

دور الفقاعات المضاربة في تكرار الأزمات المالية

دراسة قياسية لأزمة الرهن العقاري

أ. بولعسل شمس الدين جامعة الجزائر 3

د. عقون عبد السلام جامعة برج بوعريريج

الملخص:

تعتبر ظاهرة تكرار الأزمات المالية من الظواهر الجديرة بالدراسة والبحث، أكثر من الأزمات المالية نفسها، للوقوف على أسباب ذلك، والسعي للحد من ذلك. تهدف هذه الدراسة لاختبار مدى مساهمة الفقاعات المضاربة (السلوكات المضاربة في الأسواق المالية) في تكرار الأزمات المالية، متخذين أزمة الرهن العقاري الأمريكي كحالة للدراسة. وذلك باستخدام أدوات الاقتصاد القياسي اختبار جذر الوحدة، اختبار التكامل المشترك، اختبار كفاءة السوق العقاري الأمريكي عند المستوى الضعيف. وبعد الدراسة توصلنا إلى أن زيادة حجم السيولة المالية ساهم في انتشار النشاطات المضاربة في الأسواق المالية، والتي تنتقل من قطاع إلى آخر، مما يؤدي في كل مرة إلى ظهور الفقاعات المضاربة، وانفجارها هو الذي يؤدي إلى ظهور الأزمات المالية. وعليه فإن الدراسة توصي بتنظيم عمل الأسواق المالية للحد من النشاطات المضاربة.

الكلمات المفتاحية: تكرار الأزمات المالية، سوق الرهن العقاري، الفقاعات المضاربة، التكامل المشترك، كفاءة السوق المالي.

Summary

The repetition of the financial crises is one of the newest phenomenon's worthy of study and research, even more than the financial crises itself, to find out the reasons for this and how to reduce them. This study aims to test the extent to which speculative bubbles (speculative behavior in financial markets) contributes in the repetition of the financial crises, with the U.S housing bubble as a case study. To fulfill the study objectives we used econometric tools - Unit root test, co-integration test, test the efficiency of the US market at a weak level-. the most important findings of the study was the contribution of the increase of the financial liquidity in the proliferation of speculative activities in the financial markets, which moves from one sector to another, which leads to the emergence of speculative bubbles, and then their explosion and by consequence to the financial crises. Accordingly, the study recommends the organization of the operations of the financial markets to limit the speculative activities.

Key words: the repetition of financial crises, housing bubble, Speculative bubbles, joint integration, financial market efficiency.

مقدمة:

اهتم الكثير من الباحثين الاقتصاديين بظاهرة الأزمات المالية، وقدموا تشخيصا لها، اختلف باختلاف انتماءاتهم وتوجهاتهم الفكرية، فاختلقت بذلك الأسباب الحقيقية التي يرونها وراء حدوث الأزمات المالية، وبناء على تشخيصهم كانت تدخلات أصحاب القرار لإدارة الأزمات.

لقد أثار تكرار الأزمات المالية العديد من التساؤلات حول فعالية هذه الآليات، ونجاعة التشخيص المقدم لهذه الأزمات، وقد بقيت العديد من الأسباب التي تعتبر من أهم ما يؤدي إلى الأزمات، وكانت مشتركة بين أغلب الأزمات التي عرفها التاريخ، بل في كثير من الأحيان كانت آليات الإدارة المنتهجة لتصحيح اختلال ما في قطاع معين، سببا مباشرا في ظهور أزمات جديدة، أو سببا في تشكل فقاعات مضاربية في قطاعات أخرى يؤدي انفجارها إلى أزمات مالية.

عند دراسة الأزمات المالية في التاريخ، نجد معظمها تشترك في سبب رئيس، يتمثل في السلوك المضاربي الذي يظهره المتعاملين في السوق بقطاع معين أو حول أصل ما، بحيث يعتمدون إلى التعامل في هذا الأصل من أجل الاستفادة من التغيرات قصيرة الأجل في سعره، مما يزيد من الطلب عليه، وعبر الزمن يشكل فقاعة مضاربية يؤدي انفجارها إلى أزمة تنتقل آثارها إلى باقي القطاعات.

وعليه فإن إشكالية دراستنا تتمثل: إلى أي مدى يمكن للفقاعات المضاربية أن تساهم في تكرار الأزمات المالية؟

أولا- الجوانب المنهجية للدراسة.

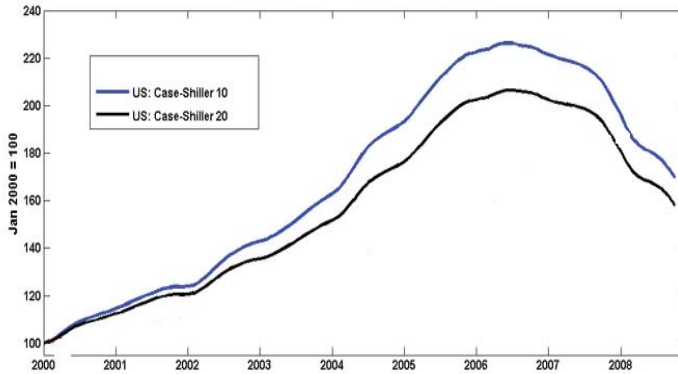
تقوم هذه الدراسة باختبار ظاهرة الفقاعات المضاربية كأحد الأسباب وراء تكرار الأزمات المالية، وعليه نقدم في هذا العنصر الجوانب المنهجية المتبعة في إنجاز هذه الدراسة.

1- تقديم الدراسة.

لدراسة دور الفقاعات المضاربية في نشوء الأزمات، اخترنا السوق العقاري الأمريكي لذلك باعتبار أنه عرف أزمة خلال سنة 2007، وعليه فإننا ندرس إمكانية وجود فقاعة مضاربية في هذا السوق.

لقد عرفت أسعار المنازل في الولايات المتحدة الأمريكية ارتفاعا متسارعا منذ أواخر تسعينات القرن الماضي، وزادت حدتها مع توجه الاستثمارات إليه كملاذ آمن بعد أزمة الانترنت مع بداية القرن الحالي، حيث وصلت نسبة ارتفاع الأسعار الحقيقية حوالي 75%، فتضاعفت الأسعار عدة مرات ما بين 1995 و2006، وازدادت الهوة بين نسبة ارتفاع الأسعار والدخل. هذا الارتفاع السريع في أسعار المنازل ونسبة الأسعار في الدخل يزيد من فرضية وجود فقاعة مضاربية في سوق العقار الأمريكي. والشكل التالي يبين ذلك.

