAC40) :

وهو اختصار "Cotation Assistée En Continu"، تعود نشأته إلى 15 جوان 1988، حيث يتكون من 40 أكبر شركة في البورصة الفرنسية ويحتل ضمن أكبر 100 بورصة من حيث تداول رأس المال في السوق الأولي.

وتجدر الإشارة إلى أن قاعدة مؤشر "CAC40" تعادل 1000 نقطة في الأساس في 31 ديسمبر 1987 ويضم هذا المؤشر 212 شركة.<sup>2</sup>

### ثالثا : مؤشر سوق المالي الألماني (DAX):

وهو اختصار لـ "Deutscher Aktien Index"، مؤشر ألماني يضم أسهم 30 شركة الأكثر تميزا المتداولة في بورصة فرانكفورت الألمانية، قيمة الأساس لهذا المؤشر 1000 نقطة بتاريخ 31 ديسمبر 1987 م.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> : حسين قبيلان، مرجع سابق، ص105.

<sup>2</sup> : غراية زهير، ترقو محمد، التحليل القياسي لاستجابة مؤشرات الأسواق المالية لديناميكية مؤشر "داوجونز" الصناعي، "مجلة أداء المؤسسات الجزائرية"، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، العدد 02، 2012، ص129.

<sup>3</sup> : عبد المجيد المهيمل، "التحليل الفني للأسواق المالية"، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الخامسة، 2006، ص 299.

الفصل الثالث: — قياس أثر خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي على الأسواق المالية خلال الفترة (يناير 2016- ديسمبر 2016).

### III- التحليل الفني لتقلبات لأسواق المالية المدروسة

فيما يلي نتطرق إلى التحليل الفني لتقلبات مؤشرات الأسواق المالية الرائدة في الاتحاد الأوروبي وتذبذب أزواج العملات ليلة الاستفتاء (2016/06/23):

#### III-1- التحليل الفني لتقلبات مؤشر السوق المالي البريطاني (FTSE100) :

ما يمكن ملاحظته من الرسم البياني هو تطور مؤشر فوتسي بالاتجاه الصاعد في القناة كما أن مستويات الدعم غير مختربة تشير إلى 6000 نقطة مما يشير إلى خطر<sup>1</sup> و ما يمكن استقرائه أيضا أن نتائج الاستفتاء أثمرت سلبا على مؤشر فوتسي بانخفاض نسبته (3.15%) في يوم واحد ليبلغ 6138.69 نقطة - حيث انخفض في الدقائق الأولى من بدء التداول بمقدار (8.7% ) وهو الهبوط الأكبر له منذ الأزمة العالمية عام 2008، إلا أنه تحسن خلال جلسة التداول لتتخفض الخسارة إلى (3.2%) ، وذلك نتيجة المكاسب المحققة للمصدرين البريطانيين بسبب انخفاض قيمة الجنيه الإسترليني وعودة البنك المركزي البريطاني بدعم الأسواق - ، دائما في اتجاه صاعد طويل فالبريكست لم يؤدي إلى اختراق قناة الصعود.

---

<sup>1</sup> : Gilles Leclerc, "ce que l'analyse technique nous dit du Brexit... et que vous n'entendez pas ailleurs", consulté le 21/04/2017, à 19 :32, sur [www.businessbourse.com](http://www.businessbourse.com).

الفصل الثالث: — قياس أثر خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي على الأسواق المالية خلال الفترة (يناير 2016- ديسمبر 2016).

الشكل رقم (03-08) : رسم بياني لمؤشر السوق المالي البريطاني (FTSE100)



source : Businessbourse, consulté le 21/04/2017 ,à 19 :32, sur [www.businessbourse.com](http://www.businessbourse.com)

### III-2- التحليل الفني لتقلبات مؤشر السوق المالي الفرنسي (CAC 40) :

على الرسم البياني كما هو موضح في الشكل رقم (09) أدناه نلاحظ تراجع مؤشر CAC40 بعد ظهور نتائج الاستفتاء، ومواصلته في الاختراق الهبوطي ليعود بذلك إلى نقطة البداية و تشير المؤشرات الفنية إلى ارتفاع كل من مؤشر **Stochastique** و مؤشر القوة النسبية **RSI** ومؤشر مكد **MACD** .

|                   |           |           |           |
|-------------------|-----------|-----------|-----------|
| مستويات الدعم:    | 4458 نقطة | 4378 نقطة | 4305 نقطة |
| مستويات المقاومة: | 4496 نقطة | 4540 نقطة |           |

وعليه فان اتجاه المؤشر السوق المالي الفرنسي (CAC40) الهابط.

الفصل الثالث: — قياس أثر خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي على الأسواق المالية خلال الفترة (يناير 2016- ديسمبر 2016).

### الشكل رقم (03-09) : رسم بياني لمؤشر السوق المالي الفرنسي (CAC40)



source : Boursikoter, consulté, le 22/04/2016, à 20:11 sur

[www.boursikoter.com/cac-40-analyse-technique-statistiques-24-06-2016](http://www.boursikoter.com/cac-40-analyse-technique-statistiques-24-06-2016) .

### III-3- التحليل الفني لتقلبات مؤشر السوق المالي الألماني (DAX) :

الصدمة و عدم اليقين بهذه الكلمات يمكن وصف افتتاح مؤشر السوق المالي الألماني (DAX) حيث بلغ 9237 نقطة ليحقق بذلك انخفاض قدره 1000 ليسلك بذلك الاتجاه الهبوطي كما وتراجعت أسهم الشركات في القطاع و المالي وكذا أسهم بنك Deutsche بنك Commerzbank بنسبة (14.2%) و (13%) على التوالي والسبب راجع إلى أزمة فقدان الثقة والخطر تفكك الاتحاد الأوروبي والتقلبات في أسواق المالية للاتحاد الأوروبي.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> [www.news.globtrex.com/komentarze/komentarze-akcje/podsumowanie-sesji-dax-24-06-2016/](http://www.news.globtrex.com/komentarze/komentarze-akcje/podsumowanie-sesji-dax-24-06-2016/), consulté le 22/04/2017, à 20 :38.

الفصل الثالث: — قياس أثر خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي على الأسواق المالية خلال الفترة (يناير 2016- ديسمبر 2016).

### الشكل رقم (03-10) : رسم بياني لمؤشر السوق المالي الفرنسي (DAX)



Source : [news.globtrex.com](http://news.globtrex.com), consulté le 22/04/2017, à 20:38, sur [www.news.globtrex.com/komentarze/komentarze-akcje/podsumowanie-sesji-dax-24-06-2016/](http://www.news.globtrex.com/komentarze/komentarze-akcje/podsumowanie-sesji-dax-24-06-2016/).

### III-4- التحليل الفني لأزواج العملات :

#### III-4-1- التحليل لزوج العملات الجنيه الإسترليني مقابل الدولار الأمريكي:

كان للبريكست أثر حاد وكبير على حركة زوج الجنيه الإسترليني مقابل الدولار الأمريكي، ورغم أن أي تداول ما دون سعر 1.4000 يعتبر سلبي جداً، إلا أن كسر مستوى 1.3545 يشير إلى احتمالية التذبذب الكبير واحتمال المخاطرة كبير.

يشير لنا الرسم البياني الموضح في الشكل رقم (11) أدناه الانخفاض التاريخي القياسي الذي حصل في سعر صرف الجنيه مقابل الدولار، حيث السعر يتداول في مستويات ما دون مستوى 113% فيبوناتشي<sup>1</sup> المتمثل في سعر 1.3680 ، وهذا قد يكون سبباً لامتداد في الاتجاه الهابط لحظياً.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> تشير (نسب فيبوناتشي) : الى نسب التحركات التصحيحية تستخدم في تحديد المناطق التي يحتمل أن ينتهي التصحيح عندها و عودة السعر الى اتجاهه مرة أخرى.  
<sup>2</sup> : التحليل الفني للجنيه الإسترليني مقابل الدولار 2016-06-24 ، تاريخ الاطلاع 2017/04/21 ، بتوقيت 17:32 ، موقع الاطلاع [www.icn.com](http://www.icn.com) .

الفصل الثالث: — قياس أثر خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي على الأسواق المالية خلال الفترة (يناير 2016- ديسمبر 2016).

الشكل رقم (03-11): رسم بياني لزواج العملات الجنيه الإسترليني مقابل الدولار الأمريكي



Source : EUR/USD dailyfx , consulté le 21/04/2017 ,à 17 :15 sur [www.dailyfx.com](http://www.dailyfx.com)

المؤشرات الفنية سلبية جداً، وداعمة لامتداد الهبوط، مع احتمال المخاطرة الغير اعتيادية و الاضطراب القياسي.

|                   |             |             |             |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|
| مستويات الدعم:    | نقطة 1.3700 | نقطة 1.3510 | نقطة 1.3105 |
| مستويات المقاومة: | نقطة 1.3900 | نقطة 1.4000 | نقطة 1.4300 |

اتجاه الزوج العملة الجنيه الإسترليني مقابل الدولار: هابط تحت 1.3680 مع استهداف مستوى 1.3105 و 1.3000 بشرط عدم اختراق 1.4000.

### III-4-2- التحليل الفني لزواج العملات اليورو مقابل الدولار الأمريكي:

استقراء للرسم البياني فانه يتم تداول سعر صرف اليورو مقابل الدولار الأمريكي تحت سعر 1.1070 وهذا الأمر يعتبر سلبى مع درجة المخاطرة كبيرة جداً، حيث انخفض سعر صرف اليورو مقابل الدولار الأمريكي

الفصل الثالث: — قياس أثر خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي على الأسواق المالية خلال الفترة (يناير 2016- ديسمبر 2016).

بقوة، بتداول ما دون خط الاتجاه الصاعد، ويتداول حول تصحيح (50%) فيبوناتشي المتمثل في سعر 1.1065 مما يشير الى اضطراب كبير وتذبذب حاد.<sup>1</sup>

الشكل رقم (03-12): رسم بياني لزوج العملات اليورو مقابل الدولار الأمريكي



Source : GPD/USD dailyfx ,consulté le 21/04/2017 a 17 :15 sur [www.dailyfx.com](http://www.dailyfx.com)

<sup>1</sup> : التحليل الفني لليورو مقابل الدولار 2016-06-24 ، تاريخ الاطلاع 2017/04/21 ، بتوقيت 17:32 ، موقع [www.icn.com](http://www.icn.com) .



الفصل الثالث: — قياس أثر خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي على الأسواق المالية خلال الفترة (يناير 2016 - ديسمبر 2016).

## VI- دراسة قياسية لأثر تقلبات مؤشر السوق المالي البريطاني على المؤشرات الأوروبية الرائدة خلال الفترة: (يناير 2016 - ديسمبر 2016)

### VI-1- تقديم اختبارات الإستقرارية والسكون لدى السلاسل الزمنية:

تقوم دراسة الإستقرارية ضمن طريقة التكامل المتزامن (La Cointégration) على مجموعة من المراحل والخطوات بداية بتحديد درجة التأخير ثم إجراء اختبار (ADF)، وفي حالة عدم تحقق الخاصية الإستقرارية للسلسلة يتم اللجوء إلى الفروق من الدرجة الأولى ثم الثانية، وإجراء الاختبار بعد كل مرحلة إلى أن تستقر سلاسل المتغيرات الدراسة، و لاستقرار السلسلة الزمنية محل الدراسة لابد من تحقق الخصائص الإحصائية لصفة الاستقرار للسلسلة الزمنية طول فترة الدراسة وهذه الخصائص تتمثل فيما يلي:

➤ ثبات متوسط القيم عبر الزمن.

➤ ثبات تباين القيم عبر الزمن.

➤ أن يكون التغير بين أي قيمتين لنفس المتغير معتمدين على الفجوة الزمنية بين القيمتين وليس القيمة الفعلية الزمنية التي يحسب عنده التغير.

