

أثر تحرير الأسواق المالية على عدم الاستقرار المالي.
دراسة قياسية لعينة من الدول النامية خلال الفترة 1990-2014

بوعلي عبدالقادر

أستاذ مساعد أ المركز الجامعي بلحاج بوشعيب عين تموشنت
boualiabdelkader@yahoo.fr

غزوي سليمة

أستاذة مساعدة أ المركز الجامعي بلحاج بوشعيب عين تموشنت
selmagh01@yahoo.fr

الملخص:

في هذه الورقة حاولنا اختبار الدور الذي تلعبه تحرير الأسواق المالية في الدول الناشئة في عدم الاستقرار المالي ونشوب الأزمات المالية، وذلك عن طريق دراسة قياسية في سلة بيانات بانل تضم 16 دولة نامية وباستعمال نموذج ثنائي الحدين **Logit** خلال الفترة الممتدة ما بين 1990-2014 و قد توصلت الدراسة إلى أن سياسة سياسة تحرير الأسواق المالية كان سببا مهما لنشوب العديد من الأزمات المالية في هذه الدول.

الكلمات المفتاحية: النظام المالي، التحرير المالي، الأسواق المالية، الأزمات المالية، نموذج **Logit**.

مقدمة:

تعدّ ظاهرة التحرير المالي **Financial Liberalization** من الظواهر الحديثة نسبياً، جاءت لظروف كثيرة أملتتها متغيرات عقدي الستينات والسبعينات حيث ساد الاعتقاد بأنّه الحل الأمثل المطروح أمام تلك الظروف التي عملت على تعطيل عجلة تطوّر الاقتصاد العالمي، ومع بداية عقد السبعينات توسّعت المطالبة بالتحرر المالي سواء كانت صادرة من باحثين أو مؤسسات دولية واحتلت تلك الدراسات اهتماما واسعا¹ ومن أهم الدراسات التي صدرت آنذاك دراسي الاقتصاديين **McKinnon** و **Shaw** سنة 1973.

وبذلك لجأت معظم الدول النامية والمتقدمة الى تحرير أنظمتها المالية المحلية، وإلغاء القيود المفروضة على تحركات رؤوس الأموال طويلة وقصيرة الأجل من وإلى الخارج، أي تحرير النظام المالي المحلي، وتحرير حساب المعاملات الرأسمالية في ميزان المدفوعات، وكذا تحرير الأسواق المالية.

وفي هذه الورقة سنحاول اختبار إمكانية تحرير الأسواق المالية في احتمالية نشوب الأزمات المالية في الدول النامية وذلك بطرح الإشكالية التالية:

هل هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين تحرير الأسواق المالية والأزمات المالية في الدول النامية؟

وللإجابة على هذه الإشكالية سنحاول طرح الفرضيات التالية:

- H_0 لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتحرير الأسواق المالية على نشوب الأزمات المالية في الدول النامية.
- H_1 يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتحرير الأسواق المالية على نشوب الأزمات المالية في الدول النامية.

أهمية الدراسة: تكتسي هذه الدراسة أهمية بالغة خاصة وأنها تبين المخاطر التي من الممكن أن يشكلها تحرير الأسواق المالية على اقتصاديات الدول النامية خاصة الوقوع في الأزمات المالية الخائفة.

أهداف الدراسة: من خلال هذه الدراسة سنبيّن المخاطر الكبيرة التي تشكلها تحرير الأسواق المالية على اقتصاديات الدول النامية التي تعتبر المصدر الرئيسي في نشوب الأزمات المالية وكذا عامل أساسي في تكرارها.

محاور الدراسة:

1. مقارنة نظرية للأسواق المالية والأزمات المالية.
 2. اختبار أثر تحرير الأسواق المالية على احتمالية حدوث الأزمات المالية في الدول النامية.
- أولا. مقارنة نظرية للأسواق المالية والأزمات المالية.

1. ماهية الأسواق المالية.

تعدّ الأسواق المالية من المؤسسات المالية التي تحضّا باهتمام جميع الدول المتقدمة والنامية، كونها ضرورية لجمع الأموال وحشد المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات، ويمكن من خلال السوق المالي أن يبحث المقترضون عن مقرضين مناسبين، وتدخل مساهمة البنوك في السوق المالي كمساعد في عمليات التمويل والاستشارة من خلال العمل كوسطاء في السوق أو مستثمرين، وتقوم المصارف في توفير التمويل على شكل قروض ورهن العقارات لهذا الغرض.

