

دور تحرير الأسواق المالية في نشوب الأزمات المالية.

دراسة قياسية لعينة من الدول النامية خلال الفترة 1990-2014

د/بوعلي عبدالقادر - المركز الجامعي عين تموشنت.

أ/عميمر فضيلة - جامعة تلمسان.

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، الأسواق المالية، الأزمات المالية، نموذج **Logit**

Abstract:

In this article we have tried to test the role of the liberalization of financial markets in emerging countries on financial instability and the outbreak of financial crisis, through a given study Pannel of 16 developing countries During the period 1990 2014 using the logit model. the study concluded that the liberalization of financial market liberalization, is the most important reason for the outbreak of numerous financial crises in these countries.

Keywords: financial system, financial markets, financial crises, the logit model.

مقدمة:

تعدّ ظاهرة التحرير المالي Financial Liberalization من الظواهر الحديثة نسبياً، جاءت لظروف كثيرة أملتّها متغيّرات 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 بالتحرير المالي سواء كانت صادرة من باحثين أو مؤسسات دولية واحتلت تلك الدراسات اهتماماً واسعاً¹ ومن أهم الدراسات التي صدرت آنذاك دراستي الاقتصاديين Shaw و McKinnon سنة 1973.

وبذلك لجأت معظم الدول النامية والمتقدّمة 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.

إن دراسة أهمية تحرير الأنظمة المالية في الدول النامية يكشف عن انشقاق كبير في النظرية الأساسية لسياسة التحرير المالي التي تتمحور حول تيارين أساسيين، التيار الأول الذي يتزعمه الاقتصاديين McKinnon و E. Shaw يدافع عن سياسة التحرير المالي ويبين أثره الواضح على النظام المالي والتقليل من تكلفة رأس المال وبالتالي تحقيق النمو الاقتصادي، أمّا التيار الثاني الذي يفند النظرة السابقة ويرى العكس تماماً إذ أنّ تحرير الأنظمة المالية يؤدي إلى اختلالات واسعة على مستوى النظام المالي ونشوب الأزمات المالية وبالتالي تراجع كبير في معدلات النمو الاقتصادي.

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

ما هو أثر تحرير الأسواق المالية على نشوب الأزمات المالية في الدول النامية؟

ولإجابة على هذه الإشكالية سنحاول طرح الفرضيات التالية:

- يساهم التحرير المتسرع للأسواق المالية في نشوب الأزمات المالية في الدول النامية.
- تساهم الإجراءات الاحترازية بشكل كبير في تجنب الأزمات المالية في الدول النامية.

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

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

محاور الدراسة:

1. الأدبيات السابقة للدراسة:
2. مقارنة نظرية للأسواق المالية والأزمات المالية.
3. اختبار أثر تحرير الأسواق المالية على احتمالية حدوث الأزمات المالية في الدول النامية.

أولا: الأدبيات السابقة للدراسة:

هناك عدّة دراسات بينت العلاقة السببية بين تحرير الأسواق المالية والأزمات المالية نوجزها فيما يلي:

1. دراسة Beck & al²: حيث حاول الباحثون في هذه الدراسة التي كانت بعنوان Bank concentration, competition, and crises: First results في 2006 حول موضوع تنافسية البنوك التجارية، حيث قاموا باختبار تنافسية البنوك التجارية على احتمالية حدوث الأزمات البنكية النظامية باستخدام بيانات إحصائية تضم 69 دولة في الفترة الممتدة ما بين 1980 الى 1997 باستخدام نموذج logit حيث توصلت الدراسة الى أنّ تنافسية البنوك التجارية وكذا ارتفاع أسعار الفائدة من شأنه أن يزعزع النظام المصرفي، إضافة الى ذلك فان السياسات التنظيمية أدّت الى احباط المنافسة والمساهمة في هشاشة النظام المالي.

2. دراسة Joseph P. Joyce³ في ورقة بحثية بعنوان Financial Globalization and Banking Crises in emerging markets حيث حاول الباحث في هذه الدراسة اختبار أثر العولمة المالية على احتمالية حدوث الأزمات البنكية

في عينة تتكون من 20 دولة في الفترة الممتدة ما بين 1976-2002 وذلك باستخدام مؤشرات الانفتاح المالي، وقد توصلت الدراسة الى ما يلي:

- زيادة الديون الخارجية يؤدي الى حدوث الأزمات.
- زيادة الاستثمارات الأجنبية المباشرة لها أثر عكسي على احتمالية حدوث الأزمات.
- التحكم في تحرير حساب رأس المال يساهم في التقليل من الأزمات البنكية.
- تزايد الأزمات البنكية بعد تطبيق سياسة التحرير المالي.

