

أثر انسحاب بريطانيا على تقلّبات البورصات العالمية والعربية -دراسة تطبيقية-

The Effect BREXIT on International and Arabic Stock exchanges volatility –Empirical study-

د. صلاح الدين نعاس¹، د. علي بن الضب²، أ.د/ عبد الرحمان بن سانية³

¹ جامعة غرداية (الجزائر)، salahnaas92@gmail.com

² المركز الجامعي لعين تموشنت (الجزائر)، bendobali4@gmail.com

³ جامعة غرداية (الجزائر)، abensania@yahoo.fr

تاريخ الاستلام: 2018/02/25 تاريخ القبول: 2018/12/28 تاريخ النشر: 2019/12/19

Abstract:

This study investigate the effect of Declaration Britain out of the "European Union" on the volatility of International stock markets, and test the existence of structural change, The sample included five indicators for the stock markets: CAC40, FTSE100, S&P500, Nikkei250, EGX30 during the period between December 2015 to December 2016 has been split between two periods, before and after Brexit, we applied the GARCH models and Chow Test. The results showed that there is no statistically significant structural change for Brexit, The study also found that GARCH models gave a better representation of volatility.

Key words: Brexit, Chow test, financial shock, global bourses. GARCH models.

المخلص:

تهدف هذه الدراسة إلى فحص أثر إعلان خروج بريطانيا على تقلّبات البورصات العالمية، واختبار وجود تغييراً هيكلياً، شملت العينة خمسة مؤشرات لبورصات: CAC40، EGX30، Nikkei250، S&P500، FTSE100 خلال الفترة الممتدة من ديسمبر 2015 إلى ديسمبر 2016 حيث تم تقسيمها إلى فترتين، قبل وبعد الانسحاب، اعتمدت الدراسة على نماذج GARCH، اختبار Chow، وخلصت إلى عدم وجود تغيير هيكلي في البورصات اثر خروج بريطانيا، كما توصلت إلى أن نماذج GARCH أعطت أفضل تمثيل للتقلّبات.

كلمات مفتاحية: Brexit، اختبار Chow، صدمة مالية، بورصات عالمية، نماذج GARCH.

1. مقدمة:

شهدت بريطانيا استفتاء تاريخيا يوم 23 جوان 2016 بشأن خروجها من "الاتحاد الأوروبي" من عدمه، وأظهرت نتائج الاستفتاء الموافقة على المغادرة بنسبة تصويت بلغت 51.9% مقابل 48.1% أيدوا البقاء فيه بعد 43 عاما من العضوية، وهو ما بات يعرف باسم "British Exit" "Brexit"، جاءت هذه النتيجة عكس التوقعات وأحدثت بذلك حالة واسعة من الارتباك والغموض وسيادة عدم اليقين في المشهد الاقتصادي والسياسي، مما أسفر عنه تسونامي مالي في بريطانيا ودول "الاتحاد" بل حتى في دول العالم بصفة عامة، وأشار الدارسين أن هذا الحدث أدى إلى عواقب مالية واقتصادية لم تحدث ولم يشهد المتعاملون مثل هذه التقلبات منذ الأزمة المالية العالمية 2008 حين انهيار بنك Lehman Brothers، وأزمة الديون في منطقة اليورو صيف 2011، إلا أن عواقب تراجع البورصات المرتبطة بـ Brexit استمر لبعض الوقت لتتعافى البورصات بعدها.

وبسبب عدم الاستقرار التي عاشته آنذاك بريطانيا وإمكانية سيادة فترة طويلة من الضبابية، قامت وكالة التصنيف الائتماني Standard & Poor's بخفض تصنيف بريطانيا إلى درجتين AA حارمة إياها من التصنيف السابق الممتاز AAA، جاء هذا التصنيف بعد تخفيض وكالتي Fitch و Moody's الذي حدث قبل التصويت (, lopinion)، مما أدى إلى نقص درجة الثقة في الاقتصاد البريطاني، وألقى بظلال سلبية على التصنيف الائتماني للديون السيادية في البلد، وهو ما ضغط على أفاق النمو، وفي هذا السياق قدر الصندوق النقد الدولي أن ينمو اقتصاد بريطانيا بنسبة 1.7% عام 2016 بانخفاض قدره 0.2% عن تقديرات التي أطلقها في أبريل من نفس السنة، كما توقع تباطؤ النمو خلال العام 2017 إلى 1.3%، بانخفاض قدره 0.9% عن تقديرات أبريل من عام 2016، وهو أكبر تخفيض للتنبؤات على مستوى الاقتصاديات المتقدمة.

وأشارت البيانات الصادرة عن مكتب الإحصاء الوطني البريطاني إلى عكس التوقعات، حيث أن المملكة حققت نمواً فاق التوقعات في الربع الثالث من عام 2016 رغم صدمة Brexit، حيث سجل إجمالي الناتج المحلي لبريطانيا زيادة نسبتها 0.5% خلال الفترة الممتدة بين جويلية إلى سبتمبر 2016، ما يمثل تباطؤاً أقل حدة مما كان متوقع في

أعقاب تصويت البلاد لأجل الخروج من "الاتحاد الأوروبي" (Office for National Statistics, 2016a).

1.1. إشكالية الدراسة:

اعتبر قرار بريطانيا بالخروج من "الاتحاد الأوروبي" قراراً قاسياً وتاريخياً بكل المعايير سواء من ناحية تأثيره على مستقبل بريطانيا و"الاتحاد الأوروبي" وبل حتى النظام العالمي، أو من حيث دلالاته العميقة والدروس المستفادة منه. وعلى ضوء ذلك، يمكن طرح إشكالية هذا البحث على النحو التالي:

إلى أي مدى أثرت نتيجة استفتاء انسحاب بريطانيا من "الاتحاد الأوروبي" على أداء البورصات العالمية والعربية؟

وتتدرج تحت هذه الإشكالية التساؤلات الفرعية التالية:

- هل توجد دلالة إحصائية لوجود نقطة انعطاف لعوائد مؤشرات بورصات قيد الدراسة في ظل Brexit؟

- هل تسمح لنا نماذج الانحدار الذاتي المشروطة بعدم التجانس التباين المعممة GARCH بقياس تقلبات البورصات قيد الدراسة الناتجة عن صدمة خروج بريطانيا؟

- هل توجد دلالة إحصائية لأثر الرافعة في البورصات قيد الدراسة في ظل Brexit؟

2.1. فرضيات الدراسة:

- توجد دلالة إحصائية لوجود نقطة انعطاف في عوائد مؤشرات البورصات بسبب انسحاب بريطانيا؛

- تسمح لنا نماذج GARCH بقياس تقلبات البورصات قيد الدراسة في ظل Brexit؛

- توجد دلالة إحصائية لأثر الرافعة في البورصات قيد الدراسة.

3.1. أهداف الدراسة:

تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق مجموعة من الأهداف نذكرها فيما يلي:

- معرفة تداعيات انسحاب بريطانيا من "الاتحاد الأوروبي" على تقلبات البورصات العربية والعالمية؛

- دراسة سلوك عوائد مؤشرات البورصات وتذبذبها في ظل Brexit؛

- اختبار وجود نقطة انعطاف "تغير هيكلي" في البورصات جراء انسحاب بريطانيا؛

- قياس ردة فعل البورصات العالمية للصدمة السالبة الناتجة عن Brexit.

4.1. أهمية الدراسة:

تتبع أهمية هذه الدراسة في كونها من أولى الدراسات العربية-حسب علم الباحثين- التي تحاول قياس تأثير صدمة خروج بريطانيا على البورصات العالمية والعربية، بالإضافة إلى اهتمامها بموضوع قياس المخاطر الذي يكتسي أهمية، خاصة في ظل الواقع الاقتصادي العالمي الراهن وما يطبعه من حالات عدم اليقين وتجدد الأزمات المالية. ولتحقيق هذه الأهداف والإجابة على تساؤلات البحث، سيتم التطرق إلى سرد الأدبيات النظرية الخاصة بالموضوع، يلي ذلك تسليط الضوء على المنهجية المستعملة في الاختبارات القياسية، واستعراض النتائج وأهم مضامين البحث.