هذا وتتم عملية التكامل المتزامن (La Cointégration) بعدة مراحل نذكرها كما يلي:

**1-تعريف التكامل المتزامن:** يعرف التكامل المتزامن أو التكامل المشترك (Cointégration) بأنه: " تصاحب بين سلسلتين زمنيتين أو أكثر، بحيث تؤدي التقلبات في أحدهما إلى إلغاء التقلبات في الأخرى بطريقة تجعل النسبة بين قيمتيهما ثابتة عبر الزمن، و لعل هذا يعني أن بيانات السلاسل الزمنية قد تكون غير مستقرة إذا ما أخذت كل على حدة، و لكنها تكون مستقرة كمجموعة " <sup>1</sup>.

**2-مراحل تقدير التكامل المتزامن:** إن لتقدير علاقة التكامل المتزامن من النموذج يحتوي على سلسلتين زمنيتين أي متغيرين تتبع الطريقة التي جاء بها جوهانسن (Johansen) والتي تركز على خطوتين أو مرحلتين أساسيتين وهما:

— المرحلة الأولى: اختبار درجة تكامل المتغيرين:

<sup>1</sup>: Bourbonnais, Régis, **Econométrie**, DUNOD, Paris, 9<sup>ème</sup> Edition, 2015, p297.

الفصل الثالث: — قياس أثر خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي على الأسواق المالية خلال الفترة (يناير 2016- ديسمبر 2016).

حيث أكد كل من إنجل و غرانجر (Engle و Granger) أن علاقة التكامل لا تكون إلا إذا كان هذين المتغيرين من نفس درجة التكامل، فإذا لم تكن المتغيرات من نفس درجة التكامل فإنه لا يوجد تكامل متزامن<sup>1</sup>، ولاختبار مفهوم التكامل على السلاسل الزمنية نستعين باختبار نستعمل اختبار جذر الوحدة (Unit Roots test) لمعرفة ما مدى استقرار السلاسل الزمنية المستعملة في الدراسة ، من خلال استعمال اختبار (ADF) Augmented Dickey-Fuller، اختبار Phillips-Perron (PP)، اختبار (KPSS) Kwiatkowski, Phillips, Schmidt, Shin.

لاختبار ما إذا كانت السلسلة الزمنية مستقرة أم لا؛ فإذا كانت السلاسل الزمنية المدروسة ليست من نفس درجة التكامل، فإننا لا نخاطر بإجراء علاقة التكامل المتزامن، حيث أن العملية تتوقف هنا أي لا نواصل في الخطوة الثانية والمتمثلة في تقدير علاقة المتغيرين على المدى الطويل<sup>2</sup>. و بعد أثبات أن السلسلتين مستقرتين و من نفس الرتبة، نتحول إلى الاختبارات التالية

- المرحلة الثانية: تقدير العلاقة في المدى الطويل :

أي بعد التحقق من أن المتغيرات لها نفس درجة التكامل، يتم الاعتماد على اختبار جوهانسن (Johansen, 1988) لدراسة العلاقة في المدى الطويل بين مجموعة متغيرات متكاملة من نفس الدرجة (N)، وهذا بالاعتماد على الأشعة المرتبطة بالقيم الخاصة الأكبر للمصفوفة  $\pi$  (The Eigenvalues)، ويسمح اختبار (Johansen) بحساب عدد علاقات التكامل المتزامن من خلال حساب عدد أشعة التكامل المتزامن، والمسماة برتبة مصفوفة التكامل المتزامن. ويقوم هذا الاختبار على تقدير النموذج التالي<sup>3</sup>:

$$\Delta Y_t = A_0 + A_1 \Delta Y_{t-1} + A_2 \Delta Y_{t-2} + \dots + A_p \Delta Y_{t-p+1} + \pi Y_{t-1} + \varepsilon$$

والمصفوفة  $\pi$  تكتب على الشكل التالي:

$$\pi = \sum_{i=1}^p A_{i-1} - I$$

حيث:

P: عدد التأخيرات في النموذج.

<sup>1</sup>: Sandrine Lardic et Valérie Mignon, "Econométrie des séries temporelles macroéconomiques et financières", Economica, 2002, Paris, p 211.

<sup>2</sup>: Bourbonnais, Régis, op.cit, pp297-301.

<sup>3</sup>: Idem, p: 307

الفصل الثالث: — قياس أثر خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي على الأسواق المالية خلال الفترة (يناير 2016- ديسمبر 2016).

$$R_g(\pi_p) = r$$

رتبة المصفوفة  $\pi$  ، والتي تمثل عدد علاقات التكامل المتزامن.

إذا كانت كل عناصر المصفوفة ( $\pi$ ) معدومة، فإن رتبته تساوي الصفر ( $r = 0$ ) ، أي أنه لا يوجد أي علاقة تكامل متزامن بين المتغيرات.

إذا كانت رتبة المصفوفة ( $r = K$ ) ، معناه أن كل المتغيرات مستقرة، ولا وجود لعلاقة التكامل المتزامن.

إذا كانت رتبة المصفوفة ( $1 \leq r \leq K - 1$ ) ، فإنه يوجد  $r$  علاقة تكامل متزامن، ويمكن تمثيل نموذج لتصحيح الأخطاء.

ولإجراء هذا الاختبار يتم حساب إحصائية (Johansen):<sup>1</sup>

$$\lambda_{\text{trace}} = n \sum_{i=r+1}^k L_n (1 - \lambda_i)$$

حيث:

$n$ : عدد المشاهدات. /  $r$ : رتبة المصفوفة.

$K$ : عدد المتغيرات. /  $\lambda_i$ : القيم الخاصة (The Eigenvalues) للمصفوفة  $\pi$  يتم تقديرها بطريقة الإمكان الأكبر.

### 3- دراسة علاقة السببية بين المتغيرات:

قدم غرانجر (Granger) اختباراً للسببية (Causality test) سنة 1969م، والذي يسمح بمعرفة أي

المتغيرين يؤثر في الآخر، يعرف غرانجر العلاقة السببية بين المتغيرات في الاقتصاد على أن التغير في القيم الحالية

والماضية لمتغير ما يسبب التغير في متغير آخر، أي أن التغير في قيم ( $X_t$ ) مثلاً الحالية والماضية يسبب التغير في قيم

( $Y_t$ ) ويتضمن اختبار غرانجر للسببية تقدير نموذج الانحدار الذاتي:

$$y_t = \delta_0 + \sum_{i=1}^p \delta_i y_{t-1} + \sum_{j=0}^q \lambda x_{t-j} + \mu_t$$

$$x_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^n \alpha_i x_{t-1} + \sum_{j=0}^m \beta y_{t-j} + \vartheta_t$$

<sup>1</sup>: Idem, p: 309.

الفصل الثالث: — قياس أثر خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي على الأسواق المالية خلال الفترة (يناير 2016- ديسمبر 2016).

ولاختبار العلاقات السببية سوف نستعمل الفرضيتين العدميتين التاليتين:

$$H_0: \lambda = 0$$

$$H_0: B = 0$$

إذا لم نستطع رفض أي من هاتين الفرضيتين، فإن المتغيرين المدروسين  $X$  و  $Y$  مستقلين عن بعضهما البعض أما إذا تم رفضهما معا فهناك علاقة سببية في الاتجاهين ( $X$  يسبب  $Y$  و  $Y$  يسبب  $X$ )؛ ولاختبار الفرضيتين نستخدم إحصائية فيشر (Fisher) المحسوبة و الجدولية، فإذا كانت ( $F^*$ ) أكبر من إحصائية فيشر ( $F$ ) الجدولية، فإننا نرفض الفرضية العدمية أي وجود علاقة سببية، وإذا كانت أصغر فنقبل الفرضية العدمية أي عدم وجود علاقة سببية بين ( $X$ ) و ( $Y$ ).<sup>1</sup>

**4- صيغة نموذج تصحيح الخطأ:** تأخذ صيغة نموذج تصحيح الخطأ في الاعتبار كل من العلاقة طويلة الأجل والعلاقة قصيرة الأجل أما عن كونها تأخذ في الاعتبار العلاقة طويلة الأجل فهذا يتم باحتوائها على متغيرات ذات فجوة زمنية و فيما يتعلق باشتغالها على العلاقة قصيرة الأجل فهذا يتم بإدراج فروق السلاسل الزمنية فيها.<sup>2</sup> فمثلا لو قدرنا العلاقة التالية بين متغيرات ( $x$ ) و ( $y$ ) كما يلي:<sup>3</sup>

$$Y_t = \hat{\alpha}_0 + \hat{\beta}_1 x_t + e_t$$

عندئذ يمكن الحصول على متغير جديد يسمى حد تصحيح الخطأ و هو يتمثل في البواقي  $\varepsilon_t$  كما يلي:

$$e_{t-1} = Y_{t-1} - \hat{\alpha} - \hat{\beta} x_{t-1}$$

تقدير علاقة النموذج الديناميكي أي (قصير المدى) وهذا بطريقة المربعات الصغرى (MCO):

$$\Delta Y_t = \alpha_1 \Delta x_t + \alpha_2 e_{t-1} + U_t$$

$Dyt$ : الفرق الأول للمتغير التابع و هو:  $y_t - y_{t-1}$ .

$\Delta D\chi_t$ : الفروق الأولى للمتغير التفسيري.

حيث  $\alpha_2$ : معامل سرعة التعديل فهو يشير إلى مقدار التغير في المتغير التابع نتيجة لانحراف قيمة المتغير المستقل في الأجل القصير عن قيمته التوازنية في الأجل الطويل بمقدار وحدة واحدة، و يشترط أن يكون سالب ومعنوي.

<sup>1</sup>: عطية عبد القادر، الحديث في الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2005، ص 689.

<sup>2</sup>: عطية عبد القادر، المرجع نفسه، ص 685.

<sup>3</sup>: Bourbonnais, op.cit, p:302.

الفصل الثالث: — قياس أثر خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي على الأسواق المالية خلال الفترة (يناير 2016- ديسمبر 2016).

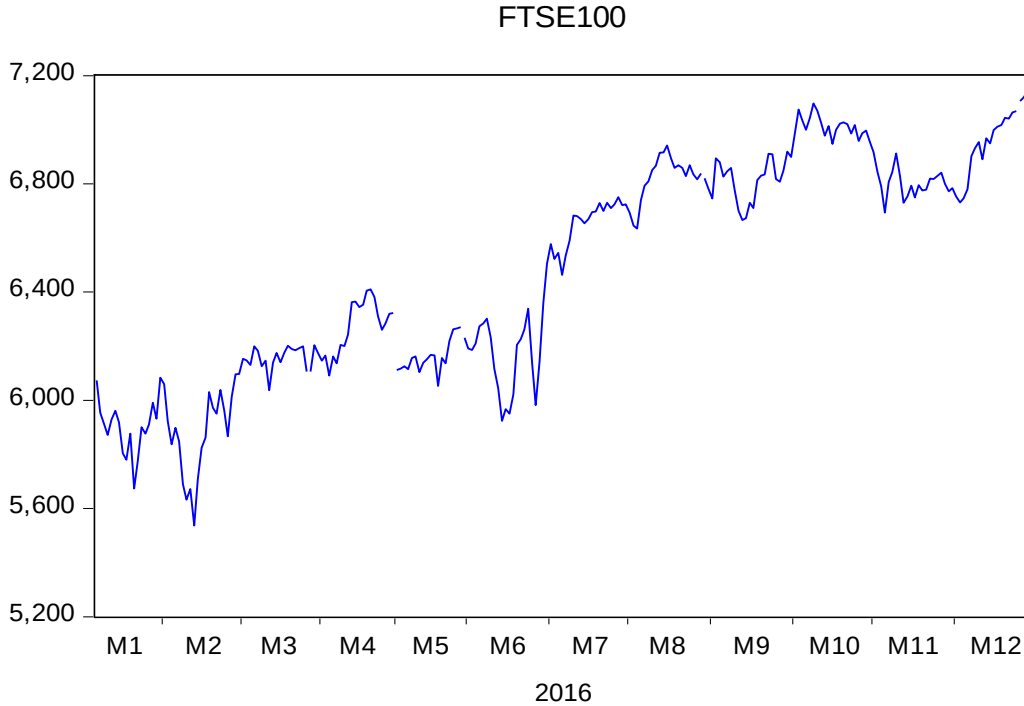
## VI-2- التحليل الوصفي لسلاسل أسعار إغلاق مؤشرات البورصات المدرسة:

تتمثل الدراسة الوصفية في التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة المتمثلة في مؤشر السوق المالي البريطاني (FTSE)، مؤشر السوق المالي الفرنسي (CAC 40) وأخيرا المؤشر العام للسوق المالي الألماني (DAX)، وفيما يلي التحليل الوصفي للسلاسل الزمنية:

أولا: التحليل الوصفي لسلسلة أسعار إغلاق مؤشر السوق المالي البريطاني (FTSE):

تتكون السلسلة من (250) مشاهدة يومية، تمتد من (يناير 2016) إلى غاية : (ديسمبر 2016) باستثناء أيام العطل، وهي تتميز بمتوسط قدره: (6479,38) وقيمة عظمى: (7142,83) وقيمة صغرى: (5536,97)، بينما ينصف هذه السلسلة بتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره: (407,977)، و الشكل رقم (13) أدناه يوضح تطور أسعار إغلاق مؤشر سوق المالي البريطاني (FSTE100) خلال الفترة المذكورة.

