

العملة المالية كسبب لانتقال عدوى الأزمات المالية إلى البورصات

د. نورالدين دلال - جامعة بسكرة

تاريخ الاستلام: 2019-07-11 تاريخ القبول: 2019-07-26 تاريخ النشر: 2019-07-31

ملخص:

يهدف هذا البحث إلى دراسة دور العملة المالية في انتقال عدوى الأزمات المالية إلى البورصات، لاسيما أن الحديث عن العملة المالية يقودنا مباشرة إلى الحديث عن الأزمات المالية، حيث يعتقد الكثير من الاقتصاديين أن العملة المالية هي السبب الرئيسي في سلسلة الأزمات المالية المدمرة التي تعرضت لها العديد من البورصات العالمية، كما أن العملة المالية فتحت باب النقاش حول عدوى الأزمات المالية ومخاطر انتقالها من بورصة إلى بورصة أو من قطاع مالي إلى قطاع آخر، كنتيجة لقوة التكامل المالي الدولي والذي يعد من أهم مفرزات العملة المالية.

الكلمات المفتاحية: العملة المالية، الأزمات المالية، عدوى الأزمات المالية، الأزمة البورصية.

Abstract:

This research aims to study the role of financial globalization in transmitting financial crises into stock markets, being that the subject of financial globalization is tightly related to financial crises. A lot of economy specialists believe that the financial globalization is the main reason behind a series of destructive financial crises affecting many world stock markets. The topic of financial globalization opens up a debate about the infectivity element in financial crises and the dangers of it transitioning from one stock exchange market to another, or from one financial sector to another; as a direct result for financial international integrative process which is considered as one main aspect of the financial globalization.

Keywords: Financial Globalization, Financial Crises, Financial Crises Contagion, Stock Crises.

1- مقدمة:

تعكس سمات الأزمات المالية، قابليتها للانتقال من دولة لأخرى، خاصة في ظل انفتاح الأسواق المالية والبورصات على بعضها البعض، فقد بينت العديد من الدراسات أن القنوات التي تنتقل من خلالها الأزمات المالية بين البورصات أصبحت أقوى، ويرجع ذلك أساسا إلى قوة التكامل المالي الدولي في ظل العولمة المالية مع ظهور فاعلين جدد يؤدون دورا كبيرا في الاقتصاد بشكل عام كالمستثمرين المؤسسين وصناديق التحوط والصناديق السيادية، مما أدى إلى أن تصبح الأزمات المالية أكثر تكرارا وشمولية وانتشارا بفعل ظاهرة العدوى.

2- مشكلة البحث:

وانطلاقا مما سبق فإن هذا البحث يسعى إلى معالجة الإشكالية التالية: كيف تساهم العولمة المالية في نقل عدوى الأزمات المالية إلى البورصات؟

3- فرضيات البحث:

وللإجابة على إشكالية الدراسة تم صياغة الفرض التالي:
تعتبر الاستجابة لمتطلبات العولمة المالية سببا أساسيا في انتقال عدوى الأزمات المالية إلى البورصات.

4- منهج وأدوات البحث:

من أجل الإيفاء بمتطلبات دراسة هذا الموضوع اعتمد الباحث على المنهج الوصفي والتحليلي في استعراضه لتطور متغيرات الدراسة وتفسيرها.

5- الدراسات السابقة:

-دراسة (محمد بن بوزيان، سمية زيرار 2010) حول عدوى الأزمات المالية، حيث توصلت الدراسة إلى: تحميل الو م أ مسؤولية نقل عدوى الأزمات المالية لأن اقتصادها يمثل 40 بالمئة من الاقتصاد العالمي.

-دراسة (محمد قلي) حول عدوى انتقال الأزمات المالية: أزمة الرهون العقارية الأمريكية وأزمة الديون السيادية الأوروبية نموذجا حيث توصلت الدراسة إلى: تختلف الآثار المترتبة على انتقال عدوى الأزمات المالية من دولة لأخرى. كما تختلف أيضا التدابير والسياسات التي يجب على الدول انتهاجها للحفاظ على درجة مناسبة من الاستقرار المالي.

6- الإطار النظري للبحث:

1- العملة المالية:

أولاً- مفهوم العملة المالية:

هناك الكثير من التعاريف الخاصة بالعملة المالية كما هو الحال بالنسبة لمختلف المفاهيم الاقتصادية ولهذا سنقوم بإعطاء أهم التعاريف وهي:

التعريف الأول: وتعرف على أنها: (خلق سوق وحيدة لرؤوس الأموال على المستوى العالمي كله مرتبطة بعملة أسواق السلع والخدمات)¹

التعريف الثاني: في حين تعتبر العملة المالية بمفهوم التكامل المالي الدولي على أنها: (عملية التوصيل أو الربط بين الأسواق المالية الوطنية الأمر الذي يؤدي إلى نشأة سوق مالية دولية هي الآن في طور توحد متزايد).²

التعريف الثالث: كما تعرف العملة المالية بأنها: (نتاج قيام علاقة وطيدة بين العملة والنظام المالي، من خلال القيام بعمليات التحرير المالي والاتجاه نحو الانفتاح على الأسواق الدولية وتزايد تكامل وارتباط أسواق رؤوس الأموال المحلية بالعالم الخارجي من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال بكل أنواعها وأخذها بالتدفق عبر الحدود لتصب في الأسواق العالمية التي تكونها شبكة معقدة بين الدول).³

وبناء على ما سبق يمكن صياغة تعريف شامل للعملة المالية فهي تعني التكامل العالمي والانفتاح على أسواق رأس المال حيث يسمح بزيادة عمليات التبادل بين دول العالم، فيمكن بذلك أن يمول الادخار العالمي الاستثمار المحلي، فيحدث تقارب للأسعار على المستوى العالمي، أو بتعبير آخر فهي النمو الهائل في حجم ونوعية المعاملات المالية الذي يخترق كل أشكال الحواجز الجغرافية والقيود التنظيمية بحيث تصبح المعاملات المالية تتم في إطار سوق مالي عالمي موحد يضمن الحصول على أعلى العوائد بأقل المخاطر.

ثانياً- أسس العملة المالية ومظاهرها:

1- أسس العملة المالية: قصد تفسير العملة المالية ولحاولة معرفة أسسها سنلجأ إلى الاستناد إلى ما يسمى بقاعدة الدلالات الثلاث أو Les trois D والتي تتمثل فيما يلي:⁴

أ- **تغيير القوانين والتنظيمات:** وهو أن تقوم البلدان بإلغاء أو تجديد كل القوانين والتنظيمات التي كانت تقيد عمل المؤسسات والأسواق المالية، وإدخال سلسلة كاملة من الأدوات المالية الجديدة لإدارة مختلف التذبذبات الحاصلة في معدلات الفائدة ومعدلات الصرف، والمتمثلة في المشتقات المالية (الخيارات، العقود المستقبلية)، إلى جانب تحرير مختلف المعاملات في أسواق الصرف.

