



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
المركز الجامعي نور البشير البيض
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير



قسم العلوم الاقتصادية

دور رقابة البنك المركزي في استقرار الأسواق المالية
دراسة تحليلية لسوق المالي بالعراق
(2020-2015)

مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية
تخصص: اقتصاد نقدي و بنكي

إشراف الأستاذ:
بوبر بوسالم ➤

إعداد الطالبان:
شعبان ابراهيم ➤
ساسى زينب ➤

أعضاء لجنة المناقشة

رئيسا			
ممتحنا			
مشرفا			

السنة الجامعية: 2023/2022



البيض في: 14 | 50 | 2023

القسم: العلوم الاقتصادية

إذن بإيداع مذكرة الماستر

أنا الممضي أسفله: الأستاذ الدكتور بولسالم بوبكر

المشرف على مذكرة الماستر المقدمة من طرف الطلبة:

1: شعيان إبراهيم

2: سماحي رجب

تحت عنوان: دور رقابة البنك المركزي في

استقرار الأسواق المالية دراسة تحليلية لسوق المال

بالعراق (2015 - 2021)

ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في شعبة: علوم اقتصادية

تخصص اقتصاد نقدي وبنكي

أوافق أن المذكرة قد استوفت كل شروط المناقشة أو التقييم.

امضاء الأستاذ المشرف:

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ
الْحَمْدُ لِلَّهِ رَبِّ الْعَالَمِينَ
الَّذِي أَحْتَسِبُ عَلَىٰ عِلْمِهِ
رَيْدِي وَأُنِيبُ
وَمَا يَتَّبِعُ إِلَّا
مَنْ يُرِيدُ الْيُسْرَ
وَالْعُسْرَ
وَمَا يُرِيدُ إِلَّا
الْيُسْرَ
وَالْعُسْرَ
وَمَا يُرِيدُ إِلَّا
الْيُسْرَ
وَالْعُسْرَ

كلمة شكر و عرفان

أولا وقبل ذكر الآخرين،

نكسر الله الذي وفقنا لإتمام هذا العمل، وتقديمه على هذه الشاكلة.

نتقدم بجزيل الشكر والامتنان وبأصدق عبارات التقدير والعرفان إلى كل من ساعدنا

في إتمام هذا العمل وتذليل ما واجهنا من صعوبات وأخص بالذكر أستاذنا الفاضل

الدكتور: بوبكر بوسالم

المشرف على توجيهنا لإعداد هذا البحث.

الشكر الموصول أيضا لكل أساتذتنا في مرحلة الماجستير

وكل أصدقائنا وكل من ساهم من قريب أو بعيد في إتمام هذا العمل

إلى كل هؤلاء نقول لهم ألف شكر.

شعبان إبراهيم

ساسي زينب

الإهداء

أهدي ثمرة هذا العمل إلى والدي الغالية حفظهما
الله، وإلى زوجتي و إخوتي و أخواتي
و إلى كل من قدم لي يد المساعدة .
خاصة صديقي سفييري طارق.

ابراهيم شعبان

الإهداء

الحمد لله الذي هدانا لهذا وما كنا لنهتدي لولا أن هدانا الله
الحمد لله على نعمة العلم التي وهبنا إياها لنجعل لنا ثمرة بهذا
العمل المتواضع الذي أهديه إلى
من شجعني على الدراسة و لم يحرمني من شيء
إلى أبي الغالي حفظه الله و أطال في عمره
إلى أمي الحبيبة حفظها الله و أدامها تاجا على رؤوسنا
إلى ثمار الشجرة الطيبة إخوتي الأعزاء
إلى كل الأصدقاء و الزملاء
إلى جميع الأهل صغيرا وكبيراً

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
-	كلمة شكر وعرفان
-	الإهداء
III-I	فهرس المحتويات
V	قائمة الجداول
VII	قائمة الأشكال
X	ملخص
أس	مقدمة عامة
الفصل الأول : الإطار النظري للبنك المركزي	
02	تمهيد الفصل الأول
03	المبحث الأول : ماهية البنك المركزي
03	المطلب الأول : نشأة البنك المركزي
04	المطلب الثاني : مفهوم البنك المركزي
05	المطلب الثالث : خصائص البنك المركزي
07	المطلب الرابع : الأدوات المستخدمة من قبل البنك المركزي لأداء السوق
14	المبحث الثاني : وظائف البنك المركزي
14	المطلب الأول : وظيفة الإصدار النقدي
15	المطلب الثاني : بنك البنوك
16	المطلب الثالث : بنك الحكومة
17	المطلب الرابع : وظيفة الرقابة على الائتمان
18	المبحث الثالث : استقلالية البنك المركزي
19	المطلب الأول : مفهوم استقلالية البنك المركزي
20	المطلب الثاني : دوافع الاتجاه نحو استقلالية البنك المركزي
21	المطلب الثالث : أنواع استقلالية البنك المركزي
23	المطلب الرابع : معايير قياس درجة استقلالية

