

## تكامل اسواق الاسهم الدولية بظل الازمة المالية دراسة تحليلية لعينة من اسواق الاسهم الدولية

أ.د. ميثم ربيع هادي الحسناوي

م.م هبة الله مصطفى السيد علي المنصور

جامعة كربلاء/ كلية الادارة والاقتصاد

جامعة كربلاء/ كلية الادارة والاقتصاد

### الملخص:

ان التنامي والتداخل بين الاقتصادات العالمية زاد من سرعة تحرك رؤوس الاموال ، لاسيما خلال العقدين الماضيين ، وذلك بسبب التحرر التشريعي والقانوني لأسواق المال العالمية مما سهل الاستثمار بالأسواق الاجنبية. كل تلك العوامل ساهمت في بروز ظاهرة العولمة الاقتصادية التي أصبحت السمة الأساسية للنظام الاقتصادي العالمي الجديد، والتي دفعت الاسواق المالية الى التكامل بعضها بعضاً.

ان التنوع الدولي بظل تفكك الاسواق المالية سيؤدي إلى تقليل التعرض للمخاطر الخاصة والمقتصرة على اقتصاد معين، فهو يحمي المستثمرين من الخسائر الكبيرة حينما تواجه اسواق مالية معينة أي ازمة مفاجئة في ظل تفكك الاسواق. وتهدف هذه الدراسة الى بيان فيما اذ كانت اسواق الاسهم الدولية متكاملة وهل ان تكاملها يتأثر بالأزمة المالية مقارنة بما قبلها وما بعدها. وتهدف هذه الدراسة ايضا إلى محاولة حل الجدلية المعرفية بشأن تكامل الاسواق خلال الازمة المالية في ظل بيئة العمل في الاقتصادات المتباينة من ناحية درجة تطورها الاقتصادي (متقدمة، ناشئة عليا ، ناشئة دنيا، حدودي)، وتشخيص الموضوعات التي كان لها تأثير الازمة اقوى عبر تفحص هيكل الارتباطات بين الاسواق الدولية وبيان زمان ومكان وحجم واتجاه تأثيرها بالأزمة وارتباط كل ذلك بدرجة تكامل الاسواق من عدمه.

أجرت الدراسة تحليلاً مفصلاً لمدى تكامل الاسواق المالية بظل الازمة المالية في ضوء البيانات التي تم الحصول عليها لعينة الدراسة المتمثلة بمؤشرات اسواق الاسهم العراقية والدولية ، فالأخيرة تم اختيارها على وفق تصنيف مؤسسة فوتسي (FTSE) لعينة مكونة من (٥٣) مؤشر اسهم سوق دولي ، وتم ادخال سوق العراق للأوراق المالية في العينة لان الدراسة تهتم في دراسة ومعرفة مدى تكامل او تجزئة الاسواق العراقية عن الاسواق الدولية بظل الازمة المالية بالنسبة لمنظور المستثمر المحلي العراقي. وشملت مدة الدراسة (٧٧١) يوم تداول للعينة المدروسة ككل، فبدأت في يوم (٢٠٠٦١٩١١٣) ولغاية يوم (٢٠١١/٠٥/٢٦) . اذ ولغرض معرفة مدى تكامل الاسواق المالية خلال الازمة مقارنة بما قبلها ، فقد تم تقسيم مدة المعاينة الى ثلاث مدد وبالتساوي وان لكل مدة (٢٥٧) يوماً. وباستخدام العديد من الاساليب المالية والاحصائية فقد خلصت الدراسة الى عدد من الاستنتاجات ومن اهمها :

ان الاسواق غير متكاملة بظل الازمة المالية . وان تكامل الاسواق يتأثر بالأزمة المالية، ومع ذلك فيمكن للمستثمر العراقي من تحقيق عوائد جراء الاستثمار الدولي مقارنة بالاستثمار المحلي ؛ وذلك لانفكك السوق العراقية وارتباطها العكس مع الاسواق الدولية.

وخرجت الدراسة بعدد من التوصيات ولعل من اهمها : ينبغي على المستثمر العراقي ان ينتقل من البيئة المحلية الى البيئة الدولية للاستثمار المالي لان هنالك منافع كافية من الاستثمار الدولي في تلك الاسواق ولكون معاملات الارتباط تتباين فيما بينها فسيتمكن المستثمر العراقي عبرها من جني منافع الاستثمار الدولي. فضلا عن ذلك ينبغي على المستثمرين ان يتحلوا بالصبر وعدم التعجل في تصفية استثماراته مع استهلال الازمة، اذ ان الاسواق تتأثر بالازمة بشكل كبير في بدايتها لكن سرعان ما تمتص الاسواق للازمة وتستوعب اثارها وتعود لترتد وتتعافى.

### **Abstract:**

The growth and overlap of global economies has increased the speed of capital movement, due to the legislative and legal liberalization of the international financial markets, which facilitated investment in foreign markets. economic globalization has pushed markets to integrate with one another.

International diversification under the fragmentation of financial markets will reduce exposure to private and limited risks to a particular economy. It protects investors from major losses when certain financial markets face a sudden crisis as markets disintegrate. The aim of this study is to indicate whether the international stock markets are integrated and whether their integration is affected by the financial crisis compared to what before and after. This study also aims to try to resolve the controversial knowledge about the integration of markets during the financial crisis in light of the work environment in disparate economies in terms of the degree of economic development (Developed, Advanced Emerging, Secondary Emerging, Frontier) , And the diagnosis of the places that had the impact of the crisis stronger through examining the structure of linkages between international markets and the statement of time, place, size and direction of the impact of the crisis and the correlation of all of the degree of integration of markets or not. The study conducted a detailed analysis of the integration of financial markets during the financial crisis in the light of the data obtained for the study sample of indicators of the Iraqi and international stock markets , The latter was selected according to the classification of the Foundation (FTSE) For a sample of (53) international stock market, was the introduction of the Iraqi market for securities in the sample the fact that the study is interested in the study and knowledge of the extent of integration or fragmentation of the Iraqi market for international markets under shadow of the financial crisis for the perspective of the local Iraqi investor. The study period included (771) trading days for the sample studied as a whole, and started on (13/9/2006) until (26/05/2011). For the purpose of knowing the extent of integration of financial markets

during the crisis compared to what preceded it, the sampling period was divided into three periods and equally for each period (257) days. using many financial and statistical methods, the study reached a number of conclusions, the most important of which are: The markets are not integrated under shadow of the financial crisis. and that the integration of markets affected by the financial crisis, however, the Iraqi investor can achieve returns from international investment compared to domestic investment, because of the Iraqi market and its connection to the opposite of international markets.

The study went out with a number of recommendations, perhaps the most important of which is: The Iraqi investor should move from the local environment to the international environment for financial investment because there are sufficient benefits from international investment in those markets. As the correlation coefficients vary, the Iraqi investor will be able to reap the benefits of international investment. Moreover, investors should be patience and invest in the long term so as to remedy the effects of fluctuations that could occur in the financial markets; It has been proven experimentally that these fluctuations could fade and disappear over time and in the long term.

## ١. المقدمة:

شغلت ظاهرة العولمة في الآونة الاخيرة اهتمام كل من الباحثين والاكاديميين وذلك لما احدثته من مرحلة انتقال نوعي في التطور الحضاري و توحيد وتكامل العالم عبر الأسواق، وتحرير حركة انتقال الأفكار والسلع والأموال، متجاوزة بذلك للعقبات، والحدود الثقافية والسياسية . فالعولمة الاقتصادية لها اثار ايجابية وسلبية ، فالإيجابية تكمن في اتساع قاعدة الفرص الاستثمارية المتاحة امام المستثمر المحلي ، اما السلبية فتأتي من ان الاسواق الدولية اصبحت اكثر تكاملا، وان هذا التكامل ربما يقلل من جدوى التنويع الدولي.

وحظيت دراسة تكامل الأسواق المالية مكانة غاية بالأهمية في الادب المالي، وقد لاقت اهتماماً كبيراً في الأدبيات ذات الصلة ، والتي اكدت على ان نزعة الموجودات المحلية تتحرك باتجاه واحد مع حركة السوق العام وانها تفضي الى تزايد قوة الارتباط بين عوائد تلك الموجودات مما يؤدي تزايد التكامل فيما بين الاسواق والذي بدوره يؤدي الى ضعف جدوى الاستثمار المحلي. وعدّ ذلك هو الدليل للانطلاق صوب الاستثمار الدولي. والتي عدت على انها الأسلوب الامثل للحد من المخاطرة عبر الاستثمار في أصناف مختلفة من الموجودات المحلية وغير المحلية . بالمقابل يرى بعض الباحثين انه وبتأثير العولمة فأن جدوى الاستثمار الدولي في تضاؤل لاسيما في اوقات الازمات اذ وبفعل العولمة اتسمت الاسواق المالية بالتكامل وذلك لان العولمة ساهمت في تحرير العديد من الأسواق الوطنية وفتحت الابواب أمام الاستثمار الأجنبي وخففت الضوابط التنظيمية في الأسواق المالية الدولية، ومن ثم اصبحت الأسواق المالية أكثر تكاملا.

هذه الطروحات الجدلية عززت من تكامل الاسواق المالية في اوقات الازمات . اذ يرى البعض ان الازمات تزيد من تكامل الاسواق الدولية ما يضعف من جدوى الاستثمار في مؤشرات الاسهم الدولية . وهناك من يرى ان تكامل الاسواق لا يتأثر

كثيراً بالأزمات ، وان هذه الاخيرة تؤثر في الاستثمار المحلي اكثر من المحافظ الدولية لاسيما في محيط اسواق مركز الازمة. لذا تسعى هذه الدراسة الى محاولة الوصول الى حل لهذا الجدل عبر اختبار تكامل الاسواق المالية اثناء الازمة المالية مقارنة بما قبلها وبعدها. كما تسعى هذه الدراسة ايضاً الى محاولة حل جدل هذه المشكلة المعرفية في ظل بيئة الاسواق المالية العاملة في اقتصادات متباينة من ناحية درجة تطورها الاقتصادي، وتشخيص المواضيع التي كان فيها تأثير الازمة اقوى عبر تفحص هيكل الارتباطات بين الاسواق الدولية. وتطلب تحقيق هذه الاهداف وغيرها تقسيم الدراسة الى عدة اجزاء خصص الاول للمنهجية واستعرض الثاني للجانب النظري في حين اهتم الثالث بالجانب التطبيقي واختتمت الدراسة بأهم الاستنتاجات والتوصيات.

## ٢- منهجية الدراسة:

### ٢-١ مشكلة الدراسة:

يثار تساؤل رئيس مهم عن تكامل أسواق الاسهم الدولية بظل الازمة المالية وكالاتي:

التساؤل الرئيسي:

هل ان اسواق الاسهم الدولية متكاملة مع بعضها ؟ وهل ان درجة تكامل الاسواق تتأثر في الأزمة المالية مقارنة بما قبلها وبعدها ؟ وينبثق من هذا التساؤل الرئيسي اسئلة فرعية عدة وهي كالاتي.

١. هل ان معاملات الارتباط بين عوائد مؤشرات اسواق الاسهم للدول عينة الدراسة تتأثر بالأزمة المالية مقارنة بما قبلها وما بعدها؟

٢. هل ان معاملات الارتباط بين عوائد مؤشرات الاسهم تتباين بحسب درجة التطور الاقتصادي للدول عينة الدراسة اثناء الازمة المالية مقارنة بما قبلها وما بعدها ؟

٣. هل يظل التنوع مجدياً للمستثمر العراقي في ضوء درجة التكامل القائمة بين اسواق الاسهم الدولية؟ وهل يتأثر التنوع الدولي في الازمة مقارنة بما قبلها وما بعدها ؟ وأي من الاسواق المالية عدت ملاذاً آمناً على وجه الخصوص؟ وهل ستظل كذلك او تتغير وفقاً لتأثيرات الازمة؟

## ٢-٢: فرضيات الدراسة:

بضوء المشكلة الرئيسية والفرعية فأن للدراسة الفرضيات الاتية :

الفرضية الرئيسية:

ان اسواق الاسهم الدولية متكاملة مع بعضها. وان درجة تكامل الاسواق لا تتأثر في الأزمة المالية مقارنة بما قبلها وبعدها. وتنبثق من هذه الفرضية الرئيسية عدة فرضيات فرعية و كالاتي.

١. ان معاملات الارتباط بين عوائد مؤشرات اسواق الاسهم للدول عينة الدراسة لا تتأثر في الأزمة المالية مقارنة بما قبلها وما بعدها.

٢. ان معاملات الارتباط بين عوائد مؤشرات اسواق الاسهم لا تتباين بحسب درجة التطور الاقتصادي للدول عينة

الدراسة .

٣. ان التنوع الدولي غير مجدياً بالنسبة للمستثمر العراقي في ضوء درجة التكامل القائمة بين اسواق الاسهم الدولية. ولا يتأثر التنوع الدولي في الازمة مقارنة بما قبلها وما بعدها . ولا تتأثر الاسواق المالية الملاذ ولا تتغير تبعاً لتأثيرات الازمة.

#### ٣-٢: اهمية الدراسة:

١. تستمد اهمية الدراسة من اهمية وحداثة موضوعها لاسيما للمجتمع الاستثماري في السوق المالية العراقية وذلك لمحاولة اختبار درجة تكامل اسواق الاسهم الدولية بظل الازمة المالية .
٢. تصويب المستثمرين نحو آلية الاختيار الدقيق لاستثماراتهم الدولية والتي تعتمد على المقدره العلمية والفكرية والفلسفية والتطبيقية للاختيار الدقيق لمؤشرات الاسهم الدولية المتجزئة عن السوق العراقية.
٣. تمثل الدراسة محاولة للإسهام في ترسيخ الفكر المالي في حقل المحفظة الدولية كونه يعد احد اهم الحقول المعرفية المعاصرة في مجال ادارة الاستثمار .ومن ثم فإن هذه الدراسة تقدم اضافة معرفية وفكرية للمكتبة العراقية والعربية عن واحد من اهم المفاهيم الاستثمارية الحديثة والتي شغلت الفكر والفلسفة المالية.