3. دراسة Garcia & Rio⁴ في دراسة بعنوان Financial stability and

the design of monetary policy في 2003 حيث حاول الباحثان تحليل عوامل الاستقرار المالي، وذلك بالتصميم على تصميم السياسة النقدية في عينة مكونة من 79 بلد في الفترة الممتدة ما بين 1970-1999 باستخدام نموذج logit. وقد توصلت الدراسة الى أن أهداف البنك المركزي من خلال العمل على استقرار الأسعار يقلل من احتمالية حدوث الأزمات البنكية، كما بينت الدراية الى أن درجة استقلالية البنك المركزي وقوته الاشرافية والرقابية تساهم في حدّ كبير في التقليل من الأزمات البنكية.

4. دراسة Tanveer, C., & De Haan, J⁵ في ورقة بحثية بعنوان

Financial liberalization and banking crises في سنة 2008 حيث حاول الباحثان دراسة العلاقة ما بين تحرير النظام المالي و الأزمات البنكية في عينة من الدول النامية تتكوّن من 33 دولة في الفترة الممتدة ما بين 1981 - 2002 وذلك باستعمال نموذج probit، حيث توصلت الدراسة الى أن سياسة التحرير المالي تقلل من احتمالية حدوث الأزمات البنكية النظامية، غير أن هناك بعض النتائج أكّدت ظهور أزمات بنكية غير نظامية بعد انتهاج سياسة التحرير المالي.

5. دراسة الباحث محمد جابر الشابي و هي أطروحة دكتوراه بجامعة باريس 9 بعنوان

libéralisation financière et crises bancaire dans les pays émergent وقد نشرت هذه الأطروحة على شكل كتاب، وحاول الباحث في هذه الدراسة دراسة العلاقة بين سياسة التحرير المالي والأزمات البنكية في عشرين دولة نامية خلال الفترة الممتدة ما بين 1980-2002 و ذلك باستعمال نموذج logit، وقد توصلت الدراسة الى وجود علاقة سببية بين سياسة التحرير المالي والازمات البنكية.

أولاً. مقارنة نظرية للأسواق المالية و الأزمات المالية.

1. ماهية الأسواق المالية.

تعدّ الأسواق المالية من المؤسسات المالية التي تخضعا 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 السعري والكمّي، فضلاً عن تحديد نمط تخصيص الموارد ومستويات الربح والخسارة لأطراف السوق⁶. 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 عامّة تكمن في تسهيل انسيابية رأس المال بين المجهزين والمستخدمين وهناك وظائف وأهميتها 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 المخاطر⁷.

✓ تشجيع الادخار بتوجيه الفوائض المالية لصغار المستثمرين لشراء الأوراق المالية، أو الأسهم بغرض تحسين دخولهم ومستواهم المعيشي.

✓ توفير الموارد المالية قصيرة ومتوسطة الآجال 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 البنوك⁸.

- ✓ 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 الأجل⁹.

3.1. أنواع الأسواق المالية:

ينقسم السوق المالي إلى سوق نقدية التي تعتبر سوق المعاملات قصيرة الأجل، وسوق رأس المال التي تعتبر سوق المعاملات متوسطة وطويلة الأجل، وستتطرق فيما يلي إلى كل سوق على حدى.

1.3.1. سوق النقد:

هو ذلك السوق الذي يتمّ فيه تداول الأدوات الاستثمارية قصيرة الأجل والتي تتميز بارتفاع درجة سيولتها وانخفاض درجة مخاطرها، أي أنّها تحقق الأمان للمستثمرين وتوفر لهم حاجاتهم من الأدوات قصيرة الأجل بهدف استغلال الفائض النقدي قصير الأجل أو الحصول على تمويل يحقق السيولة اللازمة لتشغيل المشاريع، وتسمى الأدوات التي يتمّ تداولها في السوق النقدي بأدوات مرتفعة السيولة أو أدوات شبه النقد¹⁰.

