

أثر الأزمات المالية على عوائد الأسهم والتقلبات في قطاعي البنوك والتأمين في بورصة عمان (1994-2011)

The Impact of the Financial Crisis on Stock Market Returns and Stock Amman Volatility in Banking and Insurance Sectors in Exchange (ASE) (1994-2011)

الدكتور حسين علي الزيود : كلية ادارة المال والاعمال - جامعة ال البيت - الأردن

الدكتور مشهور أحمد حمدانه : باحث إقتصادي ومالي - الأردن

ملخص

هدفت الدراسة إلى اختبار أثر الازمات المالية على عوائد الأسهم والتقلبات في قطاعي البنوك والتأمين في بورصة عمان للأوراق المالية، وذلك باختبار سلوك أسعار الإغلاق الشهرية لمؤشري قطاع البنوك وقطاع التأمين، للفترة (1994-2011)، باستخدام نموذج GARCH-M. وتوصلت الدراسة الى وجود أثر ذو دلالة إحصائية لازمة المكسيك عام 1994، أزمة 11/أيلول/2001، الأزمة الآسيوية 1997 والحرب على العراق عام 2003، على عوائد الأسهم والتقلبات في قطاع البنوك في بورصة عمان. وأثر سلبي ذو دلالة إحصائية لكل من الأزمة الروسية 1998، والأزمة المالية العالمية 2008 على عوائد الأسهم والتقلبات في قطاع البنوك في بورصة عمان. كما يوجد أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لكل من الأزمة الآسيوية 1997 والحرب على العراق عام 2003، وأثر سلبي ذو دلالة إحصائية للأزمة المالية العالمية 2008 على عوائد الأسهم والتقلبات في قطاع التأمين في بورصة عمان. وتبين من نتائج اختبار (GARCH-M) أن الأثر الأكبر للأزمات المالية يتركز على عوائد الأسهم لقطاع البنوك يليه قطاع التأمين .

الكلمات الدالة: تقلبات ، أزمة مالية، نموذج الانحدار الذاتي الشرطي المعمم في الوسط

Abstract

This study aimed to test the impact of financial crisis on stock market returns and volatility in Banking and Insurance sectors in Amman Stock Exchange (ASE), by testing the behavior of the closing prices of monthly shares for the period (1994-20101), using GARCH-M model. The study found a significant effect of the crisis, Mexico in 1994, the crisis of 11 / September / 2001, the Asian crisis of 1997 and the war on Iraq in 2003, in stock returns and volatility in the banking sector in the Amman Stock Exchange. And negative statistically significant impact for each of the Russian crisis 1998, and the global financial crisis 2008 on stock returns and volatility in the banking sector in the Amman Stock Exchange. There is also a positive statistically significant effect for each of the Asian crisis of 1997 and the war on Iraq in 2003, and a negative statistically significant impact for the global financial crisis of 2008, stock returns and volatility in the insurance sector in the Amman Stock Exchange, Also the test of GARCH-M model had concluded that the biggest impact

of financial crisis concentrated on stock market returns are on banking sector in the first place, followed by Insurance sector. □

Key word: volatility, financial crises, Generalized Autoregressive conditional heteroscedasticity in mean

المقدمة:

يعيش عالمنا منذ الربع الأخير من القرن الماضي تحولات شديدة الأهمية على مختلف الأصعدة السياسية والاجتماعية والاقتصادية، وقد استدعت هذه التحولات إعادة صياغة العديد من النظم السياسية والمالية والاقتصادية بحيث تلائم ما أسفرت عنه هذه التحولات الهامة، كما استدعت هذه التحولات التاريخية عدد من المفردات الجديدة مثل الخصخصة والعولمة وذلك تعبيراً عما آل إليه واقع عالمنا المعاصر والذي شهد طفرات كبرى في تكنولوجيا المعلومات ووسائل الاتصال المختلفة.

وليس الأزمات جديدة ولا طارئة على النظام الرأسمالي، فالتاريخ الاقتصادي يشهد أن هذا النظام كان وباستمرار عرضة لما يعرف بدورات الأعمال أو الدورات الاقتصادية (Business Cycle) وهي تقلبات دورية حادة في مستوى النشاط الاقتصادي تهوي به من الرواج إلى الكساد مروراً بحالة من الانكماش .

كما ان التحديات الراهنة التي تفرضها الأزمات المالية ولا زالت تفرز آثاراً في أغلبها هي سلبية ليست فقط على الدول النامية، بل تعدى ذلك إلى الدول المتقدمة، وما نشهده يوماً من إفلاس المؤسسات وتسريح آلاف العمال لهو خير دليل على هذه الآثار السلبية، الأمر الذي يقودنا إلى تشخيص هذه الأزمات. وتكمن أهمية الدراسة من الأثر المهم الذي تتركه الأزمات المالية على عوائد الأسهم وتذبذب أدائها، لذلك فإن تحديد أثر الأزمات على قطاعي البنوك والتأمين يفيد أطراف العلاقة في بورصة عمان من الناحية العملية، كما يساعد مديري المحافظ والمتعاملين في البورصة في وضع استراتيجيات استثمار مناسبة لتوقعاتهم ومدى استعدادهم لتحمل مخاطر عالية في ظل الأزمات المالية العالمية.

وتم في هذه الدراسة قياس أثر الازمات المالية على عوائد الأسهم ومدى التذبذب الحاصل في أدائها خلال الازمة في قطاعي البنوك والتأمين في بورصة عمان خلال الفترة 1-1-1994 الى 30-12-2011، باختبار سلوك أسعار الإغلاق الشهرية لأسهم شركات قطاع البنوك وقطاع التأمين باستخدام نموذج (GARCH-M)، وتم التركيز على أزمة 2008 لما خلفته هذه الأزمة من آثار سلبية على مجمل اقتصاديات العالم، لأنها تعتبر من أسوأ الأزمات التي مر بها الاقتصاد منذ ثلاثينيات القرن الماضي، بل وتعتبر الأخطر في تاريخ الأزمات المالية خاصة بعد ما ثبت عجز النظام الاقتصادي العالمي عن احتوائها والتخفيف من آثارها بشكل

سريع وفعال، وتعرف بأزمة الرهن العقاري Subprime، وبدأت هذه الأزمة بانخفاض العقارات في الولايات وانهيار أكبر المصارف وإفلاسها، حيث تعتبر أزمة 2008 أخطر أزمة يتعرض لها النظام الاقتصادي العالمي في ظل ظاهرة العولمة، وتختلف عن سابقتها من الأزمات المالية إذ أنها ليست ناجمة عن ارتفاع سعر الفائدة وإنما عن تراجع الطلب على قطاع العقارات بصورة خاصة وانتشار الديون المعدومة التي أدت إلى انهيار عدد كبير من المؤسسات المالية والعقارية.

مراجعة الأدبيات و الدراسات السابقة

الأزمات المالية Financial Crisis

المعرفة بالأحداث السياسية والاقتصادية التي تقع في مختلف أنحاء العالم خاصة الدول الكبرى، ضرورة للوقوف على طبيعة الأحداث خاصة وأن تداعياتها تؤثر على العالم بشكل مباشر أو غير مباشر في ظل العولمة وتحلي النظام المالي العالمي بعناصر الديناميكية والإبداع.

كما يواجه صانعو السياسات الاقتصادية على المستوى الدولي حالياً مشكلتين ملحتين، الأولى مواجهة وعلاج الأزمات الاقتصادية والمالية التي تهدد كثيراً من بلاد العالم، والثانية هي إصلاح النظام المالي العالمي بهيكله ومؤسساته وسياساته، التي يتم من خلالها التنبؤ بالأزمات ومحاولة تفاديها، والحد من آثارها وحسمها حيث تحدث.

ولقد بينت الأحداث الاقتصادية من منتصف 1997 وما سبقها من أحداث في الثمانينيات والتسعينات بوضوح أن النظام المالي العالمي القائم ليس في مقدوره حماية الاقتصاد العالمي من الأزمات المالية العنيفة والتي يزداد معدل تكرارها وتشتد فداحة آثارها، كما أن انتشارها سريع من شرق آسيا إلى بلاد نامية أخرى وحتى إلى بعض البلاد الصناعية، وقد دعا الكثيرين من كبار المسؤولين في البلاد الصناعية إلى وصفها أعنف أزمة اقتصادية تعرض لها العالم في نصف القرن الماضي.

ويرى العديد من الخبراء الاقتصاديين أن البلدان العربية ليست بمنأى عن امتداد الأزمة المالية العالمية إلى اقتصادها، وأن الأزمة ستؤثر سلباً في البلدان العربية في المدى المتوسط لأن هذه البلدان، كما يرى الخبراء، جزء من الاقتصاد العالمي، بل إنها في واقع الأمر تأثرت فعلاً، ومدى تأثرها يعتمد على حجم العلاقات الاقتصادية والمالية ودرجة ارتباطها وانكشافها على العالم الخارجي. ويرى الخبراء الاقتصاديون أن البلدان العربية الفقيرة ستكون أكثر

تضرراً لأن حدة الفقر فيها ستزداد، وخصوصاً على مستوى القطاع غير المنظم الذي يبلغ في بعض البلدان نحو 90 بالمئة من حجم النشاط الاقتصادي (علة مراد، 2010).

مفهوم الأزمات المالية

توجد إسهامات فكرية مختلفة حاولت تحديد ماهية الأزمة المالية، من بينها أن الأزمة هي: "حالة تمس أسواق البورصات وأسواق الائتمان لبلد معين أو مجموعة بلدان، وتكمن خطورتها في آثارها على الاقتصاد مسببة بدورها أزمة اقتصادية يليها انكماش اقتصادي يصاحبه عادة انحصار للقروض متبوع بأزمة سيولة نقدية وانخفاض في الاستثمار، وحالة من الذعر والحذر في تعاملات أسواق المال (Le groupe wikipedia,2009)

كما يمكن تعريف الأزمة المالية بأنها انخفاض مفاجئ في أسعار نوع أو أكثر من الأصول. والأصول قد تكون رأس مال مادي يستخدم في العملية الإنتاجية مثل الآلات والمعدات والأبنية، وقد تكون أصول مادية، أي حقوق ملكية لرأس المال المادي أو للمخزون السلعي، مثل الأسهم وحسابات الادخار مثلاً، أو حقوق ملكية للأصول المالية، وهذه تسمى مشتقات مالية، ومنها العقود المستقبلية (للفظ أو للعمليات الأجنبية مثلاً). فإذا انهارت قيمة أصول ما فجأة، فإن ذلك قد يعني إفلاس أو انهيار قيمة المؤسسات التي تملكها (عدلي شحادة، 2009)

وفي تعريف للزعبي هو الانحراف غير الخطي، فيه مشاكل من المعلومات التي تحتوي على المخاطر المعنوية التي تصبح أسوأ بحيث تصبح الأسواق المالية غير قادرة على جذب التمويل اللازم لفرص الاستثمار المنتجة بشكل فعال (AL- Zubi, Khaled 2002).