26	خلاصة الفصل
27	الفصل الثاني : الإطار المفاهيمي للأسواق المالية
28	تمهيد الفصل الثاني
29	المبحث الأول : ماهية الأسواق الأوراق المالية
29	المطلب الأول : نشأة سوق الأوراق المالية
31	المطلب الثاني : مفهوم سوق الأوراق المالية
33	المطلب الثالث : شروط قيام سوق الأوراق المالية
36	المبحث الثاني : تقسيمات سوق الأوراق المالية
36	المطلب الأول: سوق الإصدار أو سوق الأولية
37	المطلب الثاني : سوق التداول أو سوق الثانوية
43	المطلب الثالث : أسواق عقود السلع و عقود مستقبلية و المشتقات المالية
46	المبحث الثالث : دور رقابة البنك المركزي في استقرار الأسواق المالية
46	المطلب الأول : مدخل إلى البنية التحتية للأسواق المالية
48	المطلب الثاني : عناصر البنية التحتية للأسواق المالية المرتبطة بالبنك المركزي
51	المطلب الثالث : دور البنك المركزي في تحقيق استقرار الأسواق المالية
55	خلاصة الفصل
56	الفصل الثالث: دراسة تحليلية لسوق المالي بالعراق من 2015 إلى 2020
57	تمهيد الفصل الثالث
58	المبحث الأول: الإطار النظري للبنك المركزي وسوق المالي العراقي
58	المطلب الأول: مفهوم البنك المركزي العراقي
59	المطلب الثاني: مهام البنك المركزي العراقي
59	المطلب الثالث: نشأة السوق المالي العراقي
61	المطلب الرابع: مفهوم السوق المالي العراقي
63	المبحث الثاني: تحليل السياسة النقدية والتضخم وسعر الفائدة و أداء المالي لسوق العراق للمدة (2015-2020)
63	المطلب الأول: تحليل معدل السياسة النقدية في العراق للمدة (2015-2020)

فهرس المحتويات

65	المطلب الثاني: تحليل معدل التضخم في العراق للمدة (2015-2020)
66	المطلب الثالث: تحليل معدل سعر الفائدة في العراق للمدة (2015-2020)
67	المطلب الرابع: تحليل الأداء المالي لسوق العراق للمدة (2015 - 2020)
69	المبحث الثالث: اختبار فرضيات الدراسة للأداء المالي لسوق العراق للمدة (2015-2020)
70	المطلب الأول: دور السياسة النقدية على أداء السوق المالي العراقي للمدة (2015-2020)
71	المطلب الثاني: دور التضخم على أداء السوق المالي العراقي للمدة (2015-2020)
72	المطلب الثالث: دور سعر الفائدة على أداء السوق المالي العراقي للمدة (2015-2020)
73	المطلب الرابع: دور البنك المركزي على أداء السوق المالي العراقي للمدة (2015-2020)
77	خلاصة الفصل
78	خاتمة عامة
81	المراجع

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
63	معدل السياسة النقدية في العراق للمدة (2015-2020)	01
65	معدل التضخم في العراق للمدة (2015-2020)	02
66	معدل سعر الفائدة في العراق للمدة (2015-2020)	03
67	قيمة الأداء المالي لسوق العراق للمدة (2015-2020)	04
69	جدول النتائج الإحصائية للمتغيرات (السياسة النقدية، التضخم، سعر الفائدة)	05
70	جدول النتائج الإحصائية للبنك المركزي العراقي	06
70	جدول النتائج الإحصائية الخاص بالسياسة النقدية	07
71	جدول النتائج الإحصائية الخاص بالتضخم	08
72	جدول النتائج الإحصائية الخاص بسعر الفائدة	09
73	جدول النتائج الإحصائية الخاص بالبنك المركزي	10

قائمة الأشكال

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
42	أنواع الأسواق المالية	01
63	معدل السياسة النقدية في العراق (2015-2020).	02
65	معدل التضخم في العراق للمدة (2015-2020).	03
66	معدل سعر الفائدة في العراق للمدة (2015-2020).	04
67	قيمة الأداء المالي لسوق العراق للمدة (2015-2020).	05
74	Histogram Ddependent Variable: القيمة السوقية	06
75	Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual Dependent Variable: القيمة السوقية	07
75	Scatterplot Dependent Variable: القيمة السوقية	08