1.1 مفهوم السوق المالي:

إن الأسواق المالية لا تختلف عن بقية أسواق المنتجات أو عوامل الإنتاج من حيث كونها موقع لالتقاء تيّاري الطلب والعرض باتجاه تحديد مستويات التوازن سعري والكمّي، فضلا عن تحديد نمط تخصيص الموارد ومستويات الربح والخسارة لأطراف السوق².

ويقصد بالسوق المالي ذلك السوق الذي يقوم بوظيفة التوسّط بين الأفراد والبنوك ومؤسسات الادخار المختلفة التي تتجمع فيها المدخرات وبين المشروعات التي هي في حاجة إلى رؤوس الأموال، وبذلك يتحقق التوازن المالي والاقتصادي داخل السوق.

2.1 أهمية الأسواق المالية:

إن الأهمية الاقتصادية للأسواق المالية بصفة عمّامة تكمن في تسهيل انسيابية رأس المال بين المجهزين والمستخدمين وهناك وظائف أخرى يمكن حصرها كالآتي:

- ✓ المساهمة في تعظيم الثروة المتمثلة في القيمة الرأسمالية للأوراق المالية وارتفاع قيمة الأسهم، وتوفير أشكال متعددة من الأدوات المالية والمجالات الاستثمارية وإتاحتها إلى جمهور المستثمرين وتسهيل تداولها والحصول على السيولة، مما يقلل درجة المخاطر³.
- ✓ تشجيع الادخار بتوجيه الفوائض المالية لصغار المستثمرين لشراء الأوراق المالية، أو الأسهم بغرض تحسين دخولهم ومستواهم المعيشي.
- ✓ توفير الموارد المالية قصيرة ومتوسطة الأجل للشركات أو المؤسسات التي تواجه نقص أو انخفاض في مواردها المالية.

- ✓ المساهمة في توفير التمويل للمشاريع التنموية الحكومية عن طريق طرح الأوراق أو السندات الحكومية للجمهور أو البنوك.⁴
- ✓ المساعدة في تحقيق السياسة النقدية للدولة من خلال دخول البنك المركزي إلى السوق والتأثير على أسعار الفائدة وبيع السندات الحكومية.
- ✓ سدّ الفجوة التمويلية للمشاريع والناجمة عن عزوف البنوك عن تمويلها وتوفير السيولة وتخفيض التمويل قصير الأجل.⁵

2. ماهية الأزمات المالية.

لقد أُلّف الإنسان معاصرة الأزمات على جميع الأصعدة، وفي كل العصور، وتأتي الأزمات المالية في مكانة متميزة من بؤرة اهتماماته بين غيرها من الأزمات، لما لها من آثار سلبية و مباشرة على مختلف أوجه حياته الاقتصادية والاجتماعية والتي قد تكون مدمرة، ومن هذا المنطلق وجب علينا البحث في مفهومها ومعرفة أهم خصائصها.

1.2 مفهوم الأزمة المالية

يمكن تعريف الأزمة المالية أنها أزمة تمس أسواق المال و أسواق الائتمان في بلاد معينة، وقد تنتشر لتتحول إلى أزمة إقليمية أو أزمة عالمية، وإذا كانت الأزمة المالية لا تتعلق في بداية الأمر إلا بالأسواق المالية، فإن تفاقمها يؤدي إلى آثار ضارة بالاقتصاد الحقيقي: تضيق الائتمان وبالتالي انخفاض الاستثمار، مما يجبر إلى أزمة اقتصادية، بل حتى إلى ركود اقتصادي.⁶

ويمكن تعريفها أيضا على أنها تلك التذبذبات التي تؤثر كليا أو جزئيا على مجمل المتغيرات المالية، حجم الإصدار، أسعار الأسهم و السندات، و كذلك اعتمادات الودائع المصرفية، و معدل الصرف. هذا الاختلاف في تقدير الظواهر الخاصة بالارتفاع والانخفاض يستلزم فترة طويلة لتفسيرها.⁷

2.1 مؤشرات الأزمة المالية:

لا توجد مؤشرات واضحة للدلالة على حدوث الأزمات مستقبلا بشكل يقيني، وإلا أمكن معالجة الموقف بمجرد ظهورها، ومن ثم إمكانية تجنب الأزمة، ففي الحقيقة هناك مجموعة من المؤشرات الدالة فقط على مواقف تتسم بتزايد مخاطر التعرض للآزمات، ويمكننا تصنيف أهم المؤشرات الاقتصادية الدالة على إمكانية تعرض دولة ما لآزمات سوق الأوراق المالية والعملات في صنفين وهو ما يبينه الجدول التالي:⁸

الجدول رقم 01 : المؤشرات الاقتصادية التقليدية الدالة على وقوع الآزمات المالية.