الشكل رقم (01): نسبة أسعار المنازل إلى الدخل (2008-2000)



disponible sur <[http://.jen ligne](http://.jen ligne Source: Worthwhile Canadian Initiative worthwhile.typepad.com/worthwhile_canadian_initi/2009/01/gross-national-income-(and-house-prices-and-in-canada-and-the-us.html)] Source: [Worthwhile Canadian Initiative worthwhile.typepad.com/worthwhile_canadian_initi/2009/01/gross-national-income-\(and-house-prices-and-in-canada-and-the-us.html](http://worthwhile.typepad.com/worthwhile_canadian_initi/2009/01/gross-national-income-(and-house-prices-and-in-canada-and-the-us.html) >, visité le (13/12/2012

تعبّر الفقاعات المضاربية عن انحراف سعر أصل ما عن قيمته الأساسية، وعليه فإن هذه الدراسة ستحاول دراسة فرضية وجود فقاعة مضاربية في سوق العقار الأمريكي بمقارنة أسعار المنازل بقيمتها النظرية المحسوبة على أساس التوقعات العقلانية لدفعات الإيجار المستقبلية بقيمتها الحالية، باستخدام معدل الفائدة. وتظهر الفقاعة في السوق العقاري باعتبار أن ارتفاع أسعار المنازل لا يقابله ارتفاع في أسعار الإيجار بنفس النسبة مما يؤثر على العائدات الإيجارية.

الفقاعة المضاربية في السوق العقارية يمكن أن تتبع النموذج التالي⁽¹⁾:

$$P_t = p_t^* + \beta_t$$

بحيث: P_t السعر الحالي للأصل العقاري؛

p_t^* السعر التوازني للسعر المحسوب على أساس دفعات الإيجار المستقبلية بقيمتها الحالية؛

β_t مركب التوازن بين القيمتين.

إذا كانت قيمة β_t معدومة أو تقترب من ذلك هذا يعني غياب الفقاعة المضاربية، أما

إذا كان موجب وقيمته تزداد بسرعة فهذا يثب فرضية وجود فقاعة مضاربية.

ولاختبار الفقاعة المضاربية قمنا باستعمال عدة نماذج قياسية، قمنا باختبار استقرار السلسلة

1- Jean Sobocoeur Chrispin, bulles spéculatives sur le marché du logement: Etats-Unis et canada, [en ligne], mémoire de la maîtrise en économique, université du Québec à Montréal, Mars 2010, disponible sur: <http://www.economie.uqam.ca/pages/docs/Chrispin_Jean_Sobocoeur_m%C3%A9moire.pdf>, visité le: (22/04/2012) P 27.

ADF، اختبار التكامل المشترك، اختبار كفاء السوق الأمريكية عند المستوى الضعيف. وهذا بالاستناد على حزمة 7 (E-Views).

2- تقديم عينة الدراسة.

للتأكد من فرضية وجود فقاعة مضاربة في السوق العقارية خلال الأزمة التي تعرض لها مع نهاية سنة 2006 وسنة 2007، استعملنا مؤشر أسعار المنازل المعدل (بعد استبعاد أثر التضخم) والذي رمزنا له بـ «AHPI» (Adjusted Home Price Index)، مؤشر إيجار المنازل المعدل والذي رمزنا له بـ «ARI» (Adjusted Rent Index)، خلال الفترة من 1990 إلى نهاية 2011 لتتبع جذور الفقاعة إن وجدت ومقارنة الأسعار قبل وأثناء وبعد الفقاعة، على أساس ثلاثيات والمحصل عليها من قاعدة «BLS» التي تهتم بنشر أسعار السلع والخدمات الاستهلاكية في الولايات المتحدة الأمريكية. الخصائص الإحصائية للعينة مبينة في الجدول التالي:

الجدول رقم (01): الخصائص الإحصائية لعينة الدراسة.

	AHPI	ARI
Moyenne	125.0889	106.7307
Médiane	117.9246	105.6194
maximum	206.2663	136.6979
Minimum	79.74587	73.75849
Ecart type	40.76746	19.51030
Skewness	0.547915	0.018161
Kurtosis	2.037690	1.679352
Jarque-Bera*	7.798575	6.399907
Probabilité*	0.020256	0.040764
Observations	88	88

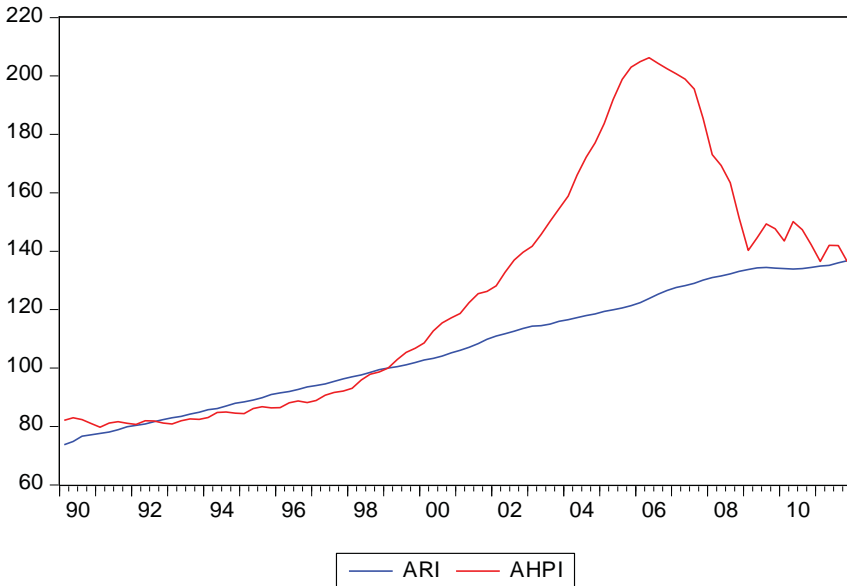
* ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج 7 E-Views

يبين الجدول الخصائص الإحصائية الوصفية لكل من مؤشر أسعار المنازل ومؤشر الإيجارات خلال الفترة المدروسة، بحيث يبين المتوسط الحسابي، الوسيط، الانحراف المعياري، معامل الالتواء، معامل التفلطح، اختبار التوزيع الطبيعي (J.B).

من خلال هذا الجدول يتبين لنا أنه يوجد فارق كبير بين أصغر وأكبر قيمة فيما يخص مؤشر أسعار

المنازل عكس مؤشر الإيجارات مما يعطي ملاحظة أولية بوجود فقاعة في أسعار المنازل، كما نلاحظ أن الانحراف المعياري لمؤشر أسعار المنازل كبير مقارنة بانحراف مؤشر الإيجارات، مما يدل على التغيرات الكبيرة التي عرفتها أسعار المنازل خلال الفترة المدروسة، معامل التفلطح لمؤشر أسعار المنازل أكبر من مؤشر الإيجارات وهذا يعني أن القيم المتطرفة في مؤشر أسعار المنازل أكبر من مؤشر الإيجارات ولكن في الحالتين هي ليست كثيرة باعتبار أنه أقل من 3، معامل التواء مؤشر أسعار المنازل موجب فإذا السلسلة ملتوية إلى اليمين وهناك التواء كبير، في حين التواء مؤشر الإيجارات صغير جدا ويميل إلى التماثل، اختبارات (J.B) عند مستوى معنوية 5% تدل على أن السلاسل لا تتبع التوزيع الطبيعي وهي حالة أغلب السلاسل المالية.