2. الإطار النظري

1.2. نظرة على الاقتصاد البريطاني وعلاقته مع "الاتحاد الأوروبي":

تعد بريطانيا دولة ذات سيادة اقتصادياً واستراتيجياً فهي خامس أقوى اقتصاد في العالم بمؤشر إجمالي الناتج المحلي عامي 2014-2015، وسادساً من حيث تعادل القدرة الشرائية، ويعتبر الاقتصاد البريطاني ثاني أكبر اقتصاد داخل "الاتحاد الأوروبي" بعد الاقتصاد الألماني معتمداً على مبادئ تحرير السوق من الاحتكار وتخفيض الضرائب وتحديد سعر الفائدة حتى يتسنى لها تنظيم معدل التضخم، كذلك اعتمادها بشكل رئيسي على الأسواق المالية لتمويل الاقتصاد، كما تمثل بريطانيا 16% من القوة الاقتصادية "للاتحاد الأوروبي".

تعتبر العاصمة لندن من أهم المدن الجاذبة للاستثمارات المباشرة في أوروبا، وأقوى مركز مالي عالمي لما لها من القدرة على عرض وتجميع كل الخدمات التي تحتاج إليها الصناعة العالمية للخدمات المالية، حيث توجد بها النسبة الأكبر من عملية الاقتراض الدولية، وبالنسبة لتداولات العملات الأجنبية فهي تستحوذ على 78% من التداولات الأوروبية، كما تستحوذ على 74% من عمليات التداول في المشتقات المالية في "الاتحاد الأوروبي"، و80% من صناديق التحوط الأوروبية، كما توجد فيها حوالي 35% من الأنشطة القطاع المالي الأوروبي، و250 بنك عالمي وحوالي 126 شركة من دول "الاتحاد

الأوروبي"، وبنسبة 90% من البنوك الاستثمار الأمريكية في أوروبا مسجلة في بورصة لندن، وبالتالي تلعب بريطانيا دوراً هاماً في النظام المالي "للاتحاد الأوروبي" (Brown, 2015).

بالنسبة للتجارة، يؤول الانتعاش التجاري البريطاني إلى مبدأ الحرية الاقتصادية والذي بدوره أكسبها المرتبة 13 كأكثر الدول تحراً اقتصادياً لعام 2015، حيث وصلت صادرات بريطانيا في عام 2015 إلى ما يقرب من 513 مليار جنيه إسترليني، منها صادرات للدول "الاتحاد الأوروبي" قدرت حوالي 250 مليار جنيه إسترليني، وعلى الجانب الآخر بلغت الواردات سنة 2015 إلى ما يقرب 545 مليار جنيه إسترليني، منها الواردات من "الاتحاد" حوالي 275 مليار جنيه إسترليني، وبالتالي يمثل "الاتحاد الأوروبي" حوالي نصف حجم التجارة البريطانية (Office for National Statistics, 2016b)، كما يعد من أهم المستثمرين في بريطانيا، حيث بلغت حصة دول "الاتحاد" 48% من الاستثمارات الأجنبية الموجهة إلى بريطانيا سنة 2014 (496 مليار إسترليني) مقارنة بنسبة 24% للولايات المتحدة و28% للدول الأخرى، ومن جهة أخرى بلغت استثمارات بريطانيا في دول "الاتحاد" 40% في عام 2014 (برو، 2017، ص 28).

بخصوص علاقة بريطانيا مع "الاتحاد الأوروبي"، تشير الدراسات والتقارير إلى أن بريطانيا لم تكن داعمة لقيام "الاتحاد الأوروبي" الذي بدأ باتفاقية روما التي تأسست بموجبها الجماعة الاقتصادية الأوروبية عام 1957، لكنها حاولت الانضمام عامي 1963 و 1967 إلا أن فرنسا بقيادة شارل ديغول رفضت انضمامها، وتحقق لبريطانيا الانضمام إلى المجموعة الاقتصادية الأوروبية (EEC) وذلك عام 1973، وكانت ترى أن "المجموعة الأوروبية" تشكل بالنسبة لها تهديداً لقوتها فكان إبقاؤها منقسمة هدفها الدائم، فبريطانيا تريد من جهة إبقاء "المجموعة الأوروبية" منقسمة، ومن جهة أخرى تريد استخدامها لمصلحتها الخاصة (توفير أسواق أكبر وفرصاً اقتصادية أكثر).

منذ لحظة الانضمام عرقل الموقف البريطاني استكمال الاندماج الأوروبي مرات عدة (انتقادها لإنشاء دولة أوروبية عظمى، رفضت تطوير فدرالي للهيكل الأوروبية، عدم انضمامها إلى منطقة اليورو، عدم المشاركة في العملة الأوروبية الموحدة سنة 1992..)، ولكنها أدركت منذ الأيام الأولى بأنه يجب أن تكون في "الاتحاد الأوروبي" من أجل التأثير

فيه، وتحقيق أهدافها بعد أن رأت أنه لا يمكن تحقيقها من خارجه، أدرك ديغول آنذاك بهدف بريطانيا فأبقى بريطانيا خارج "الاتحاد" (tahrir.info, 2016).

صوّت الشعب البريطاني -منذ أربعين عاماً- في استفتاء عام بأغلبية الثلثين لمصلحة البقاء فيما كان يسمى بالجماعة الأوروبية آنذاك، ولأول مرة منذ ذلك العام أصبحت فكرة خروج بريطانيا من عضوية "الاتحاد الأوروبي" احتمالاً قائماً وتحدياً عميقاً لعملية الاندماج الأوروبي، لأن المجتمع البريطاني أصبح يشك في جدوى الوحدة الأوروبية أكثر في الوقت الراهن (السعد، 2016)، نظراً للخلاف العميق والعنيد بين بريطانيا وكل البلدان الأعضاء الأخرى خاصة ألمانيا وفرنسا حول العديد من القضايا.

2.2. استفادات بريطانيا من انضمامها إلى "الاتحاد الأوروبي":

تُوفر عضوية "الاتحاد الأوروبي" لبريطانيا الوصول إلى السوق الأوروبية الموحدة، فهذه العضوية أعفتها من الرسوم الجمركية على السلع المستوردة من "الاتحاد الأوروبي" والمصدّرة إليه، إضافة إلى استفادات مؤسسات المملكة من ميزات الانضمام إلى الاتحاد الجمركي نتيجة انخفاض التكاليف الإدارية مثل تطبيق قواعد المنشأ المرهقة، كما تسمح السوق الموحدة بتقلّ الأموال والأشخاص والبضائع والخدمات بين دول الاتحاد دون حواجز أو تعقيدات مما ساهم بشكل كبير في نمو قطاع الخدمات في بريطانيا، كذلك استفادت هذه الأخيرة من كل اتفاقيات التجارة الحرة التي عقدها "الاتحاد الأوروبي" مع الدول الأخرى (برّو، 2017، ص 05).

إضافة إلى ذلك توفر عضوية "الاتحاد الأوروبي" حق جواز السفر *Passporting Right* وهو عنصر مهم في تطور القطاع المالي في بريطانيا حيث يسمح هذا الحق للمؤسسات المالية أن تنشئ فروعاً في دولة واحدة من دول "الاتحاد" وأن تقوم بأعمالها في باقي دول "الاتحاد" دون الحاجة إلى فتح فروع هناك وبتكلفة متدنية، ويكمن جوهر هذا الحق بالاعتراف المتبادل بالمعايير الاحترازية بين دول "الاتحاد الأوروبي" (برّو، 2017، ص 05).