التطورات في الاقتصاد الكلي	الخصائص الهيكلية أو البنوية
- ارتفاع معدل التضخم.	- انخفاض معدلات التبادل.
- نمو سريع في التدفق النقدي.	- إستراتيجية النمو المتزايد في الصادرات.
- انخفاض حقيقي لمعدل نمو الصادرات.	- قطاع التصدير أكثر تركيزا.
- عجز مالي متزايد.	- ارتفاع معدل التغير للديون الخارجية.
- ارتفاع معدل التبادل بالنسبة للاتجاه السائد.	- ارتفاع حجم الدين الخارجي قصير الأجل.
- النمو السريع في الإعتمادات المالية اهلية كنسبة مئوية من الناتج القومي الإجمالي.	- تخرق سوق المال الحديث.
- ارتفاع نسبة القروض غير المنتجة إلى إجمالي القروض.	- إطار ضعيف للإشراف على الأموال وتنظيمها.
- ارتفاع نسبة العجز في الحسابات الجارية كنسبة مئوية من الناتج	- أسواق الائتمان مضمونة بأصول مالية أو عقارية.
	- انخفاض الاكتتاب في سوق الأسهم.

سيطرة بعض المؤسسات على سوق الأسهم.	-	القومي الإجمالي.
الرقابة على دخول السوق والخروج منه.	-	نمو الديون الخارجية وزيادة الديون في العملات الأجنبية.
		انخفاض الاحتياطي العالمي.
		انخفاض النمو الاقتصادي الحقيقي.
		ارتفاع معدل الأسعار والأرباح.
		ارتفاع معدلات الفائدة المحلية وارتفاع معدل البطالة.

3. علاقة تحرير الأسواق المالية بالأزمات المالية (عرض الأدبيات السابقة)

بعد تطبيق سياسة التحرير المالي في العديد من البلدان النامية أدى في بعض الدول الى ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي، إلا أنه في بعض الدول الأخرى أدى إلى العكس من ذلك تماما حيث وقعت أزمات مالية وبنكية أدت إلى زعزعة الأنظمة المالية لهذه الدول.

وهناك عدّة دراسات بينت العلاقة السببية بين سياسة التحرير المالي والأزمات المالية نوجزها فيما يلي:

1.3 أعمال Rein Hart و Kamensky سنة 1996:⁹ حيث أجريت هذه الدراسة على 20 دولة آسيوية، أوروبية وأمريكية لاتينية خلال سنوات الثمانينات إلى منتصف التسعينات وقد توصلت الدراسة إلى ما يلي:

- ✓ تزايد الأزمات المالية في هذه الدول بعد تطبيق سياسة التحرير المالي.
- ✓ كان النظام المالي في هذه الدول أكثر استقرارا في فترة السبعينات التي تميّزت بالسيطرة التامة للدولة على النظام المالي لتلك الدول.

2.3 أعمال Detragiache و Demirguc-kunt¹⁰ 1998: حيث قام الباحثان بالبحث عن قنوات تأثير التحرير المالي في نشوب الأزمات المالية، حيث اعتمدت دراستهما نماذج قياسية شملت عينة مكونة من 53 دولة في الفترة الممتدة ما بين 1980-1995، وبينت النتائج أن التحرير المالي أدى الى نشوب الأزمات المالية حتى ولو كانت الأوضاع الاقتصادية الكلية مستقرة تماما.

3.3 دراسة Frankel-Rose 1996: حيث بينت هذه الدراسة الأسباب الحقيقية للأزمات المالية من خلال عينة متكونة من (105) دولة خلال الفترة الممتدة ما بين "1971 و 1992" حيث توصلت إلى أن احتمال حدوث الأزمة المالية يزيد في حالة ارتفاع معدلات الفائدة الخارجية ووجود توسع كبير في منح القروض وهذا لا يحدث إلا في ظل سياسة التحرير المالي¹¹.

ثانيا: اختيار أثر تحرير الأسواق المالية على احتمالية حدوث الأزمات المالية في الدول النامية.