وتقاس أوضاع أسواق النقد بمسئوى معدلات الفائدة قصيرة الأجل أو ما يسمى بمعدّلات سوق النقد. وينطوي تحتها عدد كبير من المعدّلات أبرزها معدّل إعادة الخصم، معدّل الفائدة على الاقتراض ما بين البنوك ومعدّل الفائدة على شهادة الإيداع، وغيرها من معدّلات الفائدة السائدة في السوق النقدي.

وتشمل الأدوات المالية المستخدمة في السوق النقدي أذونات الخزينة قصيرة الأجل والأوراق التجارية و القبولات المصرفية وشهادات الإيداع القابلة للتداول وهي بهذا التفصيل¹¹:

- أذونات الخزنة: هي صكوك مديونية قصيرة الأجل تصدرها الخزنة، وتمثّل أكثر الأوراق المالية ضمانا، وذات عائد مستقرّ مقارنة بالأوراق المالية الأخرى، لذلك غالبا ما تمثّل هذه الورقة الاستثمار الفرصي البديل، ويعدّ عائدتها بمثابة العائد الفرصي الذي تقاس عليه الأوراق المالية الأخرى، طالما كان هذا النوع من الاستثمار يتميّز بانخفاض المخاطر وانخفاض العائد، عندئذ تعد أكثر الأوراق المالية سيولة في السوق المالية¹².

- الأوراق التجارية: هي وعد غير مؤكد بالدفع تصدرها الشركات المعروفة والتي تتمتع بالوضع المالي الجيد ويقوم المقرضون أو المستثمرون بشراء تلك الأوراق. وعادة ما يتراوح استحقاقها ما بين عدّة أيام و270 يوما كما أنها تباع بخخص.
- شهادات الإيداع القابلة للتداول: هي عبارة عن إيصال تطرحه البنوك يثبت أن حامله قد أودع مبلغا معيّنا ولمدّة معيّنة وبفائدة معلومة. ويمكن لحامل تلك الشهادات أما الاحتفاظ بها حتّى تاريخ استحقاقها أو بيعها في السوق الثانوية.
- القبولات المصرفية: ظهرت هذه الورقة في الأساس لخدمة حركة التجارة الدولية، وهي أمر بالدفع المحسوب على بنك من طرف عميل، حيث يقبل البنك دفع مبلغ معيّن في تاريخ محدد. و القبولات المصرفية قابلة للتداول في سوق النقد حيث يمكن لحاملها بيعها بخخص.

1.3.2. سوق رأس المال:

سوق الأوراق المالية هو المكان الذي تجري فيه المعاملات في ساعات محددة من قبل ومعلن عنها على الأوراق المالية، وذلك عن طريق سمسرة محترفين مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من المعاملات، على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها عن كل نوع¹³.

كما تعرف على أنها السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية طويلة الأجل والتي عمرها أكثر من سنة، وتعدّ من الأدوات المالية مرتفعة المخاطر، ومن صفاتها الأخرى طول فترة الاستثمار وهي من الأوراق الحاضرة التي من خلالها يتمّ تداول الأوراق المالية بيعا وشراء مع تنفيذ عمليات البيع والشراء مباشرة بعد عقد الصفقات المالية كبيع الأسهم والسندات في السوق المالي¹⁴.

تستطيع الشركات في سوق رأس المال الحصول على تمويل طويل الأجل الذي تحتاجه من خلال طرح أسهم وسندات:

- ✓ الأسهم: تمثل حقوق ملكية في الشركات التي تقوم بطرحها في السوق عند التأسيس أو عندما تحتاج إلى تمويل إضافي لتوسيع أنشطتها الاستثمارية، ويمكن للمستثمرين إعادة بيع هذه الأسهم في السوق أما للحصول على سيولة نقدية أو لتعديل محافظ استثماراتهم. ويمكن التمييز بين شكلين من الأسهم، الأسهم العادية والأسهم الممتازة.

✓ السندات: هي أداة دين ذات قيمة اسمية وتصدر بمعدل فائدة ثابتة وتاريخ إضفاء محدد وتصدر من جهات حكومية أو شركات بهدف الحصول على مصادر تمويل طويل الأجل، وتعدّ من الحقوق الممتازة ثابتة الدخل وتتميز بانخفاض درجة المخاطر وبذلك يفضلها المستثمر المحافظ، وتعدّ أوراق مالية ذات قيمة اسمية واحدة وقابلة للتداول، وتتراوح آجالها عادة ما بين 5 إلى 30 سنة.