الشكل رقم: (03-13): تطور أسعار إغلاق مؤشر سوق المالي البريطاني (FSTE100) خلال الفترة (يناير 2016 – ديسمبر 2016)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج (Eviews.8).

الفصل الثالث: — قياس أثر خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي على الأسواق المالية خلال الفترة (يناير 2016 - ديسمبر 2016).

التعليق:

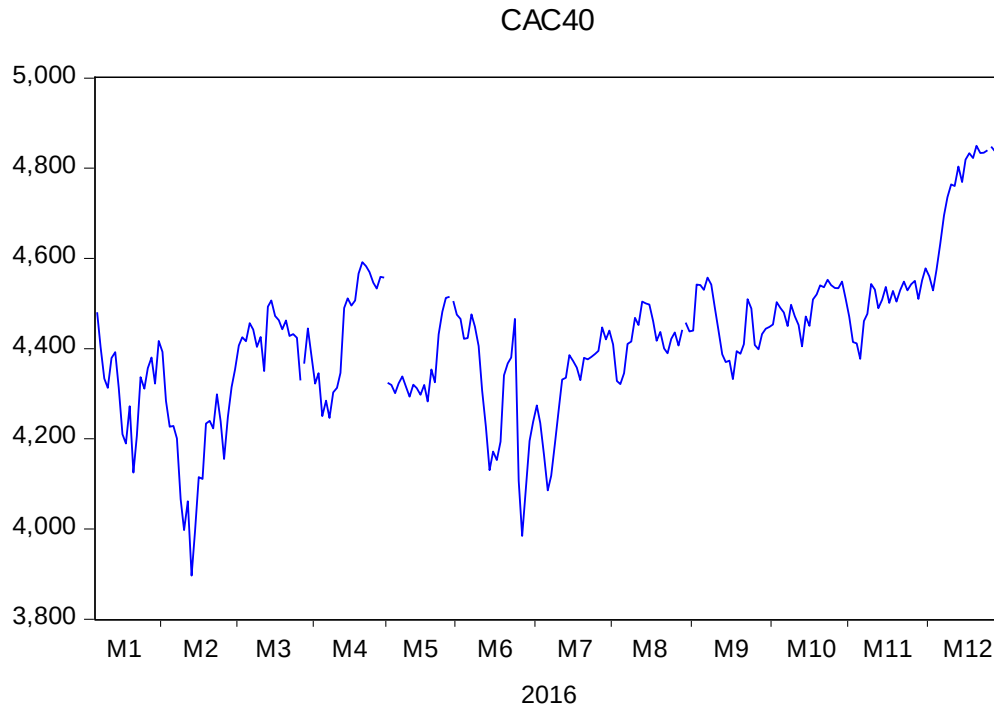
من الشكل أعلاه نلاحظ أن السلسلة الزمنية الخاصة بالمؤشر العام لسوق المال البريطاني (FSTE100) غير مستقرة في السلسلة الأصلية خلال فترة الدراسة.

ثانيا: التحليل الوصفي لسلسلة أسعار إغلاق مؤشر السوق المالي الفرنسي (CAC 40):

تتكون السلسلة من (250) مشاهدة يومية، تمتد من (يناير 2016) إلى غاية: (ديسمبر 2016) باستثناء أيام العطل ، وهي تتميز بمتوسط قدره: (4415,69) ، و قيمة عظمى: (4862,31) وقيمة صغرى: (3896,71) ، بينما ينصف هذه السلسلة بتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره : (38961,71) ، والشكل رقم (14) أدناه، يوضح تطور أسعار إغلاق مؤشر سوق المال الفرنسي (CAC40).

الشكل رقم: (03-14): تطور أسعار إغلاق مؤشر سوق المال الفرنسي (CAC40) خلال الفترة (يناير

2016 - ديسمبر 2016)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج (Eviews.8).

الفصل الثالث: — قياس أثر خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي على الأسواق المالية خلال الفترة (يناير 2016- ديسمبر 2016).

التعليق:

من الشكل أعلاه نلاحظ أن السلسلة الزمنية الخاصة بالمؤشر العام لسوق المالي الفرنسي (CAC 40)، غير مستقرة في السلسلة الأصلية خلال فترة الدراسة.

ثالثا: التحليل الوصفي لسلسلة أسعار إغلاق مؤشر السوق المالي الألماني (DAX):

تتكون السلسلة من (250) مشاهدة تمتد من: (يناير 2016) إلى غاية: (ديسمبر 2016) باستثناء أيام

العطل ، وهي تتميز بمتوسط: (10190,04)، وقيمة عظمى: (11481,06) ، وقيمة صغرى :

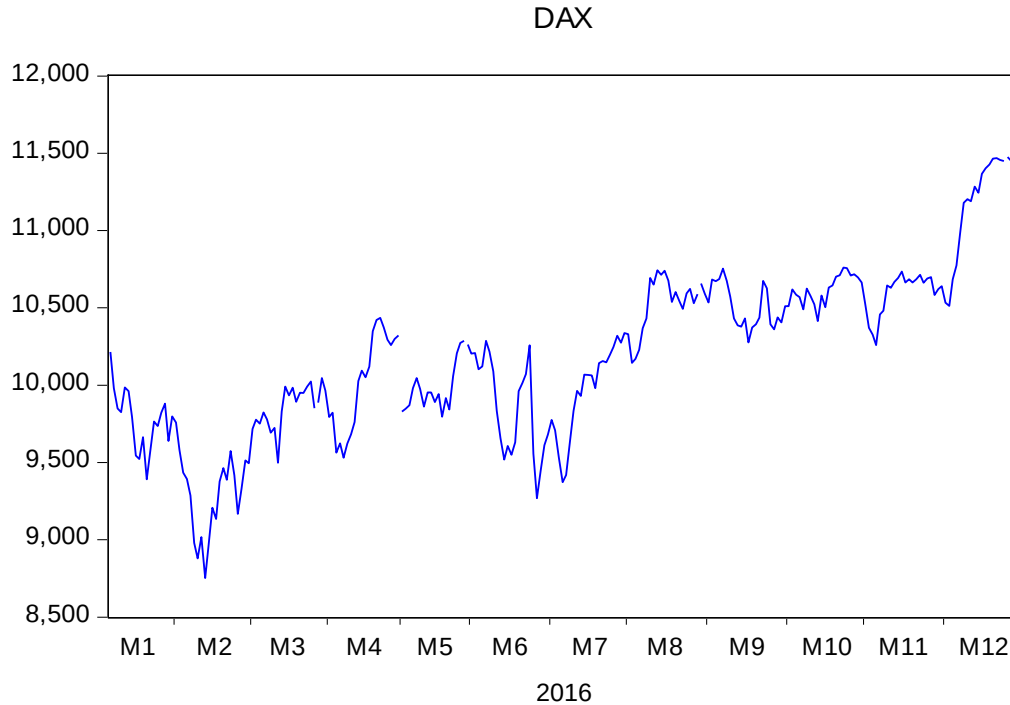
( 8752,87)، بينما ينصف هذه السلسلة بتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره

( 538.94 ) ، والشكل التالي رقم (15) أدناه، يوضح تطور أسعار إغلاق مؤشر سوق المالي الألماني

(DAX).

الشكل رقم: (03-15): تطور أسعار إغلاق مؤشر سوق المالي الألماني (DAX) خلال الفترة ( يناير

2016 – ديسمبر 2016)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج (Eviews.8).

### التعليق:

من الشكل أعلاه نلاحظ أن السلسلة الزمنية الخاصة بالمؤشر العام لسوق المالي الألماني (DAX)، غير مستقرة في السلسلة الأصلية خلال فترة الدراسة.

### VI-3- دراسة الإستقرارية لدى سلاسل أسعار إغلاق مؤشرات أسواق الأوراق المالية المدروسة:

لبيان فيما إذا كانت السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة مستقرة من عدمها، يتطلب الأمر استخدام اختبارات جذور الوحدة (Unit Root Tests)، حيث يهدف هذا الاختبار إلى فحص خواص السلاسل الزمنية للمتغيرات قيد الدراسة والتأكد من مدى إستقراريتها وتحديد رتبة تكامل كل متغير على حدى وكذلك تحديد رتبة الفروقات التي يحتاجها، وبالاعتماد على خصائص برنامج (Eviews.8) حصلنا على النتائج الموضحة في الجدول رقم (04) التالي:

الجدول رقم (03-05): نتائج اختبارات الإستقرارية للسلسلة مؤشرات الأسواق المالية المدروسة

| KPSS                                                            |             |             | PP     |             |             | ADF    |             |             | المتغير |
|-----------------------------------------------------------------|-------------|-------------|--------|-------------|-------------|--------|-------------|-------------|---------|
| القرار                                                          | الفرق الأول | عند المستوى | القرار | الفرق الأول | عند المستوى | القرار | الفرق الأول | عند المستوى |         |
| I(0)                                                            | 0.051       | 0.143       | I(1)   | -15.29      | -3.43       | I(1)   | -14.94      | -3.43       | FSTE100 |
| I(1)                                                            | 0.033       | 0.18        | I(0)   | -15.38      | -3.87       | I(0)   | -14.97      | -3.65       | CAC40   |
| I(1)                                                            | 0.04        | 0.09        | I(0)   | -15.20      | -4.16       | I(0)   | -14.80      | -3.89       | DAX     |
| القيم الحرجة ( ADF=-3.43 ; PP=-3.43 ; KPSS= 0.15 ) عند مستوى 5% |             |             |        |             |             |        |             |             |         |

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج (Eviews.8).

(ينظر الملحق رقم (01))



#### التعليق:

نلاحظ أن القيمة المطلقة لإحصائية (t) المقدرة أكبر من القيمة المطلقة لقيم الجدولة (Mackinnon) في كل من اختباري (ADF) و (PP) عند الفرق الأول، ومعنى ذلك أنها معنوية إحصائياً عند مستوى الدلالة (5%)، وبالتالي نرفض الفرضية العدمية ( $H_0$ )؛ أي أن السلسلة مستقرة (Stationary)، كما أن (KPSS) نلاحظ أن القيم المقدرة أصغر من القيمة الجدولة للاختبار، أي أن السلسلتان مستقرتان عند الفرق الأول، ومنه يمكننا المرور إلى بقية الاختبارات الأخرى

#### VI-4- اختبار درجة التكامل المتزامن لأسواق الأوراق المالية المدروسة:

قبل الشروع في مرحلة إجراء التكامل المتزامن، يجدر بنا تحديد فترات التأخير لمتغيرات الدراسة، وذلك وفق ما يلي:

#### VI-4-1- تحديد عدد فترات التأخير:

قبل تحديد اتجاه السببية بين المؤشرات المدروسة، تحديد عدد الفجوات الزمنية (P) المناسب لنموذج (VAR(P)) الذي يحقق أكبر عدد ممكن من معايير اختبار درجات الإبطاء؛ واختبار تلك فترات التأخير الملائمة يجري الانحدار الذاتي لكل متغير ولفرة التأخير واحدة تلو أخرى لحين الحصول على النموذج الذي يحقق أفضل معايير اختبار النموذج والمتمثلة في (FPE) معيار خطأ التنبؤ النهائي (Final Prediction Error)، (AIC) معيار معلومات أكايك (Akaike)، (SC) معيار معلومات شوارز (Schwarz)، وأخيراً (H-Q) معيار معلومات حنان وكوين (Hannan and Quinn)، حيث يتم اختيار الفترة الملائمة التي تحقق أكبر عدد ممكن من المعايير اختبار درجات الإبطاء، وباستخدام برنامج (Eviews.8)، تم تحديد فترة واحدة تأخر المتغيرات (FSTE100)، (CAC 40) و (DAX)، وتم الحصول على نتائج التقدير المبينة في الجدول رقم (05) التالي:

الفصل الثالث: — قياس أثر خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي على الأسواق المالية خلال الفترة (يناير 2016- ديسمبر 2016).