سنحاول تقديم النموذج القياسي الذي سنستخدمه في اختبار تحرير الأسواق المالية على نشوب الأزمات المالية في الدول النامية، وذلك بتقديم المتغيرات الاقتصادية للدراسة إضافة إلى عرض الدول النامية التي غطتها الدراسة وكذا الفترة الزمنية المختارة، و أخيرا نقوم بتقدير النموذج وتحليل النتائج.

1. بناء النموذج القياسي

سنحاول في هذه الدراسة إدخال جميع المتغيرات الاقتصادية التي يمكن أن يكون لها على الأزمات المالية وقد قسمنا هذه المتغيرات على النحو التالي:

1.1. متغير الأزمة المالية:

حيث يعتبر هذا المتغير متغيراً ثنائياً **binaire** بحيث يأخذ القيمة 1 إذا كانت هناك أزمة، ويأخذ القيمة 0 إذا كان هناك استقرار، وقد استخدمنا هذا المؤشر من أعمال كل من **Fabian Valencia & Luc Leavine** الصادر عن صندوق النقد الدولي والمحدث سنة 2012 حيث يضم جميع دول العالم التي شهدت أزمات مالية من سنة 1970 إلى 2012¹². وقد رمزنا له بالرمز **crises**.

2.1. متغير تحرير الأسواق المالية.

يعتبر هذا المؤشر من أهم المؤشرات التي تبين أثر تحرير الأسواق المالية سواء على النمو الاقتصادي أو على احتمالية حدوث الأزمات المالية، كما أن هناك العديد من المؤشرات التي تعبر عنه، غير أننا سوف نعتمد في هذه الدراسة على نسبة مجموع التدفقات المالية في شكل أسهم وسندات من إجمالي الناتج المحلي. وسوف نرسم إليه في هذه الدراسة ب **LMB**.

3.1. متغيرات الاقتصاد الكلي: **Macro** تضم مصفوفة من المتغيرات الاقتصادية الكلية و التطور المالي وهي.

- نسبة نمو الناتج المحلي الإجمالي **pib**
- نسبة النقود بشكلها الواسع من حجم الاحتياطات النقدية **M2RV**.
- نسبة إجمالي الصادرات من إجمالي الناتج المحلي الإجمالي **export**.
- نسبة إجمالي الواردات من إجمالي الناتج المحلي الإجمالي **import**
- نسبة التضخم: **inf**. تعبر نسبة التضخم أساساً على مدى الاستقرار في الاقتصاد الكلي للدول.
- نسبة حجم القروض الداخلية المدفوعة من قبل البنوك من إجمالي الناتج المحلي: وهذا لمعرفة حجم التوسع في الاقتراض و أثره في احتمالية حدوث الأزمات المالية و سترمز له بالرمز **CIFSB**.

وقد أخذنا بحمل هذه المتغيرات و المؤشرات من قاعدة بيانات البنك العالمي **World bank**

database¹³ ومن بيانات صندوق النقد الدولي **International Financial Statistics**¹⁴

2. الإطار الزمني والمكاني للدراسة القياسية.

1.2. الإطار الزمني للدراسة:

لقد اخترنا أن يكون البعد الزمني لهذه الدراسة ما بين 1990 و 2014 حيث شهدت العديد من الدول النامية في هذه الفترة عدد كبير من الأزمات المالية.

2.2. الإطار المكاني للدراسة:

في هذه الدراسة اخترنا ستة عشر 16 دولة نامية موزعة حول العالم على النحو التالي:

الجدول رقم 02: تقسيم الدول قيد الدراسة حسب المناطق الجغرافية.

أمريكا الجنوبية	الشرق الأوسط وشمال إفريقيا	جنوب شرق آسيا
الأرجنتين	الجزائر	الفلبين
البرازيل	المغرب	تايلاند
الثيلبي	تونس	ماليزيا

اندونيسيا	مصر	المكسيك
الهند	الأردن	
كوريا الجنوبية	تركيا	

قامت هذه الدول بسياسة التحرير المالي في أواسط السبعينات و بداية الثمانينات وذلك لمواكبة التطور المالي والانفتاح على العالم الخارجي في إطار العولمة المالية، وذلك قصد تحقيق معدلات مرتفعة من النمو الاقتصادي وفقا لما تمليه النظرية الاقتصادية لماكينون وشاو 1973، غير أن هذه الدول وبالرغم من تحقيقها معدلات نمو معتبرة بعد تبني هذه السياسة إلا أنها وقعت في أزمتان بنكية عديدة.