ملخص

إن البنك المركزي يلعب دورًا حاسمًا في ضمان استقرار الأسواق المالية في العراق حيث يعمل على تنظيم السياسة النقدية ومراقبة الأسواق المالية لضمان توفر السيولة الكافية والحفاظ على استقرار الأسعار. يتخذ البنك المركزي إجراءات للتصدي للتضخم المفرط وللتقلبات السريعة في الأسعار والسيولة، وذلك من خلال آليات مثل تعديل أسعار الفائدة وتنفيذ سياسات السيولة، بالإضافة إلى ذلك يتم تنظيم الأسواق المالية من قبله لضمان نزاهة وشفافية العمليات المالية وحماية حقوق المستثمرين. يتم وضع اللوائح والقواعد التي تحدد سلوك الأطراف المشاركة في الأسواق المالية وتحمي المستثمرين من المخاطر غير المشروعة.

تهدف الدراسة إلى تحليل أداء سوق المال العراقي خلال الفترة المذكورة وتحديد التحولات والتطورات التي شهدتها السوق. يهدف ذلك إلى فهم العوامل التي يمكن أن تؤثر على استقرار السوق وتقديم توصيات لتعزيزها وتحقيق استدامتها في المستقبل.

الكلمات المفتاحية: البنك المركزي، الأسواق المالية، السياسة النقدية، التضخم، سعر الفائدة.

Abstract

Abstract:

The Central Bank plays a crucial role in ensuring the stability of financial markets in Iraq in order to regulate monetary policy and monitor financial markets to ensure sufficient liquidity and maintain price stability.

The Central Bank takes measures to address excessive inflation, rapid fluctuations in prices and liquidity, through mechanisms such as adjusting interest rates and implementing liquidity policies. In addition, financial markets are regulated by it to ensure fairness and transparency of financial operations and protect the rights of investors. Regulations and rules are put in place that determine the behavior of the parties involved in the financial markets and protect investors from illegal risks.

The study aims to analyze the performance of the Iraq capital market during the mentioned period and to identify the transformations and developments that the market witnessed, and understand the factors that could affect the stability of the market and make recommendations to enhance and sustain them in the future.

Keywords: central bank, financial markets, monetary policy, inflation, interest rate.

مقدمة عامة

تمهيد

يعد الجهاز المصرفي أحد أهم القطاعات الحديثة ، نظرا لدوره الرئيسي في مجال الاقتصاد، فهو ليس ضروريا فقط للسياسات النقدية بل هو أساسي بالنسبة للسياسات الاقتصادية الأخرى وخصوصا المالية منها، لأنه بمكوناته (البنك المركزي، البنوك التجارية والبنوك المتخصصة) يشكل حجر الزاوية في تنفيذ السياسات الاقتصادية الأخرى.

فإذا كان الجهاز المصرفي واحد من أهم القطاعات، فإن البنك المركزي يمثل المحور الأساسي لهذا الجهاز، ويعتبر أحدث صورة لتطوره، فقد أنشأت هذه البنوك كمرحلة أخيرة من مراحل التطور النقدي، ويتطور الأمر أصبحت هذه البنوك تقوم بوظائف متعددة. وإن هدف البنوك المركزية هو الإبقاء والمحافظة على التوازن النقدي الداخلي والخارجي، إن العلاقة بين البنك المركزي والدولة تتوقف على مدى التطور الاقتصادي ودرجة تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية.

كما تطورت أساليب جديدة للعمل المصرفي المعاصر على المستوى العالمي، وظهرت الخدمات المصرفية الحديثة وظهرت أيضا آفاق وأدوات جديدة للاستثمار المالي، فازدادت بذلك المنافسة بين البنوك تحت رقابة البنك المركزي، ويقابل ذلك أيضا نمو وتوسع الأسواق المالية التي ترتبط

بالجهاز المصرفي بشكل كبير، من خلال دورها في تنشيط استثمارات سوق الأوراق المالية، ابتداء بشراء الإصدارات الجديدة، وتقديم المشورة للجهات المصدرة، أو بدخولها في عمليات التداول وتأثيرها على اتجاه السوق، إذ تدير محافظ استثمارات بشكل محترف وتتعامل مع أسواق المشتقات المالية، وتنفذ صفقات مالية ضخمة ونظرا لحساسية الاستثمارات المالية، فإن الرقابة من الشروط الضرورية لسلامة الاستقرار المالي. وهذا ما يسهم فيه البنك المركزي، والسلطات الرقابية، كما يهتم البنك المركزي بضبط سيولة الأسواق والحفاظ على الاستقرار النقدي، و بذلك تؤثر الأجهزة المصرفية بشكل فاعل في مناخ الاستثمار المالي.