الجدول رقم (03-06): نتائج تقدير معايير اختيار رتبة النموذج الملائم لسلسلة المؤشرات الأسواق المالية المدروسة

| مقياس<br>حنان و<br>كوين (H-Q) | مقياس شوارز<br>(Schwarz) | مقياس<br>أكايك (Akaike) | مقياس خطأ<br>التنبؤ<br>النهائي (FPE) | السلسلة<br>المعدلة<br>(LR) | لوغاريتم<br>السلسلة<br>(LogL) | فترات<br>التأخير<br>(Lag) |
|-------------------------------|--------------------------|-------------------------|--------------------------------------|----------------------------|-------------------------------|---------------------------|
| 27.26547                      | 27.28274                 | 27.25382                | 2.35e+09                             | NA                         | -3282.086                     | 0                         |
| <b>20.85288*</b>              | <b>20.90468*</b>         | <b>20.81793*</b>        | <b>3768447.*</b>                     | 1539.644                   | -2502.560                     | 1                         |
| 20.90227                      | 20.98861                 | 20.84402                | 3868096.                             | 1.676771                   | -2501.704                     | 2                         |
| 20.93895                      | 21.05983                 | 20.85739                | 3920278.                             | 4.636846                   | -2499.316                     | 3                         |
| 20.96656                      | 21.12198                 | 20.86170                | 3937341.                             | 6.702189                   | -2495.835                     | 4                         |
| 20.95481                      | 21.14477                 | 20.82665                | 3801951.                             | <b>15.69606*</b>           | -2487.612                     | 5                         |

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج (Eviews8).

((ينظر الملحق رقم: (02)))

#### VI-4-2- تحليل نتائج تحديد عدد فترات التأخير:

نلاحظ من خلال الملحق أعلاه أن فترة الإبطاء الملائمة للمتغيرات هي: الفترة الأولى ( $Lag = 1$ ) حسب

المعايير التالية: ( $SC - FPE - AIC - HQ$ ) وأما حسب معيار ( $LR$ ) ، فقد أشار إلى الفترة الخامسة

( $Lag=5$ )، ومنه تشير نتائج تقدير أغلب المعايير السابقة ذات الدلالة المعنوية إحصائياً عند المستوى (5%) إلى

ضرورة الأخذ بفجوة زمنية وأن فترة الإبطاء الملائمة هي: ( $P = 1$ ).

#### VI-4-3- اختبار التكامل المشترك :

وجد في المرحلة السابقة ان درجة التأخير المقبول لشعاع الانحدار الذاتي ( $VAR$ ) هو ( $p=1$ ) وسنجري

الاختبار على  $VAR(1)$  .

الفصل الثالث: — قياس أثر خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي على الأسواق المالية خلال الفترة (يناير 2016- ديسمبر 2016).

#### الجدول رقم (03-07): اختبار التكامل المشترك بين (FTSE100) و (CAC40) و (DAX)

| عدد أشعة التكامل | القيم الذاتية Eigenvalue | الأثر TRACE | القيم الحرجة 5% |
|------------------|--------------------------|-------------|-----------------|
| r=0              | 0.092                    | 32.52       | 29.78           |
| r=1              | 0.029                    | 8.58        | 15.50           |
| r=2              | 0.005                    | 1.35        | 3.84            |

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج (Eviews8).

((03)) ينظر الملحق رقم:

من خلال نتائج الجدول نختبر الفرضيات التالية :

$$H_0 : r=0 \dots H_1: r > 0 \dots\dots\dots(1)$$

$$H_0 : r=1 \dots H_1 : r > 1 \dots\dots\dots (2)$$

$$H_0 : r=2 \dots H_1: r > 2 \dots\dots\dots(2)$$

من خلال الجدول أعلاه رقم (06) يمكننا استخلاص النتائج التالية:

بالنسبة للفرضية الأولى فإننا نقبل الفرضية الأولى عند مستوى (5%) لأن احصائية الأثر أكبر من القيم الحرجة أي وجود علاقة تكامل متزامن بين المتغيرات، أما بالنسبة للفرضية الثانية والثالثة فإننا نقبل فرضية العدم لأن احصائية الأثر أصغر من القيم الحرجة.

#### VI-4-4- اختبار علاقة التكامل المشترك بين (CAC40) و (FTSE100):

1- اختبار السببية :

الجدول رقم (03-08): نتائج اختبار السببية

Pairwise Granger Causality Tests

Date:16/04/17 Time: 23:56

Sample: 1 250

Lags: 1

| NullHypothesis:                     | Obs | F-Statistic | Prob.  |
|-------------------------------------|-----|-------------|--------|
| FSTE100does not Granger Cause CAC40 | 250 | 4.11729     | 0.0435 |
| CAC40does not Granger Cause FSTE100 |     | 10.3103     | 0.0015 |

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج (Eviews8).

التعليق:

نلاحظ أن التغير في مؤشر سوق المال البريطاني (**FTSE100**) يسبب تغير في مؤشر السوق المالي الفرنسي (**CAC40**) حيث أن الاحتمال المقابل لإحصائية فيشر F أصغر من (5%)، أما في حالة التغير في مؤشر السوق المالي الفرنسي (**CAC40**) يسبب التغير في مؤشر المال البريطاني (**FTSE100**) فإننا نسجل أن الاحتمال المقابل لإحصائية فيشر F أصغر من (5%)، وهذا يعني أنه توجد علاقة سببية في اتجاهين، أي أن التغير في مؤشر سوق المال البريطاني (**FTSE100**) يسبب تغير في مؤشر السوق المالي الفرنسي (**CAC40**) يسبب التغير في مؤشر السوق المالي البريطاني، ووفقا للنموذج المقدر للمتغير مؤشر السوق المالي البريطاني بدلالة مؤشر السوق المالي الفرنسي نجد أن :

$$CAC40 = 2637.80539477 + 0.274390647784*FTSE100$$

$R^2=0,465976$  أي بمعنى أن أي تغير في مؤشر السوق المالي البريطاني ب (1%) سيؤدي الى تغير في السوق المالي الفرنسي ب (0.3%).

## 2- علاقة الانحدار التكامل المشترك:

الجدول رقم (03-09): نتائج علاقة انحدار التكامل المشترك بين (FTSE100) و (CAC40)

DependentVariable: CAC 40

Method: Least Squares

Date:18/04/17 Time: 17:50

Sample:06/01/2016 30/12/2016

Includedobservations:250

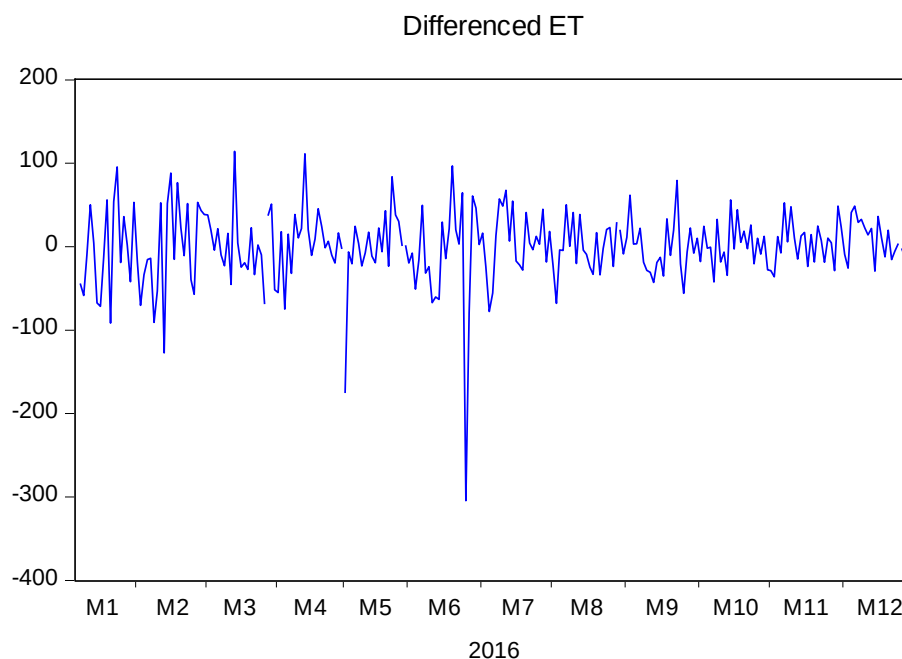
| Variable           | Coefficient | Std. Error            | t-Statistic | Prob.  |
|--------------------|-------------|-----------------------|-------------|--------|
| FTSE100            | 0.274391    | 0.018690              | 14.68080    | 0.0000 |
| C                  | 2637.805    | 121.3414              | 21.73871    | 0.0000 |
| R-squared          | 0.465976    | Meandependent var     | 4415.687    |        |
| Adjusted R-squared | 0.463814    | S.D. dependent var    | 163.9925    |        |
| S.E. of regression | 120.0831    | Akaike info criterion | 12.42224    |        |
| Sumsquaredresid    | 3561726.    | Schwarz criterion     | 12.45050    |        |
| Log likelihood     | -1544.569   | Hannan-Quinn criter.  | 12.43362    |        |
| F-statistic        | 215.5260    | Durbin-Watson stat    | 0.132036    |        |
| Prob(F-statistic)  | 0.000000    |                       |             |        |

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج (Eviews8).

يجب أن تكون البواقي مستقرة ليكون الانحدار السابق غير زائف و ليكون هنالك علاقة تكامل بين المؤشرين لذلك نلجأ الى التكامل المشترك.

- سلسلة البواقي et:

### الشكل رقم (03-16) : سلسلة البواقي et



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج (Eviews.8).

### 3 - اختبار استقرارية سلسلة البواقي et:

#### الجدول رقم (03-10): نتائج اختبار استقرارية البواقي et

NullHypothesis: et has a unit root

Exogenous: None

LagLength: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=15)

|                                       | t-Statistic | Prob.* |
|---------------------------------------|-------------|--------|
| AugmentedDickey-Fuller test statistic | -2.683223   | 0.0073 |
| Test criticalvalues: 1% level         | -2.574320   |        |
| 5% level                              | -1.942110   |        |
| 10% level                             | -1.615846   |        |

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

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج (Eviews.8).

التعليق:

نلاحظ من الجدول السابق أن القيمة المحسوبة (2,68) أصغر من القيمة الجدولية ل(engle&yoo,1987) هذه التي تساوي (3,37) البواقي مستقرة يوجد علاقة توازنية طويلة الأمد بين السوقيين الماليين، وبالتالي الانحدار السابق غير زائف.