ب- **تقلص دور الوساطة في التمويل:** وهو ما يسمح للمتعاملين الاقتصاديين الذين هم بحاجة إلى التمويل إلى اللجوء مباشرة إلى الأسواق المالية بدلا من اللجوء إلى القروض المصرفية، بمعنى الانتقال من التمويل غير المباشر من خلال الوساطة المالية والمصرفية إلى التمويل المباشر من خلال الأسواق المالية لإجراء مختلف عمليات التوظيف والاقتراض. غير أن ذلك لم يفقد البنوك مكانتها ضمن المؤسسات المالية وأهميتها في تمويل الاقتصاد.

ج- عدم الفصل بين مختلف أقسام أسواق رأس المال:

وهو يعني رفع وإلغاء الحواجز القانونية والإدارية داخليا، من خلال فتح مجال العمل للمؤسسات المالية في كل أقسام السوق المالي (الأسواق النقدية، أسواق رأس المال)، وأسواق الصرف (تبادل العملات فيما بينها)، وخارجيا بالسماح للمؤسسات المالية الأجنبية بممارسة النشاط المالي وكذلك تمكين المؤسسات المالية المحلية من ممارسة النشاط المالي خارج حدود الدولة الواحدة. فالعملة المالية لا تعني فقط انفتاح الأسواق القطرية بعضها على بعض ولكن أيضا انفتاح الأقسام الموجودة داخل هذه الأسواق وتوسعها.

2- مظاهر العملة المالية:⁵

هناك العديد من مظاهر العملة المالية نذكر أهمها:

- تعاضد دور رأس المال: حيث أن صناعة الخدمات المالية بعناصرها المصرفية وغير المصرفية أصبح الاقتصاد العالمي تديره وتتحكم فيه أهم البورصات العالمية مثل: داو جونز، ناس داك، نيكاي، داكس وغيرها والتي بواسطتها تنقل رؤوس الأموال من مستثمر إلى آخر داخل الدولة أو بين الدول دون أي عوائق أو صعوبات.
- ازدياد فوائض رؤوس الأموال الباحثة عن استثمارات بمعدلات أرباح عالية وهي بطبيعة الأمر مدخرات غير مستثمرة في دولة المنشأ لرأس المال الأمر الذي يدفعها للبحث عن

استثمارات خارجية على المستوى الدولي أفضل مما لو بقيت في الداخل أو مستثمرة بمعدلات ربحية متدنية في الدول المصدرة لهذه الأموال.

- ظهور وسائل جديدة استقطبت أصحاب رؤوس الأموال، مثل المبادلات والخيارات والمستقبلات، إلى جانب الوسائل التقليدية في الأسواق المالية كالسندات وغيرها.
- التقدم التكنولوجي الهائل بحيث يسمح للمستثمر من المتابعة الدقيقة لأمواله وتحركاتها الاستثمارية لحظة بلحظة، حيث جميع الأسواق المالية مرتبطة بعضها ببعض، مما ييسر عملية الفعل ورد الفعل على أية عملية مالية مرغوب بها.

ثالثاً: آثار العولمة المالية على الأسواق المالية

العولمة المالية بما تعكسه من زيادة في حركية تنقل رؤوس الأموال قد تحمل معها مخاطر عديدة وهزات مدمرة، كما أنها قد تجلب معها فوائد ومزايا تعود بالنفع على الاقتصاد العالمي بشكل عام وعلى الدول النامية بشكل خاص، فما هي أهم المزايا والمخاطر التي تخلفها العولمة المالية؟

1- مخاطر العولمة المالية:

بشكل عام يمكن تلخيص أهم المشاكل والمخاطر، والتي أفرزتها عولمة الأسواق المالية فيما يلي:⁶

أ- المخاطر الناجمة عن التقلبات المفاجئة لرأس المال:

لقد تعاظم انسياب رأس المال الخاص نحو الدول النامية، في العقد التاسع من القرن العشرين. وتتحليل حركة هذا الانسياب نجد أن الاستثمار في الحافظة المالية يتم بسرعة كبيرة حيث ينتقل رأس المال من سوق لآخر وبصورة فجائية وفي فترات زمنية قصيرة. كما أن التخلص من الاستثمار في الحافظة المالية، يتم بسهولة عن طريق البيع في الأسواق المالية. إضافة إلى أن هذا النوع من الاستثمار أي استثمار الحافظة المالية، يتأثر بتوقعات المتعاملين ويطغى عليه أسلوب المحاكاة والتقليد أو ما يسمى بـ "سلوك القطيع" «Herd Behavior».

فالحركة الواسعة والسريعة والمفاجئة لرأس المال الأجنبي تتسبب بالعديد من الانعكاسات السلبية على الاقتصاد الوطني في حالة التدفقات الاستثمارية قصيرة الأجل من بينها الارتفاع الكبير في سعر صرف العملة الوطنية مما يضر بالصادرات والواردات وبالتالي يزداد عجز الميزان التجاري، هذا إضافة إلى الارتفاع الشديد في أسعار الأصول العقارية والمالية، إلى جانب النمو في معدلات التضخم، إضافة

إلى الزيادة الكبيرة في الطلب الاستهلاكي المحلي. أما في حالة التدفقات الاستثمارية التي تخرج من الدولة بشكل مفاجئ وبأحجام كبيرة فإن العكس تماما هو الذي يحدث.

ب- مخاطر التعرض لهجمات المضاربة وأزمات العملة:

لقد أصبحت الاقتصاديات أكثر حساسية في ظل عملة الأسواق المالية، كما أصبحت عملة الأزمات أسرع نفاذاً وأوسع نطاقاً. وما زاد من هشاشة هذه الأسواق تزايد عمليات المضاربات وبذلك تحولت الأسواق المالية عن أداء دورها الأصلي (الدور التجميعي والتخصيصي لرؤوس الأموال) وأصبحت مرتعا لتحقيق الربح السريع.

ج- مخاطر هروب الأموال الوطنية للخارج:

إن من الآثار السيئة لعملة الأسواق المالية للدول النامية هو تدويل مدخراتها، حيث أصبحت هذه المدخرات تفضل الاستثمار خارج حدودها الوطنية. والتناقض الملفت للنظر في الموضوع، أنه في الوقت الذي تشجع فيه هذه الدول الاستثمار الأجنبي وتقدم له كل عوامل الجذب من مزايا وإعفاءات وإزالة العقبات والحواجز، فقد سمحت هذه الدول لمدخراتها - استنادا للعملة المالية - بالخروج للاستثمار في الخارج لذلك فالحساب الصحيح لصافي أثر العملة المالية على مقدرة دولة ما في جذب استثمار رؤوس أموال خارجية لا يكون دقيقا إلا بعد طرح المدخرات الوطنية التي انسابت للخارج من الإجمالي.