➤ إشكالية الدراسة:

ومن ما سبق ذكره يتبادر إلى أذهاننا صياغة الإشكالية الرئيسية لهذا البحث و التي يتضمنها السؤال الرئيسي:

- ما هو دور رقابة البنك المركزي في ضمان استقرار السوق المالي لدولة العراق للمدة 2020/2015؟

لتبسيط الإشكالية السابقة ارتأينا طرح أسئلة الفرعية التالية:

1- ما هو دور السياسة النقدية على أداء السوق المالي لدولة العراق للمدة 2020/2015؟

2- ما هو دور التضخم على أداء السوق المالي لدولة العراق للمدة 2020/2015؟

3- ما هو دور سعر الفائدة على أداء السوق المالي لدولة العراق للمدة 2020/2015؟

➤ فرضيات الدراسة:

بغرض تقديم إجابات أولية للسؤال الرئيسي وللتساؤلات الفرعية، قمنا بصياغة الفرضيات التالية:

➤ الفرضية الرئيسية:

• إن رقابة البنك المركزي تلعب دورا حيويا في ضمان استقرار السوق المالي لدولة العراق للمدة 2020/2015.

➤ الفرضيات الفرعية:

1- تؤثر السياسة النقدية على أداء الأسواق المالية بالعراق للمدة 2020/2015.

2- هناك دور لارتفاع معدل التضخم على أداء الأسواق المالية بالعراق للمدة 2020/2015.

3- إن تغيرات في سعر الفائدة تؤثر بشكل كبير على أداء الأسواق المالية بالعراق للمدة

2020/2015

➤ أهداف الدراسة:

تهدف دراسة دور رقابة البنك المركزي في استقرار الأسواق المالية بالعراق للمدة

2020/2015 إلى تحقيق ما يلي:

- تحديد دور البنك المركزي في مراقبة ورصد الأسواق المالية و الاقتصاد بشكل عام.

- دراسة الأدوات التي يستخدمها البنك المركزي للتحكم في السياسة النقدية والتي تؤثر على الأسواق المالية.

- تحليل دور البنك المركزي في تطوير الأسواق المالية وتعزيز تنافسها على المستوى الدولي.
- دراسة تأثير السياسات الاقتصادية والمالية العامة على الأسواق المالية وكيف يمكن للبنك المركزي تحقيق التوازن المطلوب.

➤ أهمية الدراسة:

تتمحور أهمية هذه الدراسة حول فهم كيفية تأثير البنك المركزي على استقرار الأسواق المالية بالعراق، فالاستقرار المالي يلعب دوراً حاسماً في تعزيز النمو الاقتصادي وجذب الاستثمارات. بفضل دوره في تنظيم السيولة ومراقبة البنوك وتنفيذ السياسات النقدية، يسعى البنك المركزي إلى تعزيز الثقة في الأسواق المالية ومنع التدهور الاقتصادي. وتهدف كذلك إلى تحليل أداء البنك المركزي العراقي خلال الفترة من 2015 إلى 2020

يمكن أن يسלט الضوء على فاعليته في ضمان استقرار الأسواق المالية وتحقيق التوازن بين المخاطر والفوائد المالية.

➤ منهج وأدوات الدراسة:

سنعتمد في دراستنا هذه على كل من المنهج الوصفي لوصف وتوضيح الدور الذي يلعبه البنك المركزي في استقرار الأسواق المالية. والمنهج النظري لتحليل النظريات والمفاهيم الاقتصادية والمالية التي تتعلق بدور البنك المركزي في استقرار الأسواق المالية. والمنهج التجريبي لدراسة العلاقة بين دور البنك المركزي و استقرار الأسواق المالية، وكذلك الأدوات الإحصائية لتحليل البيانات والمعلومات المتعلقة بدور البنك المركزي وأثره على الأسواق المالية.

➤ حدود الدراسة:

تأخذ حدود البحث بعدين يمكن تحديدهما كما يلي:

- 01-الحدود الزمانية للدراسة:** تشمل الفترة من سنة 2015 إلى 2020 حيث يتم تحليل ودراسة تأثير رقابة البنك المركزي على استقرار الأسواق المالية خلال هذه الفترة.
- 02-الحدود المكانية للدراسة:** تمحور الدراسة حول سوق المال العراقي، وتتركز على تحليل وتقييم

دور وتأثير رقابة البنك المركزي على هذا السوق المالي.