#### 4- نموذج تصحيح الخطأ (ECM):

يقودنا وجود العلاقة طويلة الأجل بين بين المؤشرين (CAC40) و (FTSE100) الى دراسة العلاقة بينهما على المدى القصير باستخدام نموذج تصحيح الخطأ لتقدير نموذج (ECM) يتم ادخال مقدرات سلسلة البواقي العلاقة طويلة الأجل متغيرا مستقلا مبطاً لفترة واحدة في نموذج (VAR) وفق المعادلة التالية:

$$DCAC40 = C + DFTSE100 + ECM(-1) + RESID^{**}$$

#### الجدول رقم (03-11): نموذج تصحيح الخطأ (ECM)

Dependent Variable: DCAC40  
Method: Least Squares  
Date: 18/04/17 Time: 20:08  
Sample (adjusted): 06/01/2016 30/12/2016  
Included observations: 250 after adjustments

| Variable           | Coefficient | Std. Error            | t-Statistic | Prob.  |
|--------------------|-------------|-----------------------|-------------|--------|
| C                  | -1.732685   | 1.879740              | -0.921768   | 0.3576 |
| DFTSE100           | 0.756873    | 0.028903              | 26.18681    | 0.0000 |
| EMC(-1)            | -0.007967   | 0.016134              | -0.493803   | 0.6219 |
| R-squared          | 0.746076    | Mean dependent var    | 1.539677    |        |
| Adjusted R-squared | 0.744003    | S.D. dependent var    | 58.38263    |        |
| S.E. of regression | 29.53938    | Akaike info criterion | 9.621349    |        |
| Sumsquared resid   | 213780.8    | Schwarz criterion     | 9.663850    |        |
| Log likelihood     | -1190.047   | Hannan-Quinn criter.  | 9.638458    |        |
| F-statistic        | 359.9269    | Durbin-Watson stat    | 1.977266    |        |
| Prob(F-statistic)  | 0.000000    |                       |             |        |

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج (Eviews.8).

#### التعليق:

نلاحظ من الجدول أن قيمة معامل تصحيح الخطأ معنوية احصائيا وأصغر من الصفر ( $-0,8\%$ ) وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المؤشرين (CAC40) و (FTSE100). تشير قيمة معامل تصحيح الخطأ ( $-1$ ) ECM الى أن قيمة المؤشر السوق المالي الفرنسي (CAC40) تتعدل نحو قيمته التوازنية في كل فترة زمنية بنسبة من اختلال التوازن المتبقي من الفترة الزمنية السابقة (اليوم الماضي) تعادل ( $0,8\%$ ) وبعبارة أخرى يصحح مؤشر السوق المالي الفرنسي (CAC40) من اختلال قيمته التوازنية المتبقية من كل فترة ماضية بنحو ( $0,8\%$ ) أي أنه عندما ينحرف في المدى القصير في الفترة ( $t-1$ ) عن قيمته التوازنية في المدى البعيد، فإنه يتم تصحيح ما يعادل ( $0,8\%$ ) من هذا الانحراف أو الاختلال في الفترة ( $t$ ) ونسبة التصحيح الى أن مؤشر السوق المالي الفرنسي (CAC40) يستغرق  $125(1/0.008)$  يوم باتجاه قيمته التوازنية اثر أي صدمة في مؤشر السوق المالي البريطاني (FTSE100).

#### IV -4-5 اختبار علاقة التكامل المشترك بين (DAX) و (FTSE100):

##### 1- اختبار السببية:

#### الجدول رقم (03-12): نتائج اختبار السببية بين (DAX) و (FTSE100)

Pairwise Granger Causality Tests

Date:19/04/17 Time: 09:26

Sample:06/01/2016 30/12/2016

Lags: 1

| NullHypothesis:                    | Obs | F-Statistic | Prob.  |
|------------------------------------|-----|-------------|--------|
| FSTE100does not Granger Cause DAX  | 250 | 5.65300     | 0.0182 |
| DAX does not Granger Cause FTSE100 |     | 6.74791     | 0.0100 |

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج (Eviews.8).



الفصل الثالث: — قياس أثر خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي على الأسواق المالية خلال الفترة (يناير 2016- ديسمبر 2016).

التعليق:

نلاحظ أن التغير في مؤشر سوق المال البريطاني (FTSE100) يسبب تغير في مؤشر السوق المالي الألماني (DAX) حيث أن الاحتمال المقابل لإحصائية فيشر F أصغر من (5%)، أما في حالة التغير في مؤشر السوق المالي الألماني (DAX) يسبب التغير في مؤشر السوق المالي البريطاني (FTSE100) فإننا نسجل أن الاحتمال المقابل لإحصائية فيشر F أصغر من (5%) وهذا يعني أنه توجد علاقة سببية في اتجاهين، أي أن التغير في مؤشر سوق المال البريطاني يسبب تغير في مؤشر السوق المالي الألماني (DAX) يسبب التغير في مؤشر السوق المالي البريطاني (FTSE100)، ووفقا للنموذج المقدر للمتغير مؤشر السوق المالي الألماني بدلالة مؤشر السوق المالي البريطاني نجد أن:

$$DAX = -215.898188679 + 0.657041797628 * FTSE100$$

$R^2 = 0.753359$  أي بمعنى أن أي تغير في مؤشر السوق المالي البريطاني ب 1% سيؤدي الى تغير في السوق المالي الفرنسي ب (0.7%).

2 - علاقة انحدار التكامل المشترك:

الجدول رقم (03-13): نتائج علاقة انحدار التكامل المشترك بين (DAX) و (FTSE100)

Dependent Variable: DAX  
Method: Least Squares  
Date: 19/04/17 Time: 09:50  
Sample: 06/01/2016 30/12/2016  
Included observations: 250

| Variable           | Coefficient | Std. Error            | t-Statistic | Prob.  |
|--------------------|-------------|-----------------------|-------------|--------|
| FTSE100            | 1.146592    | 0.041744              | 27.46732    | 0.0000 |
| C                  | 2760.832    | 271.0078              | 10.18728    | 0.0000 |
| R-squared          | 0.753359    | Mean dependent var    | 10190.04    |        |
| Adjusted R-squared | 0.752360    | S.D. dependent var    | 538.9448    |        |
| S.E. of regression | 268.1975    | Akaike info criterion | 14.02932    |        |
| Sumsquaredresid    | 17766680    | Schwarz criterion     | 14.05758    |        |
| Log likelihood     | -1744.651   | Hannan-Quinn criter.  | 14.04070    |        |
| F-statistic        | 754.4539    | Durbin-Watson stat    | 0.090175    |        |
| Prob(F-statistic)  | 0.000000    |                       |             |        |

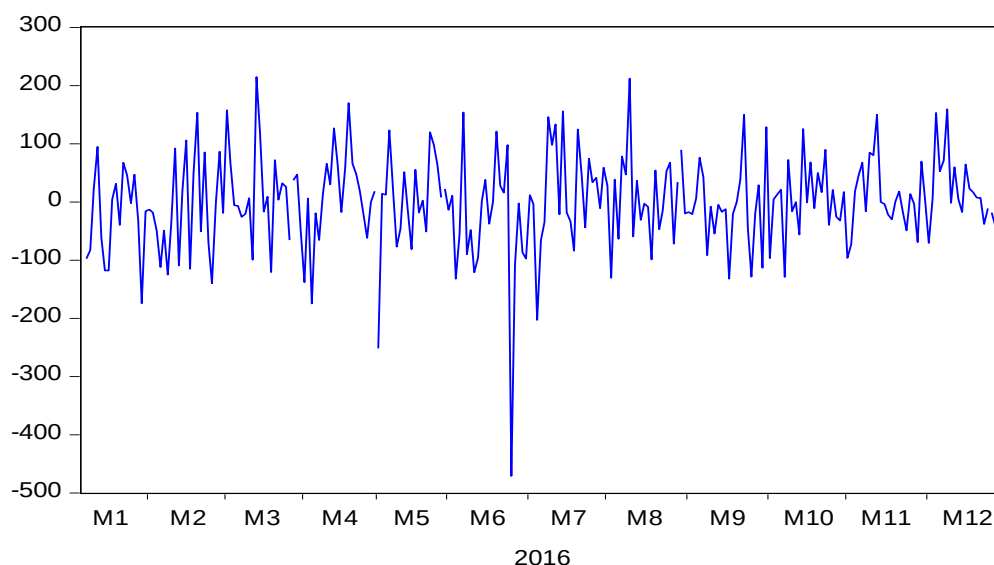
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج (Eviews.8).

الفصل الثالث: — قياس أثر خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي على الأسواق المالية خلال الفترة (يناير 2016- ديسمبر 2016).

يجب أن تكون البواقي مستقرة ليكون الانحدار السابق غير زائف وليكون هنالك علاقة تكامل بين المؤشرين لذلك نلجأ إلى التكامل المشترك.

— سلسلة استقرارية البواقي **et**:

الشكل رقم (03-17) : سلسلة البواقي **et**



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج (Eviews.8).

3- اختبار استقرارية البواقي **et**:

الجدول رقم (03-14): نتائج اختبار استقرارية البواقي **et**

NullHypothesis: RESID01 has a unit root  
Exogenous: None  
LagLength: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=15)

|                                       | t-Statistic | Prob.* |
|---------------------------------------|-------------|--------|
| AugmentedDickey-Fuller test statistic | -2.342422   | 0.0188 |
| Test criticalvalues: 1% level         | -2.574320   |        |
| 5% level                              | -1.942110   |        |
| 10% level                             | -1.615846   |        |

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

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج (Eviews.8).

الفصل الثالث: — قياس أثر خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي على الأسواق المالية خلال الفترة (يناير 2016- ديسمبر 2016).

التعليق:

نلاحظ من الجدول السابق أن القيمة المحسوبة (34, -2) أصغر من القيمة الجدولية

ل(engle&yoo,&1987) هذه التي تساوي (37, -3) البواقي مستقرة يوجد علاقة توازنية طويلة الأمد

بين السوقين الماليين وبالتالي الانحدار السابق غير زائف.

#### 4- نموذج تصحيح الخطأ (ECM):

يقودنا وجود العلاقة طويلة الأجل بين المؤشرين (DAX) و (FTSE100) إلى دراسة العلاقة بينهما على المدى

القصير باستخدام نموذج تصحيح الخطأ لتقدير نموذج (ECM) يتم إدخال مقدرات سلسلة البواقي العلاقة طويلة

الأجل متغيراً مستقلاً لمبطاً لفترة واحدة في نموذج (VAR) وفق المعادلة التالية:

$$DDAX = C + DFTSE100 + ECM(-1) + RESID^{**}$$

#### الجدول رقم (03-15): نموذج تصحيح الخطأ (ECM)

Dependent Variable: DDAX  
Method: Least Squares  
Date: 19/04/17 Time: 11:00  
Sample (adjusted): 06/01/2016 30/12/2016  
Included observations: 250 after adjustments

| Variable           | Coefficient | Std. Error            | t-Statistic | Prob.  |
|--------------------|-------------|-----------------------|-------------|--------|
| C                  | -1.820954   | 4.732718              | -0.384759   | 0.7008 |
| DFTSE100           | 1.593136    | 0.072111              | 22.09276    | 0.0000 |
| ECM(-1)            | -0.028015   | 0.017988              | -1.557450   | 0.1207 |
| R-squared          | 0.676421    | Meandependent var     | 5.109034    |        |
| Adjusted R-squared | 0.673780    | S.D. dependent var    | 130.2153    |        |
| S.E. of regression | 74.37334    | Akaike info criterion | 11.46810    |        |
| Sumsquaredresid    | 1355192.    | Schwarz criterion     | 11.51060    |        |
| Log likelihood     | -1419.044   | Hannan-Quinn criter.  | 11.48520    |        |
| F-statistic        | 256.0789    | Durbin-Watson stat    | 1.873893    |        |
| Prob(F-statistic)  | 0.000000    |                       |             |        |

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات الدراسة ومخرجات برنامج (Eviews.8).

الفصل الثالث: — قياس أثر خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي على الأسواق المالية خلال الفترة (يناير 2016 - ديسمبر 2016).

#### التعليق:

نلاحظ من الجدول أن قيمة معامل تصحيح الخطأ معنوية احصائيا وأصغر من الصفر ( $2\%$ ) وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المؤشرين (DAX) و (FTSE100). كما تشير قيمة معامل تصحيح الخطأ ( $1-ECM$ ) الى أن قيمة المؤشر السوق المالي الألماني (DAX) تتعدل نحو قيمته التوازنية في كل فترة زمنية بنسبة من اختلال التوازن المتبقي من الفترة الزمنية السابقة (اليوم الماضي) تعادل ( $2\%$ ) وبعبارة أخرى يصحح مؤشر السوق المالي الألماني (DAX) من اختلال قيمته التوازنية المتبقية من كل فترة ماضية بنحو ( $2\%$ ) أي أنه عندما ينحرف في المدى القصير في الفترة ( $t-1$ ) عن قيمته التوازنية في المدى البعيد، فإنه يتم تصحيح ما يعادل ( $2\%$ ) من هذا الانحراف أو الاختلال في الفترة ( $t$ ) و نسبة التصحيح الى أن مؤشر السوق المالي الألماني (DAX) يستغرق ( $1/0.02$ ) 50 يوم باتجاه قيمته التوازنية اثر أي صدمة في مؤشر السوق المالي البريطاني (FTSE100).