وتعرف الأزمة المالية أيضاً بأنها وقوع خلل خطير ومفاجئ نسبياً يضرب السلوك المعتاد للمنظومة المالية ويتضمن أخطار أو تهديدات مباشرة وكبيرة للدولة والمنظمات والأفراد وجميع أصحاب المصالح، ويتطلب هذا الخلل تدخلات سريعة وفاعلة من جميع الأطراف ذات العلاقة (Rajan, Ramkishen,2007)

ويعرف عبد الحافظ السيد البدوي الأزمة المالية بأنها انهيار في أسواق الأوراق المالية مصحوباً بفشل عدد كبير من المنظمات المالية وغير المالية مع انكماش حاد في النشاط الاقتصادي الكلي (عبد الحافظ السيد، 2005).

ويشار إلى أن الأزمة المالية هي الأزمة التي تؤدي إلى نتائج سلبية واضحة على مستوى الاقتصاد الجزئي والاقتصاد الكلي وخسائر في الموارد المالية والكوادر البشرية، وتؤدي إلى اضطرابات حادة في التوازنات الاقتصادية قد يعقبها انهيارات حادة لمؤسسات مالية ومؤسسات أخرى (Ping, Lee and Yean, Tham,2007)

وتعرف الأزمة المالية الحالية بأنها اضطراب فجائي وحاد جداً طرأ على التوازن الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية إلى باقي دول العالم. وتتجسد الأزمة الراهنة التي عصفت بالاقتصاد الأمريكي في حدوث أزمة مالية شديدة انتقلت تداعياتها إلى أسواق المال في الدول، وبات علاجها عسيراً. ولعل تزايد ظاهرة الذعر المالي لدى الأفراد في البلدان التي ضربتها الأزمة، وتوجه هؤلاء الأفراد نحو سحب أموالهم من المصارف، وتزايد هذه الحلقات بسرعة غير متوقعة، كل ذلك أدى بشكل واضح إلى انهيارات مالية في كبريات المصارف الائتمانية، لعل أهمها (مصرف ليان برانرز). وعندما ينظر إلى الأزمة الحالية لا يمكن الجزم قطعاً بكونها أزمة تقتصر على القطاع العقاري، بل أصبحت شاملة تؤثر مباشرة في الاستهلاك الفردي الذي يشكل ثلاثة أرباع الاقتصاد الأمريكي، وهو بالتالي الأساس الذي تركز عليه معدلات النمو. والأزمات لا تأتي من فراغ بل تتفاعل مع الوضع الاقتصادي الكلي، في الولايات المتحدة الأمريكية تعاني جملة مشاكل خطيرة، لعل في مقدمتها عجز الميزان التجاري، وتفاقم المديونية الداخلية والخارجية، إضافة إلى الارتفاع المستمر لمعدلات البطالة والتضخم والفقر (مصطفى بشير، 2008)

أنواع الأزمات المالية

كانت الأزمات الاقتصادية في التشكيلات الاقتصادية الاجتماعية التي سبقت الرأسمالية، فقد كانت تتجم في السابق عن كوارث طبيعية، كالجفاف والظوفان والجراد وغيرها من الآفات، كما كانت تتجم عن أحداث من صنع الإنسان، كالحروب والغارات التي كانت تدمر كل شي وتصيب القوى المنتجة بالخراب، وتحدث فاقة شديدة عن الناس، وتنتشر المجاعات والأوبئة فتقتل الكثير من الناس. وكانت هذه الأزمات، التي تسمى (أزمات ضعف الإنتاج)، تتجم عن أسباب غير نابعة مباشرة من جوهر أسلوب إنتاج معين.

وفي عصرنا شكّل تكرار الأزمات ظاهرة مثيرة للقلق والاهتمام وترجع أسباب ذلك إلى أن آثارها السلبية كانت حادة وخطيرة، وهددت الاستقرار الاقتصادي والسياسي للدول المعنية، فضلاً على انتشار هذه الآثار وعدوى الأزمات لتشمل دولاً أخرى نامية ومتقدمة كنتيجة للانفتاح الاقتصادي والمالي الذي تشهده هذه الدول، واندماجها في منظومة التجارة العالمية (شريط عابد، 2010).

من المفيد الإشارة إلى أن هناك نوعين من الأزمات المالية، النوع الأول يؤثر بصورة كبيرة في الاقتصاد الحقيقي (قطاع الإنتاج) ويؤدي إلى حالة كساد اقتصادي، والنوع الثاني يكون تأثيره في الاقتصاد الحقيقي محدوداً للغاية، وبالتالي لا يؤدي إلى كساد اقتصادي (نبيل حشاد، 2008)

وهناك ثلاثة أنواع للأزمات المالية:

الأزمات المصرفية (Bank Crisis).

تتجم الأزمات المصرفية عندما يواجه المصرف ارتفاعاً مفاجئاً وتزايداً كبيراً في الطلب على سحب الودائع، فالمصرف يستخدم نسبة كبيرة من هذه الودائع في عمليات الإقراض والتشغيل، ويحتفظ بنسبة محددة من هذه الودائع والتي تتجاوز النسبة المضادة للسحب، وتحدث الأزمة في هذا المصرف في صورة أزمة سيولة، وعندما تتفاقم هذه الأزمة وتمتد إلى المصارف الأخرى فإن هذه الأزمة تصبح أزمة مصرفية في تلك الدولة أو مجموعة دول، وليست بالضرورة أن تكون الأزمة المصرفية أزمة سيولة، فهذه الأزمة تكون أزمة ائتمان (إقراض) وتحدث هذه الأزمة عندما تمتنع المصارف عن إعطاء القروض ومنحها للزبائن خوفاً من عدم القدرة على تلبية طلبات السحب (Rosenblum, Peter, 2005)

أزمة العملة وأسعار الصرف (Currency Crisis).

يعرف جوي (Choi) الأزمة النقدية بأنها تتضمن هبوطاً شديداً في قيمة العملة الوطنية يسبق أو يصاحبه انخفاض حاد في الاحتياطات الأجنبية لدى السلطات النقدية، ويمكن تلمس هذه الأزمة من خلال اتجاه الأفراد والشركات والمؤسسات نحو تحويل الموجودات المالية والنقدية بالعملة الوطنية إلى العملة الأجنبية لتجنب الهبوط المتوقع في قيمة العملة الوطنية الذي قد يحدث نتيجة لظهور اختلال على صعيد الاقتصاد الكلي، وتصبح السلطات النقدية في هذه الحالة غير قادرة في الدفاع عن السعر الثابت للعملة الوطنية مما يجبرها على التخلي عنه لصالح تبني نظم صرف مرنة وخاصة عندما تسود مستويات سعر صرف لا تتسجم مع واقع الاقتصاد الكلي (هيل جميل، 2003)

أزمة الأسواق المالية (Financial Markets Crisis).

تتجم هذه الأزمة كنتيجة لارتفاع أسعار الأصول ارتفاعاً يفوق القيمة العادلة لهذه الأصول وبصورة غير مبررة، وهذا الارتفاع يعرف بظاهرة الفقاعة (Bubble)، ويحدث هذا الارتفاع غير العادل في أسعار الأصول (الأسهم) عندما يكون الدافع للشراء هو تحقيق الربح الذي ينجم عن ارتفاع الأسعار وليس عن قدرة هذه الأصول على تحقيق الدخل (2007، Rousseau, Peter and Kim, Jong)

وتحدث أزمة أسواق المال عندما يتعاطم الاتجاه نحو بيع الأسهم (التي تعبر عن هذه الأصول) فتبدأ الأسعار في التراجع والهبوط، وتحدث حالة الانهيار، وتمتد آثار ذلك إلى

أسعار الأسهم الأخرى، وهذه الآثار تشمل هذه الصناعة وربما يمتد أيضاً إلى الصناعات الأخرى.

مؤشرات الأزمات المالية

تسبق كل أزمة مؤشرات تدل عليها قد تكون محددة أو عديدة وغالباً ما تكون هي الإعداد للوصول إلى نقطة التحول التي تبدأ مع نهاية آخر هذه المؤشرات التحذيرية مما يجعل البعض يسميها مرحلة ما قبل الأزمة (التحول) أو مرحلة ميلاد الأزمة، ويمكن أن تظهر هذه المؤشرات أحياناً بشكل واضح ومرئي ينبئ بوجود أزمة حادة.

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

- 1- الإسراع في سحب الإيداعات من البنوك لأن رأس المال جبان، وهذا ما تناولته وكالات الإعلام المختلفة (شريط عابد، 2010)
- 2- قيام العديد من المؤسسات المالية بتجميد منح القروض للشركات والأفراد خوفاً على صعوبة استردادها.
- 3- نقص السيولة لدى الأفراد والشركات والمؤسسات المالية، وهو ما يؤدي إلى انكماش في النشاط الاقتصادي.
- 4- اتجاه سعر الفائدة وسعر الصرف والمضاربات وتدهور أسعار العملة المحلية، ومستوى التضخم والدورات الاقتصادية من ركود وكساد، وغيرها من عوامل التدهور الاقتصادي ذات التأثير على أسواق رأس المال وتدهور أسعار الأوراق المالية في البورصات (عماد صالح، 2002)
- 5- ارتفاع نسبة العجز في الحسابات الجارية كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي.
- 6- انتشار الفساد والأخطاء الفادحة في السياسات الاقتصادية أو سوء توجيه حركة الاستثمار.
- 7- ارتفاع معدل الفائدة المحلية، وارتفاع معدل البطالة (عبد الحكيم مصطفى، 2005)
- 8- سيادة وظهور حالة من الخوف والرعب من المجهول والخوف من الأزمات القادمة والخوف من حدتها وشدة آثارها (محمد سرور، 2010)

9- سيادة حالة من الإضراب في العمل وعدم التوازن في أداء الوظائف الإدارية وعدم التوازن كذلك في التصرفات وفي التعامل مع الآخرين.