د- مخاطر غسل الأموال: إن عملة الاتصالات والتحرر المالي وتنوع الأدوات المالية وشبكات الصراف الآلي باعتبارها من تقنيات التعامل عن بعد وكذلك استخدام النقود الالكترونية والبنوك الالكترونية و المحمولة، وكل ذلك لا يسمح بتعقيب مصادر الأموال لأنها أصبحت تحمل أرقام سرية ومشفرة وإمكانها المرور بعدد من الإجراءات قبل أن تدخل الدورة الاقتصادية لبلد ما وكلها عوامل ساعدت على توسيع أنشطة اقتصادية غير مشروعة والتي تمارس تحت ما يسمى بالاقتصاد الخفي، ألا وهو غسل الأموال والتي كانت وما تزال ظاهرة عولمية تهدد النمو والاستقرار الاقتصادي.

5- مخاطر تعرض البنوك للأزمات:

تجدر الإشارة إلى أن أبرز سمات الأزمة المالية هو فشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهامه الرئيسية، والذي ينعكس في تدهور كبير في قيمة العملة وفي أسعار الأسهم، وبالتالي الآثار السلبية على قطاعي الإنتاج والمال وما ينجم عنها من إعادة توزيع الدخول والثروات فيما بين الأسواق المالية المحلية والدولية، ونتيجة للتشابك والترابط بين حدوث الأزمة المالية¹¹ يمكن توضيحها فيما يلي:

- تأثير تخفيض قيمة العملة: إن إجبار الدولة على تخفيض قيمة عملتها بنسبة كبيرة يلحق أضرارا جسيمة بالاقتصاد الوطني، وذلك من خلال تأثيرها السيئ على بورصة الأوراق المالية والبنوك، فالمستثمرون داخل البورصة وخاصة الأجانب منهم يلجؤون إلى بيع ما يمتلكونه من أسهم للحصول على العملة المحلية بغرض تحويلها إلى عملة أجنبية، الأمر الذي لا يؤدي فقط إلى التراجع الحاد في أسعار الأسهم، بل إلى المزيد من التدهور بقيمة العملة.
- تأثير ارتفاع أسعار الفائدة: إن المبالغة في رفع أسعار الفائدة على الودائع المصرفية يحدث آثار سلبية على الاقتصاد الوطني من خلال تأثيره السلبي على البورصة والبنوك، حيث يقوم المستثمرون بتوجيه استثماراتهم من الأسهم إلى الودائع المصرفية بغية الحصول على عائد أكبر ومخاطر أقل، حيث يؤدي هذا السلوك إلى عرض كبير من أوامر البيع دون أن يقابلها أوامر الشراء، وكنتيجة لهذه الزيادة من معروض الأوراق المالية في السوق المالية التي لا تقابلها طلبات شراء يؤدي إلى انخفاض في أسعار الأسهم وانحيار البورصة¹²، ويمتد هذا التأثير أيضا إلى البنوك فارتفاع أسعار الفائدة على الودائع المصرفية يعني ارتفاع تكاليف إعادة التمويل بالنسبة للبنوك، وبالتالي تعرضها لمخاطر التمويل، وهي المخاطر التي تتعرض لها البنوك وغيرها من المؤسسات المالية إذا تعدت تكاليف إعادة التمويل العائد الناتج من الاستثمارات في الأوراق المالية أو القروض، الأمر الذي يؤدي إلى الإفلاس إذا كان الارتفاع في أسعار الفائدة مبالغ فيه.

6- مشكلة السيادة الوطنية في مجال السياستين المالية والنقدية:

مع تزايد حدة العملة المالية، و تزايد اندماج و تكامل الأسواق المالية المحلية مع الخارجية، ستفقد الدول سيطرتها و سيادتها الوطنية على السياسة النقدية و المالية، و تجلى ذلك من خلال فقدان السلطة النقدية السيطرة على الكتلة النقدية، مما قد يؤدي إلى حدوث التضخم، و تغير أسعار الفائدة الحقيقية، أما تأثير العملة المالية على السياسة المالية فإنها تظهر أكثر كلما تزايدت درجة العملة المالية، ففي الحالات التي يتأثر فيها الاستثمار بالاعتبارات الضريبية، تلجأ الشركات و المستثمرين الكبار في الدول الصناعية للخروج باستثماراتهم لدول تكون فيها معدلات الضرائب منخفضة، لإضعاف فاعلية السياسة المالية في تحقيق أهدافها.

2- مزايا العملة المالية:

تتمثل مزايا العملة المالية أساسا في توجيه الأموال إلى استخداماتها الإنتاجية، بحيث تساعد كل من البلدان النامية والمتقدمة على حد سواء في تحسين مستويات معيشة أعلى، بالإضافة إلى مزايا أخرى نذكر منها:¹³

- تحرير وتحديث النظم المصرفية والمالية وخلق بيئة مشجعة لنشاط القطاع الخاص وكذلك الحد من ظاهرة خروج رؤوس الأموال الوطنية إلى الخارج.
- إعطاء فرصة للبنوك لتحسين الأداء والتسيير، وذلك بالاستفادة مما تتيحه العملة المالية من فرص في ظل المنافسة الشديدة، حيث تصبح قادرة على جلب أكبر عدد من المدخرين لمواجهة طلبات المستثمرين.
- مساهمة الاستثمارات الأجنبية في تحويل تكنولوجيا متطورة إلى الدول المستثمر فيها في مجال الإدارة، بالاعتماد على الكفاءات المالية والمصرفية الأجنبية والمحلية.
- تقديم خدمات مصرفية أحسن لرفع مستوى التعامل مع الزبائن وجلبهم، وبالتالي الاعتماد على الادخار المحلي والأجنبي لتمويل الاستثمار لأنه أقل تكلفة.¹⁴
- وجود بنوك أجنبية قوية محليا سيساهم في الحد من هروب رؤوس الأموال في حالة اندلاع الأزمات.
- زيادة حجم المعاملات يساعد في خفض مخاطر السوق والقروض، عن طريق رفع قيمة العائد للأموال المستثمرة، عندما تكون هناك حرية وسرعة في عملية اتخاذ القرارات.
- القضاء على البنوك غير القادرة على التحسين، باستعمال عمليات الاندماج المصرفي بفعل قوى السوق.
- تخفيض تكاليف الخدمات المصرفية كلما اشتدت درجات المنافسة والاندماج المصرفي.¹⁵
- زيادة الاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة.
- تنوع وتطوير الأدوات المصرفية وتطوير أنظمة العمل في مجال الخدمات.¹⁶
- زيادة تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى داخل البلدان النامية كانعكاس لنجاح العملة المالية والتحرر المالي يؤدي إلى الانخفاض في أسعار الفائدة على المستوى المحلي، مما يشجع المستثمرين على الاقتراض وفتح مشاريع جديدة.