#### ٤-٢: اهداف الدراسة:

١. تسعى هذه الدراسة إلى محاولة حل الجدلية المعرفية بشأن تكامل الاسواق خلال الازمة المالية في ظل بيئة الاسواق المالية العاملة في اقتصادات متباينة من ناحية درجة تطورها الاقتصادي (متقدمة، ناشئة عليا، ناشئة دنيا ، حدودية) ، وتشخيص المواضيع التي كان فيها تأثير الازمة اقوى عبر تفحص هيكل الارتباطات بين الاسواق الدولية وبيان زمان ومكان وحجم واتجاه تأثيرها بالأزمة وارتباط كل ذلك بدرجة تكامل الاسواق من عدمه.
٢. بيان فيما اذ كانت اسواق الاسهم الدولية متكاملة مع بعضها البعض اصلا . وهل ان درجة تكاملها تتأثر بالأزمة المالية مقارنة بما قبلها وما بعدها.
٣. معرفة فيما اذا كانت الازمة المالية تفضي الى تكامل اسواق اسهم الدول ام تجزئتها وبيان اثر ذلك في جدوى الاستثمار في اسواق الاسهم الدولية ومحاولة الوقوف على اسواق الدول التي تعد الملاذ الامن للاستثمار في ظل الازمة المالية. وبيان منافع الاستثمار الدولي خلال الأزمة المالية الأخيرة. وبيان الاسواق التي تعد ملاذات آمنة بالنسبة للمستثمرين والتي قدمت اعلى المكاسب على وجه الخصوص.
٤. بيان فيما اذ كانت معاملات الارتباط بين عوائد مؤشرات اسواق الاسهم للدول عينة الدراسة تتأثر اثناء الأزمة المالية مقارنة بما قبلها وما بعدها .

#### ٥.٢: مجتمع وعينة الدراسة:

تؤكد الدراسات العلمية الرصينة على ضرورة اجراء الدراسة مع اجراء التوصيف والتحديد الدقيق للمجتمع الاصلي تمهيدا لوضع معايير المعاينة والمتضمنة اختيار عينة الدراسة الممثلة عن هذا المجتمع. ومجتمع هذه الدراسة يشتمل على دول العالم أجمع على وفق تقسيمات وتصنيفات جديدة لدول العالم لم تذكر مسبقا ولم تتبين من قبل اي مؤسسة تصنيف عالمية، باستثناء مؤسسة واحدة وهي مؤسسة فوتسي (FTSE) ، لذلك سعت هذه المؤسسة الى طرح اطار مقترح لتصنيف الاسواق عام ٢٠٠٣ والذي يستند الى المعايير موضوعية عدة. وكانت الاستجابة لهذا المقترح هي الدعم

المنقطع النظير له في عام ٢٠٠٤. اذ تم تبني هذه المؤسسة دون غيرها لانها تتمتع بجانب اشراف وتدقيق داخلي متسق ومتوافق مع المبادئ والمعايير المالية الصادرة عن المنظمة الدولية لهيئة الاوراق المالية (IOSCO)<sup>١</sup>. فضلا عن انها شملت في تصنيفها جميع الاسواق الدولية وكما هو معلوم فكلما تم توسيع النطاق الدولي ليشتمل على الاسواق الدولية كافة كلما زادت المنافع المتحصلة من الاستثمار الدولي. و سيستخدم معايير مؤسسة فاينانشال تايمز FTSE (فوتسي)<sup>٢</sup> لعام ٢٠١٦، وذلك لانها ركزت على ظروف السوق المالية لتصنيف الاسواق الى متقدمة وناشئة (عليا ودنيا) وحدودية<sup>٣</sup>. وقد تم اختيار عينة الدراسة بثلاث خطوات وهي :

**الخطوة الاولى :** اختيار الاسواق المحلية للدول عينة الدراسة على وفق تصنيف مؤسسة فوتسي (FTSE) و كالاتي:

✓ الاسواق المتقدمة (Markets Developed) : ضمت عينة الدراسة (23) سوقاً متقدماً من اصل (٢٤) سوقاً اذ تم الاستبعاد القسدي للكيان المحتل (Israel).

✓ الاسواق الناشئة (Emerging Markets) : والتي تقسم على وفق مؤسسة فوتسي الى نوعين وكالاتي:

• الناشئة المتقدمة (العليا)(Advanced Emerging) وضمت عينة الدراسة (١٠) اسواق من اصل (١١) اذ تم استبعاد (Thailand) من عينة الدراسة لصعوبة الحصول على معظم بياناتها .

• الناشئة الثانوية (الدنيا)(Secondary Emerging) وضمت عينة الدراسة (١٠) اسواق من اصل (١٢) سوقاً ، اذ تم استبعاد (Colombia , Peru) من عينة الدراسة وذلك لصعوبة الحصول على معظم بياناتها .

✓ الاسواق الحدودية (Markets Frontier) وضمت عينة الدراسة (١٠) اسواق من اصل (٢٧) سوقاً، اذ تم استبعاد الاسواق المتبقية من عينة الدراسة وذلك لصعوبة الحصول على معظم بياناتها . وعُدت الاسواق العشرة المختارة هي خير ممثل عن الاسواق الحدودية .

وبلغت نسبة العينة المستخدمة من التصنيف الدولي لفوتسي حدود (٧٢%) من اصل التصنيف ككل .

**الخطوة الثانية :** اختيار السوق المحلية للدولة الام من منظور المستثمر المحلي محل الاهتمام والمتمثلة بالعراق (Iraq)

وهي غير داخلة في التصنيف الدولي لمؤسسة فوتسي. وقد تم ادخال العراق كون ان اهمية وهدف هذه الدراسة تتصب في الاساس لمصلحة واهمية المجتمع الاستثماري في السوق المالية العراقية ، وذلك بغية تصويبهم نحو آلية الاختيار الدقيق لمحافظهم الاستثمارية ، فضلا عن بيان اهمية الانفتاح امام فرص الاستثمار الدولية الممكنة امام السوق العراقية وكذلك لمواكبة اهم التطورات والمستجدات للارتقاء بها الى مستوى الأسواق العالمية .

**الخطوة الثالثة :** اختيار مؤشرات اسواق الاسهم المتمثلة في اسواق الدول بالمحافظة الخطرة المثلى ، وتم اختيارهم على

وفق الخطوة الاولى والثانية ، ومن المعلوم ان اغلب الدول لديها اكثر من مؤشر سوق اسهم وقد تم اختيار مؤشرات عينة الدراسة بشكل قسدي ، وذلك عبر الاعتماد على معايير عدة وهي الآتي:

#### **١ International Organization of Securities Commissions IOSCO**

<sup>٢</sup> مؤسسة فوتسي وهي مؤسسة بريطانية عريقة ، تشبه مؤسسة ستاندرواندبورز الامريكية ، متخصصة في بناء وحساب قيمة مؤشرات الاسواق مملوكة بالمشاركة بين بورصة اسهم لندن (LSE) والمؤسسة الاعلامية الدولية الفاينانشال تايمز (FT) ومن هنا جاء اختصار اسمها (Investopedia,2017:1)(FTSE).

<sup>٣</sup> الاسواق الحدودية: هي اقل نموا من الاسواق الناشئة الدنيا وربما تظهر خصائص مماثلة لها ولكن في مراحلها الاولى من التقدم ، او انها اسواق خففت رتبها من الاسواق الناشئة. وبذلك يستخدم مصطلح "الاسواق الحدودية" لوصف الدول ذات الاسواق الاقل حجما و سيولة من تلك الموجودة في الاسواق الناشئة العليا والدنيا (Nellor,2008:30).

١. المؤشرات المختارة موزونة بالقيمة السوقية .
  ٢. تعد مؤشرات اسواق الاسهم هي الأتشط والأكثر تداولاً خلال المدة المدروسة.
  ٣. تعد مؤشرات اسواق الاسهم المختارة هي الأكثر شهرة في دولته المدروسة.
  ٤. عدم توقف عمل هذه المؤشرات في اسواقها العالمية خلال المدة المدروسة .
- والجدول الاتي يوضح اسماء الدول ومؤشراتها المتداولة فيها فضلا عن اسماء عملاتها التي ستمثل عنها في عينة الدراسة

الجدول (١) العينة الداخلة في مجتمع الدراسة

الدول المتقدمة	العملة	المؤشر	الدولة الناشئة	العملة	المؤشر	الدول الحدودية	العملة	المؤشر
Australia	الدولار الاسترالي	S&P/ASX 200	الناشئة العليا			Botswana	البولا	DCIBT
Austria	اليورو	ATX	Brazil	الريال البرازيلي	BVSP	Croatia	الكونا	CRBEX
BELGIUM	اليورو	BEL 20	Mexico	البيزو	IPC MXX	Jordan	الدينار	AMGNRLX
Canada	الدولار الكندي	GSPTSE	Popular Czech	الكورن	FTWICZHL	Kenya	الشيلينغ	NSE20
Denmark	الكرون	OMX 20	Greece	اليورو	FTSE/ATH EX 20	Mauritius	الروبي	MDEX
Finland	اليورو	OMX Helsinki 25	Hungary	الفرونت	FTWIHUNL	Morocco	الدرهم	INMX
France	اليورو	CAC40	Malaysia	الرينجيت	FTWIMALL	Oman	الريال	MSI
Germany	اليورو	DAX٣٠	Poland	الزلوتي	WIG20	Slovenia	اليورو	SBITOP
Hong Kong	دولار هونج كونج	HSI	South Africa	الراند	FTWIZ AFL	Sri Lanka	الروبية	CSE All-Share
Ireland	اليورو	ISEQ	Taiwan	الدولار التايواني	TWII	Tunisia	الدينار	TUNINDEX
Italia	اليورو	FTSE MIB	Turkey	الليرة	BIST 100	الدول الداخلة بالعينة وغير خاضعة بالتصنيف		
Japan	الين	NIKK 225	الناشئة الدنيا					
Holland	اليورو	AEX	Chile	البيزو	IPSA	Iraq	الدينار	ISX Index
New Zealand	الدولار النيوزيلاندي	NZ 50	China	اليوان	SSEC			
Norway	الكرون	OSEBX	Egypt	الجنيه	EGX30			
Portugal	اليورو	BVLG	India	الروبية	Nifty 50			
Singapore	الدولار السنغافوري	FTWISG PL	Indonesia	الروبية	JKSE			
South Korea	الوون	KOSPI	Pakistan	الروبية ال	FTSE Pakistan			

	FTSE Philippines	البيزو	Philippines	IBEX 35	اليورو	Spain
	QE General	ريال	Qatar	OMX 30	الكرونا	Sweden
	MICEX	الروبل	Russia	SMI	الفرنك	Switzerland
	ADX General	الدرهم	United Arab Emirates	FTSE 100	الجنيه الاسترلينج ي	United Kingdom
				S&P 500	الدولار	US

المصدر: الجدول من اعداد الباحثين .

## ٦. ٢: بيانات الدراسة ومدتها:

تمحورت مدة الدراسة عن تاريخ الاعلان الرسمي لبدء الازمة المالية العالمية الاخيرة (ازمة الرهن العقاري) والمتمثل بإعلان افلاس مصرف ليمان برنرز في (٢٠٠٨/٩/١٥) . وقد ارتأينا العودة سنتين تقويميتين قبل هذا التاريخ لتمثل المدة ما قبل الازمة . وعند تفحص بيانات مؤشر سوق العراق بوصفه المؤشر الاساس بالنسبة للمستثمر العراقي محل الاهتمام تبين ان هذه المدة غطت ( ٢٥٧ ) مشاهدة يومية، لذا تم اعتماد هذا العدد نفسه من ايام العمل التداولية لمؤشرات اسواق الدول عينة الدراسة وكذلك لتمثل المدتين المزامنة واللاحقة للازمة المالية وكالاتي:

- أ- المدة السابقة للازمة المالية : اذ بدأت من يوم (٢٠٠٦/٩/١٣) ولغاية يوم (٢٠٠٨/٩/١٤).
  - ب- المدة المزامنة للازمة المالية : اذ بدأت من يوم (٢٠٠٨/٩/١٤) ولغاية يوم (٢٠١٠/٤/١١).
  - ت- المدة اللاحقة للازمة المالية : اذ بدأت من يوم (٢٠١٠/٤/١١) ولغاية يوم (٢٠١١/٥/٢٦).
- وبيانات الدراسة هي :

١. قيم الاغلاق اليومية لجميع مؤشرات اسواق الاسهم الداخلة في عينة الدراسة ،وبالبالغة اربعة وخمسين مؤشراً.
  ٢. اسعار الفائدة اليومية على حوالات الخزنة (استحقاق ثلاثة اشهر) لجميع الدول عينة الدراسة طوال مدة المعاينة.
  ٣. اسعار الصرف اليومية للدينار العراقي مقابل عملات الدول الداخلة في عينة الدراسة طوال مدة المعاينة.
- وقد تم الحصول على البيانات عن طريق استخدام طرائق عدة للتقصي والبحث عنها اولها الدخول الى الموقع مباشرة وثانيها الاشتراك في المواقع الرسمية وثالثها المراسلة الشخصية الالكترونية للمواقع الموضحة في قائمة المصادر.

## 7.2 : اجراءات واساليب الدراسة:

تبلورت اجراءات واساليب الدراسة بالخطوات الاتية علماً ان ادناه سيكون إجراءً لحساب مدة واحدة ( قبل الازمة)، وبعد الانتهاء من اجراءات حساب هذه المدة سيتم تكرار هذه الخطوات للمدد التي تليها وكالاتي:

١. حساب معدلات العوائد اليومية المحلية المركبة باستمرار لجميع مؤشرات الاسهم عينة الدراسة وذلك عبر استخدام المعادلة الاتية (Modigliani & Pogue, 1973:4):

$$R_{jt} = \ln(P_t) - \ln(P_{t-1}) \dots \dots \dots (1)$$

$R_{jt}$ : عائد مؤشر الاسهم (j) في اليوم (t).

Pt: قيمة مؤشر الاسهم في اليوم (t).

Pt-1: قيمة مؤشر الاسهم في اليوم السابق (t-1).

LN: اللوغاريتم الطبيعي.

٢. تعديل قيم مؤشرات الاسهم المحلية لمخاطرة الصرف الاجنبي، وذلك بتحويلها من عملتها الاجنبية الى عملة المستثمر العراقي محل الاهتمام (الدينار العراقي)، وذلك عبر استخدام المعادلة الاتية (Solnik & Mcleavey, 2004:147):

$$E_{Pt} = P_t * XR/ID \dots \dots \dots (2)$$

اذ ان:

$E_{Pt}$ : قيمة مؤشر الاسهم الاجنبي المعدل لمخاطرة الصرف الاجنبي.

$XR/ID$ : عدد وحدات الدينار العراقي مقابل الوحدة الواحدة من العملة الاجنبية لمؤشر الاسهم الاجنبي.

٣. حساب معدلات العوائد اليومية الدولية المركبة باستمرار لجميع مؤشرات الاسهم الاجنبية عينة الدراسة باستخدام معادلة (١) وبالاستناد الى الاسعار المعدلة لمخاطرة الصرف الاجنبي المحسوبة بالمعادلة (٢).