أسباب الأزمات المالية

تكررت الأزمات المالية في معظم دول العالم، وشكلت ظاهرة مثيرة للاهتمام وتعود أسباب ذلك إلى أن آثارها السلبية كانت حادة وخطيرة وهددت الاستقرار الاقتصادي والسياسي للدول المالية. إضافة إلى انتشار هذه الآثار وعدوى الأزمات المالية لتشمل دولاً أخرى نامية ومتقدمة كنتيجة للانفتاح الاقتصادي والمالي الذي تشهده الدول واندماجها في منظومة التجارة العالمية.

وتعددت النظريات المفسرة لظهور الأزمات المالية وتختلف من حيث نوع هذه الأزمات كما تختلف أيضاً في حدتها وتأثيرها ومداهما الزمني. فمنها ما قد ينتج عن زعر مصرفي، والذي بدوره يترتب عليه كساد أو انكماش في النشاط الاقتصادي، بينما في أحيان أخرى قد يكون السبب انهيار حاد في أسواق الأسهم خاصة بعد وجود فقاعة، في أسعار بعض الأصول أو بسبب أزمة عملة وانهيار سعر الصرف مما ينتج عنه عدداً من الآثار السلبية على المسار التنموي للاقتصاد القومي (Laeven, and Valencia, 2008)

وتشير الأدبيات الاقتصادية إلى الجدل الدائر حول إلقاء ظلال المسؤولية على النظام الرأسمالي. فهناك من يرفض النظام الرأسمالي برمته فوفقاً لنظرية منسكي (Minskys' Theory) فإن القطاع المالي في الاقتصاد الرأسمالي عامة يتسم بالهشاشة المالية وتختلف درجة هشاشة القطاع المالي باختلاف المرحلة التي يمر بها الاقتصاد من مراحل الدورات الاقتصادية، ومن ثم تزيد خطورة حدوث أزمة في ذلك القطاع على الاقتصاد ككل (Wolfson, Martin, 2002)

رغم أن لكل أزمة خصائصها وأسبابها إلا أن هناك عوامل مشتركة توجد في معظم الأزمات ألا وهي:

عدم استقرار الاقتصاد الكلي (شريط عابد، 2010).

إن أحد أهم مصادر الأزمات الخارجية هو التقلبات في شروط التبادل التجاري، فعندما تنخفض شروط التجارة يصعب على زبائن البنوك المشتغلين بنشاطات ذات علاقة بالتصدير والاستيراد الوفاء بالتزاماتهم، خصوصاً خدمة الديون. وتشير بيانات البنك الدولي إلى أن حوالي 75 بالمئة من الدول النامية التي تعرضت لأزمة مالية شهدت انخفاضاً في شروط التبادل التجاري بحوالي 10 بالمئة قبل حدوث الأزمة.

وتعتبر التقلبات في معدلات الفائدة العالمية أحد المصادر الخارجية المسببة للأزمات المالية في الدول النامية، فالتغيرات الكبيرة في معدلات الفائدة عالمياً لا تؤثر فقط في تكلفة الاقتراض بل الأهم من ذلك أنها تؤثر في تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول النامية ودرجة جاذبيتها. ويقدر أن السبب المباشر لما بين 50 بالمئة و 67 بالمئة من تدفقات رؤوس الأموال من الدول النامية وإليها خلال حقبة التسعينيات كان التقلبات في معدلات الفائدة عالمياً. كما تعتبر التقلبات في أسعار الصرف الحقيقية المصدر الثالث من مصادر الاضطرابات في مستوى الاقتصاد الكلي، وهي كانت سبباً مباشراً أو غير مباشر لحدوث العديد من الأزمات المالية.

وأكدت دراسات مختلفة هذه الحقيقة، وأظهرت أن 22 دولة نامية في أمريكا الجنوبية عانت اضطرابات في أسعار الصرف الحقيقية بمعدل أعلى من أي إقليم في العالم، بما في ذلك دول جنوب شرق آسيا، وأن وقوع الأزمات المالية أحدث ارتفاعاً حاداً في أسعار الصرف الحقيقية كأحد آثار ارتفاع معدلات الفائدة المحلية.

أما في الجانب المحلي، فهناك التقلبات في معدل التضخم التي تعتبر عنصراً حاسماً في قدرة القطاع المصرفي على القيام بدور الوساطة المالية، وخصوصاً منح الائتمان، وتوفير السيولة. وقد اعتبر الركود الاقتصادي الناتج من ارتفاع مستويات الأسعار سبباً مباشراً لحدوث الأزمات المالية في العديد من دول أمريكا الجنوبية ودول العالم النامي.

عدم التلاؤم بين أصول وخصوم المصارف (Diamond, , Dybvig, 2000)

يؤدي التوسع في منح القروض إلى ظهور مشكلة عدم التلاؤم والمطابقة بين أصول وخصوم المصارف خصوصاً من جانب عدم الاحتفاظ بقدر كاف من السيولة لمواجهة التزاماتها الحاضرة والعاجلة في فترات تكون فيها أسعار الفائدة العالمية مرتفعة وأكثر جاذبية من أسعار الفائدة المحلية، أو عندما تكون أسعار الفائدة المحلية عالية وسعر الصرف ثابتاً مما يغري المصارف المحلية بالاقتراض من الخارج.

نقص الشفافية (عرفان الحسني، 2007)

ويقصد بها عدم دقة المعلومات عن أداء الكثير من الشركات والمؤسسات الاقتصادية خاصة فيما يتعلق بالكشف عن الحجم الحقيقي للاحتياطيات الدولية من العملات الأجنبية مما يؤدي إلى فقدان الثقة وهروب رؤوس الأموال إلى الخارج.

غياب الرقابة الفاعلة (خالد أمين ، محمد أحمد ، 2009)

ويقصد بها نقص الرقابة أو انعدامها أو عدم الإشراف الكافي على المؤسسات المالية الوسيطة حقاً، تخضع البنوك التجارية في معظم الدول لرقابة دقيقة من البنوك المركزية، ولكن هذه الرقابة تضعف أو حتى تنعدم بالنسبة للمؤسسات مالية أخرى مثل بنوك الاستثمار وسماسرة الرهون العقارية أو الرقابة على المنتجات المالية الجديدة مثل شهادات التصنيف الائتماني (Credit Rating) أو الجدارة الائتمانية، وبالتالي تشجع المستثمر على الإقبال على الأوراق المالية.

أثر العدوى والمخاطر النظامية

إن من أهم الخصائص التي تعكس السمات المميزة للأزمات المالية هو قابليتها على الانتقال من الدولة أو الدول التي تحدث فيها إلى الدول الأخرى وبالأخص في بيئة العولمة وانفتاح الأسواق المالية والبورصات على بعضها البعض بشكل كبير وهيمنة الجوانب الاستثمارية على النشاط الاقتصادي في معظم الدول واعتماد كثير من المستثمرين على المضاربة بهدف تحقيق الأرباح السريعة.

وتشير العدوى إلى فكرة أن الأزمات المالية قد تنتقل أو تنتشر من مؤسسة إلى أخرى، مثل تلك الخاصة بأسعار العملة أو انهيار أسواق الأسهم وانتشارها في دول أخرى، وعندما تفشل مؤسسة مالية واحدة فإن ذلك يهدد استقرار العديد من المؤسسات الأخرى وهذا ما يسمى بالمخاطر النظامية.

ومن الأمثلة على انتشار العدوى المالية انتشار الأزمة التايلاندية عام 1997 إلى دول أخرى مثل كوريا الجنوبية (Kaufman, and Kenneth, 2003).

الرافعة المالية

من هنا استقرت المبادئ السليمة للمحاسبة المالية على ربط حدود التوسع في الاقتراض بتوافر حداً أدنى من الأصول المملوكة، فالمدين يجب أن يمتلك حداً أدنى من الثروة حتى يستدين، وأن يتوقف حجم استدانته على حجم ملكيته للأصول العينية.

ولذلك حددت اتفاقية بازل للرقابة على البنوك حدود التوسع في الإقراض للبنوك بألا تتجاوز نسبة من رأس المال المملوك لهذه البنوك، فالبنك لا يستطيع أن يقرض أكثر من نسبة محددة لما يملكه من رأسمال واحتياطي وهو ما يعرف بالرافعة المالية (بشار المطارنة، وليد الصافي، 2009).

اضطرابات القطاع المالي

شكل انهيار أسواق الأوراق المالية والتوسع في منح الائتمان وتدفقات رؤوس الأموال الكبيرة من الخارج القاسم المشترك الذي سبق حدوث الأزمات المالية. وشهد القطاع المالي توسعاً كبيراً، ترافق مع الانفتاح الاقتصادي والتجاري والتحرر المالي غير الوقائي بعد سنوات من الانغلاق وسياسات الكبت المالي بما في ذلك ضغط الاقتراض وصغر حجمه ودور القطاع المالي في الاقتصاد. وعانت معظم الدول من عدم التهيئة الكافية للقطاع المالي وضعف واضح في الأطر المؤسسية والقانونية والتنظيمية. وأدى التوسع في منح الائتمان إلى حدوث ظاهرة تركّز الائتمان سواء في نوع معين من القروض كالقروض الاستهلاكية أو العقارية أو لقطاع واحد كالقطاع الحكومي أو الصناعي أو التجاري. ومن الأمور التقليدية في جميع الأزمات المالية التي شهدتها الدول، حصول انتعاش كبير في منح القروض. ولم تقتصر هذه الظاهرة على الدول النامية فحسب بل شملت كذلك الدول الصناعية مثل فنلندا والنرويج والسويد واليابان والولايات المتحدة.

وقد دلت دراسة مشكين (Mishkin, 1994)، على أن من الدلالات الظاهرة والقوية التي تسبق حدوث الأزمات المالية انهيار سوق الأوراق المالية بصورة متكررة، كما حدث في فنزويلا في بداية التسعينيات (IMF, 2009).