#### 5- مناقشة نتائج الدراسة القياسية:

من خلال الدراسة القياسية يمكن استخلاص النتائج التالية:

6- هنالك تشابه في سلوك مؤشرات الأسواق المالية في كل من السوق المالي الفرنسي والألماني والبريطاني حيث يمكن تقسيم السلوك إلى مرحلتين: مرحلة انخفاض المؤشرات نتيجة خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي ومرحلة العودة والتعافي تدريجيا بعد فترة قليلة.

7- توصلت الدراسة الى أنه هنالك علاقة سببية باتجاهين لمؤشري السوق المالي البريطاني والسوق المالي الفرنسي، وكذلك بالنسبة لمؤشري السوق المالي البريطاني والسوق المالي الألماني أي هنالك علاقة تأثير وتأثر بين السوقين الماليين على التوالي.

8- هنالك علاقة تكامل مشترك بين مؤشرات الأسواق المالية لألمانيا وفرنسا ومؤشر السوق المالي البريطاني و تم إثبات ذلك من خلال اختباري جوهانسن وانجل غرانجر للتكامل المشترك.

## خلاصة الفصل

يعتبر هذا الفصل محاولة لتجسيد أهم ما تم التطرق إليه في الجزء النظري على أرض الواقع، من خلال التطرق إلى تداعيات خروج بريطانيا بسلبياته وإيجابياته على مختلف الأسواق المالية في الجزء الأول، وتحليل مكونات الأسواق المالية المدروسة في الجزء الثاني.

كما تناولنا في الجزء الثالث التحليل الفني للمؤشرات الأسواق المالية الرائدة في الاتحاد الأوروبي وأزواج العملات والتي تأثرت بصفة مباشرة بالخروج البريطاني من الاتحاد الأوروبي، باعتبار أن السوق المالي البريطاني بمؤشراته يعتبر المتضرر الأكبر.

أما الجزء الرابع فقمنا بدراسة قياسية لأثر تقلبات مؤشر السوق المالي البريطاني على المؤشرات الأوروبية الرائدة خلال الفترة: (يناير 2016- ديسمبر 2016) ومن خلال النتائج التي تم التوصل إليها ، فإنه يوجد استجابة لمؤشرات السوق المالي الفرنسي والسوق المالي الألماني لمؤشر السوق المالي البريطاني بمعنى آخر هنالك تأثير لمؤشر السوق المالي البريطاني (FTSE100) على مؤشرات الأسواق المالية الألمانية والفرنسية (DAX) و(CAC40).

الخاتمة العامة

الهدف الأساسي من هذه الدراسة هو تحليل أثر خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي على الأسواق المالية وبالتحديد على كل من السوق المالي البريطاني والفرنسي والألماني خلال فترة : (يناير 2016 ) الى غاية: (ديسمبر 2016)، وقد أكدت نتائج الدراسة التطبيقية أنه كان لخروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي أثر واضح على الأسواق المالية بشكل عام وعدم توازن أسواق المال الاتحاد الأوروبي بشكل خاص، فمباشرة بعد ظهور نتائج الاستفتاء عرفت الأسواق المالية اضطراب وهلع لم تشهده منذ الأزمة العالمية (2008).

إذ يشكل قرار البريطانيين ضربة قوية في بيئة اقتصادية دولية هشة أصلا، والتي شهدت تتالي مجموعة من الأزمات في الفترة الأخيرة ( أزمة 2008، أزمة الديون السيادية، أزمة اليونان، انخفاض أسعار النفط، تباطؤ الاقتصاد الصيني، ومشاكل البلدان الناشئة، الركود في التجارة العالمية...)، مما يجعل دول الاتحاد عاجزة عن تحمل الصدمة الكبرى.

فليس من المستغرب أن أسواق المال قد استجابت وبشدة لهذه الأزمة الجديدة والتي صاحبها تبعات اقتصادية تمثلت في انخفاض قياسي لمؤشرات الأسواق المالية و تقلبات حادة في أسعار صرف العملات وتراجع معدل النمو الاقتصادي، فلا شك أن حدث خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي هو أحد أهم الأحداث الاقتصادية التي عرفت سنة 2016.

وعليه وبناء على الأهداف المتوخاة من هذه الدراسة ومحاولة للإجابة على الإشكالية، توصلنا إلى النتائج التالية :

- لم تكن بريطانيا أبدا من أنصار فكرة التكامل الأوروبي منذ انضمامها المتأخر إلى الاتحاد الأوروبي، فمشكلة بريطانيا تبدوا في أنها تريد أن تكون جزءا من الاتحاد الأوروبي دون أن تكون عضوا حقيقيا فيها، فعندما اختار أعضاء الاتحاد الأوروبي الاشتراك في نظام موحد لتأثيرات الدخول(الشنغن)، رفض البريطانيون الانضمام، وعندما تبنا اليورو كعملة موحدة لهم، اختار البريطانيون الاحتفاظ بالجنيه الإسترليني، والحفاظ على سلطة بنك إنجلترا المركزي في تحديد أسعار الفائدة، وعدم الخضوع لقرارات البنك المركزي الأوروبي في تحديد سعر الفائدة في منطقة اليورو.

- يمكن القول بأن بريطانيا رأت منافع من اتفاقية السوق المشتركة، لكن ما لم تفهمه حينها أن الاتفاقية أيضا أطلقت سياسة مشتركة أغرقت بريطانيا في الكيان الأوروبي المندمج وهذا الأمر لطالما اعترضت عليه.

- إجتاحت الأسواق المالية العالمية بشكل سريع حالة من الانخفاض بعد قرار الاستفتاء حيث خسرت ما يصل قدره ( 2.1 ترليون دولار) ليلة الاستفتاء اثر تداعيات قرار بريطانيا بمغادرة الاتحاد الأوروبي

- ليتجاوز بذلك خسارة ( 1.9 ترليون دولار ) في أزمة 2008، وهذا ما يدعم صحة الفرضية الأولى بأنه يوجد علاقة ارتباطيه مؤثرة بين خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي والأسواق المالية.
- كما وتكبدت الأسواق المالية للاتحاد الأوروبي خسائر كبيرة ثملت في تقلبات مستويات مؤشرات أسواق المال الرائدة في الاتحاد الأوروبي وأسعار صرف عملاتها المختلفة، ويعتبر السوق المالي البريطاني الأكثر تأثراً وهذا ما أكدته التحليل الفني لمؤشرات أسواق المالية الرائدة في الاتحاد الأوروبي وأزواج العملات فصورة واحدة أفضل من ألف كلمة، مما يعني قبول الفرضية الثانية والمتعلقة بأنه هنالك تأثير سلبي لخروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي على أسواق المال الاتحاد الأوروبي.
- برزت تداعيات خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي على أوروبا ولاقتصاد الدولي بشكل واضح مباشرة بعد ظهور نتائج الاستفتاء وذلك في المدى القصير، أما على المدى الطويل فان حالة عدم اليقين والغموض تسيطر على شكل المبادلات التجارية مستقبلاً، وبالتالي يصعب تحديد وتوقع التداعيات فهي مرهونة بنتائج المفاوضات التي انطلقت بعد تفعيل المادة (50) من معاهدة لشبونة، ولعل أبرز السيناريوهات المحتملة والمقدمة من قبل الخبراء ومراكز الأبحاث لتحديد العلاقة بين الطرفين تتمثل في انتهاج إحدى النماذج التالية مستقبلاً: (السويسري، التركي، النرويجي) ويمكن التوصل إليها من خلال الاتفاقات بينما إذا حدث خلاف ذلك ستصبح قواعد وتشريعات منظمة التجارة العالمية مرجعية أساسية في المعاملات التجارية.
- وهنا نتأكد عدم صحة الفرض القائل بأن بريطانيا ستنتهج مستقبلاً أحد النموذجين النرويجي والسويسري في علاقاتها مع الاتحاد الأوروبي.

#### افاق وتوصيات:

- بناءً على النتائج المتوصل إليها يمكن اقتراح بعض التوصيات التي نراها ضرورية ومنها ما يلي:
- ضرورة التوسع في دراسة أثر خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي على باقي الأسواق المالية على غرار الأسواق المالية التي تم التطرق إليها في هذه الدراسة و إبراز تداعيات هذا الخروج على المدى الطويل باعتبارها غير واضحة ويصعب تقييمها في الوقت الحالي.
- تكرار المساهمة من قبل الباحثين على إجراء دراسات تطبيقية وذلك بتطبيق نماذج قياسية مختلفة وحديثة في حقل هذا الاختصاص الهام.
- ويبقى المجال مفتوحاً لدراسات أخرى...
- وفي الأخير الحمد لله أولاً وأخيراً، ونسأله التوفيق والسداد.



المراجع

## قائمة المراجع :

### I. قائمة المراجع باللغة العربية :

#### الكتب :

1. أحمد الفراس العوران، "الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور اسلامي"، المعهد العالمي للفكر،الاسلامي ، الولايات المتحدة الامريكية، الطبعة الأولى، 2012.
2. أحمد محمد محمود نصار، "الاستثمار بالمشاركة في البنوك الاسلامية الشركات- المضاربة- المزارعة - المساقاة- المغارسة الأسهم- السندات والصوك"، دار الكتب العلمية ، بيروت- لبنان - ، الطبعة الأولى، 2010.
3. بني عامر زاهر علي، "التصكيك و دوره في تطوير سوق مالية اسلامية"، عمان الدين للنشر، عمان، الطبعة الأولى، 2009 .
4. جليل كاظم مدلول العارضي، "ادارة المشتقات المالية مدخل نظري و تطبيقي متكامل"، الدار المنهجية، عمان، الطبعة الأولى، 2015.
5. جهاد عودة، " السياسة الدولية و الاستراتيجية علم الادارة الدولية : البناء التحتي للعلاقات الدولية"، دار الزمان للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، بدون طبعة، 2014 .
6. حسين عمر، " التكامل الاقتصادي أنشودة العالم المعاصر"، دار الفكر العربي، القاهرة، الطبعة الأولى، 1998.
7. حيدر عباس عبد الله الجنابي، " الأسواق المالية و الفشل المالي"، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان -الأردن- ، الطبعة الأولى، 2016.
8. سمير عبد الحميد رضوان، "أسواق الأوراق المالية بين المضاربة والاستثمار وتجارة المشتقات وتحرير الأسواق"، دار النشر للجامعات ، القاهرة، الطبعة الأولى، 2009.
9. سمير عبد الحميد رضوان حسن، "المشتقات المالية و دورها في ادارة المخاطر"، دار النشر للجامعات، مصر، الطبعة الأولى، 2005.
10. شعبان محمد اسلام البرواري، "بورصة الأوراق المالية من منظور اسلامي دراسة تحليلية نقدية"، دار الفكر، دمشق، الطبعة الأولى، 2001.