- تحرير القطاع المالي والمصرفي وافتتاحه على الشراكة والمنافسة الأجنبية يسمح بالاستفادة من التطور والتكنولوجيا، إضافة إلى تخفيض تكاليف التحرير والانفتاح.
 - تستطيع الدول النامية من خلال الانفتاح المالي الوصول إلى الأسواق المالية الدولية بهدف الحصول على ما تحتاجه من أموال لسد العجز في الموارد المحلية، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الاستثمار المحلي ومعدل النمو الاقتصادي، كما يفسح المجال في تخفيض تكلفة التمويل بسبب المنافسة بين الوكلاء الاقتصاديين.
 - التحرير المالي والمصرفي يسهل على الدول الحصول على القروض سواء بطريقة مباشرة (بفعل عملية التحرير) أو بطريقة غير مباشرة (بانخفاض تكاليف القروض).
- إن ما تحمله العملة المالية من مزايا تؤدي بالبنوك إلى الرفع من قدراتها من خلال رقابة أفضل لأنظمتها في إطار ما يفرضه تحرير تجارة الخدمات المصرفية وما تطرحه الأجواء العالمية من منافسة.

2- عدوى الأزمات المالية:

أولاً- مفهوم عدوى الأزمات المالية:

رغم تعدد وكثرة الأبحاث النظرية والتطبيقية حول ظاهرة العدوى المالية، فإنها لم تصل بعد إلى تعريف موحد لهذه الظاهرة. ومن بين هذه المفاهيم نجد:

عرف (2000) Rogobon & Forbes العدوى على أنها الزيادة الكبيرة والكاسحة في الصلات والروابط الناتجة عن صدمة محددة لبلد واحد أو مجموعة من البلدان، كنتلك المرتبطة بالعلاقة بين العوائد الناجمة في الأصول أو احتمال حدوث مضاربات أو تقلبات بقدر بسيط.¹⁷

يعرف Pierre Coilleateau & Edouard Vidon مفهوم العدوى المالية كذلك، على أساس أن أزمة أو هجمة مضاربية في سوق ما تزيد بشكل مهم من احتمال الضغوط في أسواق مالية أخرى، كما يمكن أيضا أن تؤدي إلى سلسلة متوالية من الأزمات في أسواق مختلفة.

..كما يعرف عمرو محيي الدين أن العدوى تعني أن انهيار مؤسسة سوف يتسبب في خلق أزمة ثقة من شأنها إصابة مؤسسات أخرى لا ترتبط بالمؤسسة الأولى، مما يترتب عليه تراجع في وتيرة النشاط الاقتصادي وتتحقق العدوى أيضا إذا ترتب على انهيار أسواق العملة في دولة ما نشوب أزمة ثقة ينتج عنها انهيار أسواق المال في دولة أخرى قد لا ترتبط بروابط اقتصادية كبيرة مع الدولة الأولى.

ورغم تعدد وكثرة الأبحاث النظرية والتطبيقية حول ظاهرة العدوى المالية، فإنها لم تصل بعد إلى تعريف موحد لهذه الظاهرة. وفي هذا الإطار، قدم البنك الدولي عدة تعريفات تختلف باختلاف طبيعة وحجم انتشار الأزمات المالية التي حدثت في بلدان مختلفة. وذلك من خلال ثلاثة تعريفات:

المفهوم الواسع: تعرف العدوى على أنها عملية انتقال صدمة ما بين الدول في فترة الأزمة أو في فترة الهدوء. ويمكن للعدوى أن تنتقل ليس فقط عن طريق الصدمات السلبية وإنما تنتقل أيضا من خلال الصدمات الإيجابية.

المفهوم الضيق: يقصد بالعدوى في هذه الحالة انتشار صدمة بين دولتين أو عدة دول والتي تولد انحرافا مقارنة بالأساسيات ما يؤدي إلى حدوث أزمات مشتركة يتم إثارتها بواسطة التحركات المشتركة.

المفهوم الضيق جدا: اعتمد هذا التعريف في أعمال Forbes & Rogobon (2001)، إذ عرفا العدوى على أنها ذلك التغير في آلية الانتشار خلال فترة الأزمة، ويعكس تزايد الارتباطات ما بين الأسواق التفسير العملي لهذا التعريف.¹⁸

ثانيا- نظريات عدوى الأزمات المالية:

إن معرفة ما إذا كانت العلاقات قوية أو يمكن أن تكون قوية خلال الأزمة جد ضروري من الناحية النظرية، لأن الإجابة تسمح بالتمييز ما بين تيارين من نظريات الانتشار الدولي للأزمة، التيار الأول، يعتبر أن انتشار الصدمة مرتبط بالأزمة والتي تسمى بالأزمة الموقفية (crise contingente)، أما التيار الثاني فهو معاكس للأول ويسمى بالأزمة غير موقفية (crise non contingente).

1- التيار الأول: الأزمة الموقفية:

تقوم هذه النظرية على ثلاثة ركائز: التوازنات المتعددة، السيولة والعدوى السياسية.

أ- التوازنات المتعددة: يترتب عن نشوب أزمة في دولة ما تغير توقعات المستثمرين في الدول الأخرى، فينجر عنه اختلال التوازن الاقتصادي ومن ثم ظهور أزمة. تفسر هذه النظرية وجود عدة أزمات في نفس الوقت وكذلك الهجمات المضاربة التي تحدث في الدول التي هي من المفروض مستقرة، أما من ناحية انتشار الأزمة، فتنقل العدوى بتغير التوقعات وليس بالروابط الحقيقية.¹⁹

ب- السيولة: أثبت كل من "Masson" و"Valdes" سنة 1998 أنه يتمخض عن صدمة في السيولة إعادة تكوين المستثمرين لمحففظتهم المالية مثل بيع أصولهم في الدول الأخرى كما أثبت "Rigobon" و"Forbes" سنة 2000 أن ارتفاع ترابط الأصول المالية لا يحدث في فترة

الاستقرار المالي بل في فترة الأزمة. أما الدراسة التي قام بها "Van Rieckeghem" سنة 2000 و2001) تركز على السيولة في الجهاز المصرفي، خصوصا دور هذه الأخيرة في الانتشار الدولي للأزمة، فقد تنتشر أزمة إلى دولة ما بسبب انخفاض حجم القروض المحصل عليها والسحب المفاجئ والمكثف لرؤوس الأموال.²⁰

ج-العدوى السياسية: درس "Drazen" سنة 1998 تطور العملات الأوروبية في بداية سنوات التسعينيات، الذي لاحظ من خلالها وجود ضغوطات سياسية على رأسها البنوك المركزية للمحافظة على سعر الصرف، فعندما تقرر الدولة التخلي عن سعر الصرف الثابت تؤدي إلى خفض التكاليف السياسية للدول الأخرى، مما يحدث أزمة في سعر الصرف. لم تعطى أهمية كبيرة للروابط السياسية، فمثلا لما دولة تعتبر عضوا في كتلة دولي، مع اتفاقيات على سعر الصرف، فالتكلفة السياسية لانخفاض سعر الصرف تعتبر منخفضة إذا عرفت الدول الأخرى نفس الانخفاض في سعر صرفها.

يمكن ملاحظة من خلال النظريات السابقة أن انتشار الأزمة يأخذ فترة زمنية قصيرة جدا، كما يمكن استنتاج أن انتقال الصدمة تختلف في فترة الاستقرار عن فترة الأزمة.