العوائد والأزمات المالية

إن الدراسات حول الأزمات المالية والسلوك المتذبذب للعوائد هي دراسات نادرة وحديثة، حيث كانت أول دراسة من خلال دراسات (Schwert)، وكانت أول دراسة عام 1989 حول سلوك أسعار الأسهم وتذبذب أدائها في الولايات المتحدة الأمريكية وعلاقتها بالدورات الاقتصادية والأزمات المالية في الفترة 1834 - 1987، حيث تم استخدام أسلوبين لدراسة نمط تذبذب الأداء وهما نموذج الانحدار الذاتي ونموذج الانتقال غير الخطي، حيث بينت الدراسة أن تذبذب عوائد الأسهم يزداد عندما تنخفض أسعار الأسهم خلال فترات الركود وكذلك قرب حصول الأزمة المالية، وبين أن أسواق الأسهم تستجيب بشكل مباشر لأزمات البنوك، حيث تنخفض أسعار الأسهم وتزداد أسعار الفائدة قبل حصول أي أزمة كبيرة، بحيث تنخفض أسعار الفائدة ويزداد تذبذب الأسهم بعد حصول الأزمة.

وفي نفس مجال البحث (Schwert, 1990) قد بحث العلاقة بين عوائد الأسهم اليومية وسلوك الأسهم المتذبذب خلال أو قرب حصول الأزمة مع ازدياد التركيز على أزمة 1987، ومن خلال استخدام البيانات من عام 1885 - 1987 بين Schwert أن تذبذب عوائد الأسهم يزداد عندما تتهاور عوائد الأسهم وخلال الركود الاقتصادي وأزمات البنوك (Al Rjoub, 2011).

كما وتعرف التقلبات (Volatility) بالانحراف الذي يحدث خلال اثني عشر شهراً عن التقديرات المبنية من عائدات السوق، وعلى الرغم من أن ارتفاع نسبة التقلبات لا يعد بالضرورة مؤشراً على مدى تقدم ونضج السوق إلا أن معظم الباحثين يشيرون إلى انخفاض درجة التقلبات كمؤشر على درجة أعلى من نضج وتقدم السوق، وتعتبر الأسواق الناشئة أكثر تقلباً بوجه عام من معظم الأسواق المتقدمة ويمكن ملاحظة ذلك من خلال ما تشهده الأسواق العربية من حركات تصحيحية تسعيرية كنتيجة للانخفاضات والارتفاعات في أسعار الأسهم (حسين بني هاني، 2002).

فمع كل الآثار السلبية للأزمات هل هناك فرص تستطيع الاستفادة منها من خلال الأزمة؟ فمن المهم أن نتذكر أن هذه الأزمة كسابقاتها ستنتهي بعد أن تستنفذ آثارها من خلال الدورة الاقتصادية. والاستفادة ممكنة للمستثمر الحصين لأن الأغلبية يميلون نفسياً إلى التصرف بشكل متوافق مع الدورة الاقتصادية للأزمة، فحين يدخل الاقتصاد في فترة الركود يتوقفون عن الاستثمار، بل يبيعون ما لديهم من استثمارات بأسعار زهيدة، والمستهلك بعيد النظر يستطيع الاستفادة من الأزمة.

مراجعة الدراسات السابقة

تناول الفلاح، 2010 "انعكاسات الأزمة المالية العالمية 2008 على أداء الأسواق المالية العربية: دراسة تحليلية مقارنة". هدفت هذه الدراسة لبحث الأزمة المالية وانعكاسات نتائجها على أداء الأسواق المالية العربية للفترة ما بين 2008 و 2009، حيث شملت عينة الدراسة الأسواق المالية العربية التالية (مصر، الأردن، السعودية، الكويت، الإمارات) وذلك باستخدام تحليل الانحدار بطريقة المربعات الصغرى (Ordinary Least Square)، وقد توصلت الدراسة إلى أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين الأزمة المالية وتداعياتها المتمثلة بمتغيرات الاقتصاد الكلي (التغير في أسعار الفائدة، التغير في حجم الصادرات، التغير في حجم الواردات، المعروض النقدي ومعدل التضخم) والرقم القياسي وحجم التداول لأسهم السوق المالي الأردني، وأيضاً أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين الأزمة المالية وتداعياتها المتمثلة بمتغيرات الاقتصاد الكلي والرقم القياسي وحجم التداول لكل من السوق المالي المصري والسوق المالي الكويتي، بينما كان هناك أثر ذو دلالة إحصائية بين الأزمة المالية وتداعياتها المتمثلة بمتغيرات الاقتصاد الكلية والرقم القياسي وحجم التداول لكل من أسهم السوق المالي السعودي والسوق المالي الإماراتي.

دراسة خلف، 2010 بعنوان "محددات تكلفة السيولة في الأسواق الناشئة وأثر أزمة الائتمان العالمية عليها: دراسة تحليلية للشركات المدرجة في بورصة عمان للفترة 2003 - 2008". هدفت هذه الدراسة إلى تقدير تكلفة السيولة في بورصة عمان، وفحص محدداتها، وبيان أثر أزمة الائتمان العالمية عليها. وأجريت الدراسة على عينة من 30 شركة مدرجة في بورصة عمان للفترة (2003 - 2008)، وتم تقدير تكلفة السيولة لها باستخدام هامش العرض - الطلب، ودراسة أثر أزمة الائتمان العالمية على تكلفة السيولة ومحدداتها، تم أخذ ذات العينة من الشركات المدرجة للفترة من الأول من أيار لعام 2008 ولغاية الحادي والثلاثين من كانون الأول لعام 2008، وذات المتغيرات مع إدخال أزمة الائتمان العالمية كمتغير وهمي ضمن معادلة الانحدار الخطي المتعدد. وأظهرت نتائج الدراسة ارتفاع تكلفة السيولة في بورصة عمان ضمن سنوات الدراسة، وزيادتها بشكل ملحوظ أثناء فترة أزمة الائتمان العالمية، كما أظهرت وجود أثر ذو دلالة إحصائية لحجم التداول وتذبذب سعر السهم على تكلفة السيولة، وعدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية لسعر السهم وحجم الشركة على تكلفة السيولة.

دراسة (درويش، 2009) بعنوان "اختبار العلاقة بين العوائد والمخاطر في سوق فلسطين للأوراق المالية". هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين العائد والمخاطرة في سوق فلسطين للأوراق المالية

وخصوصاً خلال الأزمة المالية العالمية 2008، وتحديد قدرة السوق على تعويض المستثمرين بعلاوة مخاطرة، وذلك باستخدام العائد اليومي لمؤشر القدس خلال الفترة 2000/10/17 إلى 2009/8/16 باستخدام نموذج عدم ثبات التباين المشروط بالارتباط المتسلسل أو ما يعرف بنموذج GARCH، حيث بينت النتائج وجود علاقة إيجابية بين العائد والمخاطرة في سوق فلسطين للأوراق المالية إلا أنها غير مؤكدة من الناحية الإحصائية، مما يشير إلى ضعف العلاقة بين العائد والمخاطرة وبالتالي عدم تأثير الأزمة المالية العالمية بشكل مباشر، على السوق من خلال تعويض المستثمرين بعلاوة عائد.

دراسة الأحول، 2009 بعنوان "أزمات الأسواق المالية: عدوى أم اعتمادية حالة أسواق دول الخليج العربي والأردن". هدفت هذه الدراسة إلى إمكانية وجود علاقة اعتمادية أو عدوى بين الأسواق العربية باستخدام نموذج الانحدار الذاتي (VAR) وتم أخذ عينة من خمس دول خليجية بالإضافة إلى الأردن وفحص العلاقات التجارية البينية لهذه الدول فيما بينها وبين العالم الخارجي، من أجل إمكانية تحديد متغيرات خارجية قد يكون لها تأثير على معدل العائد لهذه الأسواق، وأظهرت النتائج أنه لا يوجد علاقة عدوى بين كافة الدول، ولكن هناك علاقة

اعتمادية بين الأسواق المالية لأربع دول هي الإمارات والسعودية وقطر والكويت واستثناء الأردن وعمان من علاقة الاعتمادية مع باقي دول العينة، كما لم يكن لأي من المتغيرات الخارجية تأثير على الأسواق المالية لدول العينة.

دراسة (التميمي، 2009) بعنوان "أزمة Subprime للرهن العقاري وأثرها في أداء بورصة عمان للأوراق المالية". هدفت هذه الدراسة إلى إلقاء الضوء على واقع وجذور مشكلة الرهن العقاري Subprime وأثرها على أداء بورصة عمان للأوراق المالية من خلال اختبار ثلاث فرضيات رئيسية الأولى والثانية تتعلق بأداء بورصة عمان وقطاعاتها قبل وبعد وقوع الأزمة المالية، والثالثة اختبرت العلاقة بين الاستثمار الأجنبي الغير مباشر وأداء بورصة عمان للأوراق المالية. وقد اعتمد الباحث منهج دراسة الحدث Event study، بوصف الأزمة المالية حدث لها نتائج تختلف في طبيعتها باختلاف قوة وشدة الأزمة، ولأغراض البحث تم اعتماد 2008/9/15 نافذة الحدث وهو اليوم الذي أشهر بنك ليمان برانرز إفلاسه، وتمثل مجتمع البحث وعينته ببورصة عمان للأوراق المالية والقطاعات العاملة فيه، وقد غطت الدراسة مدة زمنية أمدها ستة عشر شهراً، قسمت إلى فترتين الأولى قبل وقوع الأزمة وشملت كانون الثاني 2008 ولغاية آب من السنة ذاتها والثانية انحصرت بين تشرين الأول من العام 2008 ولغاية أيار من العام 2009.

واستخدم الباحث لاختبار الفرضيات الرئيسية الأولى والثانية اختبار (Independent Sample t-Test) لغرض المقارنة بين مجموعتين للأداء وبيان الفرق بينهما من جانب، بينما استخدم معامل ارتباط بيرسون لاختبار الفرضية الثالثة. وأشارت النتائج إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية لأداء البورصة بشكل عام وأداء قطاعاتها بشكل خاص للفترة قبل وبعد الأزمة المالية، وقد كان قطاع البنوك أكثر القطاعات تأثراً بأحداث الأزمة المالية العالمية، كما لعب الاستثمار الأجنبي غير المباشر دوره في أداء بورصة عمان للأوراق المالية كان إيجابياً للفترة قبل وقوع الأزمة وسلباً بعد وقوع الأزمة.