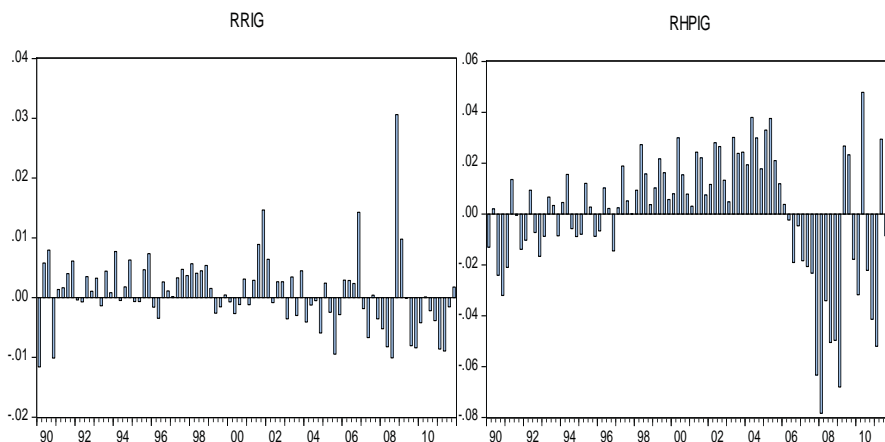


الشكل رقم (02): التمثيل البياني لعينة الدراسة.

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج E-Views 7.

يبين الشكل التغيرات في مؤشرات المدروسة بعد التعديل، حيث يتبين أن قيم مؤشر أسعار المنازل وبداية من سنة 2000 بدأت في الابتعاد عن قيم مؤشر الإيجارات لتزيد حدتها مع حلول سنة 2002 وهو بداية تشكل الفقاعة، إلى غاية نهاية الثلاثي الثالث من سنة 2006 أين عرفت قيمه انهيارا كبيرا ولم تعد إلى الارتفاع إلا في سنة 2009 ولكن ليس بحجم ارتفاع ما قبل الأزمة. في حين نلاحظ استقرار في ارتفاع قيم مؤشر الإيجارات خلال كل الفترة المدروسة.

الشكل رقم (03): التغيرات الحقيقية في قيم المؤشرات المدروسة.



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج 7-E-Views.

يبين الشكلين التغيرات الحقيقية في المؤشرين، ومن خلالهما يتبين أن تغيرات مؤشر أسعار المنازل كبيرة وتتراوح بين $[-0,8, 0,6]$ ، في حين التغيرات في مؤشر الإيجارات هو في المجال $[-0,1, 0,1]$ ، وهذا ما يدل على انحراف أسعار المنازل عن قيم الإيجارات، وهو يدل مبدئياً على وجود فقاعة مضاربة في سوق العقارات.

ثانياً- الأسس النظرية للفقاعات المضاربة.

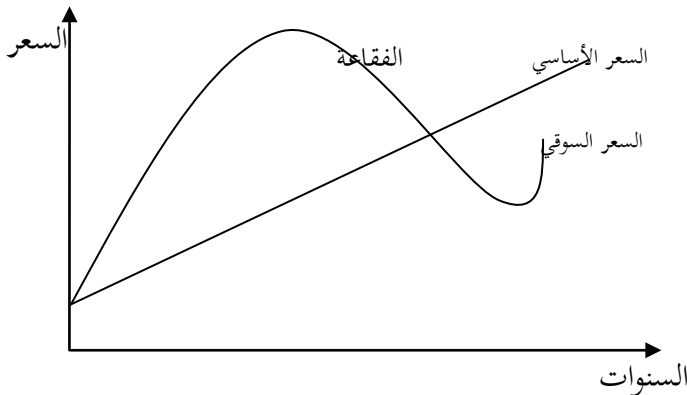
يعتبر تقديم المصطلح محل الدراسة، والتعرف على جوانبه النظرية، مفتاح الدراسة التطبيقية، بحيث يسمح ذلك بالتعرف على كل ما يحيط بهذا المصطلح من معنى، قبل إجراء الاختبارات القياسية عليه كظاهرة.

1- مفهوم الفقاعات المضاربة.

هناك عدة تعريف يمكن تقديمها للفقاعات المضاربة، وكذلك عدة أنواع من الفقاعات المضاربة نتعرف عليها في هذا العنصر:

أ- **تعريف المضاربة:** يعرفها الكلاسيك على أنها: «شراء/بيع الأصول من أجل إعادة بيعها/شرائها في وقت لاحق، على فرضية تغير أسعارها في المستقبل، ويكون الدافع وراء العملية الاستفادة من تغيرات أسعارها وليس الإيرادات المرتبطة باستغلال الأصل» «هي بيع أو شراء صوريين ليس بغرض الاستثمار، ولكن للاستفادة من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للأوراق المالية في الأجل القصير جداً، حيث ينخفض بشدة معدل الارتباط بين القيمة السوقية للأوراق المالية من ناحية، وبين القيمة الاسمية والدفترية الحقيقية من ناحية أخرى»

- بناء على هذه التعاريف فإن للسلوك المضاربي عدة خصائص، منها:
- مبنية على عامل المخاطرة، فهي تتوقف على تغيرات أسعار الفائدة، أسعار الأصول، أسعار صرف العملات...؛
 - عملية ليس لها علاقة بالاقتصاد الحقيقي ولا تعود عليه بالفائدة؛
 - المضارب يقوم بهذا السلوك رغبة في الاستفادة من تغيرات الأسعار بناء على توقعات مستقبلية؛
 - يستعمل المضارب في غالب الأحيان الأموال المقترضة.
 - وهي نوعان:
 - مضاربة على الصعود: بحيث يقوم المضارب بشراء عندما يتوقع ارتفاع الأسعار؛
 - مضاربة على الهبوط: وصورتها قيام المضارب بالبيع الآجل على أمل هبوط الأسعار ثم يقوم بشراء ما باعه سابقا بالآجل.
- ب- الفقاعة المضاربية: يمكن تعريفها على أنها: «وجود فجوة كبيرة ومستمرة في أسعار أصل ما مقارنة بقيمته الأساسية»، أو هي: «زيادة سريعة ومطرودة في أسعار أصل ما، لتنتج في المستقبل حالة من اللااستقرار بسبب انفجارها».
- تعتبر الفقاعة المضاربية التي تسمى أيضا «الفقاعة البورصية» أو «الفقاعة المالية» عن: الارتفاع المفرط في أسعار الأصول المالية (أسهم، سندات، أسعار الصرف...)، أسعار العقارات أو المواد الأولية... عن قيمها الطبيعية والمعتادة». إذا اختفي التقييم الاقتصادي لقيم هذه الأصول القائم على أساس رقم أعمال الشركة أو نموها، نتائجها المحققة... ليقوم مقامها توقعات المضاربين في الأسواق المالية. يمكن تمثيل الفقاعة المضاربية في الشكل التالي:



الشكل رقم (04): الفقاعة المضاربية

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على التعاريف السابقة.