2-التيار الثاني: الأزمة غير موقفية:

يعتبر هذا التيار انتشار الصدمة مستقل عن وجود الأزمة، تركز هذه النظرية على التجارة، الصدمات المشتركة مثل: تغير معدلات الفائدة، ارتفاع التهرب من المخاطرة، صدمة في السيولة عشوائية، تغير في الطلب العالمي، نستنتج من خلال هذه النظرية: تميل الأسواق المالية إلى الترابط فيما بينها وتتشابه آلية انتشار الصدمة في فترة الأزمة وفترة الاستقرار.²¹

ثالثا- النماذج المفسرة للعدوى المالية:

وتتمثل هذه النماذج فيما يلي:

أ- **نموذج الروابط الاقتصادية:** طبقا لهذا النموذج فإن الأزمة المالية التي تحدث في دولة ما تجعل بوقوعها في اقتصاديات منكمشة تجاريا أو في اقتصاديات متقدمة وذلك بتغيير أساسيات الاقتصاد بها، كأن يؤثر انخفاض قيمة العملة في بلد ما كنتيجة لوقوع أزمة مالية بها تأثيرا سلبيا على القدرة التنافسية لبلد آخر.²²

ب- نموذج زيادة الوعي: التمييز الأساسي هنا هو أنه في عالم يتزايد فيه الوعي فإن الدول التي تمر بأزمات مالية عادة ما تكون البيئة الأساسية فيها ضعيفة، ومن ثم تجد الدول التي تمر بمشاكل تشبه مشاكل الدولة التي تمر بالأزمة، أو تلك التي تعاني من فجوات ومشاكل في تقاريرها والإبلاغ عن الأزمات التي يمكن أن تصيبها هي دول معرضة للإصابة بالعدوى المالية، فالتحليل الجيد وكذا الإبلاغ عنها بشكل سليم يمكن أن يقلل من التعرض للإصابة بالعدوى وذلك بخفض تكلفة المعلومات وتحسين السياسات التي قد يكون لها تأثيرها الفعال.²³

ج- نموذج سلوك القطيع: حيث يميل الدائنون إلى محاكاة بعضهم البعض، إن عدوى الأزمة تنتقل في هذه الحالة عبر الآلية المعروفة "بنداء الاستيقاظ" بمعنى أن اندلاع الأزمة في بلد ما يؤدي إلى استيقاظ الدائنين وتنبههم إلى ضرورة إعادة تقييم الجدارة الائتمانية للمعترضين في البلدان الأخرى، ومن هنا يبدأ الدائنون في اتخاذ ما يلزم من إجراءات وتدابير لحماية أموالهم تؤدي إلى انتشار الأزمة.²⁴

د- نموذج تسوية محفظة الأوراق المالية: الدول الأكثر عرضة لهذا النوع من العدوى هي الدول التي تعاني من ديون خارجية كثيرة، وتمثل دين إقليمي في شكل أوراق مالية لأن مثل هذه الأوراق يتم رفع قيمتها من خلال أدوات مشتقة أو ثانوية، ومع ذلك كلما تم تحديد تركيب أو تكوين الأوراق المالية قانونياً فإن الموقع الجغرافي لم يعد مؤشراً مقيداً في إمكانية التعرض لأزمات مالية.²⁵

هـ- نموذج الجيل الأول: هذه المدرسة تركز على عدم الاتساق بين أساسيات الاقتصاد الكلي وسعر الصرف، تنشأ الأزمات في سعر الصرف أساساً من قبل خلق النقود وينتج عنه ارتفاع في القيمة الحقيقية لسعر الصرف وتدهور في ميزان المدفوعات لا يمكن أن يستمر بدون تخفيض شديد في قيمة العملة، حسب هذه المدرسة الأزمات يمكن التنبؤ بها لأن ديناميكيتها واضحة: عند تفاقم العجز في الميزانية وارتفاع القيمة الحقيقية للصرف يتعرض الاقتصاد إلى هجوم على العملة عند وصول الاحتياطي الأجنبي إلى حد معين يجبر المتعاملين والمضاربين للاستنزاف ما تبقى من الاحتياطي من خلال الهروب من العملة المحلية قبل انهيارها.²⁶

و- نموذج الجيل الثاني: يمكن للأزمة أن تنشأ حتى في حالة اتساق بين أساسيات الاقتصاد الكلي وسعر الصرف، قدمت هاته النظرية شرح الأزمات المالية أوائل التسعينات حيث لعب المضاربين الدور الأهم في أزمات الصرف تلك، فقد لجأت دول عديدة إلى زيادة المعروض النقدي

بهدف تحقيق النمو الاقتصادي، فإذا تراكب هذا التوسع مع نظام ربط العملات فإن الانهيار حتمي بمجرد فقدان الثقة في الاقتصاد حيث أن المضاربات على أسعار العملات فإن الانهيار حتمي بمجرد فقدان الثقة في الاقتصاد حيث أن المضاربات على أسعار العملات تؤدي إلى أزمة عملة، كما أن عدوى الأزمات تلعب دورها في هذا الصدد.²⁷

ي- نموذج الجيل الثالث: تم تطويرها بعد الأزمة الآسيوية سنة 1997، وهي ليست بنماذج أزمات الصرف فقط، وإنما تهتم بدراسة أزمات التوأم أزمات الصرف والأزمات البنكية، حيث يشكل النظام المالي المركز أو المحور الأساسي في تحليل مثل هذه الأزمات، ويرى أنه من ضمن العوامل المساعدة على بداية الأزمة هو التسارع والمنافسة نحو سحب الودائع من البنوك، وقد يؤدي هذا التصرف إلى التحول من نموذج الإسراع إلى سحب الودائع إلى حالة عالمية، والمقصود بذلك لجوء المستثمرين عبر أنحاء العالم إلى سحب وداائعهم نتيجة لفقدان الثقة بالجهاز المصرفي، ومنه سيتسبب هذا الوضع في خلق أزمة صرف وأزمة بنكية في نفس الوقت، إلى جانب الإسراع إلى سحب الودائع نجد تقلص في ميزانية البنوك والمتعاملين غير الماليين، بالإضافة اتجاه المستثمرين خاصة أصحاب الديون قصيرة الأجل إلى الاستثمار في مشاريع عالية الخطورة، هذا السلوك قد يؤدي إلى خلق فقاعات المضاربة، فتحدث الأزمة نتيجة انفجار هذه الفقاعات.²⁸

رابعاً- قياس انتقال عدوى الأزمات المالية وقتواتها:

قدم Yang أربعة طرق لقياس انتقال عدوى الأزمات المالية تتمثل في:²⁹
أ- قياس درجة الارتباط بين أسعار أسهم أسواق مجموعة دول، حيث تعكس درجة الارتباط العالية فيما بينها وجود عدوى مالية، وتفسر تلك الدرجة العالية ظاهرة انتقال الأزمات بين الأسواق المالية.