دراسة (Wang & Lee, 2009) بعنوان "قنوات الانتشار لأسواق المال خلال الأزمة المالية الآسيوية 1997". هدفت هذه الدراسة إلى فحص الأزمة الآسيوية والطرق المباشرة وغير المباشرة التي انتقلت عبرها وتحديداً القنوات المالية، مستخدمين منهجية سببية جرانجر (Granger Causality) لفحص كيفية انتقال الأزمات، وشملت عينة الدراسة تسع دول آسيوية خلال الفترة 1992 - 2001 واستخدمت الدراسة بيانات يومية لفحص تذبذب العوائد في الأسواق المالية. وتوصلت نتائج الدراسة إلى أن هونغ كونغ وسنغافورة وماليزيا وتايلاند

سوق الأسهم في هونغ كونغ خلال الأزمة المالية العالمية، وقد تم استخدام أسعار الإغلاق اليومية لأسهم الأسواق الثلاث باعتماد كل سوق على عملته الوطنية خلال الأزمة وبالاستعانة بنموذج GARCH (أحادي ومتعدد المتغيرات). حيث بينت نتائج الدراسة أن سوق الأسهم الصينية لم تكن حصينة ضد الأزمة المالية العالمية وانعكس ذلك على تذبذب العوائد والأسعار وانتقالها من الولايات المتحدة الأمريكية إلى الصين، ولم تؤثر الأزمات المالية السابقة ضمن الولايات الأمريكية على الصين وهونغ كونغ، كما أثرت هذه الأزمة.

دراسة (Fayyad & Daly, 2010) بعنوان "تقلب عوائد السوق: دراسة مقارنة بين الأسواق الناشئة والأسواق المتقدمة". تناولت هذه الدراسة تقلب عوائد السوق وارتباط التباين الشرطي بين أسواق الأسهم في البلدان المتقدمة (الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة) وأسواق الأسهم في البلدان النامية (الكويت والإمارات) من خلال نموذج GARCHM، حيث استخدم الباحثان البيانات اليومية لمؤشرات الأسهم في الأسواق الأربعة خلال الفترة 2005 - 2009. وأظهرت نتائج الدراسة أن الأسواق الناشئة هي الأكثر تقلباً من الأسواق المتقدمة، وأن التقلب في العوائد هو مظهر شائع في الأسواق المالية.

دراسة (Adamu, 2010) بعنوان "الأزمة المالية العالمية وتقلبات سوق الأسهم النيجيرية". هدفت هذه الدراسة إلى تقييم مدى تذبذب سوق الأسهم النيجيرية ضمن الفترة التي كانت قبل وبعد الأزمة المالية العالمية (2008)، واعتمدت الدراسة على مؤشر الأسهم اليومية ASI لسوق الأسهم النيجيرية، حيث تم احتساب العوائد الشهرية لـ 233 شركة مدرجة في البورصة النيجيرية. وقام الباحث بتقسيم فترة الدراسة إلى فترتين: 24 شهراً لعامي 2006 و 2007 وهي الفترة السابقة للأزمة، و 24 شهراً لعامي 2008 و 2009 وباستخدام مؤشرات وعوائد الأسهم لأشهر مختلفة وتقدير الانحراف المعياري فقد وجدت الدراسة أن أداء السوق كان متذبذباً ضمن الأزمة المالية العالمية وما بعد ذلك، وأن المستثمرين قد خسروا ترليوناً من الدولارات بسبب الانخفاض الحاد في قيمة الأسهم وأوصت الدراسة بتطبيق إجراءات سوقية أدق مالياً لكي تحمي الأسواق.

دراسة (Angabini & Wasiuzzaman, 2010) بعنوان "أثر الأزمة المالية العالمية على تذبذب أسهم السوق الماليزية". هدفت هذه الدراسة إلى قياس أثر الأزمة المالية العالمية على تذبذب أسهم السوق المالية الماليزية، حيث يعتبر تذبذب أسواق الأسهم عاملاً مهماً لتحديد تكلفة رأس المال وتقييم الاستثمار المرتبط بخطورة الأسواق هنا. واستخدمت الدراسة نموذج GARCH لتقييم التذبذب في عوائد الأسهم وأثر الأزمة على أسواق الأسهم في كوالالمبور، ونموذج ARIMA لاختبار كفاءة السوق واعتمدت الدراسة على أسعار الإغلاق اليومية لمؤشر

سوق كوالامبور خلال الفترة 2000 - 2010، وقد أظهرت النتائج أنه بسبب الأزمة الحالية كان هناك زيادة في تأثير التقلبات من الفترات السابقة.

دراسة (Wafaa Mehyaoui, 2010) بعنوان "أثر الأزمة المالية العالمية 2008 على بورصة عمان للأوراق المالية: دراسة تجريبية". هدفت هذه الدراسة إلى التحقق قياسياً من أثر أزمة 2008 على بورصة عمان للأوراق المالية والتأكد فيما إذا كان هناك أي رد فعل غير عادي لهذا السوق اتجاه الحدث. وقد تم اختيار منهجية دراسة الحدث بحيث تم إتباع طريقة العوائد غير العادية كما وصفها، Brown Warner (1985) لقياس أداء السوق الغير عادي. حيث تم احتساب العوائد غير العادية الشهرية لكل شركة في العينة باستعمال نموذج متوسط العائد الثابت (CMRM) على مدى فترة تقدير الحدث والتي شملت 24 شهر (كانون الثاني 2006 - كانون الأول 2007). متوسطات العوائد غير العادية لعينة تتكون من 52 شركة مساهمة عامة (صناعية وخدمات)، واختبرت لكل شهر على حده على مدى فترة حدث تتمثل في 24. وأظهرت نتائج الدراسة أن بورصة عمان شهدت متوسطات عوائد غير عادية سالبة ذات دلالة إحصائية خلال الربع الأخير من عام 2008 (تشرين أول، تشرين الثاني)، كون الأزمة المالية كانت قد اشتدت وبلغت ذروتها خلال هذه الفترة. أما بالنسبة لما تبقى من أشهر بفترة الحدث فلم يتم خلالها ملاحظة أي متوسطات عوائد غير عادية سالبة ذات دلالة إحصائية وهذا دليل على أن بورصة عمان لم تتأثر نسبياً بالأزمة المالية العالمية كما أشارت نتائج الدراسة إلى أن بورصة عمان للأوراق المالية تتوافق مع فرضيات كفاءة السوق شبه القوي. واستناداً إلى النتائج المحصل عليها أوصت هذه الدراسة المستثمرين الأجانب بتوجيه اهتماماتهم أكثر إلى الاستثمار ببورصة عمان كونها تعتبر من أمن ومن أهم الأسواق المالية في منطقة الشرق الأوسط التي تسمح بالاستثمار الأجنبي.

دراسة (Al Rjoub, 2011) بعنوان "الدورات الاقتصادية، الأزمات المالية، وتقلبات العوائد في بورصة عمان". هدفت هذه الدراسة لقياس أثر الأزمة المالية على عوائد الأسهم ومدى التذبذب الحاصل من خلال إدخال متغيرات عشوائية على المتوسط الحسابي والتباين لقياس عوائد الأسهم وتذبذب أدائها خلال الأزمات، حيث استخدمت الدراسة قيم مؤشر بورصة عمان تم جمعها من بيانات البورصة الشهرية للفترة 1 / 1992 إلى 12 / 2009، وتم جمع أكثر من 210 مشاهدة. وأظهرت نتائج الدراسة أنه كان هناك تذبذب في الأداء خلال الأزمات الاقتصادية بطرق مختلفة، وأن الأداء يزداد أو ينخفض بناء على التوقعات العامة، فإذا كانت التوقعات إيجابية أو متفائلة فإن ذلك سوف يعمل على زيادة تذبذب الأداء بناء على ازدياد

حجم الاستثمار. وإذا كانت التوقعات متشائمة، فإن ذلك يعمل على تخفيض الطلب على الاستثمار بحيث يخفض التذبذب في الأداء وانخفاض حجم التداول. بالرجوع إلى ما عرضته الأدبيات المتعلقة بالالتزامات المالية، واستناداً إلى الدراسات السابقة التي تناولت

اثر الالتزامات المالية، فقد تم بناء الفرضيات التالية :

فرضيات الدراسة:

H₀₁: الفرضية الأولى: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للالتزامات المالية العالمية على العوائد والتقلبات في قطاع البنوك في بورصة عمان.

H₀₂: الفرضية الثانية: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للالتزامات المالية العالمية على العوائد والتقلبات في قطاع التأمين في بورصة عمان.

المتغيرات المستقلة:

أزمة المكسيك 1994.

وتسمى الأزمة الاقتصادية المكسيكية، وذلك لأن ارتباط عملة البلد بالدولار الأمريكي شكل ضماناً وهمية شجعت على الاستدانة الأجنبية، مما سبب عجزاً في ميزان المدفوعات واستدعى تدخل الولايات المتحدة لكونها أقرب جيران المكسيك (Le groupe wikipedia).

الأزمة الآسيوية 1997.

لتصبح تايلاند وكوريا الجنوبية على حافة الانهيار المالي، وتم اتخاذ إجراءات تعديل عنيفة، أدخلت الاقتصاد في مرحلة ركود قاس، دفع ثمنها من أجور العمال التي انخفضت أكثر من 30 بالمائة بسبب انخفاض قيمة النقود.

الأزمة الروسية.

أطول أزمة اقتصادية في تاريخ روسيا ودول الاتحاد السوفيتي سابقاً، وذلك بسبب المشتقات المالية التي سببت انهياراً كبيراً في البنوك، وهددت النظام المالي العالمي.

أزمة أيلول / سبتمبر 2001.

ما عرف باسم هجمات تنظيم القاعدة على برج نيويورك، وما نتج عنها من انهيارات كبيرة في أسواق المال الأمريكية وتضرر شبكات اتصال حيوية كأنظمة المقاصة.

حرب العراق 2003.

وتعرف بالغزو الأمريكي للعراق، وقد أدت هذه الحرب بأكبر خسائر بشرية من المدنيين في العراق والقوات العسكرية للولايات المتحدة الأمريكية والهيمنة على سوق النفط ودعم الدولار الأمريكي بعدما صدر قرار في عام 2000 باستعمال عملة اليورو كعملة وحيدة لشراء النفط العراقي.

الأزمة المالية العالمية 2008.

وتعرف بأزمة الرهن العقاري Subprime، وبدأت هذه الأزمة بانخفاض العقارات في الولايات وانهيار أكبر المصارف وإفلاسها، حيث تعتبر أزمة 2008 أخطر أزمة يتعرض لها النظام الاقتصادي العالمي في ظل ظاهرة العولمة، وتختلف عن سابقتها من الأزمات المالية إذ أنها ليست ناجمة عن ارتفاع سعر الفائدة وإنما عن تراجع الطلب على قطاع العقارات بصورة خاصة وانتشار الديون المعدومة التي أدت إلى انهيار عدد كبير من المؤسسات المالية والعقارية.