3. تقدير النموذج:

1.3 مفهوم الانحدار اللوجستي:

يعتبر نموذج الانحدار اللوجستي من أهم النماذج المطبقة حديثا في شتى العلوم منها العلوم الاجتماعية والنفسية والعلوم الطبية و كذا العلوم الاقتصادية والمالية.

كما تعتبر نماذج الانحدار اللوجستي حالة خاصة من حالات نماذج الانحدار العامة Generalized Liner Models، ويطلق على هذه النماذج أحيانا نماذج اللوجت Logit model و تستخدم عندما نرغب في التنبؤ بوجود صفة معينة أو ظاهرة أو خاصية معينة بالاعتماد على قيم متغير أو مجموعة من المتغيرات المستقلة الأخرى التي لها علاقة بالمتغير التابع تماما كما هو الحال في نماذج الانحدار العامة، وتستخدم معاملات النموذج اللوجستي في تقدير قيمة نسبة الخلاف Odds Ratio لكل من المتغيرات المستقلة في النموذج.

ويبنى هذا النموذج على فرض أساسي هو أن المتغير التابع Y هو متغير كيفي صوري Dummy variable و الذي يعتبر متغير ثنائي الاستجابة يأخذ القيمة 1 عند حدوث الاستجابة باحتمال $p=1$ ويأخذ القيمة 0 باحتمال $1-p$ عند عدم حدوث الاستجابة.

فإذا كان هناك متغير مستقل واحد يعرف النموذج بالنموذج اللوجستي الثنائي البسيط، أما إذا كان هناك أكثر من متغير مستقل فان النموذج يعرف بالنموذج اللوجستي الثنائي المتعدد.

ويكمن الهدف وراء استخدام المتغير التابع الكمي Y هو تقدير القيمة المتوقعة، أما النماذج التي تستخدم المتغير التابع النوعي فهذهها الأساسي هو إيجاد احتمال حدوث الحدث من عدمه.

$$y_t = a_0 + a_1 X_t + \varepsilon_t$$

بحيث:

y_t المتغير التابع يأخذ القيمة 1 في حالة حدوث الحدث أو القيمة 0 في حالة العكس.

a_0, a_1 معاملات النموذج.

X_t المتغير المستقل الكمي.

E الخطأ العشوائي.

ولا يمكن تطبيق طريقة المربعات الصغرى العادية OLS في تقدير معالم هذا النموذج وذلك لأنه يواجه نوعين رئيسيين من المشاكل وهي¹⁵:

- إذا علمنا أن احتمال حدوث الحدث من عدمه تتراوح قيمتها بين الصفر كحد أدنى وقيمة الواحد كحد أقصى، ذلك لأنه وفقا لتعريف الاحتمالات لا يمكن لقيمة الاحتمالات أن تتجاوز الواحد الصحيح و لا تنخفض عن الصفر، بالإضافة إلى أن نموذج الانحدار الخطي للمربعات الصغرى يسمح لحظ الانحدار أن يمتد إلى مالا نهاية حسب قيمة المتغيرات المستقلة، إذن استخدام انحدار المربعات الصغرى مع البيانات ذات المتغير الثنائي قد يفاجئ الباحث بقيم متوقعة للمتغير التابع تتجاوز الواحد الصحيح أو تقل عن الصفر.

- كما يترتب أيضا استخدام المتغير الصوري كمتغير تابع وجود ارتباط بين الحد العشوائي والمتغير المستقل، وهذا يخلّ مرة أخرى بأحد افتراضات المربعات الصغرى العادية القائلة بعدم وجود ارتباط بين الحد العشوائي والمتغير المستقل، حتى يمكن تحديد أثر كل منهما بصورة مستقلة عن المتغير التابع، وتسمى هذه المشكلة بمشكلة عدم ثبات التباين Heteroscedasticity¹⁶.

- إن استخدام تحليل انحدار المربعات الصغرى OLS في حالة البيانات ذات المتغيرات التابعة ثنائية القيمة تتسبب في مخالفة فرضيات تحليل الانحدار الخطي أهمها افتراض اعتدالية التوزيع Normality وكذا تجانس البيانات حيث تنشأ هاتان المشكلتان بسبب الطبيعة الثنائية للمتغير التابع.