ب- الاحتمالات المشروطة لأزمات العملة: تشير هذه الطريقة إلى قياس انتقال عدوى أزمة العملة عندما تكون هناك روابط مشتركة بين أسعار عملات الدول التي تحدث فيها عدوى مالية (مثل ارتباط العملات المالية لجميع دول جنوب شرق آسيا بالدولار الأمريكي).

ج- الانتقال السريع في المؤشرات المالية: وتعني قياس التغير في مؤشر مالي معين في سوق مالية ما، ومقارنة ذلك مع التغير في نفس المؤشر لدولة أخرى.

د- التغيرات المشتركة في حركة وتدفق رؤوس الأموال ومعدلات الفوائد.

ومن جهة أخرى قام ماسون بالتفريق بين ثلاث آليات أو قنوات رئيسية لانتقال العدوى المالية، وتتمثل فيما يلي:

1-القناة الأولى: تركز على تزامن آثار الصدمات العالمية في عدد من الدول، ومعنى ذلك تزامن حركة الأسواق المالية بعوامل أو صدمات مشتركة، إذ أن الاقتصادات الناشئة تمثل امتدادا لأسواق الاقتصادات المتقدمة.

2-القناة الثانية: وتركز على التأثير الناتج عن صدمة ما في بلد معين على سلوك المتغيرات الاقتصادية الأساسية لبلد أو مجموعة البلدان المرتبطة بعلاقات مع البلد الأول. وقد تكون الصدمة تجارية، كانهخفاض في قيمة العملة في بلد ما يؤدي إلى انخفاض تنافسية الأسعار للشركاء التجاريين أو المنافسين لها عن طريق الصادرات، ما ينتج عنه تدهور في الحساب الجاري لميزان مدفوعات هذه البلدان، ويعجل بأزمة جديدة. كما قد تكون الصدمة ناتجة عن علاقات مالية، من خلال ارتباط أو اشتراك البلدان في محافظ الأوراق المالية، أو من خلال قناة الدائنية المشتركة.

3-القناة الثالثة: وتركز على أن انتقال الأزمة من بلد لآخر يعود إلى ذلك الجزء من الحركة المتزامنة للمتغيرات الاقتصادية الكلية. ويعرف ماسون هذه القناة بـ "العدوى الصافية"، والتي تنشأ عن قيام بعض المستثمرين (محليين أو أجانب)، والذين لا يجوزون على معلومات مالية واقتصادية كافية في بلد ما بتقليد السلوك الاستثماري لمستثمرين آخرين يجوزون معلومات مالية واقتصادية كافية في بلد ما بتقليد السلوك الاستثماري لمستثمرين آخرين يجوزون معلومات أفضل منهم، أو تحسبا من مخاطر مالية في دولة ما تمتاز بطابع عدم الاستقرار المالي، والذي ينتج عنه أزمة مالية بالفعل. وبين Sandarajan بأن العدوى المالية هي إحدى الخصائص المرافقة للنظام المالي فيما يتعلق بأي حدث في السوق، والذي يؤدي بالمستثمرين إلى إعادة توقعاتهم حول السوق، وخاصة فيما يتعلق بقرارات التمويل الدولي. وتعتمد هذه القناة على مفهوم التوازن المتعدد، وسيولة أسواق رأس المال، والتغير في سلوكيات المستثمرين ونفسياتهم وسلوك القطيع. وتشارك هذه العوامل في قيامها على تغير هيكلية وجذري في توقعات المستثمرين.

كما تتم العدوى المالية في الأسواق المالية الحالية من خلال قناة الأسعار، أي تغير أسعار الأصول المالية، وهذه العدوى تعرف بنظرية "الدومينو" أو "كرة الثلج"، بحيث تنتقل من متعامل إلى آخر

أو من مؤسسة مالية إلى أخرى، إلى أن تصبح الأزمة أزمة نظامية تمس النظام المالي بكامله، وقد يصبح للأزمة طابع عالمي عندما تنتقل من نظام مالي إلى آخر بفعل افتتاح الأسواق ووعولتها.

رابعا - دور المستثمرين التأسيسيين في نقل عدوى الأزمات المالية:

رافق تحرير الأسواق المالية تراجع دور البنوك في تمويل الاقتصاد مقابل فئة أخرى والمتمثلة في المستثمرين التأسيسيين، حيث تساهم هذه الأخيرة ليس فقط في ربط الأسواق المالية فيما بينها بل حتى في نقل عدوى الأزمات نتيجة سلوكها المتبع.

1- تعريف المستثمرين التأسيسيين:

يقصد بالمستثمرين التأسيسيين تلك "المؤسسات المالية التي تجمع مدخرات الأفراد بهدف إعادة توظيفها في أصول مالية، مما يساهم في تمويل الاحتياجات المالية، كما تساهم كذلك في ربطها". يحتل هؤلاء المستثمرون مكانة هامة في الأسواق المالية، لامتلاكهم للأوراق المالية ونظرا لحجم رؤوس الأموال المسيرة من طرف هذه الصناديق في مختلف أسواق العالم، لدرجة أنه يطلق عليها في بعض الأحيان بالقبلة أو المدفع (Le zinzin).

. هذا وقد تنامت أهمية المستثمرين التأسيسيين في الأسواق المالية لتمتعهم بمجموعة من المزايا المفضلة عن الاستثمار الشخصي كما أن البعض يشير إلى أن الاستثمار الشخصي كانت له تأثيرات سلبية على الأزمة المالية لطبيعة خصائص المستثمرين الأشخاص الذين يركزون على المضاربة لتحقيق الأرباح الرأسمالية أكثر من التركيز على أهداف الاستثمار الاعتيادية. أما بالنسبة للإدارة التي يعتمد عليها الاستثمار المؤسسي فهي إدارة مهنية متخصصة في مجال الاستثمار في الأوراق المالية، مما يفني باحتياجات جميع أصحاب المصالح، ويتيح لصغار المستثمرين الذين تنقصهم الخبرة والمهارة والممارسة والوقت اللازم لإدارة محافظهم من المشاركة في سوق الأوراق المالية.³⁰

2- دور المستثمرين التأسيسيين:

يؤدي المستثمرون التأسيسيون دورهم في صناعة السوق، وكل نوع منهم ينشط بطريقة مختلفة، ومن بين أهم المستثمرين التأسيسيين يمكن ذكر: صناديق التحوط، صناديق المعاشات وشركات التأمين. ويمكن أن يساهم المستثمرون التأسيسيون في صناعة سوق الأوراق المالية وتطويره، وذلك

من خلال شراء وبيع الأوراق المالية في أي وقت، مع الاحتفاظ بمخزون من الأوراق المالية لتنشيط الطلب، ووجود المستثمرين التأسيسيين في البورصة يضمن تحقيق الآتي:

- المحافظة على سوق منظم وعادل لقيمة الورقة المالية وإضفاء صفة السيولة لمكونات السوق.
- ضمان الكفاءة التشغيلية للسوق من خلال تخفيض تكلفة الصفقات.
- إضفاء صفة العمق والاتساع للسوق وللورقة المالية موضوع التداول.
- السيطرة على حركة المعلومات والحد من المضاربة
- المساهمة في إرساء القواعد والأسس العلمية للاستثمار بالأوراق المالية.