وتتكون أسواق رأس المال من السوق الحاضرة والسوق المستقبلية.

أ. السوق الحاضرة:

وهي السوق التي تتعامل فيها الأوراق المالية طويلة الأجل كالأسهم والسندات مع انتقال ملكية الورقة للمشتري فوراً عند إتمام الصفقة وذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزء منها¹⁵، أي يتم تنفيذ الصفقات بصورة آنية مباشرة بعد عقد هذه الصفقات، كما تجدر الإشارة إلى أنّ هذا السوق ينقسم آلة سوق منظم وسوق غير منظم.

ب. السوق الآجلة أو المستقبلية:

هي عقود قانونية يجري ترتيبها في أسواق منظمة لتؤكد تعهداً بالتسليم إلى المشتري أو بالاستلام من البائع وذلك لكمية ونوعية تم الاتفاق عليهما من أصل استثماري معيّن في وقت ومكان محددين في المستقبل، وتجري كافة التقديرات حسب التوقعات السوقية وقت التسليم، وتنقسم هذه الأسواق أساساً إلى العقود المستقبلية الملزمة بالتنفيذ وكذلك إلى العقود المستقبلية غير ملزمة بالتنفيذ¹⁶.

2. ماهية الأزمات المالية.

لقد ألفت الإنسان معاصرة الأزمات على جميع الأصعدة، وفي كل العصور، وتأثت 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

لقد تعددت التعاريف التي تناولت مفهوم الأزمة وذلك لتعدد أنواع الأزمات وأسبابها، وتصنيفاتها المختلفة.

يمكن تعريف الأزمة المالية بأنها 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 يجر إلى أزمة اقتصادية، بل حتى إلى ركود اقتصادي.¹⁷

ويمكن تعريفها أيضا على أنها تلك التذبذبات التي تؤثر كليا أو جزئيا على مجمل المتغيرات المالية، حجم الإصدار، أسعار الأسهم و السندات، وكذلك اعتمادات الودائع المصرفية، و معدل الصرف. هذا الاختلاف في تقدير الظواهر الخاصة بالارتفاع و الانخفاض يستلزم فترة طويلة لتفسيرها.¹⁸

كما أنها تعتبر تدهور أو انخفاض مفاجئ، في طلب المستثمر على الأصول المالية، التي تلعب دوراً هاماً في الاقتصاد القومي. والانخفاض الناتج عن ذلك في سعر الأصل، يقلل من النشاط الاقتصادي الكلي مباشرة، من خلال تأثيره على قرارات المستهلكين الأفراد والشركات، وبشكل غير مباشر، من خلال تأثيراته على أسعار باقي الأصول الأخرى، والموازنات المالية للوسطاء الماليين، مثل البنوك.¹⁹

وفي الأخير يمكن أن نستنتج من المفاهيم السابقة للأزمة، بأن الأزمة هي: الأحداث المفاجئة التي تفضي إلى اضطراب التوازنات الاقتصادية في عمل المنظومة الكلية والجزئية للاقتصاد الوطني بما يؤدي إلى تأثير سلبي كلي أو جزئي على مجمل المتغيرات الاقتصادية والمالية، لا بل وحتى الاجتماعية منها بما يستلزم إلى إحداث تغيرات سريعة وتحديد الإستراتيجيات اللازمة لإعادة التوازن.²⁰

2.2. خصائص الأزمة المالية:

تعددت وتنوعت محاولات تحديد مفهوم الأزمة و لكن رغم هذا التعدد إلا أن هناك

سمات و خصائص متفق عليها من الباحثين فيما يتعلق بالأزمة نوجزها في:

➤ **المفاجئة و عدم التوقع:** إذ لا يجد صاحب القرار نفسه في أزمة ما، إلا إذا حدثت ظروف تتسم بعدم التوقع، تهدد المصالح الأساسية المنوط به حمايتها كلها أو بعضها. و في هذه الحالة، يمكن أن تتسم قراراته بعدم الرشادة، و ينقصها التخطيط الكافي المبني على أسس موضوعية، وقواعد علمية. و بقدر المفاجأة في حدوث الأزمة و قدر عدم توقعها، تكون قوة قسوتها، وعدم مقدرة صاحب القرار على اتخاذ الإجراءات الملائمة، الكفيلة بمواجهتها.²¹

➤ **كبر التهديد:** والذي قد يؤدي إلى خسائر مادية و بشرية هائلة و تهدد الاستقرار وتصل أحيانا إلى القضاء على كيان المنظمة.