2.3 معادلة الانحدار:

كما أننا سنقوم بهذه الاختبارات بسلة بيانات بانل تتكون من 16 دولة وذلك باستعمال نموذج لوجيت في التقدير وذلك بتتبع المعادلة التالية:

$$\text{crises it} = \beta_0 + \beta_1 \text{ILMB it} + \beta_2 \text{Macro it} + \varepsilon \text{ it}$$

✓ Crises it متغير الأزمة المالية وهو متغير ثنائي أصم بحيث يأخذ القيمة 1 في حال حدوث الأزمة و 0 في حالة الاستقرار.

✓ Macro يضم مصفوفة متغيرات الاقتصاد الكلي، والتطور المالي.

✓ ILMB يضم مصفوفة مؤشر تحرير الأسواق المالية.

✓ $\varepsilon \text{ it}$ الخطأ العشوائي.

3.3 اختيار التبايؤات الزمنية:

جرت العادة في الدراسات الاقتصادية على استخدام التبايؤات الزمنية للمتغيرات الاقتصادية وذلك على اعتبار أن بيانات السلاسل الزمنية تعتبر سجلا تاريخيا لسلوك هذه المتغيرات، إذ يحتاج تأثير بعض المعغيرات الاقتصادية على المتغيرات الأخرى لفجوة زمنية أو فاصل زمني كما هو الحال بالنسبة للعوامل المؤثرة على الأزمات المالية. وبناء على هذا نجد أن الدراسات السابقة في هذا المجال درجت على استخدام التبايؤات الزمنية للمتغيرات الاقتصادية المفسرة للأزمات المالية.

ولكن ما يلاحظ أن أغلبها لم تعمل على اختبار عدد فترات التباطؤ الزمني المدرجة في النموذج. وهو ما سنتخبره هذه الدراسة باستخدام أهم معيارين في هذا المجال: معيار أكايك ، وشوارتز ، ومعيار هانان كوين ، بحيث يتم تقدير النموذج بعدد فترات تباطؤ زمني مختلفة ويتم مقارنة المعايير السابقة في كل نموذج من هذه النماذج، إذ تعتبر أدنى قيمة للمعيار هي القيمة المثلى له، وبذلك سنقوم باختيار التباطؤات الزمنية لكل اختبار على حدا.

إلا أننا و بعد القيام بهذا الاختبار عبر مختلف فترات الإبطاء الزمني، اخترنا أن نؤخر الزمن بفترة إبطاء واحدة، وهو ما يبينه الجدول.

الجدول رقم 03: اختيار عدد فترات التباطؤ الزمني .

عدد فترات التباطؤ الزمني	t-1*	t-2
معيار أكايك	0.480070	0.483454
معيار شوارتز	0.559900	0.625483
معيار هانان كوين	0.511684	0.577267

ملاحظة: * تشير إلى عدد فترات التباطؤ الزمني المختارة استنادا إلى كل معيار.

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Eviews 08

وبالتالي ستصبح المعادلة كالتالي:

$$\text{Crises } i_t = \beta_0 + \beta_1 \text{ILMB } i_{(t-1)} + \beta_2 \text{Macro } i_{(t-1)} + \varepsilon \text{ it}$$

4.2 نتائج التقدير:

بعد اختيار فجوة التباطؤ الزمني، أظهرت نتائج التقديرات ما يلي:

الجدول رقم: 04 نتائج تقدير أثر التحرير المالي الداخلي على احتمالية حدوث الأزمات المالية.

الاحتمال.	z-Statistic	الخطأ المعياري	المعامل	المتغيرات
0.0073	-2.684878	0.754001	-2.024401***	C
0.0128	2.490187	0.131708	0.327977**	ILMB(-1)
0.0000	-4.899983	0.052697	-0.258214***	PIB(-1)
0.0179	2.367050	0.059472	0.140774**	M2RV(-1)
0.0954	1.532345	0.011025	0.016893*	INF(-1)
0.0105	2.558833	0.007137	0.018262**	IMPORT(-1)
0.0001	-3.901859	0.009713	-0.037897***	EXPORT(-1)
0.0032	2.948434	0.006164	0.018173***	CIFSB(-1)
	-88.01405	Log likelihood	0.620327	McFadden R-squared
			0.00000	Prob(LR statistic)

ملاحظة: المتغير المستقل هو الأزمات المالية كما أن *** ** * تشير إلى معنوية الإحصائية على التوالي

10% 5% 1%

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج **views8**.

5.3. تحليل النتائج.