المتغير التابع:

عوائد الاسهم الشهرية لقطاعي البنوك والتأمين

التحليل الإحصائي والقياسي واختبار الفرضيات

تم اختبار فرضيات الدراسة من خلال إجراء الاختبارات اللازمة لدراسة أثر الأزمة المالية خلال الفترة (1994 - 2011) على العوائد والتقلبات في قطاعي البنوك والتأمين في بورصة عمان للأوراق المالية. الوصف الإحصائي:

الجدول رقم (1): الوصف الإحصائي لقطاعات (البنوك والتأمين)

	Bank Sector	Insurance Sector
Mean	5623.09	2594.943
Median	2735.65	1556.8
Maximum	18963.1	8038.1
Minmum	1193.2	1133.2
Std. Dev.	4756.959	1790.696
Skewness	.950449	1.2217
Kurtosis	2.476221	3.477511
Jarque-Bera	34.98984	55.7839
Probablity	0.00000	0.0000
Observation	216	216

من خلال الجدول رقم (1) نلاحظ إن قيم اختبار (Jarque - Bera) للسلاسل الزمنية للقطاعي (البنوك والتأمين) كانت على التوالي: 34.9894, 55.7839 ، كما كانت (Probability=0.0000) > 5%، وهو ما يدل على أن البيانات ليست موزعة توزيعاً طبيعياً، وهو ما تأكده قيم (SKewness) و (Kurtosis) لكلا القطاعين حيث كانت على التوالي الالتواء (1.2217 , .950449) والتفرطح (3.477511 , 2.476221) حيث يشترط التوزيع الطبيعي للبيانات إن تكون قيمة (SKewness) = صفر أو تقترب من الصفر، وقيمة (Kurtosis) = 3 أو تقترب منها.

❖ اختبار سكون (استقرار) السلاسل الزمنية (Unit Root Stationarity Test (Test):

تعتبر استقرارية السلاسل الزمنية من القضايا المهمة في مجال الاقتصاد القياسي وفي حال غياب صفة الاستقرارية فإن ذلك يؤدي إلى عدم الوثوق بنتائج الدراسة، ويرجع عدم الاستقرار إلى أن البيانات الزمنية غالباً ما يوجد بها عامل الاتجاه (Trend)، ومن أكثر الاختبارات استخداماً لاختبار استقرارية المتغيرات ديكي فولر الموسع (ADF).

ومن خلال استقراء أرقام الجدول (2) يتضح إن جميع المتغيرات تعتبر مستقرة من الدرجة الأولى (1) بعد اخذ الفرق الأول بينما هي غير مستقرة بمستوياتها، حيث يتم الحكم على استقرارية المتغيرات من خلال القيمة الحرجة ل (Mackinnon) وبالتالي يتضح انه بعد إجراء اختبار ديكي - فولر ADF لاختبار سكون السلاسل الزمنية (أي بقاء متوسطاتها $E(Y_t)$ وتباينها $Var(y_t)$ وتغايرها $[Cov(Y_t, Y_s)]$ ثابتة مع مرور الزمن) الداخلة في نموذج الدراسة عند المستوى (Level) وللفرق الأول (First difference)، تم عرض نتائج التحليل في الجدول رقم (2)، الذي بين نتائج اختبار جذر الوحدة (Unit Root Test) وكانت السلاسل الزمنية غير ساكنة عند المستوى لجميع المتغيرات، حسب القيمة الحرجة ل (Mackinnon)⁽¹⁾ وعند اخذ الفرق الأول وإعادة الاختبار لها تبين إن جميع السلاسل الزمنية ساكنة عند الفرق الأول، وأظهرت النتائج رفض الفرضية العدمية للفرق الأول.

جدول رقم (2): نتائج اختبار سكون السلاسل الزمنية

FIRST DIFFERENCE	LEVEL	المستوى
ADF	ADF	المتغيرات

-13.22	-1.08	B
-16.20	-1.23	INS

المصدر: إعداد الباحث - مخرجات برمجية EViews

أما القيم الحرجة لاختبار السكون حسب Mackinnon Critical Values فهي كما يلي:

FIRST DIFFERENCE	LEVE L	المستوى
-3.46	-3.46	اختبار ديكي - فولر
-2.87	-2.87	ADF
-2.57	-2.57	

المصدر: إعداد الباحث - مخرجات برمجية EViews

❖ اختبار GARCH- (Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedastic Mean)

:M

وقد تم استخدام نموذج (GARCH) لأن نتائج الدراسات السابقة التي تمت على بورصة عمان للأوراق المالية بينت أن هنالك انحراف للعوائد عن التوزيع الطبيعي وتفرطح زائـد

(LeptoKurtosis) في السلاسل الزمنية للعوائد، وكذلك حالة عدم ثبات التباين (Heteroscedasticity) لذلك فان نموذج (GARCH) يعتبر مناسباً لمثل هذه البيانات وقادراً على الإحاطة بسلوك السلاسل الزمنية (Mackinnon, 1991).

أشار (Weiss) إلى إمكانية إدخال على التباين الشرطي تأثيرات إضافية للمتغير التابع، حيث أن من خواص نموذج GARCH أنها تسمح بإضافة هذه القوى سواء من خلال المتوسط الشرطي، أو من خلال التباين الشرطي (سعيد هتهات، 2006).

واقترح كل من (Engle, Lilien, Robbins)، نماذج GARCH-M حيث يكون التباين الشرطي عبارة عن متغير مفسر للمتوسط الشرطي (سعيد هتهات، 2006).

ومنه يصبح هذا النوع من النماذج مهياً لوصف تأثير سرعة التقلبات على عائد

الأسهم.

حيث أن Y_t تحقق النموذج (GARCH-M) الخطي للتباين الشرطي إذا فقط إذا كان:

$$Y_t = \mathbf{x}_{tb} + \delta \mathbf{h}_t + \varepsilon_t = \mathbf{x}_{tb} + \delta_v(\varepsilon_t/\varepsilon_{t-1}) + \varepsilon_t$$

$$\varepsilon_t = z_t \sqrt{h_t}$$

$$h_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^q \alpha_i \varepsilon_{t-i}^2 + \sum_{i=1}^f \beta_i h_{t-i}$$

حيث:

$$E(\varepsilon_t/\varepsilon_{t-1}) = 0 \quad , \quad e_t V(\varepsilon_t/\varepsilon_{t-1}) = h_t$$

ويمكن تشخيص عدة أوجه مختلفة للعلاقة بين المتغير التابع (Y_t) والتباين الشرطي، من بينها الحالات التالية:

$$Y_t = x_t b + \delta h_t + \varepsilon_t \quad \text{الصيغة الخطية:}$$

$$Y_t = x_t b + \delta \log(h_t) + \varepsilon_t \quad \text{صيغة اللوغاريتم - الخطي:}$$

$$Y_t = x_t b + \delta \sqrt{h_t} + \varepsilon_t \quad \text{صيغة الجذر التربيعي:}$$

❖ النماذج القياسية المستخدمة:

$$LB_t = \alpha + \beta_1 MC_t + \beta_2 AC_t + \beta_3 RC_t + \beta_4 SC_t + \beta_5 IRC_t + \beta_6 GC_t + \varepsilon_t \dots\dots\dots(1)$$

$$LINS_t = \alpha + \beta_1 MC_t + \beta_2 AC_t + \beta_3 RC_t + \beta_4 SC_t + \beta_5 IRC_t + \beta_6 GC_t + \varepsilon_t \dots\dots\dots(2)$$

LB_t : قطاع البنوك في الأردن.

$LINS_t$: قطاع التأمين في الأردن.

MC_t : أزمة المكسيك عام 1994.

AC_t : الأزمة الآسيوية 1997.

RC_t : الأزمة الروسية 1998.

SC_t : أزمة 11/أيلول/2001 التي أصابت أبراج التجارة في الولايات المتحدة الأمريكية.

IRC_t : الحرب على العراق عام 2003.

GC_t : الأزمة المالية العالمية 2008.

ε_t : الخطأ العشوائي.

جدول رقم (3): نتائج (GARCH-M) لقطاع البنوك

وأظهرت معادلة تباين GARCH(-1) عند فترة إبطاء واحدة ان قيمة coefficient كانت اقل من الواحد صحيح ($1 < 0.58$) عند مستوى معنوية (prob=0.0000) مما يدل على تحقق شرط أن (ϵ^2) مستقرة.

جدول رقم (4): نتائج (GARCH-M) لقطاع التأمين

Dependent Variable: LINS				
Method: ML - ARCH (Marquardt) - Normal distribution				
Date: 06/17/12 Time: 15:19				
Sample (adjusted): 1994M02 2011 M12				
Included observations: 215 after adjustments				
Convergence achieved after 201 iterations				
Variance backcast: ON				
GARCH = C(9) + C(10)*RESID(-1)^2 + C(11)*GARCH(-1)				
	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
LOG(GARCH)	-14.67884	4.294777	-3.417835	0.0006
C	88.74823	36.45706	2.434322	0.0149
MC	-1.307148	13.84910	-0.094385	0.9248
AC	22.29025	10.27693	2.168961	0.0301
RC	14.39903	10.59097	1.359557	0.1740
SC	-2.126356	7.851704	-0.270815	0.7865
IRC	172.3144	16.24042	10.61022	0.0000
GC	-243.6421	25.14456	-9.689658	0.0000
Variance Equation				
C	108.0763	80.53895	1.341913	0.1796
RESID(-1)^2	0.964196	0.186018	5.183347	0.0000
GARCH(-1)	0.477906	0.059332	8.054775	0.0000

المصدر: إعداد الباحث - مخرجات برمجية EViews

من خلال الجدول رقم (4) نلاحظ ما يلي:

- لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لازمة المكسيك عام 1994، الأزمة الروسية 1998، وكذلك أزمة 11/أيلول/2001 في الولايات المتحدة الأمريكية على عوائد الأسهم والتقلبات في قطاع التأمين في بورصة عمان. حيث نلاحظ أن قيمة z-statistic بلغت (-0.09)، (1.36)، (-0.27) عند مستوى معنوية 0.05. بينما يوجد أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لكل من الأزمة الآسيوية 1997 والحرب على العراق عام 2003، وأثر سلبي ذو دلالة إحصائية للأزمة المالية العالمية 2008 على عوائد الأسهم والتقلبات في قطاع التأمين في بورصة عمان. حيث نلاحظ أن قيمة z-statistic بلغت (2.17)، (10.61)، (-9.69) عند مستوى معنوية (prob=0.0301)، (prob=0.0000)، (prob=0.0000) على التوالي، أقل من مستوى الدلالة المعتمد (5%)، وكان للأزمة المالية العالمية 2008 الأثر الأكبر على تلك العوائد والتقلبات حيث بلغ مقدار الأثر -243.6421%.