هذا ويعتبر غياب المستثمرين التأسيسيين سبب رئيسي في تراجع السوق وتدهورها، مما يتطلب زيادة مساهمتهم في السوق، وتغليب الاستثمار المؤسسي على الاستثمار الفردي للمساعدة في ضبط إيقاع السوق وتقليل البيع والشراء والمساهمة في توزيع المخاطر والحد من المضاربة غير المسؤولة.³¹

3- سلوك المستثمرين التأسيسيين:

يساهم سلوك المستثمرين التأسيسيين في نقل عدوى الأزمات المالية، نظرا للسلوك التي تتبناه في الأسواق بالإضافة إلى حجم رؤوس أموالها، هذا الدور الذي يتضح بشكل أكبر في إطار التكامل المتزايد للأسواق المالية، فالمستثمرون يمكن أن يتخذوا قرارات مسبقة قد تكون فردية أو جماعية، عقلانية أو غير عقلانية لكنها تؤدي في النهاية إلى حركة جماعية تسهل انتقال الصدمة نحو بلدان أخرى، وتتمثل أهم سلوكيات المستثمرين التأسيسيين فيما يلي:

- مشكل عائد السيولة، حيث يؤدي المستثمرون التأسيسيون في حالة أزمة في بلد ما دورا هاما في تفاقم الوضع، ففي بلد ما متضرر من أزمة، ويواجه انخفاضاً في قيمة العملة وانخفاضاً في أسعار الأسهم، يجد المستثمرون التأسيسيون أنفسهم أمام خسارة كبيرة في رأس المال تدفعهم إلى بيع أصولهم في الأسواق حتى يزيدوا من سيولتهم وهو ما يؤدي في ذاته إلى تفاقم مشكل السيولة.
- كما أن الانخفاض في الأسعار قد يحدث عندما يكون المستثمرون في مواجهة صدمة في السوق الأجنبي، فيسحبون أموالهم وتصبح بذلك الأسواق غير سائلة، وهذا الشح في السيولة يمكن أن يؤدي إلى إفلاس البنوك والمؤسسات المالية، متسببا بذلك في أزمة مصرفية أو أزمة ثقة تقود إلى هجمة مضاربية.

-الهروب نحو النوعية والتي يقصد بها تخلي المستثمرين التأسيسيين الدوليين بصفة عامة عن الأسواق المالية والتوجه نحو شراء سندات حكومية والتي تتمتع بقبول عام مثل: سندات الخزينة الأمريكية، لعدم تأكدهم من مدة دوام الأزمة.

-مشكل عدم تماثل المعلومات، وهو يعتبر كسلوك مولد للعدوى، ويرتبط بنقص المعلومات والاختلاف في توقعات المستثمرين، ففي حالة غياب المعلومة الجيدة يفترض المستثمرون أن حدوث الأزمة في بلد ما يمكن أن يؤدي إلى أزمة مشابهة في بلدان أخرى، وبالتالي إلى هجمة مضاربية على عملات هذه البلدان، وهذا التفسير يفترض أن المستثمرين لا يملكون معلومات كافية حول الخصائص الحقيقية لكل بلد، وبالتالي يتخذون قراراتهم بالاعتماد على المؤشرات المعروفة التي قد تعكس أولاً تعكس مدى إمكانية تعرض البلد المعني للخطر، أو أنهم يعتمدون على سلوك وتصرفات المستثمرين الآخرين.

-التغير في قواعد الأداء، حيث يمكن أن يكون انتقال الأزمة كنتيجة للتغير في تقديرات المستثمرين للقواعد التي تدار بها المعاملات المالية الدولية، حيث بينت أزمة روسيا عام 1998، أن التخوف من تخلف المستثمرين عن الدفع، أدى إلى سيادة جو من الذعر في البلدان التي تبني سياسة مشابهة للسياسة الروسية اتجه المستثمرين الأجانب، كما أن النقاش حول بنية النظام المالي الدولي الذي تبع الأزمة المالية لبلدان جنوب شرق آسيا غير نظرة المستثمرين نحو قواعد الأداء وحجم الضمانات الرسمية، فمثلا التغير في رأي المستثمرين خلال الأزمة حول قدرة صندوق النقد الدولي على إدارة هذه الأزمة يعتبر أحد عوامل انتقال العدوى إلى بلدان أخرى.³⁴

4-معامل الارتباط:

تقاس الحركة المشتركة ما بين سوقين بمعامل الارتباط، حيث تسمح هذه الأخيرة، بقياس عدوى الأزمات المالية فأول دراسة أجريت في هذا المجال هي دراسة King و wadhawani سنة 1990 لاحتساجهم معامل ارتباط عوائد الأسواق الثلاثة (الوم أ، المملكة المتحدة واليابان) عند تدهور بورصة أمريكا سنة 1987، كما قام Calvo و Reiheart سنة 1996، بدراسة أسعار للأسهم والسندات ما بين الأسواق الناشئة (آسيا وأمريكا اللاتينية) عند نشوب أزمة المكسيك سنة 1994، كما قام Goldfajin و Baig بدراسة أوسع سنة 1998، لمؤشرات البورصة، سعر الصرف، ومعدل الفائدة للدول الناشئة خلال الفترة (1997-

(1998)، وعليه أثبتت هذه الدراسات ارتفاع واضح لمعامل الارتباط للأسواق المدروسة³²، ولكن إذا لم يرتفع معامل الارتباط فهذا يدل على ترابط الأسواق المالية وليس انتقال العدوى. يقصد بمعامل الارتباط مقدار التغير والتأثير الذي يطرأ على y (المتغير الداخلي) عندما يزداد x (المتغير الخارجي) بمقدار معين، أنه يعطي فكرة فيما إذا كانت y تزداد كلما ازدادت x أو أنها تنقص كلما ازدادت x أو أنها لا تتبع نمطا محددًا في الزيادة أو النقصان، هذا ما يسمح بالتمييز ما بين الحالات التالية:

- معامل الارتباط موجب، كلما ازدادت x ازداد y .

- معامل الارتباط سالب، كلما ازدادت x نقصت y .

- معامل الارتباط معدوم، لا يوجد ارتباط ما بين x و y .