من جدول نتائج التقدير أعلاه نلاحظ أنه كل المتغيرات الداخلة في النموذج ذات دلالة إحصائية عند مستويات 1%، 5% ثم 10% ولديهم آثار على احتمالية نشوب الأزمات المالية. بحيث:

✓ مؤشر **ILMB** الذي يعبر عن درجة تحرير الأسواق المالية معنوي إحصائياً عند مستوى 5% و موجب بتأثير يقدر ب (0.327977)، وبالتالي نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة، أي أنه كلما ارتفعت درجة حرية الأسواق المالية كلما زادت احتمالية حدوث الأزمات المالية في الدول النامية المدروسة، بمعنى أنه مسؤول عنها في هذه الدول .

✓ فيما يخص تأثير الناتج المحلي الإجمالي **pib** فقد كان معنوي عند مستوى 1%، ومرتبطة عكسياً مع احتمالية حدوث الأزمات المالية ب (-0.258214) بمعنى أنه كلما ارتفع النمو الاقتصادي كلما قلت احتمالية حدوث الأزمات المالية، وهو ما أكدته العديد من الأدبيات الاقتصادية السابقة، حيث أن ارتفاع النمو الاقتصادي يؤثر على التطور المالي وبالتالي تجنب نشوب الأزمات المالية. وهناك العديد من الدراسات أكدت ذلك منها **Demerguç-kunt & Detragiache** سنة 1997 إضافة إلى دراسة **Beck et al** سنة 2006 و **Garcia Herrero & Del rio** سنة 2003.

✓ إذا لاحظنا مؤشر نسبة النقود بشكلها الواسع من الاحتياطات النقدية الذي رمزنا له ب **M2RV** فقد وجدنا أنه معنوي وموجب عند مستوى 5% بتأثير يقدر ب (0.140774) بمعنى أنه كلما ارتفع هذا المعدل كلما زادت احتمالية حدوث الأزمات المالية في الدول النامية قصد الدراسة، وهو ما بينته العديد من الدراسات على غرار دراسة **Demerguç-kunt & Detragiache** سنة 1997 ودراسة **Eichengreen & Arteta** سنة 2002 إضافة إلى دراسة **Komulainen & Lukkarila** سنة 2003، وهذا راجع أساساً إلى فقدان الثقة في البنوك التجارية من قبل المستثمرين المحليين والأجانبين إذا انخفض معدل الاحتياطات الأجنبية لديها.

✓ وإذا رجعنا إلى حجم القروض الداخلية المدفوعة من قبل البنوك التجارية والتي رمزنا إليها ب **CIFSB** فقد وجدنا أنه معنوي وموجب عند مستوى 1% بتأثير يقدر ب (0.018173) بمعنى أنه كلما ارتفع حجم التوسع في الاقتراض من قبل البنوك التجارية كلما زادت احتمالية حدوث الأزمات المالية في الدول النامية، وهذا راجع أساساً إلى ارتفاع حجم القروض غير المستردة في هذه البلدان، ما يؤدي إلى إفلاس البنوك التجارية والوقوع في الأزمات.

✓ أما متغيرات التجارة الخارجية فقد وجدنا أن للصادرات **export** أثر سلبي ومعنوي عند مستوى 1% بآثر (-0.037897)، أي أن ارتفاعها يساهم في خفض احتمالية حدوث الأزمات المالية في الدول النامية، وسبب ذلك الدور الكبير الذي تلعبه الصادرات في جلب العملة الصعبة وزيادة النمو الاقتصادي. كما أن للواردات أثر إيجابي ومعنوي عند مستوى 5% يقدر ب (0.018262) فكلما زادت حجم الواردات زادت معها احتمالية حدوث الأزمات المالية وهذا راجع أساساً إلى خروج العملة الصعبة التي تساهم في تخفيض حجم احتياطات الصرف الأجنبي.

✓ أخيراً معدل التضخم **inf** الذي يعبر عن مدى الاستقرار الاقتصادي الكلي، حيث نلاحظ من جدول التقدير أن له أثر إيجابي ومعنوي عند مستوى 10% يقدر ب (0.016893) بمعنى أنه كلما ارتفع معدل التضخم يصبح الاقتصاد الكلي غير مستقر وبالتالي ارتفاع إمكانية حدوث الأزمات المالية.