3.2. الأسباب الاقتصادية الدافعة لخروج بريطانيا من "الاتحاد الأوروبي":

توجد أسباب كثيرة دفعت الشعب البريطاني للمطالبة بالخروج من "الاتحاد"، وفيما يلي الأسباب الاقتصادية (Feldstein, 2016):

- الإحساس بعدم كفاءة النخب الاقتصادية الأوروبية خاصة بعد التراجع والتباطؤ الشديد في اقتصاد منطقة اليورو، كفشل البنك المركزي الأوروبي في حل معضلات هيكلية في الاقتصاد الأوروبي المتمثلة في معدلات البطالة المرتفعة وتدني معدلات الفائدة -الاعتماد الفائدة السلبية- (James, 2016)؛

- الخلافات المتكررة مع "الاتحاد" بشأن العديد من القضايا خاصة بعد الأزمة المالية العالمية 2008، كقيام "الاتحاد" بوضع خطط لفرض الضرائب على البنوك وتقييد القطاع المالي في لندن، ناهيك عن محاولة البنك المركزي الأوروبي نقل وظيفة مقاصة معاملات منطقة اليورو إلى داخل "الاتحاد الأوروبي"، هذا القرار يؤدي إلى استبعاد المركز المالي اللندني بينما تكون باريس وفرانكفورت أكثر جاذبية كمراكز مالية، ما من شأنه أن يضعف الموقف الاقتصادي البريطاني؛

- الحدّ من الهجرة إلى بريطانيا، مع توسع "الاتحاد" من 6 دول إلى 28 دولة، لم تتمكن بريطانيا من الحدّ من دخول عمال دول الأعضاء إلى سوق العمل البريطانية، ليتضاعف بذلك عدد العمال الأجانب الأوروبيين ليصل إلى 2.2 مليون نسمة خلال سنة 2016 أي ما يقارب 10% من قوة العمل وأغلبهم من الدول المنخفضة الأجور (Feldstein, 2016)، ووفقا لمسح القوى العاملة في بريطانيا Labour Force Survey قدر عدد المهاجرين ما نسبته 13.3% من إجمالي عدد سكان في المملكة المتحدة سنة 2015 أي حوالي 8.6 مليون مهاجر (Alfano, Dustmann, & Frattini, 2016, p. 05)، إضافة إلى زيادة الهجرة غير الشرعية من خارج "الاتحاد" لعدم ضبط بعض الدول "الاتحاد" حدودهم الجغرافية، وبالتالي فإن زيادة المعروض من العمالة منخفضة المهارة يؤدي إلى أجور توازن الأدنى، عندها يصبح من الغير ممكن خفض الأجور لترتفع بذلك معدلات البطالة (Stiglitz, 2016).

- عدم قدرة بريطانيا على تحمّل تكلفة الأزمات المالية كالأزمة الاقتصادية في منطقة اليورو والأزمة اليونانية؛

- إن تمتع بريطانيا بحرية انتقال رؤوس الأموال والسلع داخل "الاتحاد الأوروبي" لم يكن بالمجان، فبريطانيا تدفع كل عام مساهمات في ميزانية "الاتحاد"، وذلك من أجل تقديم مساعدات للدول الأضعف في "الاتحاد" لتمويل المشاريع التنموية والبنية التحتية (ففي عام 2015 دفعت حوالي 13 مليار جنيه إسترليني وتحصلت بالمقابل على مساهمات تبلغ 4.5 مليار جنيه، ما يعني أن صافي المساهمات بلغ 8.5 مليار جنيه)، وبالتالي فإن الانسحاب من "الاتحاد" يجعلها تتوقف عن الدفع وتكرّس أموالها لتمويل مختلف القطاعات؛

- التحرّر من التبعية القوانين "الاتحاد الأوروبي" التي يتم فرضها قسراً على بريطانيا والمتعلقة أساساً بقوانين الصناعة والتجارة والضرائب؛

- التذمّر من الرسوم المفروضة من قبل "الاتحاد الأوروبي"، إضافة إلى عدم الرغبة في مجانية الأنظمة الضريبية وتوحيدها؛

- تخوّفها من سيطرة دول منطقة اليورو على قرارات "الاتحاد الأوروبي"، ويشير الخبراء إلى أن الاتحاد النقدي -الذي رفضت بريطانيا الدخول فيه- أصبح محوراً لاتخاذ القرار في "الاتحاد الأوروبي" وبالتالي في بريطانيا (السعد، 2016)؛

بالفعل، وفي 23 جوان 2016 حصل ما كان غير متوقع، حيث صوتت غالبية البريطانيين لصالح الخروج من "الاتحاد الأوروبي".

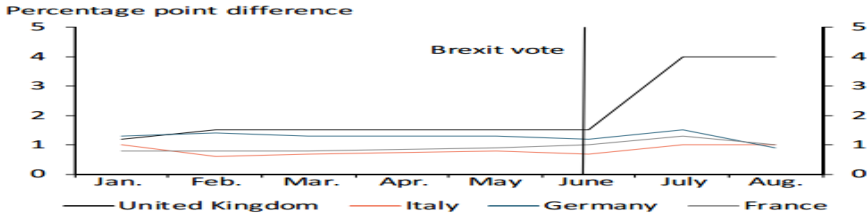
4.2. خروج بريطانيا من "الاتحاد الأوروبي" وأثره على توقعات النمو الاقتصادي العالمي:

ترتّب على Brexit قدر كبير من عدم اليقين الذي يُتوقع أن يؤثر على الاقتصاد الكلي، الأمر الذي جعل صندوق النقد الدولي يقوم بتخفيض تنبؤاته للآفاق الاقتصاد العالمي في العامين 2016-2017، ففي عام 2016 خفض الصندوق توقعات النمو الاقتصادي إلى 3.1%، في حين خفض توقع النمو إلى 3.4% عام 2017، وطبقاً لصندوق النقد الدولي تمثل هذه التنبؤات تخفيضاً بنسبة مقدرة بـ 0.1% مقارنة بتنبؤات الشهر أفريل من سنة 2016، وبخصوص الدول المتقدمة خفض الصندوق من توقعاته للنمو الاقتصادي لدول المجموعة ليأخذ في الاعتبار التداعيات الناتجة عن Brexit ليصل النمو في عام 2016 إلى 1.8% مقارنة بنحو 1.9% للنمو المسجل في العام الماضي، كما خفض

توقعاته لنمو العام المقبل إلى 1.8% بما يشكل انخفاضاً بنحو 0.2% مقارنة بالتوقعات الواردة في تقرير أبريل من عام 2016 (صندوق النقد الدولي، 2016).

انفردت المملكة المتحدة بأكبر تخفيض في تنبؤات النمو بسبب التراجع الكبير في الطلب المحلي جراء الانسحاب المتوقع الصندوق تخفيض النمو بنحو 0.2% لعام 2016 وقراءة 1% في عام 2017، وفيما يتعلق بالنمو في الدول النامية واقتصاديات الأسواق الناشئة الأخرى، فقد أبقى الصندوق على توقعاته لنمو هذه المجموعة بنحو 4.1% و 4.6% خلال عامي 2016 و 2017 على التوالي، (صندوق النقد الدولي، 2016) والشكل التالي يوضح زيادة عدم اليقين بشأن النمو الاقتصادي في منطقة اليورو بعد Brexit على المدى القريب.

الشكل (01): التغيرات في حالة عدم اليقين بشأن النمو في منطقة اليورو بعد Brexit



Source: Hakkio, & Sly, 2016, p.01.

3. الدراسة التطبيقية

خلفت نتيجة استفتاء Brexit هزات مالية واقتصادية عنيفة داخل بريطانيا حيث تكبدت الأسواق المالية المحلية خسائر كبيرة، إذ فقدت بعد يوم واحد فقط على التصويت أكثر من 175 مليار دولار، أي أكثر من المساهمة الصافية التي دفعها بريطانيا لموازنة "الاتحاد الأوروبي" طوال 15 عاماً الماضية (فتوح، 2016)، وهذا إن دل على شيء فإنما يدل على الصدمة الكبيرة التي خلفها قرار الخروج من "الاتحاد الأوروبي" على الأسواق المالية.

بمجرد صدور نتائج التصويت انخفض سعر الجنيه الإسترليني إلى أدنى مستوى له منذ عام 1985 أي أقل من قيمة الجنيه Black Wednesday سنة 1992، ليصل إلى 1.3229 للدولار أي انخفاض حوالي 11% و 1.2015 مقابل اليورو بانخفاض قدر بـ 8%، لتتعاف العملة من تلك المستويات المتدنية وتم تداولها بـ 1.3680 للدولار، ويعتبر هذا أكبر انخفاض للعملة البريطانية خلال يوم واحد في التاريخ (Mnyanda, &)

(Meakin, 2016)، واستمر تراجع العملة أمام الدولار بعد الانسحاب لتسجل مستوى تاريخياً جديداً عند 1.2081 للدولار في أكتوبر 2016 أي انخفاض بنسبة 19% منذ استفتاء Brexit، نتيجة انتهاء البنك المركزي الانجليزي سياسات التيسير الكمي، وهذا ما توقعه المعهد الوطني للأبحاث الاقتصادية والاجتماعية NIESR.