➤ التعريفات الإجرائية:

البنك المركزي: هو المؤسسة المالية الرسمية في دولة العراق، وتكون لها سلطة وصلاحيات في تنظيم وإدارة السياسة النقدية والنظام المالي للبلاد. يتولى البنك المركزي عدة مهام منها تنظيم النظام المصرفي، وإصدار العملة الوطنية، وتنظيم سياسة الفائدة والاستقرار المالي.

الأسواق المالية: تشير إلى المؤسسات والمنصات التي يتم فيها تداول الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات والسلع المالية الأخرى. تشمل الأسواق المالية أسواق الأسهم وأسواق السندات وأسواق العملات وأسواق السلع.

السياسة النقدية: هي السياسة التي تتخذها السلطات المالية وخاصة البنك المركزي للتحكم في الكمية النقدية المتداولة في الاقتصاد ولضبط أسعار الفائدة والتضخم. تهدف السياسة النقدية إلى تعزيز الاستقرار المالي والاقتصادي وتحقيق التوازن بين العرض والطلب على النقد.

التضخم: يعد التضخم عاملاً هاماً يؤثر على الاقتصاد وقدرة العملة على شراء السلع والخدمات، ويشير إلى زيادة عامة ومستمرة في مستوى أسعار السلع والخدمات في اقتصاد معين خلال فترة زمنية معينة.

سعر الفائدة: هو التكلفة النسبية للاقتراض أو العائد الذي يتم دفعه على القروض أو الودائع المصرفية. يحدده البنك المركزي بناءً على السياسة النقدية ويؤثر في تكاليف الاقتراض للأفراد والشركات. يتم استخدام سعر الفائدة كأداة للتحكم في النشاط الاقتصادي وتنظيم التضخم والاستثمارات. عادةً ما يرتفع سعر الفائدة عندما يرغب البنك المركزي في تقليص الإنفاق وتقليل التضخم، بينما ينخفض عندما يهدف البنك المركزي إلى تعزيز النمو الاقتصادي وتشجيع الاستثمارات.

➤ الدراسات السابقة:

لقد سجلنا تواجد بعض الدراسات السابقة تخص موضوع البنوك المركزية و موضوع الأسواق المالية تم انجازها في إطار مذكرات على مستوى كليات العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، وقد سجلنا توجه ايجابي للاهتمام بهذا المجال.

➤ الدراسة الأولى:

العايب أمال، البنك المركزي ودوره في استقرار سعر الصرف دراسة حالة الجزائر (2000-2013).¹ تهدف هذه الدراسة الدراسة إلى إظهار الدور الذي يلعبه البنك المركزي في المحافظة على استقرار الأسعار، والتعرف على آلية تسيير أسعار الصرف، حيث أن سعر الصرف يتحدد على أساس مبادلة عملة دولة ببقية عملات الدول الأخرى، عن طريق تفاعل قوى العرض والطلب أو عن طريق تدخل بنك الجزائر بائعا أو مشتريا للعملة.

حيث اعتمدت هذه الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي حيث استخدم المنهج الوصفي في القسم النظري والمنهج التحليلي في القسم التطبيقي.

وتوصلت هذه الدراسة إلى أن البنك المركزي يحتل الصدارة في قمة الجهاز المصرفي لكونه يتمتع بسلطة رقابية على البنوك، وله دور متعدد الأبعاد لا يقتصر لتمويل المؤسسات المالية بل يتعدى ذلك إلى إصدار العملة ومراقبتها وتحديد قيمتها وضبط العالقة المالية الداخلية والخارجية للدولة وكذا الإشراف عليها، ويعمل البنك المركزي على المحافظة على استقرار أسعار الصرف الذي يعتبر من أهم العوامل التي تؤثر على النشاط الاقتصادي.

➤ الدراسة الثانية:

عبد الحفيظ خزان، الأسواق المالية الناشئة في الدول النامية دراسة مجموعة الأسواق المالية الناشئة من 1994 إلى 2016.²

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة الدور الذي تلعبه الأسواق الأوراق المالية الناشئة في جذب التدفقات المالية عبر الحدود ومن ثم رفع معدلات التنمية الاقتصادية للدول. وقد لخصت هذه الدراسة على أن الأسواق المالية تلعب دورا رئيسيا في تمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة باعتبارها أحد أفضل مصادر التمويل، وهذا

¹ العايب أمال، البنك المركزي ودوره في استقرار سعر الصرف دراسة حالة الجزائر (2000-2013)، مذكرة نيل شهادة ماستر في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015/2014.

² عبد الحفيظ خزان، الأسواق المالية الناشئة في الدول النامية دراسة مجموعة الأسواق المالية الناشئة من 1994/2016، مجلة الاقتصاد الصناعي، جامعة الشهيد حمة لخضر الوادي، جوان 2017.