ج- أنواع الفقاعات المضاربية: هناك عدة أنواع للفقاعات المضاربية نذكر منها⁽¹⁾:

- **الفقاعة العقلانية:** يحدث هذا النوع من الفقاعات في الأسواق المالية التي يمتاز المتعاملون فيه بالعقلانية، وهي ظهور فجوة بين أسعار أصل ما وقيمتها الحقيقية نتيجة كثرة الطلب عليه، بسبب توقعات منطقية للمتعاملين بارتفاع قيمته في المستقبل؛
- **الفقاعة غير العقلانية:** هي الفقاعات الناتجة عن التصرفات غير العقلانية للمستثمرين، والتعامل في أصل ما يكون نتيجة توقعهم ارتفاع سعره في المستقبل القريب والاستفادة من هذا التغير دون بناء هذا التوقع على أسس منطقية ولكن بنائها على عنصر المخاطرة.

2- أسباب وآثار الفقاعات المضاربية

كأي ظاهرة فإن للفقاعات المضاربية أسباب تؤدي إلى ظهورها، ولها آثار تنجر عليها، في المجالين المالي والحقيقي.

أ- أسباب الفقاعات المضاربية: هناك عدة أسباب تساهم بشكل مباشر أو غير مباشر في اتباع السلوك المضاربي وظهور الفقاعات، نذكر منها:

- **التسهيلات الائتمانية:** يعتمد المتعاملين في الأسواق المالية إلى استعمال الأموال المقترضة في النشاط المضاربي، وكلما كانت هناك تسهيلات في الحصول على القروض كلما كثرة السيولة المستعملة في هذا المجال، ولقد عمدت السلطات النقدية إلى تقديم التسهيلات للأفراد والمؤسسات للحصول على القروض، وغالبا ما تستعمل في نشاطات عالية المخاطرة، وكانت هذه التسهيلات نتيجة انخفاض معدلات الفائدة وزيادة حجم السيولة العالمية⁽²⁾؛
- **سلوكات غير عقلانية عند المتعاملين في السوق:** هناك عدة أنواع من المتعاملون في الأسواق المالية، وفي كثيرا من الأحيان نجد متعاملين غير عقلانيين وليس لديهم الخبرة الكافية في هذا المجال، مما يجعلهم يتبعون تصرفات متعاملين آخرين (سلوك القطيع)، وبينون توقعاتهم على أساس معلومات زائفة، مما يجعل أسعار الأصول تتجه إلى التضخم مشكلة فقاعات مضاربية⁽³⁾؛
- **الإفراط في المخاطرة:** إعطاء الحرية للبنوك في العمل، وربط مكافئات المسيرين بالمردودية فقط، وغياب الأخلاق الاقتصادية عندهم، جعلتهم يجازفون ويشاركون في مشاريع عالية المخاطرة، سواء بشرائهم للأصول بغرض المضاربة على تغيرات أسعارها أو تقديمها لقروض لمتعاملين ملاءتهم الائتمانية ضعيفة، وهذا ما يضاعف من النشاط المضاربي، ومنه ظهور الفقاعات المضاربية⁽⁴⁾؛

1- Virginie Coudert, Florence Verhille, *Op-Cit*, PP: 98-102.

2- Franklin Allen, Douglas Gale, *Bubbles and crises*, [on line], The economic journal, Jan 2000, N° 460, available at: <<http://www.jstor.org/stable/2565656>>, visit (04/12/2012), P239.

3- Stéphane SORBE, *Éclatement de la bulle sur le marché immobilier américain*, [en ligne], Lettre Trésor-éco, Juillet 2008, N°40, disponible sur <<http://www.economie.uqam.ca/>>, visité le: (13/09/2012), P4.

4- Luis Miotti, Dominique Plihon, *Op-Cit*, PP: 9-11.

- اختلال التوازن بين العرض والطلب: عدم كفاية عرض أصل ما للطلب المتزايد عليه، يؤدي إلى ارتفاع أسعاره، وهذا ما يشجع المضاربين على شراءه وتوجيه استثماراتهم إليه، مما يضعف من حجم الطلب عليه فيزداد انحراف سعره عن قيمته الحقيقية مشكلا فقاعة مضاربة⁽¹⁾.
- ب- آثار الفقاعات المضاربة: ينجر عن الفقاعات المضاربة عدة آثار سلبية على نواحي عدة، تختلف حدتها من قطاع إلى آخر، نذكر منها⁽²⁾:
 - يُنظر عامة إلى الفقاعات الاقتصادية على أنها ذات تأثير سلبي على حالة الاقتصاد، لأنها تسبب حدوث حالة التوزيع غير العادل للموارد، في اتجاه استخدامات غير مثلى؛
 - التأثير السلبي على معدلات انفاق المستهلكين، إذ ينفقون المزيد من الأموال لشراء سلع بأسعار مغالاً فيها، مثل حالة الفقاعة العقارية؛
 - تؤدي الفقاعات المضاربة إلى انحراف كبير لسعر أصل ما عن قيمته الأصلية مما يجعل السوق غير كفء، باعتبار أن الأسعار فيه لا تعكس القيمة الحقيقية للأصول؛
 - الانهيار الذي يلي الفقاعة الاقتصادية يمكن له أن يدمر ويفني مقدراً كبيراً من الثروات وإفلاس الكثير من المتعاملين، ويتسبب في حالة من اللاستقرار الاقتصادي؛
 - انفجار فقاعة مضاربة يعني انهيار أسعار أسهم هذا القطاع، خاصة في حالة الفقاعات الائتمانية يدفع بالمؤسسات المعنية إلى البحث عن وسيلة تمويل جديدة تتلاءم مع هذه البيئة، وهذه الوسائل دائماً هي عالية المخاطرة نظراً لحالة هذه المؤسسات، وهذا من شأنه أن يزيد في هشاشة النظام المالي؛
 - انفجار فقاعة مضاربة يؤدي إلى تشديد القيود على منح القروض مما يؤثر على القطاع الحقيقي، نظراً للصعوبة التي تجدها المؤسسات الانتاجية في الحصول على التمويل اللازم لنشاطها؛
 - غالباً ما يؤدي انفجار فقاعة مضاربة إلى انهيارات متتالية وامتسلسلة في قطاعات مختلفة، مما يؤدي إلى أزمات تنتقل من قطاع إلى آخر .