وأشار مكتب الإحصاءات الوطنية البريطانية إلى أن التضخم -مقاساً بمؤشر أسعار المستهلكين- شهد ارتفاعاً بوتيرة متسارعة بعد Brexit مباشرة، حيث ارتفع معدل التضخم ليصل إلى 0.6% مسجلاً بذلك أعلى معدلاً خلال تلك الفترة، وارتفع بنسبة أعلى مع حلول شهر نوفمبر ليلبلغ 1.2%، ويعتبر هذا المعدل أعلى مستوى له منذ أواخر عام 2014 (Martin, 2016).

1.3. حدود الدراسة ومصادر البيانات:

تتألف بيانات الدراسة من السلاسل الزمنية اليومية للمؤشرات العامة للبورصات العالمية ممثلة في مؤشر CAC40 الفرنسي، FTSE100 البريطاني، S&P500 الأمريكي، Nikkei250 الياباني وEGX30 المصري، ويمتد النطاق الزمني للبيانات المستخدمة في الاختبارات من 17 ديسمبر 2015 إلى 17 ديسمبر 2016، وتم تقسيم هذه الفترة إلى فترتين الأولى قبل انسحاب بريطانيا أي من 2015/12/17 إلى 2016/06/22، والثانية بعد الانسحاب أي من 2016/06/23 إلى 2016/12/17، حيث تم استقاء البيانات التاريخية للمؤشرات من المواقع الالكترونية للبورصات المدروسة، وبعض المواقع المتخصصة في نشر البيانات المالية للأسواق العالمية.

2.3. منهجية الدراسة:

سعيًا منا لتحقيق أهداف الدراسة تم استخدام عدة أساليب إحصائية وقياسية، مستهلة بالإحصائيات الوصفية للمساعدة على فهم خصائص عوائد اليومية للمؤشرات البورصات العينة، كما تم القيام باختبارات الاستقرار والارتباط الذاتي، وكذلك اختبار ARCH للكشف عن تجانس التباين البواقي من عدمه، للاتخاذ قرار تطبيق نماذج GARCH الأحادية وذلك باستخدام برنامج EViews 8.

ومن أجل تأكيد أو نفي وجود نقطة انعطاف للبورصات العينة جراء الانسحاب، تم استخدام اختبار Chwo Breakpoint حيث يبين هذا الأخير إمكانية وجود تغير هيكلي في السلسلة المدروسة، ويقتضي هذا الاختبار تقسيم عينة بيانات السلسلة الزمنية إلى جزئين، ويتطلب ذلك اختبار نقطة يتم من خلالها تقسيم العينة التي تمثل (السلسلة الزمنية) للبيانات على فترتين، وفي هذه الدراسة تمثل تلك النقطة تاريخ انسحاب بريطانيا، وللقيام بهذا الاختبار يجب تقدير قيمة فيشر وفقا للمعادلة التالية:

$$F_c = \frac{\frac{RSS_c - (RSS_1 + RSS_2)}{K}}{\frac{(RSS_1 + RSS_2)}{(n_1 + n_2 - 2k)}} \rightarrow F_t(K, n - 2k)$$

RSS_c : مجموع مربعات البواقي في النموذج التجميعي المقدر باستخدام المشاهدات الكلية المتاحة للفترة قبل الانسحاب وبعد الانسحاب معاً؛

RSS_1 : مجموع مربعات البواقي في النموذج المقدر قبل الانسحاب؛

RSS_2 : مجموع مربعات البواقي في النموذج المقدر بعد الانسحاب؛

n_1 : عدد المشاهدات للفترة قبل الانسحاب؛

n_2 : عدد المشاهدات للفترة بعد الانسحاب؛

k : عدد المعلمات الهيكلية المقدرة في كل النموذج.

إذا كان $F_t > F_c$ نقبل H_0 ونرفض H_1 أي عدم وجود تغير هيكلي بعد الانسحاب؛

إذا كان $F_c > F_t$ نقبل H_1 ونرفض H_0 أي وجود تغير هيكلي بعد الانسحاب؛

3.3. الإحصائيات الوصفية والأولية للبيانات:

تم إجراء في هذا الجزء الاختبارات الأولية لبيانات الدراسة الخاصة بعوائد مؤشرات البورصات العينة والنتائج موضحة في الجدول التالي:

الجدول (01): الإحصائيات الوصفية والأولية لعوائد المؤشرات

	First sub-period				
	CAC40	FTSE 100	S&P500	Nikkei250	EGX30
Mean	-0.000506	0.000202	0.000165	-0.001502	0.000760
Median	-0.001451	0.000394	0.000189	-0.002383	0.002530
Maximum	0.034435	0.030351	0.024459	0.069113	0.064886
Minimum	-0.041346	-0.035192	-0.025282	-0.055552	-0.057635
Std. Dev.	0.014628	0.012181	0.009366	0.019105	0.016789
Skewness	0.008046	0.036579	-0.124205	0.271815	-0.305332
Kurtosis	3.213603	3.258646	3.358365	4.653181	5.473241
Jarque-Bera	0.248544	0.382323	1.014042	15.64746	34.88284

أثر انسحاب بريطانيا على تقلبات البورصات العالمية والعربية -دراسة تطبيقية-

Probability	0.883140	0.825999	0.602287	0.000400	0.000000
Q-Stat	43,983	41.415	34.044	25.053	25.033
ADF	-11.25173	-10.95979	-12.40248	-11.18502	-9.056406
ARCH Test	0.265356	1.886959	2.386154	3.260396	0.011299
Probability	0.6074	0.1720	0.1250	0.0735	0.9155
Observations	130	127	128	124	129

	<i>Second sub-period</i>				
	CAC40	FTSE 100	S&P500	Nikkei250	EGX30
Mean	0.000324	0.000891	0.000414	0.001530	0.003958
Median	0.000000	0.000709	0.000135	0.002592	0.003006
Maximum	0.022825	0.035150	0.021980	0.065083	0.059420
Minimum	-0.083844	-0.031968	-0.036581	-0.082529	-0.056974
Std. Dev.	0.011640	0.009173	0.007169	0.014952	0.016401
Skewness	-2.918805	0.218930	-1.154448	-1.185483	0.627016
Kurtosis	23.15870	5.323611	9.475212	13.89999	5.545893
Jarque-Bera	2294.015	29.11921	242.2043	616.9722	38.92847
Probability	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
Q-Stat	20.921	30.502	14.387	28.348	26.321
ADF	-12.66524	-9.308066	-12.86759	-14.26611	-7.988329
ARCH Test	0.004671	59.12926	34.24285	4.782905	1.922318
Probability	0.9456	0.0000	0.0000	0.0308	0.1684
Observations	125	125	123	119	11

	<i>Full sample period</i>				
	CAC40	FTSE 100	S&P500	Nikkei250	EGX30
Mean	-2.29E-05	0.000544	0.000287	-1.70E-05	0.002274
Median	-0.000232	0.000542	0.000173	0.000834	0.002950
Maximum	0.034435	0.035150	0.024459	0.069113	0.064886
Minimum	-0.083844	-0.035192	-0.036581	-0.082529	-0.057635
Std. Dev.	0.013259	0.010778	0.008346	0.017228	0.016650
Skewness	-0.978488	0.066525	-0.456916	-0.251746	0.111224
Kurtosis	8.984952	4.043501	5.186461	7.235191	5.636593
Jarque-Bera	422.9270	11.61926	58.73089	184.1773	71.46961
Probability	0.000000	0.002999	0.000000	0.000000	0.000000
Q-Stat	51.754	44.277	29.140	19.284	42.763
ADF	-15.66940	-9.141708	-17.73424	-17.36927	-12.21086
ARCH Test	1.148282	27.00620	17.24790	9.243592	0.396616
Probability	0.2849	0.0000	0.0000	0.0026	0.5294
Chow					
Breakpoint	131	129	129	125	130
Test					
F- statistic	0,210028	0,847813	0,092287	2,926213	0,948216
Probability	0,8107	0,4296	0,9119	0,0555	0,3889

Observations	255	252	251	243	245
--------------	-----	-----	-----	-----	-----

المصدر: البرنامج الإحصائي EViews 08.