في ظل تراجع الاعتماد على التمويل غير المباشر من خلال المؤسسات النظام المصرفي و الاتجاه إلى اقتصاديات الأسواق المالية.

➤ الدراسة الثالثة:

محمد حسن رشم، الدور المتجدد للبنوك المركزية في إنشاء و تنشيط الأسواق المالية.¹
تهدف هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على أهم المجالات و الوظائف التي يؤديها البنك المركزي و التي يمكن أن يكون لها تأثير في تنمية و تنشيط السوق المالي.
حيث اعتمدت هذه الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي لإبراز الوقائع و الحقائق المرتبطة بالأسواق المالية، مع التركيز على دور البنك المركزي في التنمية و تنشيط السوق المالية من خلال الأدوات المختلفة.

ولخصت هذه الدراسة على أن العمل المصرفي المعاصر على مستوى العالمي، و ظهرت الخدمات المصرفية الحديثة، و ظهرت أيضا آفاق و أدوات جديدة للاستثمار المالي، فازدادت بذلك المنافسة بين البنوك تحت رقابة البنك المركزي، ويقابل ذلك أيضا نمو و توسع الأسواق المالية التي ترتبط بالجهاز المصرفي بشكل كبير، من خلال دورها في تنشيط استثمارات سوق الأوراق المالية، ابتداء بشراء الإصدارات الجديدة، و تقديم المشورة للجهات المصدرة بدخولها في عمليات التداول، وتأثيرها على اتجاه الأسواق.

➤ الدراسة الرابعة:

بن معتوق صابر، دراسة تحليلية لاندماج الأسواق المالية الدولية: تجارب دولية مختارة.²
تهدف هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على ظاهرة اندماج الأسواق المالية الدولية في ظل التحولات والتغيرات الاقتصادية العالمية المعاصرة، آخذين بذلك بعض التجارب الدولية كعينة لإجراء هذه الدراسة.

¹ محمد حسن رشم، الدور المتجدد للبنوك المركزية في إنشاء و تنشيط الأسواق المالية، مجلة دراسات في الاقتصاد و إدارة الأعمال، كلية الاقتصاد، جامعة المثنى العراق، جوان 2018.

² بن معتوق صابر، دراسة تحليلية لاندماج الأسواق المالية الدولية: تجارب دولية مختارة، مجلة البشائر الاقتصادية، جامعة محمد البشير الإبراهيمي، برج بوعرييج، ديسمبر 2019.

ومن أجل ذلك تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي، وقد توصلت الدراسة إلى أن خيار الاندماج بين الأسواق المالية الدولية هو أحد الاستراتيجيات الهامة للتكيف متطلبات التواجد في عصر العولمة والتحرير المالي وحرية تدفق رؤوس الأموال.

ولخصت هذه الدراسة على أن عمليات الاندماج بين الأسواق المالية الدولية دراسة شاملة دقيقة وعميقة مع مراعاة الضوابط اللازمة لذلك، في ظل عمليات إعادة الهيكلة الواسعة التي تشهدها مختلف الأسواق في العالم.

➤ الدراسة الخامسة:

د. أحمد شفيق الشاذلي، الإطار العام للاستقرار المالي ودور البنوك المركزية في تحقيقه.¹

وتستهدف هذه الدراسة إلقاء الضوء على دور القطاع المالي في الاقتصاد وإبراز أهمية تحقيق الاستقرار المالي، كما تتطرق الدراسة للدور المناط بالبنوك المركزية القيام به لتحقيق الاستقرار المالي. ويتم من خلال الأجزاء المكونة للدراسة استعراض المفاهيم المختلفة للاستقرار المالي، ومحددات الإطار العام له والتحديات المرتبطة بتحقيق هذا الاستقرار، والمتمثلة في المخاطر الداخلية والخارجية التي تُضعف من قدرة القطاع المالي على القيام بوظيفته الأساسية المتمثلة في الوساطة المالية. كما يتم من خلال الدراسة تسليط الضوء على الدور

الذي يتوجب القيام به من جانب السلطات المسؤولة عن وضع السياسات بوجه عام لمعالجة هذه المخاطر والحد من تداعياتها على القطاع المالي وتقليل فرص انتقالها للقطاع الحقيقي.

ولخصت هذه الدراسة بأن عملية تحقيق الاستقرار المالي عملية مستمرة، حيث يلزم الاهتمام بها والعمل على إنجازها في الظروف العادية والتي يعمل فيها القطاع المالي بكفاءة حيث يلزم قيام السلطات المالية المعنية باتخاذ تدابير وقائية و تعزز من قدرة القطاع المالي على مواجهة تداعيات الأزمات حال حدوثها والاستمرار في القيام بوظيفته الأساسية المتمثلة في الوساطة المالية بكفاءة أثناء وبعد وقوع الأزمات.