حيث يحسب معامل الارتباط وفق المعادلة التالية:³³

$$P(x_1y) = \frac{\sum_{i=0}^n (x_i - \bar{x})(y_i - \bar{y})}{\sqrt{\sum_{i=0}^n (x_i - \bar{x})^2} \cdot \sqrt{\sum_{i=0}^n (y_i - \bar{y})^2}}$$

من خلال ما سبق يمكننا التمييز بين حالتين:

$$P_1 > p_2 : H_0$$

$$P_1 < p_2 : H_1$$

حيث: p_1 معامل الارتباط خلال فترة الأزمة، و p_2 معامل الارتباط خلال فترة الاستقرار. قبول الحالة الأولى (H_0) يعني معامل الارتباط ما بين السوقيين ارتفع ما بين فترة الاستقرار وفترة الأزمة ومنه انتقال العدوى، أما رفضها أي قبول الحالة الثانية (H_1) يعني وجود ترابط ما بين السوقيين فقط وليس العدوى. ولا يعبر معامل الارتباط حتما عن العدوى، لأنه يمكن أن تكون الأسواق مرتبطة تاريخيا وداخليا، فإن أي تغير مهم في أي سوق يؤدي بطبيعة الحال إلى تغيرات في الأسواق الأخرى، وبالتالي ما يحدث من تزامن في سلوك الأسواق ما هو إلا رد فعل للأسواق بناء على وجود ظاهرة الارتباط المتبادل بينهما، وهذا الارتباط يدفع إلى توحيد حركة هذه الأسواق وقت الأزمة ولكن لا يمكن تسمية هذه الحركة بالعدوى.

7- نتائج البحث:

من خلال هذا البحث توصلنا إلى مجموعة من النتائج أهمها:

- إن العملة المالية وما تفرضه من رهانات تخلق باستمرار العديد من الثغرات التي تجعل من حدوث أزمات مالية جديدة أمراً ممكناً وفي أي وقت.
- توفر العملة المالية بكل ما تتضمنه من تحرير مالي وتكامل الأسواق المالية العالمية أهم قنوات تدويل وعدوى الأزمات المالية.
- يشير ارتفاع معامل الارتباط خلال فترة الأزمة إلى انتقال عدوى الأزمات المالية، ولكن ليس في كل الحالات لاحتوائه على مجموعة من النقائص.

8- خاتمة البحث:

لقد شكلت عملية تكرار حدوث الأزمات المالية في الدول المختلفة خلال القرن العشرين ظاهرة مثيرة للقلق و الاهتمام ، باعتبارها من أهم ما أنتجته العملة المالية من سلبيات نتيجة للأموال الساخنة، وما قد تصاحبه من أزمات وانخيارات تعصف بالأسواق المالية (البورصات) ، وبناء على هذه الانخيارات توجهت الأنظار وكثرت التساؤلات حول الأسباب بالإضافة إلى عدوى انتقال هذه الأزمات التي امتدت لتشمل دولا و أسواقا أخرى كنتيجة للانفتاح الاقتصادي والمالي، فقد أصبح الاستقرار المالي هدفا أساسيا في الوقت الراهن في ظل العلاقات التشابكية المعقدة بين الأسواق المالية العالمية، وما أفرزته هذه العلاقات من ظاهرة انتقال الأزمات التي تنشأ بدولة أو سوق مالية معينة إلى باقي الأسواق واقتصاديات العالم بصورة آنية أحيانا.

9- الهوامش والمراجع:

Danie le prince, la mondialisation au-delà des mythes, édit la découverte and syros, paris ,2000, p69.1-

Henri Bourquinat, Finance international, édition press universitaire de France, 1992.p43.2-

3-عبد المطلب عبد الحميد، العملة واقتصاديات البنوك، مصر، الدار الجامعية، 2007، ص 32.

4-Dominique Plihon, Les Enjeux de la Globalisation Financière, Mondialisation au-delà des mythes, Ed Casbah, Alger 1997, p71.

5-رميدي عبد الوهاب وسماي علي، العملة المالية وأثارها على اقتصاديات الدول النامية، الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات -دراسة حالة الجزائر والدول النامية، بسكرة، 20/21 نوفمبر 2006، ص 8.

Kindgrewn CJ, Bank Soundness and Macro economy policy, IMF, Washington D.C ,1996, p 1706-

7-عبد الحافظ بدوي، إدارة الأسواق والمؤسسات المالية، دار الفكر العربي، القاهرة، 1999، ص 41.

8-طارق عبد العال حماد، التطورات العالمية وانعكاساتها على أعمال البنوك، الدار الجامعية، مصر، 1999، ص 132.

9-رميدي عبد الوهاب، سمائي علي، مرجع سابق، ص 8.

- 10- بن طلحة صليحة، معوش بوعلام، دور التحرير المصرفي في إصلاح المنظومة المصرفية، ملتقى المنظومة المصرفية الجزائرية والتحول الاقتصادي - الواقع والتحديات - جامعة الشلف، 14-15 ديسمبر 2004، ص 484.
- 11- عبد المطلب عبد الحميد، ص 33.
- 12- سمير محمد عبد العزيز، عالمية تجارة القرن الواحد والعشرون، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2006، ص 359.
- 17-Mohamed Ben Abdallah & Luliana Matei, **Crise ET contagion : Cas des pays de l'Europe de l'Est**, Cahiers de la MSE, N°44, 2005, P 03.
- 13- العتقون نادية، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة باتنة، السنة الجامعية 2012-2013 ص 15.
- 14- عمرو محي الدين، أزمة النمر الآسيوية: الجذور والآليات والدروس المستفادة، دار الشروق للنشر، القاهرة، 2011، ص 11.
- 15-Rouis Myriam, Trabelsi Jamel, " la dynamique du phénomène de contagion dans les pays d'Asie", Journées de recherche Sur les crises financières internationales, Université d'Orléans, France, Mars 2004, pp: 2,3.
- 16-Marzouthi Haithem, contagion définitions et méthodes de détection, université de Paris, 2003, p8.
- 17-Bruna Sophia et Lahet Delphine, les facteurs de propagation des crises; la crise Asiatique a-t-été discriminante, Journées de recherche Sur les crises financières internationales, Université d'Orléans, France, pp'4-5
- 18-Marzouthi Haithem, op cit, p9.
- 19-براهيم مزبود، قنوات تأثير الأزمات المالية على القطاع المالي والمصرفي العربي، المحلة الجزائرية للاقتصاد والمالية جامعة يحي فارس المدية، العدد، أبريل، 2014، ص 189.
- 20-عبد الحكيم مصطفى شرقاوي، العولمة المالية وامكانات التحكم " عدوى الأزمات المالية"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2005 ص ص 35-38.
- 21-يرقي حسن، غزالي عماد، عدوى الأزمات المالية دراسة حالة أزمة الديون السيادية الأوروبية، مجلة الاقتصاد والتسيير والتجارة، جامعة مسيلة، العدد 26، 2012، ص ص 172-174.
- 22-Jones, Charles.p, **Investment analysis and management- John Wiley sons inc**, U.S.A, 2000, p 17.
- 23-صلاح الدين محمد أمين الإمام، فؤاد أرشد التميمي، دور المصارف في صناعة سوق الأوراق المالية، بيت الحكمة، بغداد، 2001، ص ص 5-6.
- 24-Allegret Jean-Pierre, **économie de la mondialisation**, 3e édition, librairie vuibert, paris, 2008 p 198.
- 25-Khalloufi wahj et autres, **les déterminants des crises financières récentes des pays émergents**, communication disponible sur internet, 2006, économie monétaire et financière GDR CNRS.
- 26-Rakotomalala Ricco, **analyse de corrélation étude des dépendances**-variables quantitatives universités lumière, Lyon 2, 2012, p 13.