3- تحليل الفقاعات المضاربة.

المضاربة هي تضخم كبير في أسعار أصل ما، وقد فسر هذا السلوك على عدة أوجه، وتناولت عدة نظريات هذه الظاهرة.

أ- تفسير السلوك المضاربي: هناك عدة تفسيرات للمضاربة، نذكر منها:

- المضاربة كناقل للخطر: المضاربة مبنية على تكهنات بتغيرات الأسعار نحو الأحسن، وهي تنطوي على درجة كبيرة من المخاطرة، وفي هذه الحالة يسعى المتعاملين الأكثر كفاءة لنقل المخاطر التي تنطوي عليها هذه العملية إلى المتعاملين الأقل خبرة وتحوط، إذا المضاربة بقدر ما هي مبنية

1 - Stéphane SORBE, *Op-Cit*, P: 6.

2- Vincent Grossmann-Wirth, et autre, *Comprendre la formation de la bulle immobilière américaine et son éclatement*, [en ligne], ÉCONOMIE ET STATISTIQUE, 2010, N° 438-440, disponible sur <http://www.insee.fr/fr/ffc/docs_ffc/ES438J.pdf>, visité le (09/02/2012), PP: 164-165.

على التكهّنات بالقيم المستقبلية للأصول بقدر ما هي مبيّنة على استعداد المضارب لقبول الخطر، وسعيه للتقليل منه بنقله لمتعاملين آخرين، وهذا ما تحدث عنه آدم سميث (1776) في كتابه «ثروة الأمم»، وكذلك كينز (1960) في كتابه «القيمة ورأس المال»⁽¹⁾؛

● المضاربة كعامل للكفاءة: المضاربة على هذا الأساس تزيد من كفاءة الأسواق سواء بالنسبة للمضاربين أو المنتجين أو المستهلكين، فالمضاربة مبنية على تقبل الخطر ولكن يقابلها إيراد أكبر، باعتبار أن قيمة المدروية مرتبطة بدرجة المخاطرة، ففريدمان يري أن المضارب يحقق أكبر عائد إذا اشترى عند أقل سعر وباع عند أعلى سعر ممكن، يمكن للمضاربة أن يكون لها دورا مهما في استقرار الأسعار باعتبار أنها تدفعها تارة للارتفاع وتارة أخرى للانخفاض وهذا ما يعود بالفائدة على كل الفئات (مضارب، منتج، مستهلك)، وكل فئة تستفيد من المضاربة على أساس سلامة نظام المعلومات، وكيفية استعمالها والاستفادة منها عند كل طرف⁽²⁾؛

● المضاربة كمرجع ذاتية: يعتبر كينز أول من تطرق إلى المضاربة من هذه الزاوية في كتابه «النظرية العامة للعمالة، الفائدة والمال»، حيث اعتبر أن تصرفات المتعاملين وخاصة المضاربين منهم تبنى على أساس محاكاة تصرفات وقرارات الآخرين، بحيث تعتبر النفس الجماعية للمتعاملين في السوق المحرك الأساس له، باعتبار أن أسعار الأصول المتداولة فيه تحكمها مصالحهم المشتركة. فالمضارب يختار العملية الأحسن بالنسبة إليه، ويعتقد أنها ستحظى بنفس الرأي عند أغلبية المتعاملين الآخرين، وعليه فإن الرأي السائد في السوق وهو متوسط آراء الأفراد⁽³⁾.

ب- النظريات المفصلة للفقاعات المضاربة: عرفت الفقاعات المضاربة منذ القدم، وحظيت بالكثير من الاهتمام والدراسة والتحليل من طرف الكثير من النظريات الاقتصادية. من أهمها⁽⁴⁾:

● النظرية التقليدية: تعتبر فقاعة «أزهار التوليب» الهولندية 1637 أول فقاعة مضاربة بهذا المفهوم، ثم توالى الفقاعات في الظهور عبر التاريخ كفقاعة شركة «البحر الجنوبي» 1720، وسوق البناء في فلوريدا 1926...، ورافقت هذه الفقاعات تفسيرات اقتصادية من طرف المهتمين، وفسروها على أساس أنها ارتفاع سريع في أسعار الأصول في الأسواق المالية بصورة مصطنعة، لتعود بعد ذلك إلى مستواها الحقيقي أو تقترب منه بعد انفجار الفقاعة. يعود هذا الارتفاع إلى السلوك غير

1- Jean Sobocoeur Chrispin, bulles spéculatives sur le marché du logement: Etats-Unis et canada, [en linge], mémoire présenté comme exigence partielle de la maîtrise en économie, université du Québec à Montréal, Mars 2010, disponible sur <http://www.economie.uqam.ca/pages/docs/Chrispin_Jean_Sobocoeur_m%C3%A9moire.pdf>, visité le (22/04/2012), P 4.

2- Philippe Askenazy, et autre, crise et dette en Europe, [en linge], Manifeste d'économistes atterrés, le 01/09/2010, disponible sur <<http://www.assoéconomiepolitique.org/spip.php?article140>>, visité le (02/10/2012), P 4.

-3 Orléan, André, L'autoréférence dans la théorie keynésienne de la spéculation, [en linge], in Cahiers d'Économie politique, 1988, N° 14-15, disponible sur <http://www.parisschoolofeconomics.com/orlean-andre/depot/publi/autoref_keynes.pdf>, visité le (08/12/2012), PP. 235-238.

4 - Marie-Christine Adam, Ariane Szafarz, Crises boursières, bulles spéculatives et rationalité économique, [en linge], Études internationales, 1989, Vol 20, N° 4, disponible sur <<http://id.erudit.org/iderudit/702578ar>>, visité le (15/05/2012), P 4.

العقلاني للمتعاملين في السوق الذين بالغوا في تقدير قيمة الأصل، أو التلاعب المتمرسين بسلوكيات المتعاملين الهواة، والفقاعة لا تعود فقط إلى خطأ في تقييم الأصول وإنما إلى أخطاء في محاكاة المتعاملين لسلوك بعضهم البعض. وهذا ما عبر عنه «كينز» في نظريته «النظرية العامة للعمالة، النقود والفائدة» بـ «نظرية الحماسة الكبرى»؛

● النظرية الحديثة: من أهم الفقاعات التي ظهرت في العقود الأخيرة، الفقاعة اليابانية، و فقاعة الانترنت و فقاعة الرهن العقاري، عودة الفقاعات في الأسواق المالية رافقه ظهورها وبقوة في الأدبيات الاقتصادية، بحيث يرى المحدثون أن النماذج العشوائية في التوقع لم تعد موجودة، بحيث يمكن قياس التوقعات واختبارها ميدانيا، بحيث تقييم الأصول على أساس قيمها الحالية وإيراداتها المتوقعة بقيمتها الحالية، ويمكن التعبير عنها رياضيا في نماذج قياسية نختار من بين النماذج الممكنة الأكثر استقرارا، والأقرب إلى التوقعات العقلانية للمتعاملين. ولكن الفقاعات التي ظهرت في الأسواق المالية يمكن إرجاعها إلى النقص التي يمكن أن تنطوي عليها النماذج القياسية المستعملة في التوقعات، ومن بينها درجة الحرية، وأخطاء القياس بالإضافة إلى عوامل خارجة عن النموذج أو لا يمكن قياسها، أو متغيرات عشوائية لا يمكن التنبؤ بها، وهذا ما يظهر في نظرية الأسواق غير العقلانية.