خاتمة:

خلصت الدراسة الى وجود علاقة موجبة ومعنوية بين تحرير الأسواق المالية وإحتمالية نشوب الأزمات المالية في الدول النامية وهذا راجع أساسا الى ما يلي:

- ✓ مخاطر تعرض البنوك للأزمات: فقد لوحظ أن من أهم مخاطر العولمة المالية هي تلك الأزمات التي يتعرض لها الجهاز المصرفي سواءا خلال عملية التحرير المالي المحلي والدولي، أو بعد إتمام هذه العملية، ذلك لأنه في ظل العولمة المالية تزداد درجة اندماج وتكامل الجهاز المصرفي للدولة مع الأسواق المالية العالمية وهذا يؤدي إلى أن أي مصاعب تواجه جهاز مصرفي في دولة ما يؤثر على سائر القطاعات المصرفية في الدول الأخرى، ولعل أزمة البنوك في المكسيك عام 1994 ارتفع الدولار الأمريكي داخل سوق الصرف بالمكسيك وهو الأمر الذي رفع قيمة التزامات البنوك المكسيكية بالعملة الأجنبية وحدثت الأزمة في سداد هذه الالتزامات¹⁷.
 - ✓ مخاطر هروب الأموال إلى الخارج: يعني استخدام جزء هام من المدخرات المحلية خارج حدودها وبأشكال¹⁸ استثمارية مختلفة (الاستثمار في العقارات، الإيداع في البنوك الخارجية، الاستثمارات الأجنبية المباشرة... الخ) وعلى الرغم من أن تلك الظاهرة غير حديثة إلا أنها تكاثرت في ظل التحرير المالي¹⁹.
 - ✓ مخاطر التعرض لموجات المضاربة: إن الهدف من إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال هو رفع كفاءة استخدام هذه الأخيرة وزيادة سرعة تنفيذ المعاملات من خلال ثورة المعلوماتية والاتصالات، وما نتج عنه من ازدياد في درجة المخاطر المالية.
- الاحالات ومراجع الدراسة:

- 1 حسن كريم حمزة، العولمة المالية والنمو الاقتصادي، دار صفا للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2011، ص 53.
- 2 محمود محمد الداغر، الأسواق المالية مؤسسات أوراق بورصات، دار الشروق، عمان الأردن، 2007، ص 19.
- 3 دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة، عمان الأردن، 2012، ص 41.
- 4 محمد الحسن خليفة، مفهوم الأسواق المالية، مجلة المصرفي العدد 66 ديسمبر 2012، ص 43.
- 5 دريد كامل آل شبيب، المرجع السابق، ص 42.
- 6 إبراهيم أبو العلاء، احمد مهدي بلواي وآخرون، الأزمة المالية العالمية أسباب وحلول من منظور إسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، الطبعة الأولى، سنة 2009، ص 19.
5. Barthalon Eric : "Crises Financières " : Revue problèmes économiques, n° 2595, 1998.
- 8 عبد الحكيم مصطفى الشراوي، العولمة المالية وإمكانية التحكم في عدوى الأزمات المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، سنة 2005، ص 39.
- 9 L. Kaminsky and Carmen M. Reinhart, The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems, THE AMERICAN ECONOMIC REVIEW, JUNE 1999, p473.
- 10 Demigurc-kunt & Detragiache , Financial Liberalization and Financial Fragility,wp imf june 1998.
- 11 Mohamed Jaber chebbi « Existe -t-il un lien entre la libéralisation financière et les crises Bancaires dans les pays émergents ? » Université dauphine Paris 2005, p13
- 12 Luc Laeven and Fabián Valencia. Systemic Banking Crises Database: An Update, IMF working paper available at <https://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=26015.0>
- 13 [http://data.albankaldawli.org\(2014/01/15\)](http://data.albankaldawli.org(2014/01/15))
- 14 [http://www.imf.org/external/data.htm\(2015/01/15\)](http://www.imf.org/external/data.htm(2015/01/15))
- 15 لشادي اسماعيل التلبياني ، دراسة مقارنة بين نموذج الانحدار اللوجيستي ونموذج انحدار كوكس لدراسة أهم العوامل الاقتصادية المؤثرة على الصحة الإنجابية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة تلمسان 2011-2012، ص 187
- 16 عبد القادر عطبية، الاقتصاد القياسي، الدار الجامعية الإسكندرية مصر، 1998 ، ص 376
- 17 عبد المطلب عبد الحميد، العولمة الاقتصادية، منظماتها- شركاتها- تداعياتها، الدار الجامعية، الإسكندرية مصر، 2006، ص 241.240