¹ د. أحمد شفيق الشاذلي، الإطار العام للاستقرار المالي ودور البنوك المركزية في تحقيقه، صندوق النقد العربي 2014.

➤ الدراسة السادسة:

د. أسماء بن داية، أسماء سفاري، الاستقرار المالي بين واقع الأزمة المالية العالمية وضبط معايير بال الدولية- أي دور للبنوك المركزية BCE و FED نموذجا.¹

تهدف هذه الدراسة إلي تسليط الضوء على الدور الذي تلعبه البنوك المركزية في تحقيق الاستقرار المالي في الحالات الطبيعية عامة و استثنائية خاصة كأزمة 2008 وذلك بالتركيز على دور كالبك المركزي الأوروبي والاحتياطي الفدرالي وقد تمخض عن جملة هذه الأحداث صياغة اتفاقية بال الجديدة داعمة لهذا الدور ومعززة للاستقرار المالي العالمي.

حيث اعتمدت هذه الدراسة على المنهج الاستنباطي باعتباره الأنسب لهذا الموضوع.

توصلت هذه الدراسة إلى نتيجة محورية مفادها عزز البنوك المركزية عن وضع حد لأزمة 2008، أما التدخلات لجنة بال فقد كانت جد متأخرة وهو ما أطال فترة العلاج وحمل الاقتصاديات تكاليف باهظة.

➤ الدراسة السابعة:

د.قدوري نور الدين، القرني عبد الرحمن، مقومات نجاح سوق الأوراق المالية، دراسة تحليلية لبورصة الجزائر.²

تهدف هذه الدراسة إلى تحديد المعايير الواجب توفرها لنجاح السوق المالية، والوقوف على الأسباب الحقيقية وراء الحالة المتردية لبورصة الجزائر، وتحديد أوجه القصور فيها.

ولقد اعتمدت هذه الدراسة على المنهج الوصفي في الجانب النظري، والمنهج التحليلي المعتمدة على الأدوات الإحصائية في الجانب التطبيقي.

ولوحظ من خلال هذه الدراسة أن الظروف الاقتصادية التي صاحبت الإنشاء، بالإضافة إلى عدم اكتمال البناء الهيكلي لبورصة وغموض النصوص التشريعية ساهم بقسط كبير في الجمود المستمر الذي ميز بورصة الجزائر.

¹ د. أسماء بن داية، أسماء سفاري، الاستقرار المالي بين وقع الأزمة المالية العالمية وضبط معايير بال الدولية- أي دور للبنوك المركزية BCE و FED نموذجا، مجلة العلوم الإنسانية لجامعة أم بواقي، جوان 2020.

² د.قدوري نور الدين، القرني عبد الرحمان، مقومات نجاح سوق الأوراق المالية، دراسة تحليلية لبورصة الجزائر، مجلة البشائر الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف، مسيلة 2019.

➤ الدراسة الثامنة:

حورية حمني، آليات رقابة البنك المركزي على البنوك التجارية وفعاليتها -حالة الجزائر-¹.
الهدف الأساسي من هذه الدراسة في محاولة التعرف على مختلف آليات وأساليب الرقابة البنكية التي يمارسها البنك المركزي على البنوك التجارية، وتقييم فعاليتها وواقع تطبيقها في الجزائر، خاصة فيما يتعلق بالرقابة الاحترازية والتي تعد أحدث وأهم أسلوب للرقابة المصرفية.
وسنعمد في دراستنا هذه على كل من المنهج الوصفي والتحليلي والمنهج المقارن ومنهج دراسة حالة، وسيجلى حيث اعتمدت هذه الدراسة على المنهج الوصفي من خلال توضيح لبعض المفاهيم المتعلقة بكل من البنك المركزي والبنوك التجارية والرقابة البنكية بأنواعها المختلفة وخصائصها....والمنهج التحليلي، بالإضافة إلى تحليل مضمون بعض أنظمة وتعليمات بنك الجزائر والمتعلقة بموضوع الدراسة، وكذلك من خلال تحليل وتقييم بعض آليات الرقابة البنكية.
وتوصلت هذه الدراسة بأهم النتائج التي يتعلق بتطبيق الرقابة المصرفية، ومحاولة تقييم فعالية هذه الرقابة وواقع تطبيقها، وتقديم بعض الاقتراحات لتدعيمها وزيادة فعاليتها.