يتضح من خلال الجدول (01) والشكل رقم (02) وجود تذبذب ملحوظ لعوائد اليومية لمؤشرات البورصات قيد الدراسة خلال الفترة الجزئية الأولى والثانية، متميزة بانخفاض حاد لكافة العوائد ومتفاوتة الشدة من بورصة لأخرى على خلفية خروج بريطانيا من "الاتحاد الأوروبي"، ونجد أن عوائد بورصة CAC40 كانت الأقل انخفاضاً، وبعد فترة الانسحاب حققت كل المؤشرات عوائد ايجابية، ليتجسد اتجاه العوائد نحو الزيادة تارة والانخفاض تارة أخرى متخذة حالة من عدم الاستقرار.

يبدو من الجدول انخفاض في متوسط العوائد لأغلب البورصات خلال الفترة الفرعية الأولى، لترتفع خلال الفترة الفرعية الثانية، واستحوذ مؤشر بورصة المصرية EGX30 على متوسط العائد الأعلى بنحو 0.3958% خلال الفترة الفرعية الثانية، فيما كان متوسط العائد الأدنى من نصيب مؤشر CAC40 بنحو 0.0324%.

كما يظهر الجدول أن تذبذب العوائد اليومية للمؤشرات المعبر عنه بالانحراف المعياري ظل مرتفع في العموم خلال فترة الفرعية الأولى مما أثر على ارتفاع درجة التقلب العوائد، ومن ثم شدة المخاطرة الكلية في البورصات، ويعتبر مؤشر بورصة Nikkei250 الأكثر تذبذباً خلال الفترة الفرعية الأولى لتتخفف درجة المخاطرة في الفترة الثانية نوعاً ما لتكون بذلك بورصة مصر الأكثر مخاطرة نظراً لتحقيقها عوائد مرتفعة، ويشير ذلك إلى أن الاستثمار في هذه البورصات معرض أكثر للمخاطرة، وتجدر الإشارة إلى أنه انخفضت المخاطرة في الفترة الثانية مقارنة بالفترة الأولى لكامل البورصات، ويعتبر مؤشر S&P500 الأقل مخاطرة بتسجيله لمستوى انحراف معياري متدنٍ.

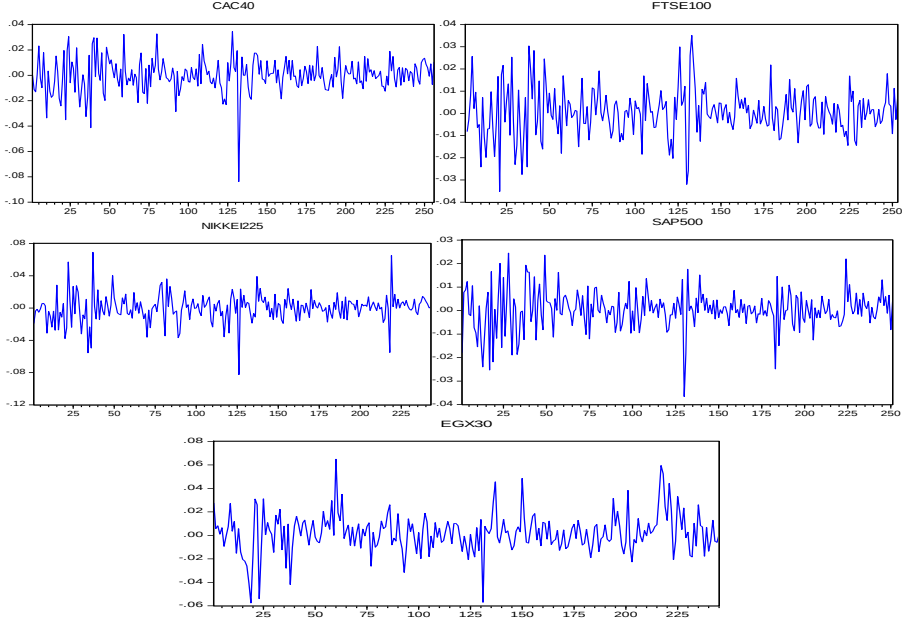
تشير النتائج في الفترة الثانية وكامل الفترة، إلى أن العوائد تمتاز بالتواء سالب ومتمركزة جهة اليسار في كامل البورصات ما عدا مؤشري FTSE100 و EGX30 آخذين التواء موجب، ويدل ذلك على وجود احتمال كبير للحصول على عوائد منخفضة، كما يلاحظ أيضاً أن العوائد تمتاز خلال فترات الدراسة بتقلطح عالي، مما يفسر وجود مشكلة سماكة الديول، حيث فاق معامل التقلطح قيمة الثلاثة التي تقابل التوزيع الطبيعي على مستوى كامل البورصات، وهو ما يعني انحراف سلاسل العوائد عن التوزيع الطبيعي بتجمع التوزيع أكثر حول المتوسط، وتؤكد ذلك نتائج اختبار جارك بيرا التي تشير إلى عدم إتباع

العوائد في كل البورصات المدروسة لتوزيع الطبيعي خلال كامل الفترة والفترة الفرعية الثانية، واللافت للنظر أيضاً أن توزيع العائد لكل من مؤشر S&P500، FTSE100، CAC40 خلال الفترة الفرعية الأولى كان أقرب من التوزيع الطبيعي مقارنة بباقي البورصات. عند اختبار الارتباط الذاتي عبر إحصائية Q Ljung-Box لعوائد مؤشرات البورصات قيد الدراسة، اتضح أن إحصائية $Q(K)$ المحسوبة لأخر قيمة في عمود Q-Stat لكل البورصات أقل من الإحصائية المجدولة، وبالتالي نرفض فرضية البديلة ونقبل الفرضية العدم القائلة بأن جميع معاملات الارتباط الذاتي لسلسلة عوائد المؤشرات البورصات تساوي الصفر، وبالتالي فإن عوائد المؤشرات مستقلة عن بعضها البعض، ومنه فإن السلاسل مستقرة خلال فترات الدراسة عند مستوى معنوية 5%.

كما يبدو جلياً من الجدول، أن إحصائية المحسوبة لاختبار ديكي فولر المطور (لنموذج الثابت والاتجاه العام) بالقيمة المطلقة كانت أكبر من القيمة الحرجة لإحصائية Mackinnon لكامل البورصات خلال الفترات المحددة عند مستوى معنوية 5%، وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية أي أن سلسلة عوائد المؤشرات البورصات مستقرة، وذلك لعدم وجود جذر وحدوي في سلاسل، كذلك نستنتج من الجدول وجود ARCH-Effect في سلسلة البواقي عند مستوى معنوية 1% لكل من مؤشر S&P500، FTSE100، Nikkei250 خلال كامل الفترة والفترة الفرعية الثانية ما يقودنا إلى أن التباين سلسلة العوائد غير ثابت عبر الزمن ويمكننا تطبيق نماذج GARCH لحل هذا المشكل، لكن ما يلاحظ أن بقية المؤشرات وخلال الفترات الأخرى لا تعاني من هذا الأثر وبالتالي عدم تطبيق نماذج GARCH.

عند قيامنا باختبار Chow Test للوقوف على ما إذا كان خروج بريطانيا من "الاتحاد الأوروبي" أحدث تغير هيكلي (نقطة انعطاف) للمؤشرات البورصات قيد الدراسة، اتضحت النتائج أن قيمة F المحسوبة أصغر من F المجدولة عند مستوى معنوية 5%، وعليه نقبل فرضية العدم التي تنص على عدم وجود نقطة انعطاف بين الفترتين، أي أن خروج بريطانيا لم يحدث تغييراً كبيراً في البورصات فضرر كان عند وقت الخروج فقط لتتعافى البورصات بعدها من تلك الصدمة.

الشكل (02): حركة عوائد المؤشرات اليومية للبورصات قيد الدراسة لكامل الفترة



المصدر: البرنامج الإحصائي EViews 08.