ثالثا- عرض وتحليل نتائج الاختبارات.

لدراسة دور الفقاعات المضاربة في تكرار الأزمات المالية، اختبارنا وجود فقاعة مضاربة في أزمة الرهن العقاري الأمريكي، ونتائج الاختبارات التي قمنا بها سيتم عرضها في هذا العنصر.

1- اختبار جذر الوحدة ADF.

يعمل هذا الاختبار على التأكد من استقرار السلسلة المدروسة من عدمه، وذلك باختبار وجود جذر الوحدة في السلسلة أم لا، وفي هذه الحالة نقارن بين السلسلتين والتأكد من أنهما متشابهتين أم لا ويعتبر ذلك إحدى أدلة وجود الفقاعة أم لا، حسب نتائج الاختبار. وهو في هذه الحالة يتبع النموذج التالي:

$$\Delta(d-p)_t^d = \mu + \gamma(d-p)_{t-1}^d + \delta_t \Delta(d-p)_{t-1}^d$$

$$\text{Où } (d-p)_t^d = (d-p)_t - x_t' \delta(\alpha)$$

$$\text{Et } \alpha = \begin{cases} 1 - \frac{7}{T} & \text{si } x_t = \{1\} \\ 1 - \frac{13,5}{T} & \text{si } x_t = \{1, t\} \end{cases}$$

بحيث: T يعبر عن حجم العينة؛

X_t متغير خارجي.

نتائج الاختبار موضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم (02): نتائج اختبار ADF

	LAHPI		LARI	
	Test ADF	Critical values	Test ADF	Critical values
Intercept	-2,6877	-2,8972	-5,3218	-2,8955
Trend and Intercept	-2,8599	-3,4655	-6,1379	-3,4629
None	-2,5817	-1,9448	-1,3440	-1,9447

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على برنامج E-views7

تبين نتائج اختبار ADF عند الفرق الأول (السلسلتين متكاملتين من الدرجة الأولى) وعند مستوى معنوية 5% والمبوبة في الجدول السابق، أن سلسلة مؤشر أسعار المنازل في الولايات المتحدة الأمريكية يحتوي على جذر الوحدة في حالة ثابت أو في حالة ثابت واتجاه عام باعتبار أن القيم المحسوبة أكبر من المجدولة، فهي سلسلة غير مستقرة، في حين لا تحتوي السلسلة على جذر الوحدة في حالة عدم وجود ثابت ولا اتجاه عام، باعتبار أن المحسوبة أقل من المجدولة وبذلك فهي مستقرة في هذه الحالة، وعند مقارنتها بسلسلة مؤشر الإيجارات فهي العكس تماماً بحيث السلسلة مستقرة في حالة ثابت أو في حالة ثابت واتجاه عام وغير مستقرة في حالة عدم وجود لا ثابت ولا اتجاه عام. ومنه نستنتج أن سلسلة مؤشر أسعار المنازل في الولايات المتحدة الأمريكية وحسب نتائج اختبار ADF فإنها تحتوي على جذر الوحدة.

2- اختبار التكامل المشترك (طريقة جوهانس).

تستعمل هذه الطريقة لاختبار العلاقة طويلة الأجل بين السلسلتين المدروستين (غير المستقرتين عند المستوى)، وهو يعتمد على اختبار VAR الذي يمكن التعبير عنه بالنموذج التالي:

$$y_t = \mu_t + A_1 y_{t-1} + A_2 y_{t-2} + \dots + A_p y_{t-p} + B x_t + \varepsilon_t$$

بحيث: y_t المتغيرات الداخلية؛

x_t المتغيرات الخارجية؛

A_i و B يمثلان على التوالي معاملات y_t و x_t

باعتبار أن:

$$y_{t-1} \equiv y_t - \Delta y_t \text{ et}$$

$$y_{t-1} \equiv y_{t-1} - (\Delta y_{t-1} + \Delta y_{t-2} + \dots + \Delta y_{t-i-1})$$

إذا يمكن كتابة النموذج على الشكل التالي:

$$\Delta y_t = \mu_t + \Pi y_{t-1} + \sum_{i=1}^{p-1} \Gamma_i \Delta y_{t-i} + Bx_t + \varepsilon_t$$

بحيث:

$$\Pi = \sum_{i=1}^p A_i - I \text{ et } \Gamma_k = - \sum_{i=k}^p A_i$$

إذا كانت r رتبة المصفوفة Π ، فإن السلسلتين متكاملتين إذا كانت $r < n > 0$. في هذه الحالة

وباعتبار أن السلسلتين متكاملتين من الدرجة الأولى يمكن تعويض Π بـ يمكن كتابة النموذج في شكل اختبار VECM، كما يلي:

بحيث α تمثل شعاع المعاملات المعدلة β ، وشعاع معاملات التكامل المشترك.

نتائج الاختبار مبوبة في الجدول التالي:

الجدول رقم (03): نتائج اختبار التكامل المشترك.

		Eigen-value	Trace Statistic	Critical *Value	*Prob
Intercept (no trend)	None	0,1142	11,3480	15,4947	0,1910
	At most 1	0,0121	1,0369	3,8414	0,3085
		Eigen-value	Max-Eigen Statistic	Critical *Value	*Prob
	None	0,1142	10,3111	14,2646	0,1923
	At most 1	0,0121	1,0369	3,8414	0,3085

Intercept and trend		Eigen-value	Trace Statistic	Critical *Value	*Prob
	None	0,1396	16,6919	25,8721	0,4383
	At most 1	0,0449	3,9099	12,5179	0,7551
		Eigen-value	Max-Eigen Statistic	Critical *Value	*Prob
	None	0,1396	12,7819	19,3870	0,3460
At most 1	0,0449	3,9099	12,5179	0,7551	

* ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%.