11. عبد العزيز دخيل، "سوق الأسهم السعودي قراءة تاريخية واستشراف للمستقبل"، دار الفارابي، بيروت - لبنان -، الطبعة الأولى، 2010.
12. عبد اللطيف مصيطفى، محمد بن بوزيان، "أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالية"، بيروت - لبنان، مكتبة الحسن العصرية، الطبعة الأولى، 2015.
13. عبد القادر محمد عبد القادر عطية، "الحديث في الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق"، الدار الجامعية، الإسكندرية، بدون طبعة، 2005.
14. عبد المجيد المهيلى، "التحليل الفني للأسواق المالية"، البلاغ للطباعة و النشر و التوزيع، الطبعة الخامسة، 2006.
15. محسن أحمد الخضيرى، "اليورو - الاطار الشامل و الكامل للعملة الأوروبية الوحيدة -"، مجموعة النيل العربية، القاهرة، الطبعة الأولى، 2002 .
16. محمد صالح الحناوي، جلال ابراهيم العبد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق"، الدار الجامعية، الاسكندرية، من دون طبعة، 2002.
17. محمد صادق اسماعيل، البورصات العربية بين التطوير والتحديات المستقبلية، العربي للنشر والتوزيع، القاهرة، الطبعة الأولى، 2016.
18. مخلد عبيد المبيضين، "الاتحاد الاوروي كظاهرة اقليمية متميزة"، الأكاديميون للنشر و التوزيع، عمان- مقابل البوابة الرئيسية للجامعة الأردنية، الطبعة الأولى، 2012.
19. مصطفى يوسف كافي، "بورصة الاوراق المالية"، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، سوريا -دمشق-، الطبعة الأولى، 2009 .
20. هويدا شوقى أبو العلا أحمد، "العلاقات الأمريكية الأوروبية بعد 11 سبتمبر 2001"، المكتب العربي للمعارف، القاهرة، الطبعة الأولى، 2015.

#### الأطروحات والرسائل الجامعية :

1. أحمد فايز احمد صقر، "أثر التحليل الفني باستخدام الشموع اليابانية على قرارات الاستثمار في تجارة العملات"، رسالة ماجستير، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2010.
2. بوشول سعيد، "مقتضيات الاتحاد النقدي لدول مجلس التعاون الخليجي واثاره على اقتصاديات الدول الخليجية"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة.

3. بوكساني رشيد، "معوقات اسواق الاوراق المالية العربية وسبل تفعيلها"، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006/2005 .
4. حياة زيد، " دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم دراسة تطبيقية في عينة من الاسواق العربية ( الأردن ، السعودية ن فلسطين )" ، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية ، جامعة محمد خيضر ، بسكرة ، 2015/2014.
5. خالد محمد نصار، " الية تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية "، رسالة ماجستير، كلية التجارة، الجامعة الاسلامية، غزة ، 2006.
6. دربال أمينة ، "محاولة التنبؤ بمؤشرات الأسواق المالية العربية باستعمال النماذج القياسية"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2015.
7. رقية غربي ، " السياسة الخارجية في المسار التكميلي لأوروبا "، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم السياسية ، كلية الحقوق والعلوم الساسية، جامعة محمد خيضر —بسكرة—، 2015.
8. سامي مباركي، "فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات دراسة مقارنة الجزائر المغرب تونس"، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2004/2003.
9. سميحة بن محياوي، "دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية دراسة حالة بعض الدول العربية"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 2015-2014.
10. عادل بلجيل، " التجربة الأوروبية في التعاون و التكامل الاوروي " ، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة الحاج لخضر - باتنة-، 2007 .
11. عبد العزيز برنه، "تقلبات اسعار الصرف و انعكاساتها على الميزان التجاري"، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة ، 2016.
12. عمر عبو، "الاسواق المالية و دوره في تعزيز أداء صناديق الاستثمار - دراسة تجارب دولية -"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بن بوعلي، شلف، 2016-2015.
13. لبنه جديد، "السوق الأوروبية المشتركة والسوق العربية المشتركة تشابه المقدمات واختلاف النتائج"، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلاقات الدولية ، كلية الاقتصاد، جامعة تشرين، 2004.

14. لطرش سميرة ، "كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية "، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2009 - 2010.
15. ناهض خضر أبو لطيف، "أثر التحليل الفني على قرار المستثمرين في بورصة فلسطين"، رسالة ماجستير، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2011.
16. يحيى سعاد، تقييم مسار عملية التكامل لدول الخليج العربي والاثار المترتبة على اصدار عملة خليجية موحدة ( من خلال دراسة تجربة الاتحاد الاوروي )، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، 2012/ 2013.

#### المجلات :

1. أنس المرزوقي، "مراحل بناء الاتحاد الاوروي"، دراسات وأبحاث قانونية، الحوار - المتمدن، العدد 4333، 2014/01/13، موقع الاطلاع <http://www.ahewar.org/debat/show.art.asp?aid=395593>.
2. بشار ذنون محمد الشكرجي ، ميادة صلاح الدين تاج الدين، "علاقة مؤشر الاسهم في السوق المالية بالحلة الاقتصادية"، مجلة تنمية الرافدين، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة الموصل، العدد 27، 2008، ص 74.
3. بشار ذنون الشكرجي وآخرون، "التحليل الفني ودوره في اتخاذ قرار الاستثمار بالأوراق المالية دراسة تحليلية في عينة من أسواق المال في الخليج العربي"، مجلة تكريت للعلوم الادارية والاقتصادية، جامعة تكريت، العدد 17، 2010، ص 42.
4. بلعزوز بن علي ، "استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية"، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة، العدد 07، 2009 - 2010، ص 338.
5. بن بوزيان محمد، بن اعمر بن حاسين، لحسين جديدين، "كفاءة الاسواق المالية في الدول النامية - دراسة حالة بورصة السعودية عمان ، تونس، المغرب-"، مجلة اداء المؤسسات الجزائرية، العدد 2، 2012، ص 242.
6. حسين قبلان، "مؤشرات أسواق الأوراق المالية دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية ، جامعة دمشق أ العدد 2011، 11، ص 94.
7. غراية زهير ، ترقو محمد ، " التحليل القياسي لاستجابة مؤشرات الأسواق المالية لديناميكية مؤشر "داوجونز" الصناعي"، مجلة اداء المؤسسات الجزائرية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، العدد 02، 2012، ص 129.

8. قايد خيسي، حسين عبد القادر، "دراسة تحليلية لاستخدام المشتقات المالية في الاسواق المالية في تغطية مخاطر السوق - حالة الدول الصناعية العشر -"، المجلة الجزائرية للعلوم و السياسات الاقتصادية، جامعة برج بوعرييج، الجزائر، العدد 08، 2015، ص31.
9. ماجدة مدوخ، "النظام النقدي الأوروبي"، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، العدد 3، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة عمار ثليجي، الأغواط، 2008، ص14.
10. مصطفى كامل، "العملة الأوروبية الموحدة وانعكاساتها على واقع المصارف العربية مع التركيز على حال مصر"، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، العدد الثالث والعشرون، 2009.
11. هوري سويبي، "أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي"، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 5، 2007، ص109.

#### المنشورات :

1. المركز العربي للأبحاث والدراسات، "خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي التداعيات وشكل العلاقة المستقبلية"، سلسلة تقدير موقف، الدوحة قطر، جوان 2016.

#### الملتقيات والمؤتمرات :

1. بن رجم محمد خميسي، "المنتجات المالية المشتقة أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها؟"، ورقة بحثية مقدمة ضمن الملتقى الدولي حول الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 20 - 21 أكتوبر، 2009.
2. بوشنافة الصادق، موزاوي عائشة، "مكانة الأسواق المالية في ظل الاقتصاد الافتراضي - عرض تجارب لأسواق مالية اسلامية -"، ورقة بحثية مقدمة ضمن الملتقى الدولي الاقتصاد الافتراضي و انعكاساته على الاقتصاديات الدولية، المركز الجامعي خميس مليانة، أيام 13 و 14 مارس.
3. عرابة رابح، أحضري دليلة، "نظرة اقتصادية وشرعية لدور المشتقات المالية في احداث الأزمة المالية"، ورقة بحثية مقدمة ضمن الملتقى الدولي حول الاقتصاد الافتراضي و انعكاساته على الاقتصاديات الدولية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 20 - 21 أكتوبر، 2009.
4. نبيل حركاتي، عثمان بودحوش، "الاثار المالية والاقتصادية لعقود الخيارات المالية"، بحث مقدم الى المؤتمر الدولي منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، جامعة سطيف، 6 ماي 2014.

## مواقع الانترنت :

1. أحمد صلاح عبد العزيز، التحليل الفني ميسرا، "ترجمة كتاب جون مرفي"، متوفر على الموقع الالكتروني [www.alamelmal.com/vb/.../116\\_1266555426.pdf](http://www.alamelmal.com/vb/.../116_1266555426.pdf)
2. تكتشارت، "دليل تكتشارت للتحليل الفني"، على الموقع : [http://www.orfalis.com/download/technical\\_analysis.PDF](http://www.orfalis.com/download/technical_analysis.PDF) تاريخ التصفح 2017/03/24 ص.7
3. دليل تداول العملات، XForex، على الموقع : [http://cms-res.com/mailers/old/Guide/CurrencyTradeGuide\\_ar.pdf](http://cms-res.com/mailers/old/Guide/CurrencyTradeGuide_ar.pdf).
4. [www.businessbourse.com](http://www.businessbourse.com).
5. [www.news.globtrex.com/komentarze/komentarze-akcje/podsumowanie-sesji-dax-24-06-2016](http://www.news.globtrex.com/komentarze/komentarze-akcje/podsumowanie-sesji-dax-24-06-2016).
6. [www.icn.com](http://www.icn.com).
7. <https://ar.wikipedia.org/wiki>.
8. [www.boursikoter.com/cac-40-analyse-technique-statistiques-24-06-2016](http://www.boursikoter.com/cac-40-analyse-technique-statistiques-24-06-2016).

## II. قائمة المراجع باللغة الفرنسية :

### Ouvrages :

1. Bourbonnais, Régis, "**Econométrie**", DUNOD, Paris, 9<sup>ème</sup> Edition , 2015, p297.
2. Charles D.Kirkpatrick , Julie R.Dahlquist , "**Analyse Techniques le guide complet pour les techniciens des marchés** ",second edition,Valor Editions ,2014,page 32.
3. Sandrine Lardic et Valérie Mignon , "**Econométrie des séries temporellesmacroéconomiques et financières**", Economica, 2002,Paris, p 211.

### Théses :

1. Adnan Bouachour, "**Tony Blair, l'Europe et les relations anglo-américaines a` travers The Economist (mai 1997-mai 2005)**",» THESE pour obtenir le titre de DOCTEUR, Littératures,Université Rennes 2, 2012.
2. JuliePacorel, "**A l'heure de la construction d'une Constitution européenne, dans quelle mesure la presse entretient-**

**ellel'europhobie en Grande-Bretagne ?,»** Mémoire de fin d'études,  
Institut d'Etudes Politiques, Université Lyon 2, 2003 -2004.

### Articles :

1. Anand MENON, "**Le Royaume-Uni et l'Union européenne : rester ou sortir ? , QUESTION D'EUROPE**" , N°354 ,policy paper, article présenté au FONDATION ROBERT SCHUMAN , 27 AVRIL 2015.
2. Francis Génereux , François Dupuis , "**Brexit : les conséquences économiques, politiques et financières Une autre incertitude s'ajoute à une conjoncture mondiale déjà fragile**" , desjardins études économiques, 27 juin 2016, article sur [www.desjardins.com](http://www.desjardins.com) .
3. Jseco22, "**Brexit : quels impacts économiques ? , Economie : des clés pour aider à comprendre**" ,30 juin 2016, article sur [jseco22.blog.lemonde.fr/2016/06/16/brexit-quels-impacts-economiques](http://jseco22.blog.lemonde.fr/2016/06/16/brexit-quels-impacts-economiques).
4. KAREL LANNOO , "**EU Financial Market Access after Brexit , CEPS Policy Brief**" , Vol. 51 , No. 5, Brussels, September 2016.
5. Matthias Raddant , "**THE RESPONSE OF EUROPEAN STOCK MARKETS TO THE BREXIT**", KIEL POLICY BRIEF, NO. 100, August 2016 .
6. Moloney Niamh , "**Financial services, the EU, and Brexit: an uncertain future for the city?**" German Law Journal,17, ISSN 2071-8322 , july2016.
7. Vaughne Miller, "**Brexit :impact across policy areas**" ,House OF COMMONS LIBRARY , Number 07213 , 26 August 2016.
8. William Wright , "**THE POTENTIAL IMPACT OF BREXIT ON EUROPEAN CAPITAL MARKETS A QUALITATIVE SURVEY OF MARKET PARTICIPANTS**", New Financial,april 2016,article sur [www.newfinancial.eu](http://www.newfinancial.eu) .