➤ **معقدة:** فهي تهدد الافتراضات الرئيسية التي يقوم عليها النظام و تخلق حالة من حالات القلق والتوتر وعدم اليقين في البدائل المتاحة الخاصة في ظل نقص المعلومات الأمر الذي يضاعف من صعوبة اتخاذ القرار و يجعل من أي قرار ينطوي على قدر من المخاطرة .²²

➤ **الحاجة الى التدخل السريع من مصدر القرار:** كلما كانت الحاجة ملحة لإصدار قرار ما في مواجهة الأزمة، كلما كان ذلك دليلا على حدتها. و هذا يعني أن المدى الزمني الذي تستغرقه الأزمة يشكل أحد عناصر حدتها، بحيث تشتد خطورتها كلما كان العمر الزمني لها قصيرا، وبالعكس.²³

➤ **تعدد الأطراف والقوى المؤثرة:** في حدوث الأزمة و تطورها و تعارض مصالحها مما يخلق صعوبات حمة في السيطرة على الموقف و إرادته و بعض هذه الصعوبات إدارية أو مادية أو بشرية أو سياسية أو بيئية.. الخ.²⁴

➤ **إنها تسبب في بدايتها صدمة، ودرجة عالية من التوتر، مما يضعف إمكانيات الفعل المؤثر والسريع لمجابهتها؛**

➤ **إن تصاعدها المفاجئ يؤدي إلى درجات عالية من الشك، في البدائل المطروحة، لمجابهة الأحداث المتسارعة، لأن ذلك يتم تحت ضغط نفسي عال، وفي ظل ندرة المعلومات أو نقصها؛**

➤ **الأزمة المالية لها بعدد اجتماعي، وهي تشكل تصدعا في إعادة صياغة العلاقات الاجتماعية للإنتاج، وهذه الأزمات لا يمكن أن تجد حولا، بدون حدوث أضرار، لبعض الطبقات الاجتماعية؛**

3.2. 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 للازمات، ويمكننا تصنيف أهم المؤشرات الاقتصادية الدالة على إمكانية تعرض دولة ما لأزمات سوق الأوراق المالية والعملات في صنفين هما:²⁵ ويمكن توضيح المؤشرات الاقتصادية لكل صنف في الجدول الموالي:

الجدول رقم 01: المؤشرات الاقتصادية التقليدية الدالة على وقوع الأزمات 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 للدين الخارجي.
- ارتفاع معدل التبادل بالنسبة للاتجاه السائد.	- ارتفاع حجم الدين الخارجي قصير الأجل.
- النمو السريع في الإعتمادات المالية المحلية كنسبة مئوية من الناتج القومي الإجمالي.	- تحرر 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 القومي الإجمالي.	- أسواق الائتمان مضمونة بأصول مالية أو عقارية.
- نمو الديون الخارجية وزيادة الديون في العملات الأجنبية.	- انخفاض الاكتتاب في سوق الأسهم.
- انخفاض الاحتياطي العالمي.	- سيطرة بعض المؤسسات على سوق الأسهم.
- انخفاض النمو الاقتصادي الحقيقي.	- الرقابة على دخول السوق والخروج منه.
- ارتفاع معدل الأسعار والأرباح.	
- ارتفاع معدلات الفائدة المحلية وارتفاع معدل البطالة.	

المصدر: عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، العولمة المالية وإمكانية التحكم في عدوى

الأزمات المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، سنة 2005، ص 39.

4.2. مظاهر الأزمات المالية.

ويمكن ذكر بعض المظاهر المشتركة بين الأزمات المالية الدولية من خلال استقراء العديد منها: ²⁶

✓ الإسراع لسحب الإيداعات من البنوك لان رأس المال جبان وهذا ما تناولته وكالات الإعلام المختلفة.

✓ قيام العديد من المؤسسات المالية بتجميد منح القروض للشركات والأفراد خوفا من صعوبة استردادها.