وأظهرت معادلة تباين GARCH(-1) عند فترة إبطاء واحدة أن قيمة coefficient كانت أقل من الواحد صحيح ($0.47 < 1$) عند مستوى معنوية (prob=0.0000) مما يدل على تحقق شرط أن (ε^2) مستقرة.

تبيين من نتائج اختبار (GARCH-M) أن الأثر الأكبر للآزمات المالية يتركز على عوائد الأسهم لقطاع البنوك بدرجة الأولى، يليه قطاعي التأمين.

نلاحظ إن نتائج التحليل تدعم الخلفية النظرية التي تنص على أن الآزمات المالية تؤثر سلبياً على عوائد سوق الأسهم. ذلك أن عوائد الأسهم تكون سلبية خلال الآزمات الاقتصادية، وظهر ذلك بوضوح من خلال أثر الأزمة المالية العالمية على قطاعي البنوك والتأمين في بورصة عمان، فقد كان أثر هذه الأزمة سلبياً، حيث توافقت هذه النتيجة مع دراسة (Rjoub,2011)، وبالعودة إلى تطور أداء سوق الأسهم في بورصة عمان خلال الفترة 1994-2011 جدول رقم (5) في الملحق، نلاحظ الانخفاض الحاد في أحجام التداول خلال الفترة (2008 - 2010) أي أن هذه الأزمة أدت إلى نوع من عدم الاستقرار والتذبذب في الأسواق المالية العالمية وإلى وجود حالة من الخوف الشديد في أوساط المستثمرين بشأن مستقبل الاقتصاد والاستثمار، دفعت بالكثير منهم إلى عدم الرغبة في تحمل المخاطر والبحث عن استثمارات آمنة في قطاعات أخرى والمطالبة بعلاوة عن المخاطر تفوق ما تقدمه الحكومات.

ويعود هذا الانخفاض أيضاً إلى عوامل نفسية تخص سلوك المستثمر، لاسيما بين أوساط المستثمرين الصغار، والذين في الغالب يحذون حذو المستثمرين الكبار، ناهيك عن دور المضاربين بتخفيض الأسعار في ظل ظروف غير طبيعية.

وقد أشارت البيانات الإحصائية لعام 2008 إلى أن الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجحة بالأسهم الحرة قد انخفض بنحو 25%، وعلى الرغم من هذا التراجع إلا أن بورصة عمان تعتبر من البورصات العربية الأقل تأثر بالأزمة المالية (كون أن الأردن من الدول ذات الانفتاح الاقتصادي والمالي المتوسط)، ولكن المتتبع لأداء بورصة عمان يلاحظ أن الأزمة المالية العالمية 2008 كان أثرها لاحقاً على بورصة عمان، حيث ألفت هذه الأزمة التي هزت جميع أسواق العالم بظلالها على أداء الاقتصاد الأردني، فانخفض مستوى السيولة وانعكس ذلك على حجم التداول، كما انخفضت الصادرات الأردنية بنسبة 21.0% خلال عام 2009، وانخفضت الإيرادات المحلية والمساعدات الخارجية بنسبة 4.8% خلال نفس العام.

لكن مع كل هذه الآثار السلبية إلا أننا لا نستطيع أن ننكر الجوانب الإيجابية لهذه الأزمة (2008)، حيث حافظ الاستثمار الأجنبي في البورصة على نفس الوتيرة المتصاعدة وحقق خلال عام 2008 زيادة إيجابية ملحوظة، حيث بلغت قيمة التداول 20.318 لعام 2008 مقارنة مع 12.3 مليار دولار لحجم التداول عام 2007، ولكن انخفض هذا الاستثمار بعد وقوع الأزمة للدلالة على أن بعض هذه الاستثمارات قد انسحبت من البورصة ربما للحفاظ على أو تصويب مراكزهم الاستثمارية في أسواق مالية أخرى، أو اتخاذ مواقف الحيطنة

والحذر تحسباً من انعكاسات أكبر للأزمة على بورصة عمان للأوراق المالية (التميمي، 2009). ونلاحظ أن عوائد الأسهم كانت إيجابية خلال الحرب العراقية، حيث أوضحت نتائج التحليل أن هذه الحرب أثرت وبشكل إيجابي على قطاعي البنوك والتأمين، ويعزى السبب إلى هجرة الأموال من العراق إلى الأردن وهذا سبب الانتعاش الاقتصادي عام 2004 ولغاية عام 2005، وأيضا إلى ارتفاع حجم الصادرات إلى العراق وبالأخص إلى الجنود الأمريكيين الموجودين في العراق كما أشارت دراسة (الرواحنة، 2011) إلى ذلك.

النتائج والتوصيات

النتائج:

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر الأزمات المالية على العوائد والتقلبات في قطاعي البنوك والتأمين خلال الفترة (1994 - 2011).

وقد توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

1. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لازمة المكسيك عام 1994، وكذلك أزمة 11/أيلول/2001 التي أصابت أبراج التجارة في الولايات المتحدة الأمريكية على عوائد الأسهم والتقلبات في قطاع البنوك في بورصة عمان.

2. يوجد أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لكل من الأزمة الآسيوية 1997 والحرب على العراق عام 2003، وأثر سلبي ذو دلالة إحصائية لكل من الأزمة الروسية 1998، والأزمة المالية العالمية 2008 على عوائد الأسهم والتقلبات في قطاع البنوك في بورصة عمان. وكان للأزمة الروسية 1998 الأثر الأكبر على تلك العوائد والتقلبات حيث بلغ مقدار الأثر 474.3290-%.

3. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لازمة المكسيك عام 1994، الأزمة الروسية 1998، وكذلك أزمة 11/أيلول/2001 في الولايات المتحدة الأمريكية على عوائد الأسهم والتقلبات في قطاع التأمين في بورصة عمان.

4. يوجد أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لكل من الأزمة الآسيوية 1997 والحرب على العراق عام 2003، وأثر سلبي ذو دلالة إحصائية للأزمة المالية العالمية 2008 على عوائد الأسهم والتقلبات في قطاع التأمين في بورصة عمان. وكان للأزمة المالية العالمية 2008 الأثر الأكبر على تلك العوائد والتقلبات حيث بلغ مقدار الأثر 243.6421-%.

5. تبين من نتائج اختبار (GARCH-M) أن الأثر الأكبر للآزمات المالية يتركز على عوائد الأسهم لقطاع البنوك بالدرجة الأولى، يليه قطاع التأمين .

التوصيات:

توصي هذه الدراسة بما يلي:

1. بناء على النتائج السابقة توصي هذه الدراسة باتخاذ التدابير اللازمة لتطوير وتعميق الأدوات الرقابية والتنظيمية في المصارف للتصدي للآزمات المالية ومخاطرها النظامية، وتطوير خطط طوارئ لمواجهة النقص في السيولة خلال الآزمات المالية.
2. نظراً لأهمية موضوع الآزمات المالية على الاقتصاد العالمي فإن الدراسة توصي أصحاب القرار في الأسواق المالية بزيادة نشر الوعي بين المستثمرين في هذه الأسواق من خلال عقد المحاضرات والمؤتمرات.
3. على هيئة الأوراق المالية أن تتخذ التدابير اللازمة للحد من تدهور الأسعار وقت الآزمات، منها على سبيل المثال تخفيض النسبة التي يسمح بها السوق للأسعار بالتغير والمقررة من قبل إدارة السوق أو إيقاف التداول لفترة زمنية قصيرة بهدف إعطاء الوقت للمتعاملين، لاسيما صغار المستثمرين من إعادة تقييم الأوضاع وتصويب قراراتهم الاستثمارية.
4. تشديد رقابة هيئات الأوراق المالية على عمليات التداول في البورصة وبالقدر الذي يحد من عمليات المضاربة غير المسؤولة التي يمارسها بعض المتعاملين في السوق.
5. ضرورة التنسيق والربط بين الأسواق المالية الناشئة، وخاصة الأسواق المالية العربية في مجال بناء الخبرات والمعلومات والتقارير والتحليلات المالية والاقتصادية وذلك بهدف تدعيم إمكانياتها وتعزيز استقرارها في مواجهة الآزمات المالية التي تعصف بالأسواق المتقدمة.

المراجع

أولاً - المراجع العربية:

أ. الكتب:

1. حسين بني هاني، الأسواق المالية طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة، عمان، 2002.
2. خالد أمين عبدالله، محمد أحمد صقر، الأزمة المالية وانعكاساتها على أسواق المال والاقتصاد، مركز دراسات الشرق الأوسط، الطبعة الأولى، عمان، 2009.
3. عبد الحافظ السيد البدوي، إدارة الأسواق والمؤسسات المالية (نظرة معاصرة)، دار الفكر العربي، القاهرة، 1999.

4. عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، العولمة المالية وإمكانية التحكم - عدوى الأزمات المالية، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2005.
5. عدلي شحادة قندح، الأزمة المالية العالمية الجذور.. الأسباب.. الآثار.. وخطط الإنقاذ، جمعية البنوك في الأردن، عمان-الأردن، 2009.
6. عماد صالح سلام، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، دار الكتب الوطنية، أبو ظبي، 2002.
7. محمد سرور الحريري، إدارة الأزمات والمشكلات الاقتصادية والمالية والإدارية، الطبعة الأولى، دار البداية ناشرون وموزعون، 2010.
8. مروان درويش، اختبار العلاقة بين العوائد والمخاطر في سوق فلسطين لأوراق المالية، جامعة القدس المفتوحة، فلسطين، 2009.