يبين الشكل أعلاه، تركيز التقلبات الحادة clustering volatility في فترات معينة حيث أن التغيرات الكبيرة في قيم عوائد المؤشرات تعقبها تغيرات كبيرة أخرى مقابلة لها، والتغيرات الضعيفة يعقبها تغيرات ضعيفة، وبعبارة أخرى فإن مستوى التذبذب في العوائد يميل إلى أن يكون مرتبط ارتباطاً إيجابياً مع مستواه خلال الفترات السابقة مباشرة وهو ما يسمى بتكدس التقلبات في فترات معينة، حيث ترتفع في فترات وتسمى بفترات الهيجان Wild وتأخذ صورة قرن الثور، وتتنخفض في فترات ركود أو سبات وتأخذ صورة الدب .Calm

4.3. تقدير النماذج وتحليل النتائج:

الجدول (02): نتائج تقدير نموذج GARCH (1.1) لعوائد مؤشرات البورصات

		Second sub-period			Full sample period		
		FTSE 100	S&P500	Nikkei250	FTSE 100	S&P500	Nikkei250
Mean equation	C	0.000770**	0.000699**	0.001737**	0.000385**	0.000587**	9.65E-05**
	AR(1)	0.054214**	-0.170242**	-0.193269**	0.050985**	-0.128194*	-0.11377**
Variance Equation	ω (Constant)	1.36E-05**	1.41E-05*	5.39E-05*	9.43E-06*	8.13E-06*	2.73E-05*
	α (ARCH effect)	0.115821**	0.058286**	0.193431**	0.185766*	0.217494*	0.181381*
	β (GARCH effect)	0.619356*	0.515509*	0.431000*	0.726905*	0.670986*	0.743203*
	$\alpha+\beta$	0.735177	0.573795	0.624431	0.912671	0.88848	0.924584
	Log likelihood	428.5548	450.6941	353.1034	805.4734	865.8731	656.8729
ARCH Test		0.139404	0.015496	0.361878	0.056277	0.321111	0.015595
Probability		0.7095	0.9011	0.5486	0.8127	0.5715	0.9007

المصدر: البرنامج الإحصائي EViews 8.

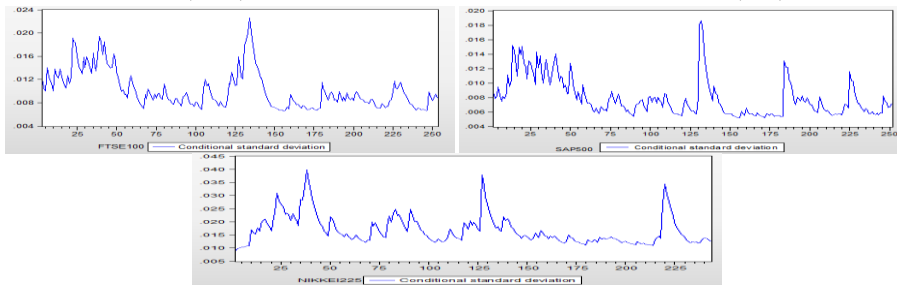
(*) (**) تشير إلى وجود دلالة إحصائية عند مستوى 5%، 10% على الترتيب؛

يتضح من الجدول أعلاه نتائج تقدير نموذج GARCH (1.1) لمؤشرات FTSE 100، S&P500، Nikkei250 خلال الفترة بعد الانسحاب وكامل الفترة والذي يعتبر مقبول إحصائياً عند مستوى معنوية 5%، حيث تشير القيمة المعنوية للمعامل α (أثر ARCH) بوجود أثر الصدمات على تقلبات البورصات العينة، ويلاحظ أن مؤشر Nikkei250 تميز بقيمة مرتفعة لهذا المعامل في صورة تشير إلى سرعة تأثير واستجابة السوق للتأثيرات والصدمات في الأجل القصير، وبالتالي فإن صدمة خروج بريطانيا أحدث تقلبات كبيرة لهذا المؤشر مقارنة بالمؤشرات الأخرى، كما أن مجموع معاملي ARCH و GARCH قارب 1 لكل البورصات وخلال كامل الفترة وهذا يدل على استمرارية صدمات التذبذبات Persistence of Volatility shock أي تؤكد هذه القيمة خاصية

عنقودية التباين حيث أن التباين المرتفع سيكون متبوع بتباين مرتفع آخر في فترة لاحقة، وبالتالي فإن الصدمة تؤول إلى ما لانهاية، الأمر الذي يتطلب التعامل مع نموذج GARCH الأسّي وغير الخطي.

نلاحظ أن معامل ARCH كان أقل من معامل GARCH وهذا يدل على أن المعلومات الحديثة أكثر تأثيراً من المعلومات القديمة، مما يعني أن المستثمرين في السوق يأخذون في الحسبان المعلومات الجديدة أكثر من القديمة، كما تميزت العلاقة بين العائد والمخاطرة المقاسة بالتذبذب بالطردية لكامل البورصات، إذ استطاعت تلك البورصات بتوليد علاوة المخاطرة، وبالتالي فإن المتعاملون تأثروا عملياً من المخاطر Brexit وهذا ما يؤكد على أن هذا الأخير له تأثير على تقلبات سوق الأسهم، كذلك نستشف من الجدول عدم وجود أثر ARCH في البواقي لكامل البورصات وخلال الفترات المدروسة، والشكل التالي يوضح الانحراف المعياري الشرطي الذي يعتبر كمقياس لتذبذبات عوائد المؤشرات:

الشكل (03): تقلبات عوائد مؤشرات البورصات وفق نموذج GARCH (1.1)



المصدر: البرنامج الإحصائي EVIEWS 08.

يتضح من الشكل أعلاه أن خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي ولد صدمة قوية، أدت إلى ارتفاع بارز للانحراف المعياري الشرطي لكامل البورصات خلال كامل الفترة.

الجدول (03): نتائج تقدير نموذج EGARCH (1.1) لعوائد مؤشرات البورصات

		Second sub-period			Full sample period		
		FTSE 100	S&P500	Nikkei250	FTSE 100	S&P500	Nikkei250
Mean equation	C	0.000236**	0.000701**	0.001720**	-0.000696**	0.000373**	-0.000517**
	(1)AR	0.074977**	-0.143381**	-0.065584**	0.057270**	-0.146717*	0.101478**
	ω (Constant)	-1.100549**	-1.903664*	-1.764996*	-0.296031*	-0.784148*	-0.374480*
	α (ARCH effect)	0.035819**	0.030309**	0.194839**	0.055224**	0.131743*	-0.144224*
Variance Equation	γ (Leverage effect)	-0.222293*	-0.195363*	-0.367713*	-0.244251*	-0.150498*	-0.364364*

أثر انسحاب بريطانيا على تقلبات البورصات العالمية والعربية -دراسة تطبيقية-

β (GARCH effect)	0.892402*	0.819558*	0.824854*	0.971197*	0.930066*	0.943718*
Log likelihood	431.3329	453.5384	361.8127	812.7590	866.9891	674.4178
ARCH Test	0.028500	0.002323	0.020448	0.794726	1.759516	0.611694
Probability	0.8662	0.9616	0.8865	0.3735	0.1859	0.4349

المصدر: البرنامج الإحصائي EViews 8.

(*) (**) تشير إلى وجود دلالة إحصائية عند مستوى 5%، 10% على الترتيب؛

يوضح نموذج EGARCH (1.1) خاصية عدم تماثل في أثر الصدمات أو ما يسمى بأثر الرافعة، حيث يجيب هذا النموذج فيما إذا كانت الأخبار الجيدة والسلبية لها نفس تأثير على التقلبات، ومن خلال النتائج نجد أن معامل γ أخذت قيمة سالبة في كامل البورصات، وهو ما يجعلنا نستنتج وجود أثر الرافعة أي تعرض البورصات لصدمة سالبة جراء معلومات السيئة أكبر منه في حالة الصدمة الموجبة الناتجة عن معلومات جيدة، أي أن تذبذب يزداد بعد الصدمات السالبة بشكل أكبر من زيادته بعد الصدمات الموجبة من نفس المستوى، ويعزى مثل هذه التباينات إلى أثر الرافعة المالية، حيث أن تراجع في القيمة السوقية للمؤسسات يؤدي إلى ارتفاع في نسبة الديون إلى الأموال الخاصة، وهذا ما يؤدي بالمساهمين الذين يتحملون المخاطر المتبقية على إدراك بأن التدفقات المالية للسوق سيكون أكثر مخاطرة في المستقبل.