٤. بناء مصفوفة الارتباط وذلك عبر حساب معاملات الارتباط لعوائد مؤشرات الاسهم للدول الاربع والخمسين باستخدام برنامج (SPSS).

٣ - تكامل الاسواق مقابل تجزئتها بظل الازمة المالية: تغطية معرفية

ان تكامل الاسواق هو دليلاً على انفتاح الاسواق (Elton, etal, 2014: ٢٦٧). فدراسة تكامل الاسواق المالية حظيت بمكانة غاية بالاهمية في الادب المالي، وقد لاقت اهتمام بالغ مؤخراً في الأدبيات ذات الصلة (Wang, 2012:3). وقبل البدء، ربما تثار تساؤلات مهمة عن جدوى طرح الحالات الاتية: بالنسبة لوجهة نظر المستثمرين في الاسواق المتقدمة، هل تتأثر معاملات الارتباط بحسب درجة التطور الاقتصادي مع الاسواق الناشئة والحدودية؟ ومن وجهة نظر الاسواق الاخيرة، ما الآثار المترتبة على زيادة رأس المال الأجنبي في الاسواق المالية المحلية و ما اثره في النمو الاقتصادي بنهاية المطاف؟ ولعل الإجابة عن هذه التساؤلات تكمن في تكامل الاسواق (Maure, 2000:6). فمن الناحية النظرية، أحدثت تحرر التجارة بعض التكامل بين الاسواق الناشئة والحدودية (Mishkin, 2004:448). اما من الناحية المالية، فتعد الاسواق المالية متكاملة حينما تكون مخاطرة موجوداتها متماثلة (Wang, 2012:3). وبطبيعة الحال فمن غير المحتمل ان يفضي التحرر الى التكامل التام للأسواق الناشئة مع الاسواق العالمية (Lewis, 1996: ٢٦٧). فتحرر الاسواق الناشئة يعد آلية للتنبؤ بتكامل الاسواق ونشر المخاطرة كما اوضحت الادبيات النظرية (Lewis, ٢٠٠٠:٤). وترتبط عملية التحرر ارتباطاً وثيقاً بالاقتصاد الكلي. اذ ان تحرر الاسواق يمكن ان تتزامن مع سياسات اقتصادية اخرى تستهدف التضخم او اسعار الصرف او قطاع التجارة كما انه قد تكون مرتبطة بإصلاحات مالية اخرى تستهدف تطوير النظام المالي المحلي. كما ينظر للتحرر من جانب المصارف الدولية بوصفه خطوة ايجابية باتجاه تحسين التدرج الائتماني للدولة. ومن ثم فان هذه التدرجات ربما تحوي على معلومات قيمة عن تكامل الاسواق فضلا عن معويله الاصلاحات (Henry, 2000, 529). وخلال العقود الأربعة الأخيرة حدث تطور سريع في الاسواق المالية الدولية، يعزى

ذلك الى التدويل، والتوريق، والتحرر (Watson et al., 1988 : ١٠٦٣). ومن الجدير بالذكر ان هناك أسلوبان أساسيان لتحديد مدى تكامل الأسواق المالية الدولية. ويعرفان بالمقياس المباشر والمقياس غير المباشر. ويتضمن هذان الأسلوبان ثلاثة مداخل، فالمدخل الاول يسعى لتحديد مدى تساوي معدلات عوائد الموجودات المالية (ذات المخاطرة والاستحقاقات المتماثلة) فيما بين الدول المختلفة. واطلق على هذا المدخل اصطلاح المقياس المباشر لانه يجسد طروحات قانون السعر الواحد. اما المدخل الثاني فهو يجسد مفهوم تكامل اسواق المال الدولية. في حين ان المدخل الثالث يستند الى مدى اعتماد الاستثمار المحلي على التمويل من المدخرات الدولية بدل من المدخرات المحلية. وكلا المدخلين الاخيرين هما للأسلوب غير المباشر (Kearney&Lucey, 2004: ٥٧٣). وافضت الحواجز المتشددة الموضوعية امام الاستثمار الدولي الى تجزئة الاسواق بدلاً من تكاملها. فعلى سبيل المثال، تمتلك اسواق الاسهم الصينية اصنافاً منفصلة من الاسهم: فيوجد لديها نوع للمستثمر المحلي ونوع اخر للمستثمر الاجنبي. وهذان النوعان من الاسهم لا يرتبطان بشكل كامل مع بعضها البعض لان قوى المراجعة لا يمكن ان يعملوا معاً. ولان هذين النوعين من الاسهم يمثلان حقوق على الموجودات نفسها، فاذا تكامل السوقيين بشكل كامل، فينبغي ان يكون سعرا الاسهم المحلية الصينية والاجنبية متماثلين، بفعل قانون السعر الواحد (Chen & Knez : ١٩٩٥، ٢٨٧). وبذلك يتم الاعتراف في ان قانون السعر الواحد (LOP) هو المبدأ الأساسي للتكامل الاقتصادي. فالمراجعة بين الأسواق المختلفة تشكل الدافع الأساسي لتكامل الأسواق وتقارب الأسعار (Arnott & Henriksson, 1989:2). والمثال الواضح على فرضية تكامل اسواق الاسهم الدولية يتمثل بحالة لشركتي رويال داتش وشل (Royal Dutch and Shell)، ولسنوات عدة كان سهم شل يتداول بشكل اساس في بريطانيا بينما يتداول سهم رويال في هولندا وامريكا. وبالرغم من ذلك، فأن هذان السهمان يمثلان بنهاية المطاف حقوقاً لموجودات الشركة النفطية نفسها، واذا كانت الاسواق الثلاثة الكبرى (البريطانية والهولندية والامريكية) متكاملة بنحو تام فأن اسعار هذه الاسهم ينبغي ان تظل متوازية بنحو متناسب مع حقوق مطالباتها النسبية بموجودات الشركة. ولكن الدراستين التجريبيتين لـ (Knez & Chen: 1995) & (Baxter, 1997) على اسعار سهمين الرويال والشال اظهرتا بانهما انتهكتا قانون السعر الواحد، اذ انهما انحرفا عن التعادل بمقدار (٤٠%) (Baxter, 1997:1). وان هذا الانحراف لا يبرره الاختلافات في الصناعة (لان كلاهما شركة صناعة نفطية) بل انه يعزى حصرياً لعوامل السوق المحلية. والنقطة المهمة في كلتا الدراستان هو انه خلال المدة التي كان فيها هذان السهمان متداولان فانه لم يكن من السهل استغلال ميزة هذه الانحرافات السعرية الكبيرة (Muwanga&Snyder, 1997:2). اذ ان المستثمر الذي يشتري السهم الرخيص ويبيع السهم الغالي ينبغي عليه الابقاء على مركزه هذا الى ان توزع كامل مقسومات الارباح المستقبلية. ومن ثم فان الاسواق الثلاثة الرئيسية هي ليست متكاملة بالشكل التام، ولكن لا يمكن لاحد من استغلال حالة التجزئة فيما بين تلك الاسواق. ودرس (Froot&Dabora, ١٩٩٩) ايضا انحرافات اسعار اسهم الشركتين الرويال والشال عن قانون السعر الواحد عبر الزمن. ووجدوا بأن اكبر الانحرافات (٢٥% الى اكثر من ٤٠%) حصلت في عقد الثمانينات من القرن الماضي وان الانحرافات التي حدثت في منتصف التسعينات من القرن الماضي كانت اصغر بكثير (مايقارب ٥%). وهذا يؤكد بأن الاسواق المالية اصبحت اكثر تكاملاً خلال المدة المدروسة (١٩٠: Froot&Dabora, ١٩٩٩).

ان المبرر الرئيس للاتجاه صوب الاستثمار الدولي هو الارتباط المنخفض بين الأسواق . وتكامل الاسواق هو العامل الرئيس المؤثر بحجم الارتباط . اذ كلما زاد التكامل بين الاسواق الاوربية على سبيل المثال كلما كان لزاماً على المستثمرين في الاستثمار بأسواق غير اوربية اذ ما ارادوا جني ثمار التنوع الدولي (Elton, et al,2014 : ٢٦٨). اذ تتفاوت خصائص العائد والمخاطرة فيما بين الاسواق. ووضحت الدراسة المقدمة من قبل ( Bekaert & Harvey 1995) عن الكيفية التي تُفسر بها خصائص العائد المتوقع لأسواق الاسهم خلال الزمن ، واعزوا هذا التفاوت لتكامل الاسواق المالية العالمية . فبظلم حالة تكامل الاسواق المالية سترتفع وتنخفض عوائد الاسهم مع البعض ولجميع الاسواق، ومن ثم فالارتباط يكون اقوى فيما بينها وهذا سيشكك من جدوى الاستثمار الدولي في ظل تكامل الاسواق(٤٠٣: Bekaert & Harvey ,1995).

ففي الأسواق المتكاملة، فان الموجودات المتشابهة في المخاطرة ينبغي ان يكون لها عائداً نفسه ، بغض النظر عن مركزها. وبالمقابل ففي أسواق المتجزئة، فان عوائد الموجودات المتشابهة والموجودة في دول مختلفة لا ينبغي ان تكون مرتبطة مع بعضها البعض. وفي الواقع ، فان الموجود المتداول في سوق متجزئة تكون جذابة للمستثمر الدولي. اذ انه عادة ماتكون مساءة تسعيرها بالمقارنة مع قيمتها الدولية. اذ وجد (Harvey, Erb, & Harvey (1995) و (Viskanta (1998))، دليلاً على عدم تكامل الاسواق المالية الناشئة مع السوق العالمية فعوائد الشركات المحلية تتأثر بالمتغيرات المحلية وليس بالمتغيرات العالمية، ويسعر المخاطرة المحلية ، وليس بالمخاطرة العالمية (Solnik&Mcleavey,2009،٤٩١). ومع تزايد تحرر الاسواق الناشئة فان هذا الاستنتاج يتغير. اذ ان عائد الموجود المتداول بالسوق المتجزئة ينبغي ان يكون متناسباً مع مخاطرته المحلية . فالمخاطرة المحلية اكبر بكثير من مساهمة الموجود بمخاطرة السوق العالمية والتي ينبغي ان تكون مهمة في حالة الموجود المتداول بالسوق المتكاملة . ومن ثم فإن عائدات الاسواق المتجزئة ينبغي ان تكون اكبر من نظيرتها في الاسواق المتجزئة هي الاخرى (٢-١:٢٠٠٧، Mary et al). فالجدل الدائر عن التكامل مقابل التجزئة مرتبط بالعوائق التي قد تحول دون تحرك رؤوس الاموال بحرية . فهناك عدة عوائق تسهم في تجزئة اسواق الاسهم الواحدة (Solnik& Mcleavey ,2004،١٧٠). ويشار أحياناً بأن الاسواق الدولية ليست متكاملة وانما متجزئة بسبب العوائق المختلفة امام حركة رؤوس الأموال (Kamaralzaman,2011:137).

ان هناك جدلية فكرية عن تأثيرها الازمة المالية العالمية في كل من الارتباطات وتكامل الاسواق . واكد (Solnik&Mcleavey,2009) على اشتداد قوة الارتباطات بين الاسواق الدولية بظل الازمة مايعني تعزيز التكامل بين الاسواق (Kang&stulz,1997:5).

يعد مفهوم الازمة المالية من الظواهر المنتشرة على مدار التاريخ والتي تتصف بشمولية تأثيرها السلبي في مجمل قطاعات الاقتصاد. وتمتد آثارها لمدة زمنية ليست قصيرة و قد تمتد تلك الآثار الى الاقتصاد العالمي (٣-٤: Bordo et al. (2001). فشهدت الاسواق المالية العديد من الازمات ، الآ ان الازمة المالية العالمية للرهن العقاري كانت الاسوأ منذ ازمة الكساد العظيم (١٩٢٩-١٩٣٣). اذ انها غيرت المشهد المالي في جميع أنحاء العالم فضلا عن ان تكاليفها لا تزال ولغاية

الان بحاجة إلى تقييم (Allen et al, 2009: ١). وبسبب ارتفاع حالات اللاتأكد وعدم الاستقرار في الاقتصاد العالمي، فسيعوق ذلك من محاولات اخماد او التخفيف منها (Dullien et al, ٢٠١٠: ٣). و يرجع ذلك لفعل العولمة الاقتصادية والتحرر المالي وزيادة شدة الترابط والتكامل فيما بين الاقتصادات. مما يفضي الى زيادة حى الازمة وانتشارها بين باقي القطاعات ، واذا لم يتم اخمادها والسيطرة عليها فستؤدي بالمحصلة الى ظهور العدوى المالية ( Stockman, 1988: 531). فالعدوى المالية هو مفهوم ليس جديداً في الادبيات لان نقطة انطلاقته كانت عام ١٩٦٩ الا انه لم يحظ باهتمام واسع من لدن الاكاديميين . وازداد اهتمام المختصين بالعدوى المالية خلال النصف الثاني من عقد التسعينات وذلك بسبب تقاوم وانتشار الأزمات المالية بين مختلف الاقتصادات ، مما اثر على أغلب الدول. وقد وضع مؤخرًا العديد من المحللين والاكاديميين وصانعي السياسة ثلاث تساؤلات أساسية تتعلق بالعدوى المالية وكالاتي (Edwards, 2000:1):

١. ما القنوات التي تساعد على نقل الاضطراب المالي بين مختلف الدول؟
  ٢. لماذا تنتشر بعض الأزمات بسرعة ويعنف، بينما تكون غيرها مقيدة في دولة ما؟
  ٣. هل هناك ما يمكن القيام به للحد من انتقال العدوى من دولة المنشأ الى الدول الاجنبية؟
- ويمكن اكتشاف وجود العدوى حينما تكون هناك زيادة كبيرة في التحركات المشتركة بين الأسواق بعد صدمة الاسواق بالنسبة لدولة واحد أو لعدة دول (Lehkonen, 2014:29). وبذلك عرفت العدوى على انها انتقال الأزمات المالية لمجموعة من الدول التي تشترك فيما بينها بروابط مشتركة لأداء أسواقها المالية (Dullien et al, ٢٠١٠: ١٠٠). وعرفت ايضا بأنها ظاهرة انتقال الاضطراب المالي من الدولة المنشئة للآزمة الى الدول الأخرى، وذلك بسبب مجموعة الروابط المشتركة بين الاقتصادات (Sander & Kleimeier, 2002: 8). وبالمقابل فهناك من لا يرى وجود لأثر مادي واضح للآزمة المالية الدولية بالارتباطات وتكامل الاسواق (Goetzmann, & Kumar, 2004:4).