✓ نقص السيولة المتداولة لدى الأفراد والشركات والمؤسسات المالية مما يؤدي إلى لانكماش النشاط الاقتصادي .

✓ انخفاض مستوى التداولات في أسواق النقد والمال.

✓ انخفاض مستوى الطاقة المستغلة في الشركات بسبب نقص السيولة وتجميد الحصول على القروض من المؤسسات المالية إلا بأسعار فائدة عالية جدا وضمانات مغلظة.

✓ انخفاض المبيعات ولا سيما في قطاع العقارات والسيارات وغيرها بسبب ضعف السيولة.

✓ ازدياد معدل البطالة بسبب التوقف، الإفلاس والتصفية.

✓ ازدياد معدل الطلب على الإعانات الاجتماعية من الحكومات.

✓ انخفاض معدلات الاستهلاك والإنفاق والادخار والاستثمار مما يؤدي إلى مزيد من الكساد والبطالة والتعثر والتصفية والإفلاس.

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

بعد تطبيق سياسة التحرير المالي في العديد من البلدان النامية أدى في بعض الدول إلى 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 و الأزمات المالية نوجزها فيما يلي:

1.3 أعمال Kamensky و Rein Hart سنة 1996: 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 Demirguc-kunt و Detragiache 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 إلى 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 مكونة من (105) دولة خلال الفترة الممتدة ما بين 1971 و1992 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 المالي²⁷.

ثانيا: اختبار 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 و كذا الفترة الزمنية المختارة، و أخيرا نقوم بتقدير النموذج و تحليل 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 متغيرا ثنائيا 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 والحدث سنة 2012 حيث يضم جميع دول العالم التي شهدت أزمات مالية من سنة 1970 إلى 2012. 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 نرمز إليه في هذه الدراسة ب ILMB.

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 أساسا 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 سنرمز له بالرمز CIFS.

وقد أخذنا مجمل هذه المتغيرات و المؤشرات من قاعدة بيانات البنك العالمي World bank database²⁹ ومن بيانات صندوق النقد الدولي International Financial Statistics³⁰.

2. الإطار الزمني والمكاني للدراسة القياسية.

1.2. الإطار الزمني للدراسة:

لقد إختارنا أن يكون البعد الزمني لهذه الدراسة ما بين 1996 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
الشيلي	تونس	ماليزيا
المكسيك	مصر	اندونيسيا
	الأردن	الهند
	تركيا	كوريا الجنوبية

المصدر: من إعداد الباحث

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 أزمات 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 و النفسية 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 فهدفها الأساسي هو إيجاد احتمال حدوث الحدث من عدمه.

$$y_t = a_0 + a_1X_t + \varepsilon_t$$

بحيث:

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

a_0, a_1 معلمات النموذج.

X_t المتغير المستقل الكمي.

ε_t الخطأ العشوائي.

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

- إذا علمنا أن احتمال حدوث الحدث من عدمه تتراوح قيمتها بين قيمتي الصفر كحد أدنى وقيمة الواحد كحد أقصى، ذلك لأنه وفقاً لتعريف الاحتمالات لا يمكن لقيمة الاحتمالات أن تتجاوز الواحد الصحيح ولا تنخفض عن الصفر، بالإضافة إلى أن نموذج الانحدار الخطي للمربعات الصغرى يسمح لخط الانحدار أن يمتد إلى ما لا 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 أيضاً 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 ³¹ Heteroscedasticity

- 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:

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

بحيث:

✓ Crises it متغير الأزمة المالية وهو متغير ثنائي أصمّ 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.

✓ ε_{it} الخطأ العشوائي.

3.3. اختيار التباطؤات الزمنية:

جرت العادة في الدراسات الاقتصادية على استخدام التباطؤات الزمنية للمتغيرات الاقتصادية وذلك على اعتبار أن بيانات السلاسل الزمنية تعتبر سجلا تاريخيا لسلوك هذه المتغيرات، إذ يحتاج تأثير بعض المتغيرات 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 التباطؤات الزمنية للمتغيرات الاقتصادية المفسرة للأزمات المالية.