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على برنامج E-views7

النتائج الموبوءة في الجدول تبين أن القيم الحرجة لاختبارات الأثر أكبر من اختبارات الأثر في كل الحالات، مما يعني عدم وجود تكامل مشترك بين السلسلتين في الأمد الطويل، وهذا يعني أن السلسلتين تبتعدان عن بعضهما ولا تبتديان سلوكا مشابها، وبذلك نستنتج وجود فقاعة مضاربة فيها.

3- اختبار كفاءة السوق العقاري الأمريكي عند المستوى الضعيف.

كفاءة السوق عند المستوى الضعيف تعني أن الأسعار في السوق تعكس تماما كل المعلومات الخاصة بالتتابع التاريخي للتغيرات في الأسعار، ولذلك فإن تطبيق أي قاعدة للتعامل أو التحليل التي تعتمد على المعلومات السوقية التاريخية لن تعطي أي عائد إضافي، وعليه فإن سعر الأصل في الزمن t هي التوقع العقلاني للقيمة الأساسية للأصل « V » بناء على المعلومات المتاحة في الزمن t ، والتي يمكن كتابتها كما يلي:

$$P_t = E[V^*/I_t] \equiv E_t V^*$$

وهي نفسها في $t+1$ ، وعليه يمكن كتابة توقعات تغيرات الأسعار كما يلي:

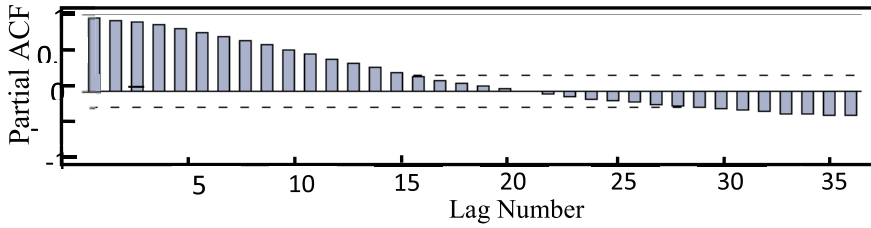
$$E_t[P_{t+1} - P_t] = E_t[E_{t+1}[V^*] - E_t[V^*]] = E_t[V^*] - E_t[V^*] = 0$$

وعليه فإن أحسن توقعات اليوم لتوقعات الغد لأسعار أصل ما، هي ببساطة أحسن توقعات اليوم لمتغير عشوائي. وإذا اعتبرنا أن القيمة الأساسية للأصل مستقلة عن الزمن فالتوقع يكون:

$$E_t[P_{t+1} - P_t] = E_t[E_{t+1}[V_{t+1}^*] - E_t[V^*]] = E_t[V_{t+1}^*] - E_t[V^*]$$

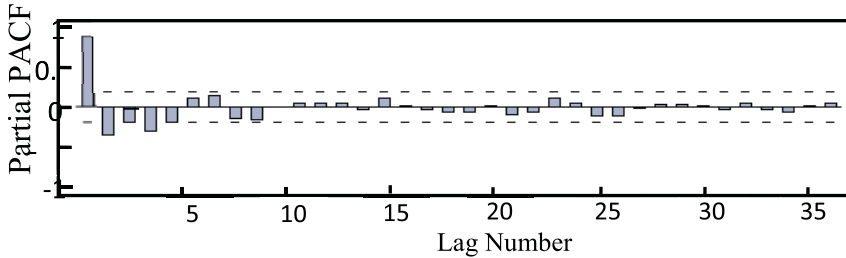
لاختبار كفاءة السوق العقاري الأمريكي عند المستوى الضعيف نتأكد من أن الأسعار الحالية للمنازل تعكس الأسعار التاريخية لها، لأن أسعار اليوم هي أحسن توقع لأسعار الغد، عن طريق دراسة الترابط الذاتي «ACF» والترابط الذاتي الجزئي «PACF»، لعوائد السلسلة خلال فترة الدراسة، نتائج الاختبار كانت كما يلي:

الشكل رقم (05): دالة الترابط الذاتي (ACF) لأسعار المنازل.



المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على برنامج E-views7

الشكل رقم (06): دالة الترابط الذاتي الجزئي (PACF) لأسعار المنازل.

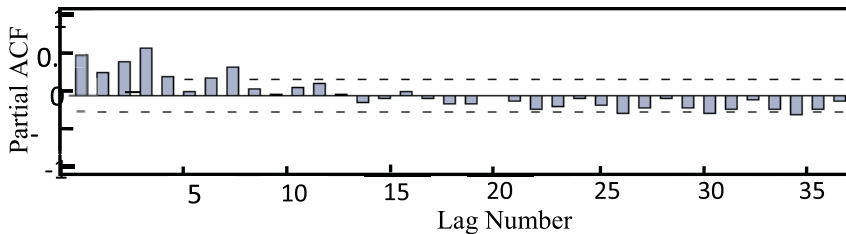


المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على برنامج E-views7

يقيس معامل الارتباط الذاتي درجة الارتباط بين التغير في سعر المنازل خلال فترة زمنية معينة، كما يبين درجة العلاقة بين التغير الحالي والتغيرات في فترات سابقة، وتشير النتائج إلى وجود ارتباط ذاتي ايجابي بين تغيرات أسعار المنازل فهو يدل على إمكانية استعمال أسعار المنازل الحالية للتنبؤ بأسعارها المستقبلية، وهذا يتنافى مع الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق.

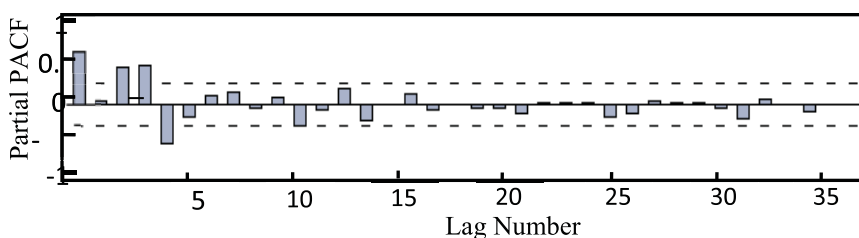
وتؤكد عدم كفاءة السوق الأمريكية للعقارات في المستوى الضعيف في حالة لوغريتم عوائد المنازل، والموضحة في الأشكال التالية:

الشكل رقم (07): دالة الترابط الذاتي (ACF) لعوائد أسعار المنازل



المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على برنامج E-views7

الشكل رقم (08): دالة الترابط الذاتي الجزئي (PACF) لعوائد أسعار المنازل.



المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على برنامج E-views7

تبين نتائج الاختبار أن السوق العقاري الأمريكي غير كفاء في المستوى الضعيف، فالمتعاملين فيه يستعملون توقعاتهم في تحديد الأسعار المستقبلية وبما أن الارتباط إيجابي فهم يتوقعون ارتفاع الأسعار في المستقبل مما يجعلهم يشترون العقارات، من أجل بيعها في المستقبل باعتبار أنهم يتوقعون ارتفاع أسعارها. وهذا ما أدى إلى ظهور الفقاعة المضاربة، وهو الدليل على وجودها في هذا السوق.