ومن هذه الجدلية برز تساؤل مشكلة الدراسة الحالية التي تحاول الوقوف على جواب واضح في سياق نزع فتيل هذه الجدلية الفكرية القائمة بالأدب المالي.

#### ٤- الجانب التحليلي للدراسة

٤-١ تحليل درجة التكامل بين اسواق الاسهم الدولية عينة الدراسة عبر مصفوفة الارتباط خلال المدة السابقة للآزمة:

تعتمد درجة تكامل الاسواق على نوع الارتباط بين مؤشرات الاسهم الدولية وقوة معامل الارتباط ، فأقصى قيمة لمعامل الارتباط هي (+١) واقل قيمة هي (-١). فالقيمة (+١) تعني ان عوائد المؤشرات تتحرك معا وبشكل تام و باتجاه خطي واحد . أما اذا كانت قيمة معامل الارتباط (-١) فهي تعني ان عوائد المؤشرات تتحرك باتجاه معاكس عن بعضها البعض . ففي حالة الارتباط السالب (او الموجب الضعيف) ينخفض تكامل الاسواق (تزداد تجزئة الاسواق) ، اما في حالة الارتباط الموجب (القوي) فيزداد تكامل الاسواق قوة . ومن ثم اذا كانت مؤشرات الاسهم مترابطة مع بعضها البعض في ارتباط موجب وقوي سيكون تأثيره سلبياً في العائدات المستثمر العراقي ، لان الاستثمار بهذه الحالة لا يخرج عن كونه عملية تكرار النمط الاستثماري الواحد ولكن بمسميات مختلفة ولن يكون للاستثمار في الاسواق المتكاملة أي جدوى

ممكنة مادامت العائدات مؤشرات الاسهم تتحرك معا وفي الاتجاه ذاته . وعلى العكس من ذلك فالارتباط السالب او (الموجب الضعيف) يؤدي الى تخفيض المخاطرة الكلية في اطار التنوع الدولي.

وبناءً عليه فقد تم حساب معامل الارتباط بين كل زوج من مؤشرات اسواق الأسهم عينة الدراسة وبواقع ١٤٣١ معامل ارتباط . ومصفوفة الارتباط هذه ظاهرة في الملحق (١). واللافت في المصفوفة ان العراق يرتبط مع اغلب دول عينة الدراسة في ارتباطات صغيرة وسلبية خلال هذه المدة. وهذا مؤشر جيد للمستثمر العراقي لناحية اهمية تخطيه مرحلة المحلية لتجزئة اسواقه بالمقارنة مع الدولية. وبطبيعة الحال فأن صغر معاملات ارتباط اسواق العالم مع العراق يؤكد تفكك سوق العراق عن هذه الاسواق. المصفوفة تبين ان مؤشر سوق العراق يرتبط في ارتباطات سالبة مع ستة وثلاثين مؤشر دولة. أقوى الارتباطات السالبة كانت على سبيل المثال مع موريشيوس وهولندا والدنمارك والسويد وفنلندا والبرازيل، اما الارتباطات الموجبة فقد كانت صغيرة عامة واضعفا كانت مع تركيا وكرواتيا والصين وتايوان وروسيا وهونغ كونغ واندونيسيا . وبقية المعاملات كانت واقعة ما بين اعلى وادنى معامل ارتباط .

والملاحظ من المصفوفة ان معاملات الارتباط لسائر اسواق الدول كانت اكبر بكثير من نظيرتها لسوق العراق ومتباينة في القيمة . ولغرض الحكم العام على نتائج مصفوفة معاملات الارتباط للدول عينة الدراسة فقد تم حساب متوسطات معاملات الارتباط لدول العالم ككل ولكل مجموعة من مجاميع الدول المصنفة بحسب درجة تطورها الاقتصادي وفقاً لمعايير مؤسسة فوتسي فضلاً عن متوسطات كل ذلك مع العراق والنتائج ظاهرة في الجدول (٢).

الجدول (٢) متوسطات معاملات الارتباط بين مؤشر سوق العراق ومؤشرات الدول عينة الدراسة المصنفة بحسب مؤسسة فوتسي للمدة السابقة للازمة

		متوسط معاملات الارتباط		
MIN	MAX	مع العراق	مع العالم	
-	0.9100496	-	١	العالم
0.229183		0.020734507	0.31735	
		-	0.3١٢٦٥	المتقدمة
		0.033055866	0.49633	
		-	0.3٦١٥٤	الناشئة العليا
		0.007528604	0.47914	
		-	0.27٢٥	الناشئة الدنيا
		0.007890904	0.25612	
		-	0.17٨٠	الحدودية
		0.018444886	0.13112	

ويبدو جلياً من قيم الجدول ان متوسط معاملات الارتباط بين اسواق العالم بالإجمال بلغ (٣٢%) تقريباً، وعلى الرغم من ايجابيته الا انه دون الارتباط المتوسط الموجب (٥٠%) ما يؤكد ان التكامل بين الاسواق ما زال دون المتوسط وان هناك امكانية للاستثمار الدولي . متوسط معاملات الارتباط بين اسواق الدول المتقدمة كان الاقوى، اذ بلغ حوالي (٥٠%) تليها في ذلك متوسط الارتباط بين اسواق الدول الناشئة العليا (٤٨%) ما يؤكد الترابط العالي بين اقتصادات هاتين المجموعتين من الدول وارتفاع حالة التكامل بين اسواقها بالمقارنة مع اسواق الدول الناشئة الدنيا (المتوسط ٢٦% تقريباً) والفارق كبير عند المقارنة مع اسواق الدول الحدية (١٣%). هذه النتائج تعزز بشكل واضح للتباين في حالة التفكك بين اسواق مال الدول تبعاً لدرجة تطور اقتصاداتها. اذ يلاحظ انه زاد التطور الاقتصادي للدول كلما زاد الارتباط والتكامل بين اسواقها والعكس صحيح . وهذا يعني بالضرورة ان التكامل الدولي يكون اقل عند الاستثمار في اسواق الدول الاقل تطوراً اقتصادياً . وتتجلى هذه الحقيقة بأوضح صورها في حالة العراق والذي لم تقف علاقة سوقه المالي مع اسواق العالم عند حالة الضعف فقط انما تعدتها لحالة التضاد والارتباط السالب. اقوى معامل ارتباط سلبي للعراق كان مع اسواق الدول المتقدمة، في حين ان اقل ارتباط كان مع اسواق الدول الناشئة العليا . وكل هذا يؤكد التباين في الارتباطات بين مؤشرات اسواق الدول تبعاً لدرجة تطورها الاقتصادي وهذا يدعو الى رفض الفرضية الثانية من الدراسة .

وعلى مستوى ارتباط مجاميع الدول مع العالم فيلاحظ بان اسواق الدول المتقدمة ترتبط مع سائر اسواق العالم بعلاقة طردية دون المتوسط (٣١%) فاقتها في ذلك علاقة اسواق الدول الناشئة العليا مع العالم (٣٦%) بينما ازدادت هذه العلاقة ضعفاً في حالة اسواق الدول الناشئة الدنيا (٢٧%) والحدودية (١٨%). ما يؤكد زيادة تجزئة هذه الاسواق وهذا يدل على جدوى التنوع الدولي في مؤشرات الاسهم الدولية بأسواق هاتين المجموعتين من الدول مقارنة بأسواق الدول الناشئة العليا والمتقدمة.

اما على المستوى الاجمالي للمصفوفة ككل ، فيؤكد الجدول (٢) ان اقوى العلاقات كانت بين سوقي المغرب والمكسيك<sup>٤</sup> اذ كانت طردية من جانب وقوية للغاية من جانب اخر (٩١%) ما يؤكد قوة الارتباط فيما بينها وذلك لانهما متكاملان بشكل كبير للغاية واذا تم الاستثمار بهم فلا ينتج عنهما أي مكاسب ممكن ان يتوقعها المستثمر جراء عملية الاستثمار الدولي.

وفي المقابل فإن اقوى ارتباط سلبي على مستوى كل المصفوفة كانت بين سوقي سويسرا وفنلندا . اذ بلغ معامل الارتباط فيما بينهما (٢٣- %) وهو يؤثر حالة العكسية في العلاقة وانها ليست بالضعيفة، وهذا يدل على انها ايجابية لانحية الاستثمار فيها وانها ربما تقدم فرصة مميزة لجني منافع التنوع الدولي . وتشير تلك النتائج الى تفكك وتجزئة الاسواق الدولية فيما بينها عامة ومع العراق على وجه الخصوص، وان التنوع الدولي مُجدٍ مقارنة بالمحلي. وهذه النتائج تدعو الى رفض الفرضية الفرعية الثالثة من الدراسة.

#### ٤-٢ تحليل درجة التكامل بين اسواق الاسهم الدولية عينة الدراسة عبر مصفوفة الارتباط خلال الازمة:

يعرض الملحق (٢) مصفوفة الارتباط للدول عينة الدراسة خلال مدة الازمة. المميز في المصفوفة ان ارتباطات سوق العراق مع سائر اسواق الاسهم الدولية ظلت سالبة في مجملها بالرغم من الازمة ، بل وايضاً ازدادت في سالييتها ، وكما يوضح الجدول (٣) ملخص نتائج المصفوفة ما يعني دعم اضافي لعدم تكامل الاسواق بظل الازمة من منظور المستثمر العراقي. المصفوفة تؤكد ان لمؤشر سوق العراق ارتباطات سلبية مع ستة واربعون دولة خلال الازمة. ان اقوى الارتباطات السلبية للعراق مع الصين وماليزيا وفرنسا وسيرلانكا وتونس وتشيلي واندونيسيا اذ بلغت هذه المعاملات (٤٧٥-١٢٨١٣٤٧٥) ، -٠.١١١٨٩١٧٦٧ ، -٠.١١٠٠٧٩٨٦٦ ، -٠.٠٦٠٦٠٩٥٠١٧٢ ، -٠.٠٥٥١٨٩٨٩٣ ، -٠.٠٤١٤٧٣٦٦٩ ، -٠.٠٠٧٩٥١٥٢٧) على الترتيب ، وهي تشير الى تفكك سوق العراق عن الاسواق الدولية حتى خلال الازمة . في حين ان اضعف ارتباطات سوق العراق كان مع اسواق الفلبين وبوتسوانا والنمسا ومصر والامارات وباكستان وبولندا، اذ بلغت هذه المعاملات (٤٩٧٦٨٤٩-٠.٠١٤٩٧٦٨٤٩ ، ٠.٠٠٨٣٢٠٠٢٥ ، ٠.٠٠٦٨٩٦٦٤٤ ، ٠.٠٠٥٤٧٦) على الترتيب . اما الارتباطات مع مؤشرات الدول المتبقية فهي واقعة بين هاتين المجموعتين . وعند مقارنة هذه النتائج مع نتائج مصفوفة الارتباط للمدة السابقة للازمة يتضح الاختلاف الكبير بين الاثنتين . اذ ان قوة الارتباطات كمتوسط زادت واتجاهها تبدل ، فاذا عدد الاسواق المرتبطة بعلاقات عكسية مع سوق العراق من (٣٦) سوق الى (٤٦) سوقاً ، كما ان قوة سالبية العلاقة بين سوق العراق وسائر اسواق العالم ازدادت . ففي الوقت الذي كان فيه متوسط ارتباط سوق العراق مع السوق العالمية (٢-) قبل الازمة اصبح (٧-) اثناء الازمة . وكذا الحال في هيكل ارتباط سوق العراق مع المجاميع الاقتصادية للدول ، اذ ارتفعت سالبية العلاقة لسوق العراق مع الاسواق المتقدمة والناشئة العليا والدنيا والحدودية من (٣-) و(٠.٨-) و(٢-) قبل الازمة الى (٨-) و(٦-) و(٣-) و(٨-) اثناء الازمة وكما هو واضح في الجدول (٣) ادناه .

<sup>٤</sup> على الرغم من ان المكسيك بعيدة جغرافياً عن المغرب ، الا انها ارتبطتا مؤخراً في مجموعة من المصالح والقواسم المشتركة التي تقرب بينهما، فيحكم موقعهما الاستراتيجي ، قامت دولة المكسيك بفتح مكتب تجاري في العاصمة الاقتصادية للمملكة المغربية مؤخراً وتحت اسم "بروميكسيكو" (Pro Mexico) وهو الأول من نوعه في إفريقيا، وهذا المكتب تمكن من إعطاء دفعة جديدة وحيوية للعلاقات الاقتصادية بين المغرب والمكسيك وبلدان المنطقة وإفريقيا. وان احتضان المغرب لهذا المكتب التجاري يعكس رغبة الحكومة المكسيكية في تعزيز الشراكة الاقتصادية والتجارية والسياحية بين الدولتين وحضورها في القارة الإفريقية، خاصة بالنظر للموقع الجغرافي الاستراتيجي للمملكة كمنصة اقتصادية إقليمية لإفريقيا ولإستقرارها السياسي (Menara,2014;1).

وهذا يدعو الى رفض الفرضية الفرعية الثانية للدراسة. فضلا عن ذلك يلاحظ ان الاسواق تتباين فيما بينها من حيث معاملات الارتباط فعلى سبيل المثال ان معاملات ارتباط اسواق تركيا واندونيسيا والصين مع سوق العراق كانت موجبة و ضعيفة قبل الازمة ،الا ان هذه الاسواق وفي اثناء الازمة كانت لها اقوى الارتباطات السالبة مع سوق العراق، وتشير تلك المعاملات الى زيادة تفكك الاسواق الدولية فيما بينها وكما يدل ذلك على ان الاسواق تتباين فيما بينها خلال المديتين فالأسواق التي كانت معاملاتها موجبة قبل الازمة اصبحت سالبة اثناء الازمة والعكس صحيح . وهذا يدعو الى رفض الفرضية الفرعية الاولى من الدراسة.