### Rapports :

1. BBVA RESEARCH, "**UK Referendum The economic consequences of Brexit**" ,24 Jun 2016 ,p 2, rapport sur[www.bbva-research.com](http://www.bbva-research.com) .
2. Carl Emmerson et al, "**Brexit and the UK's Public Finances ,Institute for fiscal Studies**",London, IFS report 116, may 2016, p.p4 -5.
3. Hogan Lovells , "**The Brexit Effect The legal implications behind the headlines**",April 2016,rapport disponible sur [www.hoganlovells.com/en/globalsearchresult?searchtext=the%20brexit%20effect](http://www.hoganlovells.com/en/globalsearchresult?searchtext=the%20brexit%20effect) ,p6.



4. Institut Montaigne ,"**Bremain ou Brexit : Europe, prépare ton avenir** !", France, juin 2016 , p34.
5. Jean HAMON,"**Et après ? Les enjeux du Brexit pour la Bretagne**" CESER ,bretagne , Décembre 2016,page20.

#### **Revues:**

1. Christian Lequesne , la grande Bretagne et la construction européenne : anatomie d'une relation conflictuelle" ,**le Royaume-Uni : culture et identités "**,in Atala, n°13, 2010.
2. Sana Moid,Nitin Shankar,MAPPING THE POTENTIAL IMPACT OF BREXIT ON BRITAIN AND INDIA," **ELK Asia Pacific Journals**" ,ISBN : 978-93-855370-1-1, Amity University, Lucknow Campus.

#### **Publications :**

1. CANDRIAM Référendum britannique, "**Le Royaume–Unit dit non à l'Union**", new york ,juin2016.
2. RBC Gestion mondiale d'actifs inc," **Les conséquences du Brexit "** canada ,24 juin 2016 ,p2.

#### **Books :**

1. James Chen, "**ESSENTIALS OF TECHNICAL ANALYSIS FOR FINANCIAL MARKETS**",John Wiley & Sons. Inc, USA ,1971, P38.
2. Leigh Stevens,"**ESSENTIAL TECHNICAL ANALYSIS Tools and Techniques to Spot Market Trends**", John Wiley & Sons, INC, 2002, p63.

الملاحق

## الملحق رقم (01) : نتائج اختبار الاستقرار لسلسلة مؤشرات الأسواق المالية المدرسة

Null Hypothesis: CAC40 has a unit root

Exogenous: Constant, Linear Trend

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=15)

|                                        | t-Statistic | Prob.* |
|----------------------------------------|-------------|--------|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | -3.648030   | 0.0279 |
| Test critical values: 1% level         | -3.995492   |        |
| 5% level                               | -3.428049   |        |
| 10% level                              | -3.137397   |        |

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

Null Hypothesis: CAC40 has a unit root

Exogenous: Constant, Linear Trend

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=15)

|                                        | t-Statistic | Prob.* |
|----------------------------------------|-------------|--------|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | -3.648030   | 0.0279 |
| Test critical values: 1% level         | -3.995492   |        |
| 5% level                               | -3.428049   |        |
| 10% level                              | -3.137397   |        |

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

Null Hypothesis: CAC40 has a unit root

Exogenous: Constant, Linear Trend

Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

|                                | Adj. t-Stat | Prob.* |
|--------------------------------|-------------|--------|
| Phillips-Perron test statistic | -3.869189   | 0.0147 |
| Test critical values: 1% level | -3.995492   |        |
| 5% level                       | -3.428049   |        |
| 10% level                      | -3.137397   |        |

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

Null Hypothesis: D(CAC40) has a unit root

Exogenous: Constant, Linear Trend

Bandwidth: 12 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

|                                | Adj. t-Stat |
|--------------------------------|-------------|
| Phillips-Perron test statistic | -15.38100   |
| Test critical values: 1% level | -3.995645   |
| 5% level                       | -3.428123   |
| 10% level                      | -3.137440   |

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

Null Hypothesis: D(CAC40) is stationary  
Exogenous: Constant, Linear Trend  
Bandwidth: 11 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

---

---

Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic

|                              |           |
|------------------------------|-----------|
| Asymptotic critical values*: | 1% level  |
|                              | 5% level  |
|                              | 10% level |

---

---

\*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)

Null Hypothesis: D(CAC40) is stationary  
Exogenous: Constant, Linear Trend  
Bandwidth: 11 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

|                                                  | LM-Stat. |
|--------------------------------------------------|----------|
| Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic | 0.033168 |
| Asymptotic critical values*:                     |          |
| 1% level                                         | 0.216000 |
| 5% level                                         | 0.146000 |
| 10% level                                        | 0.119000 |

---

---

\*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)

Null Hypothesis: FTSE100 has a unit root  
Exogenous: Constant, Linear Trend  
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=15)

|                                        | t-Statistic | Prob.* |
|----------------------------------------|-------------|--------|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | -3.429874   | 0.0498 |
| Test critical values:                  |             |        |
| 1% level                               | -3.995492   |        |
| 5% level                               | -3.428049   |        |
| 10% level                              | -3.137397   |        |

---

---

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

Null Hypothesis: D(FTSE100) has a unit root  
Exogenous: Constant, Linear Trend  
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=15)

|                                        | t-Statistic | Prob.* |
|----------------------------------------|-------------|--------|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | -14.93744   | 0.0000 |
| Test critical values:                  |             |        |
| 1% level                               | -3.995645   |        |
| 5% level                               | -3.428123   |        |
| 10% level                              | -3.137440   |        |

---

---

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

Null Hypothesis: FTSE100 has a unit root

Exogenous: Constant, Linear Trend

Bandwidth: 6 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

|                                | Adj. t-Stat | Prob.* |
|--------------------------------|-------------|--------|
| Phillips-Perron test statistic | -3.430488   | 0.0497 |
| Test critical values:          |             |        |
| 1% level                       | -3.995492   |        |
| 5% level                       | -3.428049   |        |
| 10% level                      | -3.137397   |        |

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

Null Hypothesis: D(FTSE100) has a unit root

Exogenous: Constant, Linear Trend

Bandwidth: 13 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

|                                | Adj. t-Stat | Prob.* |
|--------------------------------|-------------|--------|
| Phillips-Perron test statistic | -15.29189   | 0.0000 |
| Test critical values:          |             |        |
| 1% level                       | -3.995645   |        |
| 5% level                       | -3.428123   |        |
| 10% level                      | -3.137440   |        |

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

Null Hypothesis: FTSE100 is stationary

Exogenous: Constant, Linear Trend

Bandwidth: 11 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

|                                                  | LM-Stat. |
|--------------------------------------------------|----------|
| Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic | 0.143334 |
| Asymptotic critical values*:                     |          |
| 1% level                                         | 0.216000 |
| 5% level                                         | 0.146000 |
| 10% level                                        | 0.119000 |

\*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)

Null Hypothesis: D(FTSE100) is stationary

Exogenous: Constant, Linear Trend

Bandwidth: 12 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

|                                                  | LM-Stat. |
|--------------------------------------------------|----------|
| Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic | 0.050864 |
| Asymptotic critical values*:                     |          |
| 1% level                                         | 0.216000 |
| 5% level                                         | 0.146000 |
| 10% level                                        | 0.119000 |

\*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)

Null Hypothesis: DAX has a unit root  
Exogenous: Constant, Linear Trend  
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=15)

|                                        | t-Statistic | Prob.* |
|----------------------------------------|-------------|--------|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | -3.893680   | 0.0137 |
| Test critical values: 1% level         | -3.995492   |        |
| 5% level                               | -3.428049   |        |
| 10% level                              | -3.137397   |        |

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

Null Hypothesis: D(DAX) has a unit root  
Exogenous: Constant, Linear Trend  
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=15)

|                                        | t-Statistic | Prob.* |
|----------------------------------------|-------------|--------|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | -14.80750   | 0.0000 |
| Test critical values: 1% level         | -3.995645   |        |
| 5% level                               | -3.428123   |        |
| 10% level                              | -3.137440   |        |

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

Null Hypothesis: DAX has a unit root  
Exogenous: Constant, Linear Trend  
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

|                                | Adj. t-Stat | Prob.* |
|--------------------------------|-------------|--------|
| Phillips-Perron test statistic | -4.162757   | 0.0059 |
| Test critical values: 1% level | -3.995492   |        |
| 5% level                       | -3.428049   |        |
| 10% level                      | -3.137397   |        |

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

Null Hypothesis: D(DAX) has a unit root  
Exogenous: Constant, Linear Trend  
Bandwidth: 10 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

|                                | Adj. t-Stat | Prob.* |
|--------------------------------|-------------|--------|
| Phillips-Perron test statistic | -15.02016   | 0.0000 |
| Test critical values: 1% level | -3.995645   |        |
| 5% level                       | -3.428123   |        |
| 10% level                      | -3.137440   |        |

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

Null Hypothesis: DAX is stationary  
Exogenous: Constant, Linear Trend  
Bandwidth: 11 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

|                                                  | LM-Stat. |
|--------------------------------------------------|----------|
| Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic | 0.089967 |
| Asymptotic critical values*:                     |          |
| 1% level                                         | 0.216000 |
| 5% level                                         | 0.146000 |
| 10% level                                        | 0.119000 |

\*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)

Null Hypothesis: D(DAX) is stationary  
Exogenous: Constant, Linear Trend  
Bandwidth: 9 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

|                                                  | LM-Stat. |
|--------------------------------------------------|----------|
| Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic | 0.043041 |
| Asymptotic critical values*:                     |          |
| 1% level                                         | 0.216000 |
| 5% level                                         | 0.146000 |
| 10% level                                        | 0.119000 |

\*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)

## الملحق رقم (02) : نتائج تقدير معايير اختيار رتبة النموذج

VAR LagOrderSelectionCriteria  
Endogenous variables: FTSE100 CAC40  
Exogenous variables: C  
Date: 17/04/17 Time: 01:51  
Sample: 1 250  
Included observations: 250

| Lag | LogL      | LR               | FPE              | AIC              | SC               | HQ               |
|-----|-----------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 0   | -3282.086 | NA               | 2.35e+09         | 27.25382         | 27.28274         | 27.26547         |
| 1   | -2502.560 | <b>1539.644</b>  | <b>3768447.*</b> | <b>20.81793*</b> | <b>20.90468*</b> | <b>20.85288*</b> |
| 2   | -2501.704 | 1.676771         | 3868096.         | 20.84402         | 20.98861         | 20.90227         |
| 3   | -2499.316 | 4.636846         | 3920278.         | 20.85739         | 21.05983         | 20.93895         |
| 4   | -2495.835 | 6.702189         | 3937341.         | 20.86170         | 21.12198         | 20.96656         |
| 5   | -2487.612 | <b>15.69606*</b> | 3801951.         | 20.82665         | 21.14477         | 20.95481         |
| 6   | -2486.638 | 1.841925         | 3898974.         | 20.85177         | 21.22772         | 21.00323         |
| 7   | -2483.556 | 5.780686         | 3929228.         | 20.85939         | 21.29318         | 21.03415         |
| 8   | -2482.463 | 2.031679         | 4025765.         | 20.88351         | 21.37514         | 21.08158         |

\* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

### الملحق رقم (03) : اختبار التكامل المشترك بين (FTSE100) و (CAC40) و (DAX)

Date: 27/04/17 Time: 10:25  
Sample (adjusted): 06/01/2016 30/12/2016  
Included observations: 250 after adjustments  
Trend assumption: Linear deterministic trend  
Series: FTSE100 CAC40 DAX  
Lag interval (in first differences): 1 to 1

#### Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

| Hypothesized<br>No. of CE(s) | Eigenvalue | Trace<br>Statistic | 0.05<br>Critical Value | Prob.** |
|------------------------------|------------|--------------------|------------------------|---------|
| None *                       | 0.092366   | 32.51716           | 29.79707               | 0.0237  |
| Atmost 1                     | 0.028858   | 8.579475           | 15.49471               | 0.4057  |
| Atmost 2                     | 0.005438   | 1.346757           | 3.841466               | 0.2458  |

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