الخاتمة:

يسعى المتدخلون في الأسواق المالية إلى تعظيم أرباحهم، لذي يعملون على استغلال الفرص التي يمنحها السوق، وكثيراً ما يستثمرون في فوارق الأسعار فيضاربون على ورقة ما أو في قطاع معين، فيؤثرون على أسعار الأصول دون أن يكون لها سند حقيقي في نشاط المؤسسة المصدرة للورقة، وهذا ما يؤدي إلى تشكل الفقاعات المضاربة، التي تعني تضخم أسعار أصل ما عبر الزمن بفعل كثرة الطلب عليه، وعند وصوله إلى مرحلة التشبع تنفجر الفقاعة مشكلة أزمة مالية.

من خلال الدراسة تبين لنا أنه تنتشر في الأسواق المالية نشاطات مضاربة، بمساهمة توفر السيولة والتسهيلات الائتمانية، فتؤدي إلى ظهور فقاعات اقتصادية في قطاعات مختلفة، يؤدي تشبعها إلى انفجار الفقاعة وبذلك حدوث الأزمة، فباستعمال اختبار ADF، واختبار التكامل المشترك، واختبار كفاءة السوق الأمريكية عند المستوى الضعيف، توصلنا إلى وجود فقاعة مضاربة في سوق الرهن العقاري، ومن خلال الدراسة النظرية وجدنا أن كل الأزمات شهدت سلوكيات مضاربة.

ساهم نمو حجم السيولة العالمية، والتسهيلات الائتمانية على انتشار السلوكات المضاربة في الأسواق المالية، التي جعلت الاستثمارات تنتقل من الاقتصاد الحقيقي إلى الاقتصاد المالي الوهمي، وهذا ما يؤدي في كل مرة إلى ظهور فقاعة اقتصادية في قطاع ما، وما إن يتشبع هذا القطاع وتتغير شروط منح الائتمان، حتى تنفجر الفقاعة مشكلة أزمة مالية. وعليه يجب إعادة النظر في شروط منح الائتمان، وأسس دراسة الجدارة الائتمانية للمقترضين، مع تتبع أوجه استعمال هذه القروض، حتى لا تتجه إلى المضاربة في الأسواق المالية، وبذلك الحد من النشاطات المضاربة

قائمة المراجع:

1. محمد يوسف عنتر الفالوجي، اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية عند المستوى الضعيف، [على الخط]، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية غزة، 2007، متاح على <<http://library.iugaza.edu.ps/thesis/73833.pdf>>، تاريخ الإطلاع (2012/12/18).
2. محمود فهد مهيدات، المضاربات الوهمية «السوقية» ودورها في الأزمة المالية «عقود الخيارات»، [على الخط]، مداخلة في مؤتمر «الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي اسلامي»، جامعة العلوم الاسلامية العالمية، عمان، الأردن، 1-2 ديسمبر 2010، متاح على <<http://www.4shared.com/office/S5ivbAG2/-----.html>>، تاريخ الإطلاع: (2011/07/02).
3. A.Mokhefi, M.Amrani, Bulles spéculatives: Prophylaxie et thérapeutique, [en Ling], disponible sur <<http://www.iefpedia.com/france/wp-content/uploads/200912//Bulles-Spéculatives-Prophylaxie-et-thérapeutique---MOKHFI-ET-AMRANI.pdf>>, visité le (092012/04/).
4. Franklin Allen, Douglas Gale, Bubbles and crises, [on line], The economic journal, Jan 2000, N° 460, available at: <<http://www.jstor.org/stable/2565656>>, visit (04/12/2012).
5. Jean Sobocoeur Chrispin, bulles spéculatives sur le marché du logement: Etats-Unis et canada, [en linge], mémoire présenté comme exigence partielle de la maîtrise en économie, université du Québec à Montréal, Mars 2010, disponible sur <http://www.economie.uqam.ca/pages/docs/Chrispin_Jean_Sobocoeur_m%C3%A9moire.pdf>, visité le (222012/04/).
6. Jean Sobocoeur Chrispin, bulles spéculatives sur le marché du logement: Etats-Unis et canada, [en ligne], mémoire de la maîtrise en économie, université du Québec à Montréal, Mars 2010, disponible sur: <http://www.economie.uqam.ca/pages/docs/Chrispin_Jean_Sobocoeur_m%C3%A9moire.pdf>, visité le: (222012/04/).
7. Luis Miotti, Dominique Plihon, libéralisation financière, spéculation et crises bancaires, [en ligne], Revue Economie Internationale, 1er trimestre 2001, N° 85, disponible sur <<http://www.cairn.info/revue-economie-internationale-20011--page-3.htm>>, visité le: (172012/10/).
8. Marie-Christine Adam, Ariane Szafarz, Crises boursières, bulles spéculatives et raitionalité économique, [en linge], Études internationales, 1989, Vol 20, N° 4, disponible sur <<http://id.erudit.org/iderudit/702578ar>>, visité le (152012/05/).
9. Orléan, André, L'autoréférence dans la théorie keynésienne de la spéculation, [en linge], in Cahiers d'Économie politique, 1988, N° 1415-, disponible sur <http://www.parisschoolofeconomics.com/orlean-andre/depot/publi/autoref_keynes.pdf>, visité le (082012/12/).
10. Philippe Askenazy, et autre, crise et dette en Europe, [en linge], Manifeste d'économistes atterrés, le 012010/09/, disponible sur <<http://www.assoekonomiepolitique.org/spip.php?article140>>, visité le (022012/10/).

11. Stéphane SORBE, Éclatement de la bulle sur le marché immobilier américain, [en ligne], Lettre Trésor-éco, Juillet 2008, N°40, disponible sur <<http://www.economie.uqam.ca/>>, visité le: (132012/09/).
12. Steve Ambler, l'efficacité des marchés financiers, [en ligne], Revu Economie financière, N°: ECO 6080, Automne 2010, disponible sur: <<http://www.er.uqam.ca/nobel/r107356080//efficien.pdf>>, visité le (182012/12/).
13. Vincent Grossmann-Wirth, et autre, Comprendre la formation de la bulle immobilière américaine et son éclatement, [en ligne] ,ÉCONOMIE ET STATISTIQUE, 2010, N° 438-440, disponible sur <http://www.insee.fr/fr/ffc/docs_ffc/ES438J.pdf>, visité le (09)2012/02/.
14. Virginie Coudert, Florence Verhille, À propos des bulles spéculatives, [en ligne], Bulletin de la Banque de France, Novembre 2001, N° 95, disponible sur <<http://www.banque-france.fr/accueil.html>>, visité le: (082012/04/).