الجدول (٣) متوسطات معاملات الارتباط بين مؤشر سوق العراق ومؤشرات الدول عينة الدراسة المصنفة بحسب مؤسسة فونسي للمدة المزامنة للازمة

العالم		متوسط معدل الارتباط	
MIN	MAX	مع العراق	مع العالم
-0.20958	0.948099	-0.06529	1
		-0.07836	0.4544
		-0.05939	0.5120
		-0.02612	0.3588
		-0.08028	0.3464

وفضلاً عن ذلك حافظت بعض الاسواق على علاقتها العكسية القوية مع العراق وظلت تشكل ملاذاً آمناً محتملاً في المديتين، ومن الامثلة على ذلك سوقي سويسرا وقطر . والملاحظ من المصنوفة ان معاملات الارتباط لسائر اسواق الدول كانت اكبر بكثير من نظيراتها لسوق العراق ومتباينة القيمة ايضاً . وكما يوضح الجدول (٣) أن متوسط معاملات الارتباط بين اسواق العالم بالإجمال بلغ (٤٥%) وهو اكبر بكثير من نظيره للمدة السابقة للازمة (٣٢%) وهذا يؤكد تزايد تكامل الاسواق بتأثير الازمة الا انه وبالرغم من ذلك ظل دون الارتباط المتوسط ، ما يعني بقاء احتمالية الانتفاع من التنوع الدولي قائمة . متوسط الارتباطات بين اسواق الدول المتقدمة ازداد هو الاخر من (٥٠%) الى (٦٤%) لكنه لم يعد الاقوى من بين المجاميع الاقتصادية للأسواق اذ ان متوسط الارتباط بين الاسواق الناشئة العليا اصبح هو الاقوى (٦٧%) وهذا الاخير يفوق كثيراً نظيره قبل الازمة (٤٨%) ما يؤكد تزايد التكامل بين اسواق هذه المجموعة في الدول وتفوقها في ذلك حتى على مستوى اسواق الدول المتقدمة . التكامل بين الاسواق الناشئة الدنيا ازداد هو الاخر لكن بشكل طفيف جداً جراء الازمة (٢٨% مقابل ٢٦%) . لكن تكامل الاسواق الحدودية ازداد للضعف تقريباً (٢٦% مقابل ١٣%) وهو بالرغم من ذلك صغيراً.

كلما تقدم يؤكد ان للازمة تأثيراً في هيكل ارتباطات الاسواق الدولية ، اذ انها تريد من تكامل الاسواق. وهذا يؤثر بدوره في جدوى التنوع الدولي في اسواق الاسهم الدولية وعلى الملاذات الآمنة من الاسواق ، وهذا يدعو الى رفض فرضية الدراسة الفرعية الثالثة. وعلى مستوى ارتباط مجاميع الدول مع العالم فذات الاستنتاج السابق ينطبق عليها ، اذ ان

ارتباطات الاسواق المتقدمة والناشئة العليا والدنيا والحدودية مع العالم اثناء الازمة (٤٥% ، ٥١% ، ٣٦% ، ٣٥%) ازدادت قوة مقارنة بما قبل الازمة (٣١% ، ٣٦% ، ٢٧% ، ١٨%) مع ازدياد تكامل الاسواق الناشئة العليا مع العالم فوق علاقة الاخير مع الاسواق المتقدمة حتى. والواقع هذا التفوق ليس بمفاجئ مادامت ان هذه المجموعة تضم الاسواق المؤهلة لتكون ضمن المتقدمة . وبالرغم من الازمة ظلت اسواق الدول الناشئة والحدودية تمثل فرصة للانتفاع من الاستثمار في اسواق الاسهم الدولية بالنسبة للمستثمر العراقي . كما ان النتائج تؤكد التباين في حالة التكامل بين اسواق الدول تبعاً لدرجة تطور اقتصاداتها . اذ ظلت العلاقة طردية عامة بين تكامل اسواق الدول وبين درجة تطور اقتصاداتها حتى اثناء الازمة. وهذا يعني احتمال تزايد تجزئة الاسواق المالية مع تزايد تركيز الاستثمار في اسواق الدول الاقل تطوراً اقتصادياً . وهذا يدعو الى رفض الفرضية الفرعية الثانية من الدراسة . وعلى المستوى الكلي للمصفوفة تبين ان اقوى معامل ارتباط كان بين مؤشر السوق الهولندي والبلجيكي اذ بلغ معامل الارتباط (٩٥%) وهو ارتباط طردي قوي ويشير الى زيادة التكامل فيما بينهم واذ تم ضمهم الى المحفظة سيكونان توليفات خطية ولا ينتج عنهما أي مكاسب ممكن ان يتوقعها المستثمر جراء عملية الاستثمار الدولي. وبالمقابل فأقوى ارتباط سالب كان بين مؤشر سويسرا وفرنسا والذي بلغ (٢١- %).

بمقتضى كل ما تقدم يتبين ان لالازمة تأثير في هيكل الارتباطات بين مؤشرات الاسواق الدولية لكن هذا التأثير متباين في حجمه واتجاهه فيما بين الدول الفردية عامة وكذلك فيما بين المجاميع الاقتصادية للدول مقارنة بما قبل الازمة . لكن مع ذلك ظلت بعض الاسواق، وخصوصاً الناشئة الدنيا والحدودية ملاذاً ربما يسمح للمستثمر العراقي من جني منافع التنويع الدولي عبر تركيز الاستثمار فيها.

### ٣-٤ تحليل درجة التكامل بين اسواق الاسهم الدولية عينة الدراسة عبر مصفوفة الارتباط للمدة اللاحقة للازمة:

خصص هذا الجزء من المبحث لمناقشة وتحليل اثر معامل الارتباط على عوائد الاستثمار في المؤشرات الدولية للمدة اللاحقة للازمة ومن ثم مقارنة نتائجها مع نتائج معاملات الارتباط للمدتين المزامنة والسابقة للازمة المالية لمعرفة مدى تكامل مؤشرات الاسواق الدولية في ظل الازمة المالية مقارنة بما سواها.

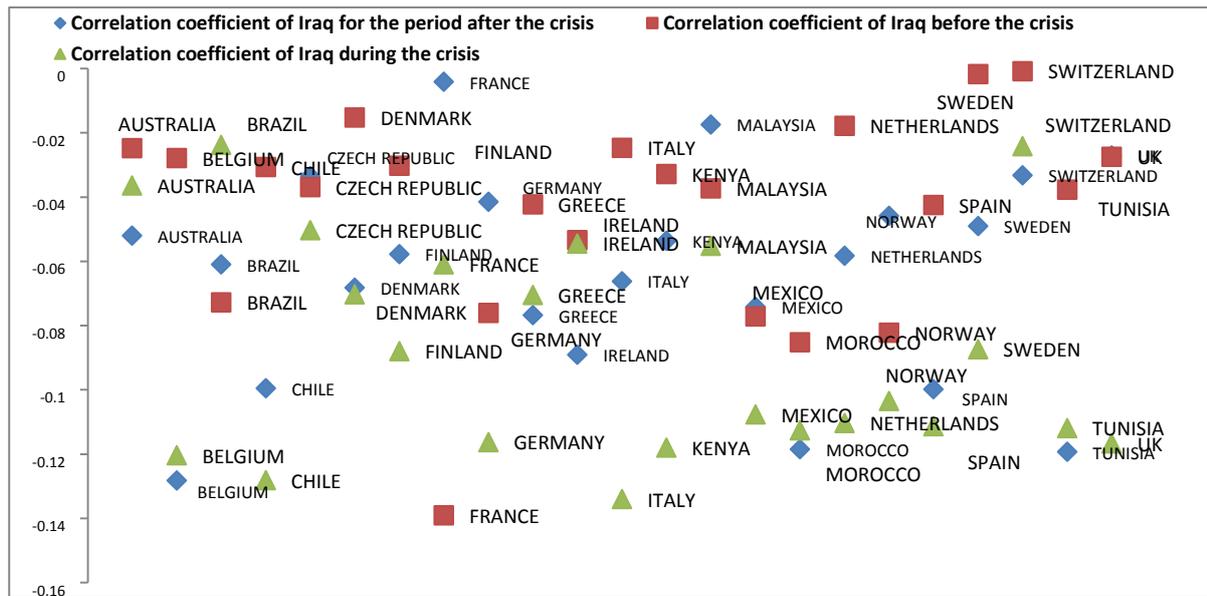
ويغية تسليط الضوء اكثر سيتم عرض مصفوفة الارتباط للدول عينة الدراسة خلال المدة اللاحقة للازمة كما في الملحق (٣)، ولغرض الحكم العام على نتائج مصفوفة معاملات الارتباط للدول عينة الدراسة فقد تم حساب متوسطات معاملات الارتباط لدول العالم ككل ولكل مجموعة من مجاميع الدول المصنفة بحسب درجة تطورها الاقتصادي وفقاً لمعايير مؤسسة فوتسي فضلاً عن متوسطات كل ذلك مع العراق والنتائج ظاهرة في الجدول (٤).

والمثير في المصفوفة ان العراق يرتبط مع اغلب دول عينة الدراسة في ارتباطات صغيرة وسلبية خلال هذه المدة. وهذا مؤشر جيد للمستثمر العراقي كونه يشير الى تجزئة الاسواق العراقية مقارنة بالدولية. وبطبيعة الحال فإن صغر معاملات ارتباط اسواق دول العالم مع العراق يؤكد على تفكك سوق العراق عن هذه الاسواق. وتبين المصفوفة بأن مؤشر سوق العراق يرتبط في ارتباطات سالبة مع سبعة وثلاثين مؤشر دولة. واقوى معاملات الارتباطات السالبة للعراق مع بلجيكا، تونس، المغرب، إسبانيا، تشيلي، اليونان، الصين ، اذ بلغت معاملاتهم (-٠.١٢٨٢٤٥٨٢٥ ، -٠.١١٩٣٣٣٥٢٩ ، -

وهذه المعاملات تشير الى تفكك سوق العراق عن الاسواق الدولية خلال المدة اللاحقة للازمة . في حين ان اضعف معاملات الارتباط للعراق كانت مع اسواق كوريا الجنوبية وروسيا وباكستان وبوتسوانا والاردن ومصر وكندا ، اذ بلغت هذه المعاملات (٠.٠٢٥٠٦٠٩٩٧ ، ٠.٠٠٩٨٣٣١٢٩٩ ، ٠.٠٠٨٦٠٠٨٧٤ ، ٠.٠٠٨٢٨٣٩٦٨٣ ، ٠.٠٠٧٤٩١٩٥٠٣ ، ٠.٠٠٦٢٣١٧٨٩٥ ، ٠.٠٠٥٣٤٠٠٤٧٦) على الترتيب ، واما باقي معاملات الارتباط لمؤشرات اسواق الدول فهي واقعة ما بين اعلى وادنى هاتين المجموعتين .

وعند مقارنة هذه النتائج مع نتائج مصفوفة الارتباط للمدة المزامنة والسابقة للازمة لمعرفة مدى تكامل الاسواق الدولية خلال المدد . يتضح الاختلاف الكبير فيما بين المدد الثلاثة ، اذ ان قوة الارتباطات قد تباينت وتبدلت في اتجاهها فتباين عدد الاسواق المرتبطة بعلاقات عكسية مع سوق العراق من (٣٦) و(٤٦) الى (٣٧) سوق للمدة اللاحقة للازمة ، وبالعودة لنتائج مصفوفات الارتباط تبين ان اقوى معاملات الارتباط السلبية للعراق كانت في المدة المزامنة للازمة مقارنة بنظائرها. وهذا يدعو الى رفض الفرضية الفرعية الاولى من الدراسة.

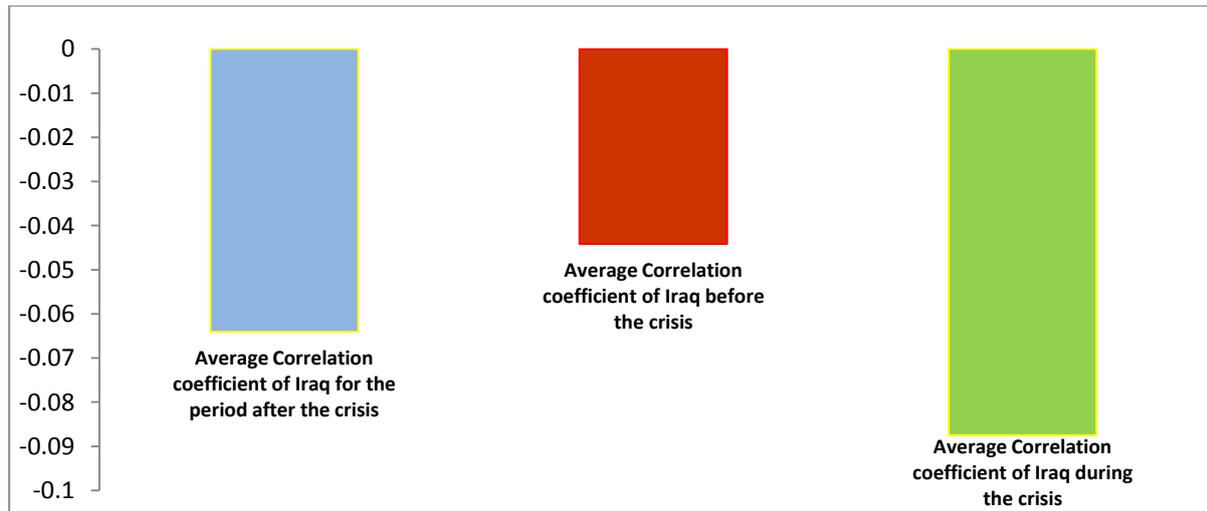
وفضلا عن ذلك حافظت بعض الاسواق على علاقتها العكسية القوية مع العراق وظلت تشكل ملاذاً آمناً محتملاً في المدد الثلاث . وعند التمعن اكثر في نتائج مصفوفات الارتباط للمد الثلاث وكما في الملاحق (١) و (٢) و (٣) يتبين بان العراق حظي وفي المدة اللاحقة للازمة في معاملات ارتباط سلبية قوية مع (٣٧) سوقاً ، اشترك مع المدتين المزامنة والسابقة للازمة في (٢٤) سوق عُدت كملاداً آمناً ولجميع المدد وهي اسواق أستراليا، بلجيكا، البرازيل، تشيلي، التشيك، الدانمارك، فنلندا، فرنسا، ألمانيا، اليونان، ايرلندا، ايطاليا، كينيا، ماليزيا، المكسيك، المغرب، هولندا، النرويج، البرتغال، اسبانيا، السويد، سويسرا، تونس، بريطانيا . ومن ثم فان اسواق تلك الدول عدت آمنة ولجميع المدد مع العراق. وللوقوف اكثر على هذه الارتباطات السلبية المشتركة بين المدد الثلاث سيكون عن طريق العرض البياني (١) .