كما اختلف الثابت في معادلة التباين معنويا عن الصفر في كامل القطاعات عند نسبة معنوية 5%، وهو ذو إشارة سالبة على مستوى كامل البورصات التي بها أثر GARCH، وهي معاكسة تماما للثابت في معادلة التباين لنموذج GARCH العادي، حيث كان التباين في المدى الطويل موجبا في كامل الحالات، ويرجع ذلك لتعامل GARCH مع التباين الموجب فقط عكس EGARCH الذي يختص بالجزء الموجب والسالب من التباين.

ولمزيد من التوضيح لهذه الظاهرة، سنقوم بتقدير تأثير الصدمة ايجابية والسلبية على تقلب عوائد مؤشرات البورصات خلال الفترات المحددة، ونشير إلى أن حساب تأثير الصدمة ايجابية على التقلب من خلال $\alpha + \gamma$ ، أما تأثير الصدمة السلبية من خلال $\alpha - \gamma$.

الجدول (04): تقدير تأثير الصدمة ايجابية والسلبية على تقلب العوائد

	Second sub-period	Full sample period
--	-------------------	--------------------

	تأثير الصدمة الاجيائية	تأثير الصدمة السلبية	تأثير الصدمة الاجيائية	تأثير الصدمة السلبية
FTSE 100	-0,189027	-0,299475	-0,258112	-0,186
S&P500	-0,018755	-0,282241	-0,225672	-0,165054
Nikkei250	-0,508588	-0,22014	-0,562552	-0,172874

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على معطيات الدراسة.

يبدو جليا من الجدول أعلاه أن تأثير الصدمة السلبية أقوى من تأثير الصدمة الايجابية لجميع عوائد المؤشرات خلال الفترات المحددة، وعلى العموم، فإن الصدمة السالبة الناتجة عن خروج بريطانيا من "الاتحاد الأوروبي" أحدثت تقلب أكبر لعوائد مؤشرات البورصات ويبقى مؤشر Nikkei250 الأكثر تضرراً من الصدمات السالبة، ويلاحظ أن نموذج (1.1) EGARCH يؤدي إلى إزالة أثر ARCH في كامل البورصات وخلال فترات المحددة.

كما يوجد نموذج بديل لاختبار عدم تماثل أثر الصدمات ألا وهو نموذج (1.1) TGARCH، حيث تشير نتائج تقدير هذا الأخير إلى أن معامل أثر الرافعة γ موجبة، وبالتالي تؤكد هذه النتيجة نموذج (1.1) EGARCH أي أن الصدمات السلبية لها أثر أكبر على تباين المشروط من الصدمات الايجابية من نفس الحجم، ويبقى مؤشر Nikkei250 الأكثر ضرراً جراء الصدمات السلبية والناتجة عن انسحاب بريطانيا من الاتحاد الأوروبي، والجدول التالي يوضح أهم نتائج تقدير نموذج (1.1) TGARCH لعوائد مؤشرات البورصات.

الجدول (05): نتائج تقدير نموذج (1.1) TGARCH لعوائد مؤشرات البورصات

		Second sub-period			Full sample period		
		FTSE 100	S&P500	Nikkei250	FTSE 100	S&P500	Nikkei250
Mean equation	C	0.000381**	0.000711**	0.001818*	-0.000188**	0.000477**	-0.000388**
	(1)AR	0.055329**	-0.130565**	-0.048569**	0.040100**	-0.132168**	0.133308*
	ω (Constant)	1.12E-05**	1.11E-05*	1.32E-05*	4.12E-06**	7.95E-06*	1.74E-05*
	α (ARCH effect)	-0.041372**	-0.008009**	-0.237924*	-0.040867**	0.153874*	-0.139805*
	γ (Leverage effect)	0.327718*	0.110699**	0.529768*	0.275031*	0.112745**	0.464770*
	β (GARCH effect)	0.677098*	0.607682*	0.836038*	0.874575*	0.679584*	0.866230*
	Log likelihood	431.0003	451.2059	362.7514	811.4616	866.3781	666.6750
Variance Equation	ARCH Test	0.287844	0.023653	0.056302	0.052158	0.361123	0.012230
	Probability	0.5926	0.8780	0.8129	0.8195	0.5484	0.9120

المصدر: البرنامج الإحصائي EViews 8.

(*) (**) تشير إلى وجود دلالة إحصائية عند مستوى 05%، 10% على الترتيب؛

5.3. أثر خروج بريطانيا من "الاتحاد الأوروبي" على البورصات العربية:

إن التداعيات Brexit على المنطقة العربية، انعكس تحديداً على علاقة بريطانيا الاستثمارية والتجارية مع الدول العربية عموماً والخليجية خصوصاً، حيث قدرت حجم الاستثمارات العربية في بريطانيا حوالي 250 و 300 مليار دولار في سنة 2015، منها إجمالي الاستثمارات الخليجية حوالي 200 و 250 مليار دولار غالبيتها مستثمرة في العقارات والأسهم أو كودائع بالجنه الإسترليني، وتعد قطر إحدى أكبر المستثمرين في لندن، إذ تمتلك العديد من المعالم فيها، فوفقاً لمعهد "صناديق الثروة السيادية" فإن جهاز قطر للاستثمار يستثمر ما لا يقل عن 7 مليارات دولار مباشرة في الأسهم المتداولة في بورصة لندن، ونجد أن الإمارات وحدها استحوذت على أكثر من 20% من مبيعات العقارات في بريطانيا عام 2015، كما تعد هيئة الاستثمار الكويتية كذلك كأحد أكبر المستثمرين في بريطانيا حيث تضاعف حجم استثماراتها ليصل إلى أكثر من 24 مليار دولار (فتوح، 2016).

بالنسبة للتحديات السلبية وفي المدى القصير، تأثرت الاستثمارات العربية خلال أسبوع الانسحاب سواء في الاستثمارات العقارية أو أسواق الأسهم، ويأتي ذلك بسبب انخفاض سعر صرف الجنيه الإسترليني وتقلبات في الأسواق الأسهم وأسعار العقارات، وهو ما أدى إلى تراجع قيمة السوقية للأصول المقومة باليورو والجنيه الإسترليني، إلا أن هذا الأثر كان ضعيفاً ومحدوداً نسبياً.

كذلك لم تتج الأسواق المالية العربية من التقلبات جراء "الانسحاب" بسبب سلوكيات نفسية للمستثمرين والآثار الناجمة عن إعادة تكوين المحافظ العالمية التي تستثمر في الأسواق الناشئة، إذ سجل سوق دبي المالي أضعف أداء بين البورصات الخليجية نظراً لانكشاف اقتصادها على الاستثمار الأجنبي، حيث تراجع مؤشر السوق DFME بـ 3.3% ليصل إلى 3258 نقطة، وانخفض المؤشر العام لسوق أبوظبي ADI بـ 1.9%، وكانت أسهم الطاقة هي الأشد تضرراً، وأغلق المؤشر الرئيسي للسوق السعودية TASI على انخفاض بـ 1.1% ليبلغ 6479 نقطة، كذلك الحال بالنسبة لمؤشر بورصة الكويت

SEP الذي انخفض بـ1.1%، واتبع مؤشر بورصة قطر QSI نفس مسار المؤشرات السابقة بانخفاض طفيف قدرة 1%، كما تراجع مؤشر Bloomberg لدول الخليج العربي 200 -وهو مقياس لأكبر الأسهم والأكثر سيولة في المنطقة- بنسبة 1.9%.

شهدت البورصة المصرية هبوطاً كبيراً مقارنة بالأسواق المالية الخليجية حيث هوى مؤشر EGX 30 بنحو 5.3% ليصل إلى 6869 نقطة، بخسارة رأس المال السوقي قدرت أكثر من 16 مليار جنيه من قيمته بعد تداولات 627 مليون جنيه في أول تعامل لها بعد إعلان بريطانيا الخروج من "الاتحاد الأوروبي"، واضطرت إدارة البورصة إيقاف التداول على 63 سهم لنصف ساعة بعد التراجع الكبير الذي شهدته.