ولكن ما يلاحظ أن أغلبها لم تعمل على اختبار عدد فترات التباطؤ الزمني المدرجة في النموذج. وهو ما ستختبره هذه الدراسة باستخدام أهم معيارين في هذا المجال: معيار أكايك ، وشوارتز ، ومعيار هانان كوين ، بحيث يتم تقدير النموذج بعدد فترات تباطؤ زمني مختلفة و يتم 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 حدة. 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	t-3
معيار أكايك	0.480070	0.483454	0.545654
معيار شوارتز	0.559900	0.563283	0.625483
معيار هانان كوين	0.511684	0.515067	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:

$$\text{Crises}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{ILMB}_{i(t-1)} + \beta_2 \text{Macro}_{i(t-1)} + \varepsilon_{it}$$

4.3. 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.

المتغيرات	المعامل	الخطأ المعياري	z-Statistic	الاحتمال
C	-2.024401***	0.754001	-2.684878	0.0073
ILMB ₍₋₁₎	0.327977**	0.131708	2.490187	0.0128
PIB ₍₋₁₎	-0.258214***	0.052697	-4.899983	0.0000
M2RV ₍₋₁₎	0.140774**	0.059472	2.367050	0.0179
INF ₍₋₁₎	0.016893*	0.011025	1.532345	0.0954
IMPORT ₍₋₁₎	0.018262**	0.007137	2.558833	0.0105
EXPORT ₍₋₁₎	-0.037897***	0.009713	-3.901859	0.0001
CIFSB ₍₋₁₎	0.018173***	0.006164	2.948434	0.0032
McFadden R-squared	0.400327	Log likelihood	-88.01405	
Prob(LR statistic)	0.00000			

ملاحظة: المتغير المستقل هو الأزمات المالية كما أن *** ** * تشير إلى معنوية الإحصائية على التوالي 1%، 5%، 10%.

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج eviews8.

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)، 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 يخصّ تأثير الناتج المحلي الإجمالي pib فقد كان معنوي عند مستوى 1%، ومرتبطة عكسيا مع احتمالية حدوث الأزمات المالية ب (-0.258214). بمعنى أنه كلما ارتفع النمو الاقتصادي كلما قلّت 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 Beck et all سنة 1997 إضافة الى دراسة Garcia Herrero & Del rio سنة 2006 سنة 2003.

✓ إذا لاحظنا مؤشر نسبة النقود بشكلها الواسع من الاحتياطات النقدية الذي رمزنا له بM2RV فقد وجدنا أثره معنوي وموجب عند مستوى 5% بتأثير يقدر ب (0.140774). بمعنى أنه كلما ارتفع هذا المعدّل كلما زادت احتمالية حدوث الأزمات المالية في الدول النامية قصد الدراسة، وهو ما يبيّنه العديد من الدراسات على غرار دراسة Eichengreen & Demerguç-kunt & Detragiache سنة 1997 ودراسة Arteta سنة 2002 إضافة الى دراسة Komulainen & Lukkarila سنة 2003، وهذا راجع أساسا إلى فقدان الثقة في البنوك التجارية من قبل المستثمرين المحليين والأجانبين إذا انخفض معدّل الاحتياطات الأجنبية لديها.

✓ وإذا رجعنا الى حجم القروض الداخلية المدفوعة من قبل البنوك التجارية والتي رمزنا اليها بCIFSB فقد وجدنا أثره 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 أساسا الى ارتفاع حجم القروض غير المستردة في هذه البلدان، ما يؤدي الى إفلاس البنوك التجارية والوقوع في الأزمات.

✓ أمّا متغيرات التجارة الخارجية فقد وجدنا أنّ للصادرات export أثر سلبي ومعنوي عند مستوى 1% بأثر (-0.037897) أي أنّ 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 أنّ للواردات أثر إيجابي ومعنوي عند مستوى 5% يقدر ب (0.018262) فكلّما زادت حجم الواردات زادت معها احتمالية

حدوث الأزمات المالية وهذا راجع أساسا الى خروج العملة الصعبة التي تساهم في تخفيض حجم إحتياطيات الصرف الأجنبي.

✓ أخيرا 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.

خلاصة:

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 العولة المالية هي تلك الأزمات التي يتعرض لها الجهاز المصرفي سواءا خلال عملية التحرير المالي المحلي و الدولي، أو بعد إتمام هذه العملية، ذلك لأنه في ظل العولة 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 بالعملات الأجنبية وحدثت الأزمة في سداد هذه الالتزامات³¹.

✓ مخاطر هروب الأموال إلى الخارج: يعني استخدام جزء هام من المدخرات المحلية خارج حدودها وبأشكال³² 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 المالي³³.