الشكل (١) الملاذات الآمنة المشتركة مع العراق في المدد اللاحقة والمزامنة والسابقة للازمة المالية

ويلاحظ من الشكل (١) ان المدة اللاحقة لازمة تشترك مع المديتين المزامنة والسابقة لازمة في معاملات ارتباط سلبية مع (٢٤) سوق عُدت ملاذ امن ولجميع المدد ، فالاشتراك كان من حيث السالبة فقط، اما بالنسبة لحجم معامل الارتباط فهو متباين فيما بين هذه المدد الثلاثة ، ويتضح التباين جلياً من الشكل المذكور انفاً ، ويلاحظ ايضا ان اقوى المعاملات السلبية للعراق كانت للمدة السابقة لازمة مع سوق فرنسا اذ بلغ (-٠.١٣٩٠٣٩٤٩)، تليها المدة المزامنة لازمة مع مؤشر السوق الايطالي بلغ (-٠.١٣٤٠٢٢٠٣٣)، تليها بلجيكا للمدة اللاحقة لازمة (-٠.١٢٨٢٤٥٨٢٥)، واما اقل الارتباطات السلبية المشتركة مع العراق وللمدد الثلاث كانت مع مؤشرات اسواق سويسرا والسويد للمدة السابقة لازمة اذ بلغا (-٠.٠٠٠٧٨٧٣٣٧، -٠.٠٠٠١٦٧٨٧٧١) على الترتيب ، تليها المؤشر الفرنسي للمدة اللاحقة لازمة اذ بلغ (-٠.٠٠٠٤١٤١٤٧٧) واما باقي معاملات الارتباط السالبة المشتركة في المدد الثلاث مع العراق فهي واقعة ما بين اعلى وادنى القيم المذكورة انفاً.

ومن اللافت في الشكل تفوق المديتين المزامنة واللاحقة لازمة من حيث متوسطات معاملات الارتباط السلبية المشتركة مع العراق على المدة السابقة لازمة. ويبين الشكل (٢) متوسطات معاملات الارتباط السلبية المشتركة مع العراق و للمدد الثلاث .



الشكل (٢) متوسطات معاملات الارتباط السلبية المشتركة مع العراق و للمدد الثلاثة

يلاحظ من الشكل (٢) تفوق حجم متوسطات معاملات الارتباط للمدة المزامنة واللاحقة لازمة على متوسط معاملات الارتباط للمدة السابقة لازمة فقد بلغوا (-٠.٠٨٧٤٩٤٦٢١، -٠.٠٦٤٠٩٧١٥٦، -٠.٠٤٤١٩٨١٤٣) على التوالي .

اما بخصوص معاملات الارتباط السلبية المتبقية للعراق مع اسواق دول العالم خلال المدة اللاحقة لازمة فكانت (١٣ من اصل ٣٧) معامل ارتباط سالب، وبالعودة لنتائج المديتين اللاحقة والمزامنة لازمة تبين ان العراق اشترك في ارتباطات سالبة مع هذه المديتين في (١١) معامل ارتباط سلبى ، مقسمة الى اربعة منها للأسواق المتقدمة مع العراق وهي مؤشرات اسواق هونغ كونغ واليابان وسنغافورة وكوريا الجنوبية ، والسبعة المتبقية منها للأسواق الدول الناشئة مع العراق وهي الصين، جمهورية التشيك، هنغاريا، الهند، اندونيسيا، تايوان، تركيا. اما *العاملان* المتبقيان فكانا مشتركين بين المدة اللاحقة

للازمة والسابقة للآزمة مع كل من مؤشرين اسواق بولندا والامارات. ومما ذكر يتبين لنا ان معاملات الارتباط تتباين فيما بينها.

ان التباين الكبير في معاملات الارتباط فيما بين المدد (اللاحقة والمزامنة والسابقة للآزمة) تشير الى تفكك وتجزء الاسواق فيما بينها . ومما ذكر يتضح بان الاسواق غير متكاملة وهذا يدعو الى رفض فرضية الدراسة الفرعية الثالثة. اما بخصوص متوسطات معدلات مصفوفة الارتباط بين العراق ودول عينة الدراسة لمدة بعد الآزمة فتعرض عن طريق الجدول الآتي:

الجدول (٤) متوسطات معاملات الارتباط بين مؤشر سوق العراق ومؤشرات الدول عينة الدراسة المصنفة بحسب مؤسسة فوتسي للمدة اللاحقة للآزمة

		متوسط معامل الارتباط		
MIN	MAX	مع العراق	مع العالم	
-0.2064412	0.957803	-0.027098	١	العالم 0.3204
		-0.038527	0.3٢١١٨	المتقدمة 0.5402
		-0.049456	0.٣٨٩٤٢	الناشئة العليا 0.5489
		-0.008069	0.2٣٣٤١	الناشئة الدنيا 0.1704
		0.0025209	0.15٧٥	الحدودية 0.08871

ويبدو جلياً من قيم الجدول المذكورة انفا ان متوسط معاملات الارتباط بين اسواق العالم بالإجمال بلغ (٣٢%) تقريباً ، وهو على الرغم من ايجابيته الا انه دون الارتباط المتوسط الموجب (٥٠%) ما يؤكد ان التكامل بين الاسواق مازل دون المتوسط وان هناك امكانية للافادة من التنوع الدولي . متوسط معاملات الارتباط بين اسواق الدول الناشئة العليا كان الاقوى، اذ بلغ مايقارب (٥٥%) تليها في ذلك متوسط الارتباط بين اسواق الدول المتقدمة (٥٤%) ما يؤكد الترابط العالي بين اقتصادات هاتين المجموعتين من الدول وارتفاع حالة التكامل بين اسواقها بالمقارنة مع اسواق الدول الناشئة الدنيا (المتوسط ١٧% تقريباً) والفارق كبير عند المقارنة مع اسواق الدول الحدية (١%). هذه النتائج تعزز بشكل واضح للتباين في حالة التفكك بين مؤشرات اسواق مال الدول تبعاً لدرجة تطور اقتصاداتها. اذ يلاحظ انه زاد التطور الاقتصادي للدول كلما زاد الارتباط والتكامل بين اسواقها والعكس صحيح . وهذا يعني بالضرورة ان جدوى الاستثمار في اسواق الاسهم الدولية تكون اكبر عند الاستثمار في اسواق الدول الاقل تطوراً اقتصادياً . وتتجلى هذه الحقيقة بأوضح صورها في حالة العراق والذي لم تقف علاقة سوقه المالي مع اسواق دول العالم عند حالة الضعف فقط انما تعدتها لحالة الارتباط السالب. اقوى معامل ارتباط سلبي للعراق كان مع اسواق الدول الناشئة العليا ، في حين ان اقل ارتباط كان مع اسواق الدول الناشئة الدنيا. وكل هذا يؤكد التباين في حالة التكامل بين اسواق الدول تبعاً لدرجة تطور اقتصاداتها . اذ ظلت العلاقة طردية عامة بين تكامل اسواق الدول وبين درجة تطور اقتصاداتها حتى في المدة اللاحقة للآزمة. وهذا يعني تزايد جدوى التنوع الدولي مع تزايد تركيز الاستثمار في اسواق الدول الاقل تطوراً اقتصادياً . وهذا يدعو الى رفض الفرضية الفرعية الثانية من الدراسة .

وعند مقارنة هذه النتائج مع نتائج مصفوفة الارتباط للمدة المزامنة والسابقة لازمة يتضح الاختلاف الكبير بين المدد الثلاث . اذ ان قوة الارتباطات كمتوسط تباينت و تبدلت من حيث القوة والاشارة ، ففي الوقت الذي كان فيه متوسط ارتباط سوق العراق مع السوق العالمية للمدة السابقة والمزامنة لازمة (-٢%) ، (-٧%) على الترتيب اصبح (-٣%) للمدة اللاحقة لازمة. وكذا الحال بالنسبة لهيكل ارتباط سوق العراق مع المجاميع الاقتصادية للدول ، اذ تباينت وتغيرت سالبية العلاقة لسوق العراق مع الاسواق المتقدمة والناشئة العليا والدنيا والحدودية من (-٣%) و(-٠.٨%) و(-٠.٨%) و (-٢ - %) قبل الازمة ومن (-٨%) و(-٦%) و(-٣%) و(-٨%) اثناء الازمة الى (-٤%) و(-٥%) و(-١%) و(-٠.٢%) . ويلاحظ من ذلك بان العراق يرتبط بارتباط سلبي مع العالم ككل ومع اسواق الدول المتقدمة والناشئة العليا والدنيا باستثناء الاسواق الحدودية والتي تبدلت سالبيتها في المدة اللاحقة الى علاقة موجبة ضعيفة جداً، وتشير تلك الارتباطات السالبة وبما فيها الموجبة الضعيفة الى تفكك الاسواق العراقية مع الاسواق الدولية مما يؤكد على عدم تكامل الاسواق بالنسبة للمستثمر العراقي خلال المدة اللاحقة لازمة . وكما يدل ذلك ايضاً على تباين الاسواق فيما بينها خلال مدد الدراسة فالأسواق التي كانت معاملاتها موجبة قبل واثاء الازمة اصبحت سالبة خلال بعد الازمة والعكس صحيح . وهذا يدعو الى رفض فرضية الدراسة الفرعية الاولى.

والواضح ايضاً من الجدول (٤) أن متوسط معاملات الارتباط بين اسواق العالم بالإجمال بلغ (٣٢%) وهو اصغر بكثير من نظيرها للمدة المزامنة لازمة (٤٥%) ومعادل لنظيره في المدة السابقة لازمة بلغ قرابة (٣٢%) ، وهذا يؤكد على زيادة تجزئة الاسواق للمدة اللاحقة لازمة وهو يعني انخفاض تكامل مؤشرات اسواق الاسهم الدولية مما يشير الى زيادة احتمالية الانتفاع من التنوع الدولي قائمة على مستوى المدة الحالية وعلى مستوى جميع المدد المدروسة. في حين ان متوسط الارتباطات بين اسواق الدول المتقدمة انخفض هو الاخر بالمقارنة مع مدة الازمة من (٥٤%) الى (٦٤%) في حين ان اقل مستوى له كان في المدة السابقة لازمة (٥٠%) ، وبالوقت ذاته فهو لم يعد الاقوى من بين المجاميع الاقتصادية للأسواق ، وذلك لان متوسط الارتباط بين الاسواق الناشئة العليا اصبح هو الاقوى (٥٥%) الا انه كان اقل من نظيره للمدة المزامنة لازمة والذي فاقه كثيراً (٦٧%) وهذا الاخير تفوق كثيراً ايضاً عن نظيره للمدة السابقة لازمة (٤٨%) ما يؤكد زيادة التجزئة بين اسواق هذه المجموعة وتوقعها في ذلك حتى على مستوى اسواق الدول المتقدمة . التكامل بين الاسواق الناشئة الدنيا انخفض هو الاخر وبشكل كبير (١٧%) بالمقارنة مع المدتين المزامنة والسابقة لازمة (٢٨% مقابل ٢٦%) . اما بالنسبة تكامل الاسواق الحدودية فما عاد يشكل الا اقل من (١%) في حين انها ازدادت للضعف تقريباً للمدة المزامنة لازمة مقارنة بالمدة السابقة لها اذ بلغنا (٢٦% مقابل ١٣%) وعلى الرغم ذلك فإنه عدت نسب صغيرة جداً.

مما تقدم يؤكد ان المدد اللاحقة والمزامنة والسابقة لازمة تؤثر في هيكل ارتباطات الاسواق الدولية ، اذ انها تتباين للمدة الواحدة وما بين المدد من حيث تكامل الاسواق. وهذا بدوره يؤثر في التنوع الدولي وعلى الملاذات الآمنة للأسواق ، وهو يدعو الى رفض الفرضية الفرعية الثالثة من الدراسة.

وعلى مستوى ارتباط مجاميع الدول مع العالم فذات الاستنتاج السابق ينطبق عليها ، اذ ان ارتباطات الاسواق المتقدمة والناشئة العليا والدنيا والحدودية مع العالم للمدة اللاحقة للازمة (32% ، 39% ، 23% ، 10%) فهي انخفضت بالمقارنة مع المدة المزامنة للازمة (45% ، 51% ، 36% ، 35%) والاخيرة ازدادت قوة مقارنة بما قبل الازمة (31% ، 36% ، 27% ، 18%) مع ازدياد تكامل الاسواق الناشئة العليا مع العالم فوق علاقة الاخير مع الاسواق المتقدمة ولجميع المدد. والواقع ان هذا التفوق ليس بمفاجئ مادامت ان هذه المجموعة تضم الاسواق المؤهلة لتكون ضمن اسواق الدول المتقدمة . ويلاحظ مما ذكر بان الاسواق الدول الناشئة الدنيا والحدودية تمثل خير فرصة للانتفاع من مزايا الاستثمار الدولي بالنسبة للمستثمر العراقي. فالأسواق متجزئة في المدد الثلاثة للأسواق الحدودية والناشئة الدنيا بالمقارنة مع المتقدمة والناشئة العليا. وذلك لان جميع معاملات الارتباط الموجبة كانت صغيرة وهي تعد مقبولة وجيدة ، ويشير ذلك ايضاً الى ان الاسواق متككة فمن الممكن ان يجني المستثمر العراقي منافع لتتوجع الدولي. وهذا يدعو الى رفض الفرضية الفرعية الثانية من الدراسة.

اما على المستوى الكلي للمصفوفة فيلاحظ ان اقوى معامل ارتباط كان بين مؤشر السوق الهولندي والالمانى اذ بلغ معامل الارتباط بينهم (96%) وهو ارتباط طردي قوي ويشير الى التكامل القوي مما يؤدي الى ضعف فرص الاستثمار فيما بينها وذلك لانهما متكاملان نوعاً ما فيما بينهما ، واذا تم الاستثمار فيها سيكونان توليفات خطية ولا ينتج عنهما أي مكاسب ممكن ان يتوقعها المستثمر العراقي جراء عملية الاستثمار الدولي. وفي المقابل فان اقوى معامل ارتباط سلبي كان بين مؤشر سوقي بوتسوانا وتشيلي اذ بلغ (-21%) وهو يدل على انهما ايجابيتان من حيث الاستثمار فيما بينهما وانهما سيققان اعلى الفرص الممكنة عند جني منافع الاستثمار الدولي .

وبمقتضى كل ما تقدم من نتائج مصفوفات ومتوسطات معاملات الارتباط ولجميع المدد يتبين ان للمدة اللاحقة للازمة تتأثر في هيكل الارتباطات بين مؤشرات الاسواق الدولية ، وهذا التأثير متباين في حجمه واتجاهه فيما بين الدول الفردية عامة وكذلك فيما بين المجاميع الاقتصادية للدول مقارنة بإثباتها وقبلها . ولكن مع ذلك ظلت بعض الاسواق ، لاسيما الناشئة الدنيا والحدودية ملاذا ربما يسمح للمستثمر العراقي من جني منافع الاستثمار الدولي عبر تركيز الاستثمار فيها.