اعتبر الصندوق النقد الدولي أن مصر تمثل استثناءً في مدى تأثرها بالقرار البريطاني لأسباب عديدة منها اعتماد بعض البنوك في مصر على الاقتراض من أسواق الجملية في المملكة المتحدة، الأمر الذي يمكن أن يثير مشكلة في حالة زيادة تكاليف التمويل بصورة حادة، كما أن صدور قرار الانفصال في يوم إجازة البورصة جنب الأسواق خسائر كبيرة، على اعتبار أن هناك استثمارات ضخمة لكثير من الشركات المدرجة مستثمرة في الدول الأوروبية سواء كانت حكومية أو خاصة.

أما عن أثر Brexit على الاقتصاد الجزائري والتونسي والأردني وباقي الدول العربية فتشير الإحصائيات والتقارير إلى أن تلك الدول بعيدة عن الصدمات الناشئة من هذا "الانسحاب" نظراً لمحدودية انكشاف اقتصادياتها على بريطانيا، وفي هذا السياق صرح الخبراء الاقتصاديين إلى أن مصالح الجزائر في أوروبا مرتبطة بالدرجة الأولى بفرنسا ثم إيطاليا وإسبانيا وألمانيا قبل بريطانيا، ناهيك عن امتلاك الجزائر قاعدة استثمارية كفيلة بحماية الاستثمارات الأجنبية وهي المادة 49-51 وتأمينها من أي صدمات مفاجئة، فالتأثير فقط من خلال انخفاض سعر النفط (انخفضت عائدات التصدير بالدولار) ولكن في نفس الوقت تراجعت نفقات الاستيراد باليورو نظراً لانخفاض العملة أورو، وبالتالي عدم تأثر الميزان التجاري الجزائري، وكل هذا كان على المدى القصير (عيساتي، 2016).

4. خلاصة واستنتاجات

هدفت الدراسة في مجملها إلى إبراز وقياس أثر إعلان خروج بريطانيا من "الاتحاد الأوروبي" على تقلبات البورصات العالمية والعربية، كما هدفت لمعرفة فيما إذا كان هذا

الحدث أدى إلى تغيير هيكلي فيها، وكذلك تحديد البورصات الأكثر تضرراً، وهذا ضمن مسعى عام لتكوين صورة واضحة عن مدى تأثير نتيجة استفتاء انسحاب بريطانيا على تقلّبات البورصات، مستخدمين في ذلك نماذج قياسية، خلال فترتين تمتد الأولى بين 17 ديسمبر 2015 إلى 22 جوان 2016، والثانية بين 23 جوان 2016 إلى 17 ديسمبر 2016.

وخلصت الدراسة إلى أن نتائج الاستفتاء Brexit أثارت حالة من الذعر في الأوساط المالية والاقتصادية العالمية، وكانت سبب في حدوث زلزال مالي لم يشهد المستثمرون مثل هذا التقلّبات منذ الأزمة المالية العالمية، ذلك كله كان بسبب توقعات أن الانسحاب يؤدي إلى عرقلة النمو العالمي وحالة عدم اليقين.

وحسب نتائج اختبار Chow فإن خروج بريطانيا لم يحدث تغييراً هيكلياً للبورصات قيد الدراسة، فالصدمة المالية كانت فقط وقت الخروج لتحسن البورصات بعدها، وبالتالي نرفض الفرضية الأولى، ومن جهة أخرى تعتبر نماذج GARCH مقبولة إحصائياً عند مستوى معنوية 5% خلال فترات المحددة، وأعطت أفضل تمثيل لتقلّبات البورصات العينة في ظل Brexit، ومنه نقبل الفرضية الثانية، ومن خلال تلك النماذج خلصنا إلى وجود علاقة موجبة بين العائد والمخاطر لكامل البورصات قيد الدراسة، وبالتالي وجود علاوات تعوّض المتعاملين في الأسواق عن مخاطر Brexit، ومن خلال نموذج EGARCH، TGARCH أتضح أن كامل البورصات وخلال الفترات المحددة تعرضت لتأثير أكبر للصدمة السالبة عنه في حالة الصدمة الايجابية، وهو ما يجعلنا نستنتج وجود أثر الرافعة ومنه فإن الصدمة المالية الناتجة Brexit أحدثت تقلب كبير في البورصات العينة، ويعتبر مؤشر Nikkei250 الأكثر ضرراً من تلك الصدمة، وهذه الإجابة تؤكد صحة الفرضية الثالثة.

وختاماً، ينطوي قرار بريطانيا بمغادرة "الاتحاد الأوروبي" على الكثير من الانعكاسات والتي بدأت منذ اللحظة الأولى على دول الأوروبية والعالمية، فالمسألة معقدة ومتشابكة، فالغموض الذي يلفت مستقبل بريطانيا يجعل الصورة في حالة عدم اليقين وعدم الاستقرار، كما أن عواقب هذا الخيار لا تزال غير واضحة.

5. قائمة المراجع:

- السعد محمد نجيب (2016)، خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي-قفزة إلى المجهول-، الوطن، متاح على الرابط: <http://alwatan.com/details/102662> (2016/11/09).
- برّو زهراء (2017)، اقتصاد المملكة المتحدة تحت وطأة الخروج من الاتحاد الأوروبي والخيارات التجارية والاقتصادية في المرحلة الجديدة، المركز الاستشاري للدراسات والتوثيق، لبنان.
- حزب التحرير (2016)، علاقة بريطانيا بالاتحاد الأوروبي، متاح على الرابط: <http://www.hizb-ut-tahrir.info/ar/index.php/ameer/political-questions/36961.html> (2016/11/09).
- صندوق النقد الدولي (2016)، حالة من عدم اليقين عقب استفتاء المملكة المتحدة، مستجدات آفاق الاقتصاد العالمي.
- عيساتي عبلة (2016)، خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي لا يؤثر على الجزائر، متاح على الرابط: <http://www.algpress.com/article-64997.htm> (2016/11/16).
- فتوح وسام (2016)، تأثير خروج بريطانيا على اقتصاد العالم، اتحاد المصارف العربية، متاح على الرابط: <http://www.uabonline.org/en/> (2016/11/16).
- Alfano, M., Dustmann, C., & Frattini T. (2016). Immigration and the UK: Reflections After Brexit, Development Studies Working Papers, 402, Centro Studi Luca D'Agliano.
- Brown, G. (2015). Britain in the Wilderness, project syndicate, Available on: <https://www.project-syndicate.org/commentary/britain-eu-withdrawal-by-gordon-brown-2015-03> (24/11/2016).
- Feldstein, M. (2016). How EU Overreach Pushed Britain Out, project syndicate, Available on: <https://www.project-syndicate.org/commentary/europe-overreach-drove-britain-out-by-martin-feldstein-2016-06?barrier=true> (11/11/2016).

- Hakkio, C., & Sly N. (2016). Global Uncertainty in the Wake of Brexit, The Macro Bulletin: Macroeconomic research from the Federal Reserve Bank of Kansas City, September.
- James, H. (2016). The Brexit Revolt, project syndicate, Available on: <https://www.project-syndicate.org/commentary/brexit-revolt-eu-establishment-by-harold-james-2016-06> (11/11/2016).
- Lopinion (2016). Brexit: Standard & Poor's et Fitch dégradent la note du Royaume-Uni, Available on: <http://www.lopinion.fr/edition/economie/brexit-standard-poor-s-fitch-degradent-note-royaume-uni-105711> (22/11/2016).
- Lukanyo, M., & Lucy, M. (2016). Pound Plunges to 30-Year Low as U.K. Stocks Slide on Brexit, Bloomberg, Available on: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-06-23/pound-tumbles-on-results-from-northeast-england-in-eu-referendum> (10/11/2016).
- Martin, W. (2016). Inflation is back in the UK!, business insider, Available on: <http://uk.businessinsider.com/brexit-aftermath-uk-inflation-data-september-2016-2016-10> (10/11/2016).
- Office for National Statistics (2016a). Annual Business Survey, UK non-financial business economy, Britain.
- Office for National Statistics (2016b). Annual Business Survey: Exporters and Importers in Great Britain 2015, Britain.
- Stiglitz, J. (2016). From Brexit to the Future, project syndicate, Available on: <https://www.project-syndicate.org/commentary/brexit-future-of-advanced-economies-by-joseph-e--stiglitz-2016-07> (11/11/2016).