ب. الدوريات:

1. بشار المطارنة، وليد الصافي، "الاقتصاد الإسلامي في مواجهة الأزمة العالمية بين النظرية والتطبيق"، جامعة الإسراء، 2009.
2. شريط عابد، "معدل الفائدة ودورية الأزمات في الاقتصاد الرأسمالي"، بحوث اقتصادية عربية، ص 45، العددان 48-49، 2009-2010.
3. عرفان الحسني، "الاقتصاد السياسي لأزمة أسواق المال الدولية"، مجلة المال والصناعة، الصادرة عن بنك الكويت الصناعي، العدد 25، 2007.
4. علة مراد، "الأزمة المالية العالمية.. تأمل ومراجعة"، بحوث اقتصادية عربية، العددان 48-49 / 2009-2010.
5. نبيل حشاد، "الأزمة المالية العالمية وتأثيرها في الاقتصاد العربي"، معهد الميثاق للتدريب والدراسات والبحوث، 2008.
6. هيل جميل، "الأزمات المالية: مفهومها ومؤشراتها وإمكانية التنبؤ بها في بلدان مختارة"، مجلة جامعة دمشق، المجلد التاسع عشر، العدد الأول، 2003.

ج. الرسائل العلمية:

1. بنان الفلاح، "انعكاسات الأزمة المالية العالمية 2008 على أداء الأسواق المالية العربية: دراسة تحليلية مقارنة"، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة العلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن، 2010.
2. حبيب الرواحنه، "ديناميكية التضخم في الأردن دراسة قياسية 2000-2010"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية إدارة المال والأعمال، جامعة آل البيت، 2011.
3. خليل الأحول، "أزمات الأسواق المالية: عدوى أم اعتمادية حالة أسواق دول الخليج العربي والأردن"، رسالة دكتوراه غير منشورة، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن، 2009.
4. سعيد هتهات، "دراسة اقتصادية وقياسية لظاهرة التضخم في الجزائر"، رسالة ماجستير، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح، ورفلة، 2006.
5. ياسين خلف، "محددات تكلفة السيولة في الأسواق الناشئة وأثر أزمة الائتمان العالمية عليها: دراسة تحليلية للشركات المدرجة في بورصة عمان للفترة 2003 - 2008"،

رسالة دكتوراه غير منشورة، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن، 2010.

د. المؤتمرات والندوات:

1. ارشد التميمي، "أزمة Subprime للرهن العقاري وأثرها في أداء بورصة عمان للأوراق المالية"، في مؤتمر تحديات عولمة الأنظمة المالية، العدد 2، الجامعة الهاشمية، الأردن، 2009.
2. مصطفى بشير، براق محمد وفرجي محمد، "الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الاقتصاد الجزائري"، ندوة دراسية نظمت بكلية العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة زيان عاشور، الجلفة - الجزائر، 2008.

هـ. التقارير والقوانين والأنظمة والتعليمات:

1. بورصة عمان، التقرير السنوي التاسع، 2008.
2. بورصة عمان، التقرير السنوي التاسع، 2009.
3. بورصة عمان، التقرير السنوي، 2000.
4. بورصة عمان، التقرير السنوي، 2005.
5. بورصة عمان، التقرير السنوي، 2006.
6. بورصة عمان، التقرير السنوي، 2007.
7. بورصة عمان، التقرير السنوي، 2008.
8. بورصة عمان، التقرير السنوي، 2009.
9. بورصة عمان، التقرير السنوي، 2010.
10. تعليمات الإفصاح الصادرة بالاستناد لأحكام البندين (3، 4) من المادة (24 / ب) من النظام الداخلي للبورصة لسنة 2004.
11. تعليمات تداول الأوراق المالية في بورصة عمان صادرة بالاستناد لأحكام المادة (7/ج) من قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002.
12. تقارير، تداعيات الحادي عشر من أيلول 2001، مجلة دراسات شرق أوسطية، العدد الثاني، 2001.
13. تقرير عن الأزمة المالية العالمية وأثارها على مصر، المجلس القومي للإنتاج والشؤون الاقتصادية، 2008.
14. قانون الأوراق المالية المؤقت رقم 23 لسنة 97، المادة 6/أ، 23 / أ، 29/أ.
15. القانون المؤقت رقم (76) قانون الأوراق المالية، لسنة 2002، المادة 7/أ.
16. قانون سوق عمان المالي المؤقت رقم (31) لسنة 1976، المادة 4
17. صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، الربع الرابع، العدد الستون، 2009.
18. النظام الداخلي الإداري لبورصة عمان، المادة (6).

و. الإنترنت:

- نبيل حشاد، الأزمة المالية العالمية وتأثيرها على الاقتصاد العربي 2، 2008
<http://www.aljazeera.net/NR/exeres/5E65AA2F-F454-418F-B07F-4512E4C81E6A.htm>

ثانياً - المراجع الأجنبية:

A. Books:

1. Kaufman, George and Kenneth, **What is Systemic Risk , and do bank Regulators retard or Contribute to it?**, 2003.

2. Mackinnon, James J., **Critical Values for Cointegration Test in Long-Run Relationships: Reading in Cointegration**, Oxford University Press, 1991.
3. Morales, Lucia and Andreosso, Bernadette, **The current global financial crisis: do Asian stock markets show contagious or interdependency effects?**, Dublin Institute of Technology, 2009.
- 4- Schwarz, N. (1990). **Feelings as information: Informational and motivational functions of affective states**. In E. T. Higgins (ed.), *Handbook of Motivation and Cognition*, Vol. 2 New York: Guildford Press, pp. 527–561

B. Articles:

1. Al Rjoub, Samer A.M., "Business Cycles, Financial Crisis , and stock Volatility in Jordan stock Exchange", International Journal of Economic Perspectives , Vol. 5, No. 1, March 2011.
2. AL- Zubi, Khaled, "Analaysis Of The Causes Behind The East Asia Manarah", Vol. 8, No. 1, 2002.
3. Brown,S and Warner (1985), Using Daily Stock Returns , The Case of Event Studies, *Journal of Financial Economic*,vol.14,3-31.
4. Diamond, Douglas W., Dybving, Philip H., "Bank Runs, Deposit Insurance , and Liquidity", Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, Vol. 24, No. 1, Winter 2000.
5. Fayyad , Abdallah and Daly , Kevin, "The Volatility Market Returns ; A Comparative study of Emerging versus Mature Markets", International Journal of Business and Management , Vol.5 , No.7, July 2010.
6. Laeven, Luc and Valencia, Fabian, "systemic Banking Crisis, A New Data base", IMF Working Paper, 2008.
7. Markowitz, Harry, "Proposals Concerning the Current Financial Crisis", Financial Analysts Journal, Vol. 65, No. 1, 2009.
- 8- Mehyaoui, Wafaa, "Impact of Financial Crisis 2008 on Amman Stock Exchange (ASE): An Empirical study", Yarmouk University, July 2010.
- 9- Mishkin, Frederic S. (1994). "Preventing Financial Crises: An International Perspective", *The Manchester School of Economic and Social Studies*, Vol.62,pp.1-40.
8. Ping, Lee and Yean, Tham, "Malaysia Ten Years After The Asian Financial Crisis", Asian Survey, Vol. 47, No. 6, Nov/Dec 2007.
9. Rajan, Ramkishen, "Financial Crisis , Capital Out Flows, and Policy Responses: Examples from East Asia", Journal of Economic Education, Vol. 38, No.1, 2007.
10. Rosenblum, Peter, "The Words' Banker: A Story of Faild Stat , Financial Crisis , and the Wealth and Poverty of Nations", Ethics & International Affairs, Vol.19, No. 2, 2005.
11. Rousseau, Peter and Kim, Jong, "Credit Markets and the Propagation of Koreas' 1997 Financial Crisis", Southern Economic Journal, Vol. 74, No.2, 2007.
12. Sun, Tao and Zhang, Xiaojing, "Spillovers of the U.S. Financial Turmoil to Mainland China and Hong Kong SAR: Evidence from Stock Markets", IMF Working Paper, 2009.
13. Wang, K., Lee, Y., "The Stock Market Spill over Channel in the 1997 Asian Financial Crisis", International Research Journal of Finance and Economics , Vol.1, No.26, 2009.

14. Wolfson, Martin H., "Minskys' Theory of Financial Crisis in a Global Context", Journal of Economic Issues, Vol.36, No. 2, Jun 2002.

C. Conferences, Internet and Reviews:

1. Adamu, Abdul, "Global Financial Crisis and Nigerian stock market Volatility", proceedings of the National Conference on Managing the challenges of Global Financial crisis in Developing Economies, Nasarawa state University, Negeria, Vol.1, 2010.
2. Angabini, Amir and Wasiuzzaman, Shaista, "Impact of the Global Financial Crisis on the Volatility of the Malaysian stock market", International Conference of E-Business Management and Economics, Hong Kong , Vol. 3, 2010.
3. IMF, "world economic outlook 1998 , The Asian Crisis and the Regions' Long – term growth performance", p. 91, Table 3.5, www.IMF.org.
4. IMF, International Monetary Fund, World Economic New, Dejavu , 2009.
5. Le groupe wikipedia, Crise financière,[Online], dans: wikipedia: the free encyclopedia, disponible sur http://fr.wikipedia.org/wiki/Crise_financi%C3%A8re#Typologie_des_m.C3.A9carnismes_de_crise_financi.C3.A8re, 2009.

الملحق

جدول (5): تطور أداء سوق الأسهم خلال الفترة (1994-2011)

السنة	عدد الشركات	حجم التداول (بالدينار)	عدد الأسهم المتداولة	القيمة السوقية (الدينار)
1994	116	495,076,052	175,475,801	3,409,293,505
1995	126	418,958,544	175,204,564	3,495,438,521
1996	132	248,583,344	162,489,105	3,461,156,739
1997	139	355,244,623	191,064,386	3,861,951,390
1998	150	464,374,268	247,856,716	4,156,558,122
1999	152	389,476,334	271,109,284	4,137,711,690
2000	163	334,724,633	228,365,333	3,309,640,709
2001	161	668,652,674	340,550,460	4,476,364,817
2002	158	950,272,995	461,815,018	5,028,953,990
2003	161	1,855,176,028	1,008,564,620	7,772,750,866
2004	192	3,793,251,050	1,338,703,981	13,033,833,515
2005	201	16,871,051,948	2,581,744,423	26,667,097,118
2006	227	14,209,870,592	4,104,285,135	21,078,237,222
2007	245	12,348,101,910	4,479,369,609	29,214,202,327
2008	262	20,318,014,547	8965,442,267,	25,406,265,528
2009	272	9,665,312,327	6,022,472,360	22,526,919,428
2010	277	6,689,987,155	6,988,858,431	21,858,181,603
2011	274	2,850,252,629	6,951,136,151	19,272,727,327

المصدر: أعداد متفرقة من التقرير السنوي لبورصة عمان.