وبوفق ما تقدم يتضح ان الاسواق غير متكاملة بظل الازمة المالية . وان تكامل الاسواق يتأثر بالازمة المالية ، ومع ذلك فيمكن للمستثمر العراقي من تحقيق عائدات جراء الاستثمار الدولي مقارنة بالاستثمار المحلي ؛ وذلك لانفكاك السوق العراقية وارتباطها العكس مع الاسواق الدولية. ويدعو هذا الى رفض الفرضية الرئيسية من الدراسة.

## ٥- الاستنتاجات والتوصيات

### ٥-١ الاستنتاجات:

١. اثبتت الاختبارات التجريبية ان الاسواق غير متكاملة بظل الازمة المالية . وان تكامل الاسواق تأثر بالازمة المالية ، ومع ذلك فيمكن للمستثمر العراقي من تحقيق عائدات جراء الاستثمار في اسواق الاسهم الدولية مقارنة

بالاستثمار المحلي ؛ وذلك لانفكاك السوق العراقية وارتباطها العكس مع الاسواق الدولية . وهذا يؤكد على رفض الفرضية الرئيسية من الدراسة.

٢. ان معاملات الارتباط هي معيار الحكم الاساس على جدوى عوائد التنوع الدولي في مؤشرات اسواق الاسهم الدولية . وان قوة معاملات الارتباطات قد تباينت وتبدلت في اتجاهها فتباين بذلك عدد الاسواق المرتبطة بعلاقات عكسية مع سوق العراق خلال المدد السابقة والمزامنة واللاحقة للازمة المالية ، فتبين ان مؤشرات الاسواق تتباين فيما بينها ، فالأسواق التي كانت معاملاتها موجبة قبل واثاء الازمة اصبحت سالبة بعد الازمة والعكس صحيح . واثبتت النتائج التحليلية لمصفوفات معاملات الارتباط بان اقوى معاملات الارتباط السلبية للعراق كانت في المدة المزامنة للازمة مقارنة مع المديتين السابقة واللاحقة للازمة المالية. وهذا يؤكد على رفض الفرضية الفرعية الاولى من الدراسة.
٣. أثبتت النتائج التحليلية ان معاملات الارتباط تتباين فيما بينها بحسب درجة التطور الاقتصادي اذ تبين انه زاد التطور الاقتصادي للدول كلما زاد الارتباط والتكامل بين اسواقها والعكس صحيح . وهو يعني ان تكامل مؤشرات الاسهم الدولية تكون اقل عند الاستثمار في اسواق الدول الاقل تطوراً اقتصادياً ، وهذا يؤكد على رفض الفرضية الفرعية الثانية من الدراسة.
٤. أثبتت النتائج التحليلية ان للازمة المالية تأثيراً في هيكل ارتباطات الاسواق الدولية ، اذ انها تزيد من تكامل الاسواق. وهذا بدوره يؤثر في تجزئة الاسواق وعلى الملاذات الآمنة من الاسواق ، وهذا يدعو الى رفض فرضية الدراسة الفرعية الثالثة.
٥. على الرغم من زيادة انفتاح الاسواق المحلية مع الاسواق الاخرى الا ان اسواقنا المحلية لاتزال تواجه ظروفاً اقتصادية مختلفة عن بيئة الاسواق الدولية المتقدمة والاسواق الناشئة (العليا والدنيا ) والاسواق الحدودية ولعل هذا ما يفسر لضعف التحركات المشتركة لعوائد اسهمنا مع عوائد مؤشرات الاسهم الاجنبية.

## ٢-٥ التوصيات:

١. ينبغي على المستثمر العراقي ان ينتقل من البيئة المحلية الى البيئة الدولية للاستثمار المالي لان هنالك منافع كافية من الاستثمار الدولي في تلك الاسواق ولكون معاملات الارتباط تتباين فيما بينها فسيتمكن المستثمر العراقي عبرها من جني منافع الاستثمار الدولي. فضلا عن ذلك ينبغي على المستثمرين ان يتحلوا بالصبر وعدم التعجل في تصفية استثمارته مع استهلال الازمة، اذ ان الاسواق تتأثر بالازمة بشكل كبير في بدايتها لكن سرعان ما تمتص الاسواق للازمة وتستوعب اثارها وتعود لترتد وتتعاوى.
٢. ضرورة للفادة من حالة التفكك والتجزئة بين مؤشرات اسواق مال الدول تبعاً لدرجة تطور اقتصاداتها. وذلك لان كلما زاد التطور الاقتصادي للدول زاد الارتباط والتكامل بين اسواقها والعكس صحيح . وهو يعني ان جدوى الاستثمار في اسواق الاسهم الدولية تكون اكبر عند الاستثمار في اسواق الدول الاقل تطوراً اقتصادياً .
٣. يعد الاستثمار في اسواق الاسهم هو احد اهم مصادر الاستثمار في الاقتصاد الدولي ، ومن هذا المنطق يقتضي للفادة من نتائج هذه الدراسة بالسماح للمستثمرين العراقيين وتوجيههم لبناء محافظهم من مؤشرات الاسهم العادية في اسواق الاسهم المتقدمة و الناشئة (العليا والدنيا) والحدودية للفادة من ميزة العائدات المرتفعة التي تعرضها هذه الاسواق وامكانية تخفيض المخاطرة بالاستثمار الدولي.

٤. ضرورة الاعتماد على التصنيفات العالمية للأسواق المالية وذلك لما لها من شروط ومتطلبات صارمة لضم الاسواق اليها ويكون ذلك على وفق تقسيمها الى اسواق متقدمة و ناشئة (عليا ودنيا) وحدودية بحسب معايير احدها يتعلق بجودة الاسواق والتي تشير الى جودة التنظيم، وشفافية التعاقد واجراءات الضمان والتسوية، وآليات التتقيف المالي فجميع تلك العوامل ينبغي ان تؤخذ بعين الاعتبار.

٥. ان فهم طبيعة اسواق الأسهم يعد امرا مهما جدا بالنسبة للمستثمرين وذلك للحد من مخاطر الاستثمار، والفهم الصحيح لأسواق الأسهم يمكن أن يساعد المستثمرين في بناء محافظهم الخاصة بهم. فهناك عوامل متعددة مثل زيادة العولمة وتحرير الأسواق وسرعة تدفق رؤوس الأموال والانفتاح التجاري وغيرها من العوامل التي ساهمت في زيادة تكامل الاسواق. ومن ثم يمكن للمستثمرين من تنويع مخاطرهم كلما كانت أسواق الاسهم أقل ترابطا مع بعضها البعض.

## قائمة المصادر

### ❖ BOOK

1. Elton ,Edwin J.& Gruber, Martin J.,& Brown, Stephen J., Goetzmann, William N. , Modern Portfolio Theory And Investment Analysis, 9<sup>th</sup> Edition, Printed In The United States Of America,2014.
2. Mishkin, Frederic S., The Economics Of Money, Banking, And Financial Markets , 7th Ed., Printed In The United States Of America, 2004.
3. Solnik Bruno & Mcleavey Dennis – Global Investment 6<sup>th</sup> Ed, Pearson Education, Inc., 2009.
4. Solnik,Bruno& Mcleavey, International Investments, 5<sup>th</sup>ed, Pearson Education, Inc., 2004.

### ❖ Periodical

5. Arnott, A., And Henriksson, N. "A Disciplined Approach To Global Asset Allocation," No. 3 Financial Analyst Journal, March–April 1989.
6. Baxter, Marianne. "The International Diversification Puzzle Is Worse Than You Think," The American Economic Review, 87, No. 1 ,March 1997.
7. Bekaert, G., And Harvey, C. "Time-Varying World Market Integration." Journal Of Finance, 50, 1995.
8. Bekaert, G., Erb, C. B., Harvey, C. R., And Viskanta, T. E. "Distributional Characteristics Of Emerging Market Returns And Asset Allocation," Journal Of Portfolio Managment, Winter 1998.
9. Bordo, M., B. Eichengreen, D. Klingebiel And M. Martinez-Peria "Is The Crisis Problem Growing More Severe?" Economic Policy, Web Appendix, April 2001.
10. Chen, Zhiwu, And Knez, Peter J. "Measurement Of Market Integration And Arbitrage," Review Of Financial Studies, 8, No. 2, 1995.
11. Dullien, Sebastian,& Kotte, Detlef J., & Alejandro Márquez& Jan Priewe, The Financial And Economic Crisis Of 2008–2009 And Developing Countries, UNITED NATIONS: New York And Geneva, December 2010 ,Copyright , United Nations, 2010 All Rights Reserved UNCTAD/GDS/MDP/2010/1.

12. Froot, Kenneth A., And Dabora, Emil M. "How Are Stock Prices Affected By The Location Of Trade?" Journal Of Financial Economics, 53, No. 2, Aug, 1999.
  13. Henry, P.B., Stock Market Liberalization, Economic Reform, And Emerging Market Equity Prices. Journal Of Finance 55, 2000.
  14. Kamaralzaman, Surianor Binti, Market Integration And International Portfolio Diversification From Malaysian Perspective, Department Of Finance And Banking Faculty Of Business And Accountancy University Of Malaya December 2011.
  15. Kang, Jun –Koo. And Rene M. Stulz, "Why Is There A Home Bias? An Analysis Of Foreign Portfolio Equity Ownership In Japan," Journal Of Financial Economics, NO 1, 1997.
  16. Lewis, K.K., What Can Explain The Apparent Lack Of International Consumption Risk Sharing? Journal Of Political Economy 1996.
  17. Lewis, K.K., Why Do Stocks And Consumption Imply Such Different Gains From International Risk Sharing? Journal Of International Economics 52, 2000.
  18. Mary ,Queen, Duo Qin, & Marie Anne Cagas & Geoffrey Ducanes, & Nedelyn Magtibay–Ramos, Pilipinas F. Quising, Measuring Regional Market Integration In Developing Asia: A Dynamic Factor Error Correction Model (Df–Ecm) Approach, Working Paper Series On Regional Economic Integration No. 8, May 2007.
  19. Sander, Herald & Kleimeier, Stephanie, " Contagion And Causality: An Empirical Investigation Of Four Asian Crisis Espisodes " Journal Of Finance, 2002.
  20. Stockman, A. C. On The Roles Of International Financial Markets And Their Relevance For Economic Policy. Journal Of Money, Credit And Banking, 20(3), 1988.
  21. Watson, David, M., Lee Anna Clark, Auke Tellegen, International Capital Markets: Developments And Prospects. World Economic And Financial Surveys, Journal Of Personality And Social Psychology, Vol. 54. No. 6, 1988.
- ❖ internet
22. Allen, David E. & Abhay Kumar Singh And Robert Powell, Asset Pricing, The Fama–French Factor Model And The Implications Of Quantile Regression Analysis, School Of Accounting, Finance And Economics & FEMARC Working Paper Series Edith Cowan University, October 2009.
  23. Edwards, Sebastian, CONTAGION, University Of California, Los Angeles And National Bureau Of Economic Research February, 2000 Revised: March, 2000.
  24. FTSE Country Classification, September 2010, [Http://www.ftse.com/indices/country\\_classification/downloads/sept%202010/FTSE\\_Country\\_Classification\\_Sept\\_2010\\_Update.Pd](http://www.ftse.com/indices/country_classification/downloads/sept%202010/FTSE_Country_Classification_Sept_2010_Update.Pd)
  25. FTSE Russell, Frontier Markets Accessing The Next Frontier, September 2014.
  26. Goetzmann, William N., and Kumar, Llok. "Equity Portfolio Diversifications," Yale School of Management working papers YSM 17, Yale School of Management (2004).
  27. Kearney, Colm & Lucey, Brian M., International Equity Market Integration: Theory, Evidence And Implications, International Review Of Financial Analysis 13, 2004.

28. Lehkonen, Heikki ,. Essays On Emerging Financial Markets, Political Institutions And Development Differences, University School Of Business And Economics, April 11, 2014.
29. Mauro, Paolo, Stock Returns And Output Growth In Emerging And Advanced Economies Authorized For Distribution By Eduardo Borensztein, International Monetary Fund, IMF Working Paper, WP/00/89 ,2000.
30. Modigliani, Franco., And Pogue Gerald A. ,AN INTRODUCTION TO RISK AND RETURN CONCEPTS AND EVIDENCE, March 1973 .
31. Muwanga, Gertrude S.,& Snyder, Donald L., Market Integration And The Law Of One Price: Case Study Of Selected Feeder Cattle Markets, Economic Research Institute Study Papers Economics, Ts" (1997). Economic Research Institute Study Papers. Paper 122. [Http://Digitalcommons.Usu.Edu/Eri/122](http://Digitalcommons.Usu.Edu/Eri/122).
32. Nellor, David C. L., The Rise Of Africa's "Frontier" Markets A Number Of Sub-Saharan Countries Are Beginning To Attract Investors To Their Financial Markets, Downtown Highrises In Dar Es Salaam, Tanzania., Finance & Development September 2008.
33. Wang, Ming-Chieh, Financial Integration Of Large- And Small-Cap Stocks In Emerging Markets, 2012, Associate Professor, Department Of International Business Studies, National Chi-Nan University, Corresponding Author. Department Of International Business Studies, National Chi Nan University, Puli, Nanton, Taiwan.
34. [https://www.wienerborse.at/en/australia/indices/index-values/overview/?ISIN=AT0000A06434&ID\\_NOTATION=19515307](https://www.wienerborse.at/en/australia/indices/index-values/overview/?ISIN=AT0000A06434&ID_NOTATION=19515307).
35. <https://www.bourse.lu/documents/brochure-trading-indice-45.pdf>.
36. <https://markets.ft.com/data/indices/tearsheet/summary?s=OMX:HEX>.
37. <https://web.tmxmoney.com/indices.php?section=tsx&index=^TSX#indexinfo>.
38. <https://www.quandl.com/data/XHKG-Hong-Kong-Stock-Exchange-Prices>.
39. <https://tradingeconomics.com/france/stock-market>.
40. <https://tradingeconomics.com/portugal/stock-market>.
41. <https://tradingeconomics.com/germany/stock-market>.
42. [http://www.lse.le/Market-Data-Announcements/Indices/I-SEQ-Benchmark-Indices/?Start\\_Day=23&Start\\_Month=6&Start\\_Year=2017&X=36&Y=23](http://www.lse.le/Market-Data-Announcements/Indices/I-SEQ-Benchmark-Indices/?Start_Day=23&Start_Month=6&Start_Year=2017&X=36&Y=23).
43. <http://www.jpx.co.jp/english/markets/statistics-equities/daily/index.html>.
44. <http://countryeconomy.com/stock-exchange/netherlands>.
45. <https://www.quandl.com/data/XSES-Singapore-Exchange-Prices>.
46. <https://www.nzx.com/markets/nzsx/indices/nz50>.
47. <http://www.infomine.com/investment/stock-markets/indexes/oseax/all/>.
48. <https://markets.ft.com/data/world/countries/italy?Mhq5j=E3>.
49. <https://tradingeconomics.com/denmark/stock-market>.
50. <https://www.google.com/finance/historical?q=KRX:KOSPI&ei=HcqjvzI1wo7ybs3g>
51. <https://tradingeconomics.com/spain/stock-market#historical>.
52. [https://www.google.com/finance/historical?q=INDEXFTSE%3AUKX&ei=\\_Mfnwycjgjsahw25i4dw](https://www.google.com/finance/historical?q=INDEXFTSE%3AUKX&ei=_Mfnwycjgjsahw25i4dw).
53. <https://www.google.com/finance/historical?q=INDEXSP%3A.INX&ei=Msjnwcqrhig-Swgo0624bg>.
54. <https://markets.ft.com/data/indices/tearsheet/summary?s=IBOV:SAO>.
55. <https://markets.ft.com/data/indices/tearsheet/historical?s=PX:PRA>.
56. <http://www.taiwanindex.com.tw/index/index/T00>.
57. <http://www.borsaistanbul.com/en/indices/bist-stock-indices>.