✓ 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 ، عمّان الأردن، 2011، ص 53.
2. Beck, T., Demirguc, -Kunt, A., & Levine, R. (2006). Bank concentration, competition, and crises: First results. Journal of Banking and Finance, 30(5), 1581–1603
3. Joseph P. Joyce, Financial Globalization and Banking Crises in emerging markets, Open Econ Rev (2011)
4. Garcia Herrero, A., & Del Rio, P. (2003). Financial stability and the design of monetary policy. Banco de España Working Paper 0315. Madrid
5. Tanveer, C., & De Haan, J. (2008). Financial liberalization and banking crises. Mimeo.
6. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية مؤسسات أوراق بورصات، دار الشروق، عمّان الأردن، 2007، ص 19.
7. دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة، عمّان الأردن، 2012، ص 41.
8. محمد الحسن خليفة، مفهوم الأسواق المالية، مجلة المصرفي العدد 66 ديسمبر 2012 ، ص 43.
9. دريد كامل آل شبيب، المرجع السابق، ص 42.
10. دريد كامل آل شبيب، المرجع السابق، ص 49.
11. حسن خضر، تحليل الأسواق المالية، مجلة جسر التنمية المعهد العربي للتخطيط، الكويت مارس 2004.
12. محمود محمد الداغر، المرجع السابق، ص 113.
13. محمد سويلم، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية، الشركة العربية للنشر والتوزيع، القاهرة مصر، ص 272.
14. دريد كامل آل شبيب، المرجع السابق، ص 49.

15. حنفي عبدالغفار ورميسة قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، دار الإسكندرية، 2005 ص 237.
16. هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان الأردن ، 2009 ، ص 152.
17. إبراهيم أبو العلا، احمد مهدي بلواني وآخرون، الأزمة المالية العالمية أسباب وحلول من منظور إسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، الطبعة الأولى، سنة 2009، ص 19.
18. Barthalon Eric : **"Crises Financières "**; Revue problèmes économiques, n° 2595, 1998.
19. الشرفاوي عبد الحكيم مصطفى، العولة المالية وإمكانات التحكم -عدوى الأزمات المالية-، الإسكندرية: دار الفكر الجامعي، 2005، ص 32.
20. إيمان محمود عبد اللطيف، الأزمات المالية العالمية الأسباب الآثار والمعالجات، "أطروحة مقدمة وهي جزء من متطلبات نيل شهادة الدكتوراه فلسفة في العلوم الاقتصادية، جامعة سانت كليمنت العراق، سنة 2011، ص 1، ص 3.
21. إبراهيم عبد العزيز النجار، " الأزمة المالية و إصلاح النظام المالي العالمي"، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص 19.
22. مجدي أحمد محمد عبد الله، سيكولوجية الأزمات والشدائد دراسة في استراتيجيات الإدارة والمواجه والوقاية، دار الجامعية النشر-التوزيع، الإسكندرية، ص 25.
23. إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص 19.
24. مجدي أحمد محمد عبد الله، مرجع سابق، ص 26.
25. عبد الحكيم مصطفى الشرفاوي، العولة المالية وإمكانية التحكم في عدوى الأزمات المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، سنة 2005، ص 39.
26. شريط عابد، سدي علي، معدل الفائدة ودورية الأزمات في الاقتصاد الرأسمالي، المؤتمر العالمي الثامن للاقتصاد والتمويل الإسلامي: النمو المستدام والتنمية الاقتصادية الشاملة من المنظور الإسلامي، الدوحة قطر، أيام 18_20 ديسمبر 2011، ص 14.
27. 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

28. 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>
29. [http://data.albankaldawli.org\(2014/01/15\)](http://data.albankaldawli.org(2014/01/15))
30. [http://www.imf.org/external/data.htm\(2015/01/15\)](http://www.imf.org/external/data.htm(2015/01/15))
31. عبدالقادر عطية، الاقتصاد القياسي، الدار الجامعية الإسكندرية مصر، 1998 ، ص376
32. عبد المطلب عبد الحميد، العولة الاقتصادية، منظماتها- شركاتها- تداعياتها، الدار الجامعية، الإسكندرية مصر، 2006، ص 241.240
33. حسن كريم حمزة، مرجع سابق، ص 63.