58. <https://www.Bloomberg.Com/Quote/WIG20:IND>.
59. <https://Tradingeconomics.Com/Mexico/Stock-Market>.
60. <https://www.Bloomberg.Com/Quote/Hungarian BUX:IND>.
61. <http://Quotes.Wsj.Com/Index/Malaysia/FBMKLCI/Historical-Prices>.
62. <https://Markets.Ft.Com/Data/Indices/Tearsheet/Historical?S=ASE:ATH>.
63. <https://Markets.Ft.Com/Data/Indices/Tearsheet/Historical?S=JALSH:JNB>.
64. <https://Tradingeconomics.Com/Chile/Stock-Market>.
65. <https://Markets.Ft.Com/Indices/Indonesia-Composite-Historical-Data>.
66. <https://Tradingeconomics.Com/China/Stock-Market>.
67. <https://www.Investing.Com/Indices/India-50-Futures-Historical-Data>.
68. <https://Markets.Ft.Com/Data/Indices/Tearsheet/Historical?S=KSE:KAR> Pakistan.
69. <https://Markets.Ft.Com/Data/Indices/Tearsheet/Historical?S=PSEI:PHS>.
70. <http://www.Marketstoday.Net/Markets/Qatar/Historical-Prices/7/En/>.
71. <http://www.Marketstoday.Net/Markets/Dubai/Historical/2/En/>.
72. <https://Markets.Ft.Com/Data/World/Countries/Russia?Mhq5j=E3>.
73. [http://www.Egx.Com.Eg/English/Indices/Stocks\\_Historica\\_AspX](http://www.Egx.Com.Eg/English/Indices/Stocks_Historica_AspX).
74. [http://www.Ase.Com.Jo/En/Company\\_Historical/JPTD](http://www.Ase.Com.Jo/En/Company_Historical/JPTD).
75. <https://www.Nse.Co.Ke/Market-Statistics/Equity-Statistics.Html>.
76. <http://www.Stockexchangeofmauritius.Com/Officialquotes/#>
77. <https://Tradingeconomics.Com/Morocco/Stock-Market>.
78. <https://Tradingeconomics.Com/Oman/Stock-Market>.
79. <https://www.Investing.Com/Indices/Slovenia-Indices>.
80. <https://Tradingeconomics.Com/Sri-Lanka/Stock-Market>.
81. <https://Tradingeconomics.Com/Tunisia/Stock-Market>.
82. <http://www.Rba.Gov.Au/Statistics/Historical-Data.Html#Government-Finance>.
83. <https://Fred.Stlouisfed.Org/Series/IR3TIB01ATM156N#0>.
84. <https://www.Nbb.Be/En/Statistics>.
85. <http://www.Cbg.Gm/>.
86. <http://www.Bankofcanada.Ca/Rates/Interest-Rates/T-Bill-Yields/>.
87. <http://www.Hkma.Gov.Hk/Eng/Key-Functions/International-Financial-Centre/Debt-Market-Development/Exchange-Fund-Bills-Notes.Shtml>.
88. <https://Fred.Stlouisfed.Org/Series/INTGSTFRM193N>.
89. [https://www.Citibank.Com.Hk/Chinese/Citi-Priority/Bank-Privileges-Promotions/Welcome-Offers/Index.Htm?Ecid=PSPSNHKBAAZHAQ&Gclid=Cjwkeajwm7jkrde2\\_H\\_T8dvxsisjacws9wbikumrqihy8ocqhjaefihz3xqu-Occksf5oxmrchrocp7w\\_Wcb](https://www.Citibank.Com.Hk/Chinese/Citi-Priority/Bank-Privileges-Promotions/Welcome-Offers/Index.Htm?Ecid=PSPSNHKBAAZHAQ&Gclid=Cjwkeajwm7jkrde2_H_T8dvxsisjacws9wbikumrqihy8ocqhjaefihz3xqu-Occksf5oxmrchrocp7w_Wcb).
90. <https://www.Vanguard.Com.Hk/Portal/V/Lowcost.Htm?Lang=En&Cmpgn=PS0617HKPAETF0031>.
91. <https://www.Centralbank.Ie/Statistics/Data-And-Analysis/Credit-And-Banking-Statistics/Retail-Interest-Rates>.
92. Federal Reserve Economic Data, <https://Fred.Stlouisfed.Org>, Economic Research Division. Federal Reserve Bank Of St. Louis.
93. <https://Fred.Stlouisfed.Org/Series/INTGSBJPM193N>.
94. <https://www.Dnb.Nl/En/Statistics/>.
95. <http://Dsbb.Imf.Org/Pages/SDDS/Dqafbase.AspX?Ctycode=SGP&Catcode=INR00>.

96. [Http://Www.Rbnz.Govt.Nz/Statistics](http://Www.Rbnz.Govt.Nz/Statistics).
97. [Http://Www.Norges-Bank.No/En/Statistics/Interest-Rates/](http://Www.Norges-Bank.No/En/Statistics/Interest-Rates/).
98. [Https://Www.Bancaditalia.It/Statistiche/Index.Html](https://Www.Bancaditalia.It/Statistiche/Index.Html).
99. [Http://Treasurytoday.Com/Handbook/Cmnb-2015/Section-04/Denmark](http://Treasurytoday.Com/Handbook/Cmnb-2015/Section-04/Denmark).
100. [Https://Stats.Oecd.Org/Mei/Default.Asp?Lang=E&Subject=15&Country=KOR](https://Stats.Oecd.Org/Mei/Default.Asp?Lang=E&Subject=15&Country=KOR).
101. [Https://Fred.Stlouisfed.Org/Tags/Series?T=Interest+Rate%3BSpain](https://Fred.Stlouisfed.Org/Tags/Series?T=Interest+Rate%3BSpain).
102. [Http://Www.Riksbank.Se/En/Interest-And-Exchange-Rates/Explanation-Of-The-Series/Swedish-Market-Rates/](http://Www.Riksbank.Se/En/Interest-And-Exchange-Rates/Explanation-Of-The-Series/Swedish-Market-Rates/).
103. [Https://Www.Snb.Ch/En/labout/Stat/Statpub/Zidea/Id/Current\\_Interest\\_Exchange\\_Rates#T2](https://Www.Snb.Ch/En/labout/Stat/Statpub/Zidea/Id/Current_Interest_Exchange_Rates#T2).
104. [Http://Www.Bankofengland.Co.Uk/Boeapps/ladb/Index.Asp?First=Yes&Sectionrequired=I&Hidenums=-1&Extrainfo=True&Travel=Nixstxtix](http://Www.Bankofengland.Co.Uk/Boeapps/ladb/Index.Asp?First=Yes&Sectionrequired=I&Hidenums=-1&Extrainfo=True&Travel=Nixstxtix).
105. [Https://Www.Federalreserve.Gov/Monetarypolicy/Fomc\\_Historical.Htm](https://Www.Federalreserve.Gov/Monetarypolicy/Fomc_Historical.Htm).
106. [Https://Tradingeconomics.Com/Brazil/Interest-Rate](https://Tradingeconomics.Com/Brazil/Interest-Rate).
107. [Https://Www.Cnb.Cz/En/Statistics/Government\\_Fin\\_Stat/](https://Www.Cnb.Cz/En/Statistics/Government_Fin_Stat/)
108. [Https://Www.Google.Iq/Search?Q=MOF+%26+CBI+TBILL%E2%80%99s+STOCK+OUTSTANDING&Oq=MOF+%26+CBI+TBILL%E2%80%99s+STOCK+OUTSTANDING&Aqs=Chrome](https://Www.Google.Iq/Search?Q=MOF+%26+CBI+TBILL%E2%80%99s+STOCK+OUTSTANDING&Oq=MOF+%26+CBI+TBILL%E2%80%99s+STOCK+OUTSTANDING&Aqs=Chrome).
109. [Http://Data.Worldbank.Org/Indicator/NY.GDP.PCAP.KD.ZG?View=Map](http://Data.Worldbank.Org/Indicator/NY.GDP.PCAP.KD.ZG?View=Map).
110. [Https://Data.Oecd.Org/Gdp/Gross-Domestic-Product-Gdp.Htm](https://Data.Oecd.Org/Gdp/Gross-Domestic-Product-Gdp.Htm).
111. [Http://Www.Worldeconomics.Com/Data/Madisonhistoricalgdp/Madison%20Historical%20GDP%20Data.Efp](http://Www.Worldeconomics.Com/Data/Madisonhistoricalgdp/Madison%20Historical%20GDP%20Data.Efp).
112. [Https://Stats.Oecd.Org/Mei/Default.Asp?Lang=E&Subject=15&Country=AUS](https://Stats.Oecd.Org/Mei/Default.Asp?Lang=E&Subject=15&Country=AUS).
113. [Http://Data.Worldbank.Org/Indicator/NY.GDP.MKTP.CD](http://Data.Worldbank.Org/Indicator/NY.GDP.MKTP.CD)
114. [Https://Knoema.Com/Tbocwag/Gdp-By-Country-Statistics-From-Imf-1980-2021](https://Knoema.Com/Tbocwag/Gdp-By-Country-Statistics-From-Imf-1980-2021)
115. [Http://Www.Tradingeconomics.Com/Egypt/Forecast](http://Www.Tradingeconomics.Com/Egypt/Forecast) .
116. Ministry Of Statistics And Programme Implementation Planning Commission, Government Of India. [Http://Statisticstimes.Com/Economy/Gdp-Growth-Of-India.Php](http://Statisticstimes.Com/Economy/Gdp-Growth-Of-India.Php).
117. World Bank National Accounts Data, And OECD National Accounts Data Files.
118. [Http://Data.Worldbank.Org/Indicator/PA.NUS.FCRF](http://Data.Worldbank.Org/Indicator/PA.NUS.FCRF).
119. [Http://Www.Worldeconomics.Com](http://Www.Worldeconomics.Com).
120. [Http://Databank.Worldbank.Org/Data/Databases.AspX](http://Databank.Worldbank.Org/Data/Databases.AspX).
121. [Http://Esa.Un.Org/Wpp/Excel-Data/Population.Htm](http://Esa.Un.Org/Wpp/Excel-Data/Population.Htm).
122. [Http://Www.Populstat.Info](http://Www.Populstat.Info).
123. [Https://En.Wikipedia.Org/Wiki/Geary%E2%80%93Khamis\\_Dollar](https://En.Wikipedia.Org/Wiki/Geary%E2%80%93Khamis_Dollar)
124. [Https://Knoema.Com/Pjeqzh/Gdp-Per-Capita-By-Country-Statistics-From-Imf-1980-2021?Action=Export\\_US\\_#](https://Knoema.Com/Pjeqzh/Gdp-Per-Capita-By-Country-Statistics-From-Imf-1980-2021?Action=Export_US_#)
125. [Https://Knoema.Com/Pjeqzh/Gdp-Per-Capita-By-Country-Statistics-From-Imf-1980-2021?Action=Export&Country=United%20Kingdom](https://Knoema.Com/Pjeqzh/Gdp-Per-Capita-By-Country-Statistics-From-Imf-1980-2021?Action=Export&Country=United%20Kingdom)
126. [Http://Data.Worldbank.Org/Indicator/NY.GDP.PCAP.KD.ZG?View=Map](http://Data.Worldbank.Org/Indicator/NY.GDP.PCAP.KD.ZG?View=Map)
127. [Http://Www.Amf.Org.Ae/Ar/Arabic\\_Economic\\_Database](http://Www.Amf.Org.Ae/Ar/Arabic_Economic_Database).
128. [Https://Www.Ofx.Com/En-US/Forex-News/Historical-Exchange-Rates/](https://Www.Ofx.Com/En-US/Forex-News/Historical-Exchange-Rates/).
129. [Http://Www.Rba.Gov.Au/Statistics/Historical-Data.Html#Interest-Rates](http://Www.Rba.Gov.Au/Statistics/Historical-Data.Html#Interest-Rates).
130. [Https://En.Wikipedia.Org/Wiki/New\\_York\\_Stock\\_Exchange](https://En.Wikipedia.Org/Wiki/New_York_Stock_Exchange).

131. [Http://Www.Menara.Ma/Ar/2014/12/19/1510032\\_86.Html](http://Www.Menara.Ma/Ar/2014/12/19/1510032_86.Html).
132. [Https://Financial.Thomsonreuters.Com/En/Products/Data-Analytics/Market-Data.Html](https://Financial.Thomsonreuters.Com/En/Products/Data-Analytics/Market-Data.Html), DataStream Database.
133. [Http://Online.Thomsonreuters.Com/Datastream](http://Online.Thomsonreuters.Com/Datastream).
134. [Https://Data.Oecd.Org](https://Data.Oecd.Org).
135. <https://www.investopedia.com/terms/f/ftse.asp2017>.
136. [Data.Albankaldawli.Org/Indicator/NY.GDP.MKTP.CD](http://Data.Albankaldawli.Org/Indicator/NY.GDP.MKTP.CD)
137. World Bank National Accounts Data, And OECD National Accounts Data Files.

ملحق رقم (1) مصفوفة معاملات الارتباط بين مؤشر العراق و مؤشرات الدول عينة الدراسة للمدة السابقة للازمة