➤ الدراسة التاسعة:

د. أمين علي ملهي محمد، تقييم كفاءة البنك المركزي اليمني في إدارة السياسة النقدية لفترة 2007-

2011.²

يهدف البحث إلى تقييم الإختلالات الاقتصادية، وتقييم نظام تعويم سعر الصرف، وتقييم رقابة البنك المركزي اليمني في توجيه الموارد المالية في المصارف لدعم القطاع الخاص.

¹ حورية حمني، آليات رقابة البنك المركزي على البنوك التجارية وفعاليتها -حالة الجزائر-، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2006/2005.

² د. أمين علي ملهي محمد، تقييم كفاءة البنك المركزي اليمني في إدارة السياسة النقدية لفترة 2007-2011، مجلة الدراسات الاجتماعية، جامعة النيلين، السودان، 2014.

واعتمد البحث على المنهج الوصفي التحليلي، الذي يعتمد على البيانات الثانوية المنشورة في التقارير المالية والنشرات الدورية للبنك المركزي اليمني، والنشرات الاقتصادية، والكتب والأبحاث العلمية ذات الصلة بالموضوع.

كما توصلت نتائج البحث إلى أن هناك ضعفاً وبُطئاً وتناقضاً في استخدام أدوات السياسة النقدية لإصلاح الاختلالات الاقتصادية، والسبب يعود لعدم وجود الخبرة الكافية لدى القائمين على البنك المركزي اليمني في إدارة السياسة النقدية.

➤ الدراسة العاشرة:

جاسم كريمة، رمل خديجة، دور البنوك في تنشيط الأسواق المالية عن طريق التمويل الإسلامي دراسة حالة ماليزيا 2008-2018.¹

ركزت هذه الدراسة على مدى فاعلية البنوك في نشاط السوق المالية. البنوك مسؤولة عن كافة مصادر الرقابة المتعلقة بالتمويل، كما أن تداول أدواتها المصدرة يضمن استقرار وكفاءة السوق المالية. تعتبر الأسواق المالية الإسلامية من الحلول المناسبة لقضية التنمية الاقتصادية في أي دولة، وذلك بفضل مرونة التمويل الإسلامي في مواجهة الصدمات الاقتصادية. بالإضافة إلى ذلك، فهو يقوم على مبادئ تقاسم المخاطر وتقليل مخاطر الفائدة الزائدة عن طريق تحويل الفوائض من فئات الفائض إلى مجموعات العجز في إطار مشاركة

المستثمر والاستثمار. والهدف من هذه الدراسة هو إبراز العلاقة التكاملية بين دور البنوك وتفعيل السوق المالية، حيث يعتمد نشاط وقوة أحدهما على الآخر، لذا فإن النظام المصرفي والمالي يكمل كل منهما الآخر في سياق

متوازن يفرضه الإسلام. أدوات التمويل من خلال الإصدار وكذلك التداول، وكيف تؤثر هذه الأدوات على هذه العلاقة.

ولخصت هذه الدراسة إلى أن هناك علاقة جوهرية بين النظام المصرفي والمالي في سوق رأس المال الإسلامي، والدور الحيوي الذي تلعبه أدوات التمويل الإسلامي في تنشيط هذا السوق وخاصة الصكوك الإسلامية وقد أثبتنا ذلك عندما أسقطنا الجانب النظري عن الحالة الماليزية، وتجربتها في تنشيط أسواق الأسهم

¹ جاسم كريمة، رمل خديجة، دور البنوك في تنشيط الأسواق المالية عن طريق التمويل الإسلامي دراسة حالة ماليزيا 2008-2018، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماستر في العلوم الاقتصادية، جامعة يحي فارس، المدينة، 2018/2019.

الإسلامية من خلال الأدوات الإسلامية كرائدة في الصناعة المالية الإسلامية. بفضل النظام المصرفي المزدوج والإطار القانوني الشامل ودعم سوق رأس المال الإسلامي ولجنة الأوراق المالية الماليزية. من خلال هذا النهج المتكامل، أثبتت ماليزيا قيمتها في زيادة رسملة سوق رأس المال الإسلامي، وضمان استقرارها واقتصادها ككل.

المنهج المتبع في هذه الدراسة يتمثل في المنهج الوصفي، وهذا من خلال عرض للجوانب النظرية للأسواق

المالية وأسواق الأوراق المالية، كما تطلب الأمر إلى الاستعانة بالمنهج التحليلي من خلال جمع البيانات والمعطيات المرتبطة بالموضوع و تحليلها.

➤ الدراسة الحادية عشر:

افتخار محمد مناحي الرفيعي، السياسة النقدية والمالية وأداء سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2006-2017)¹.

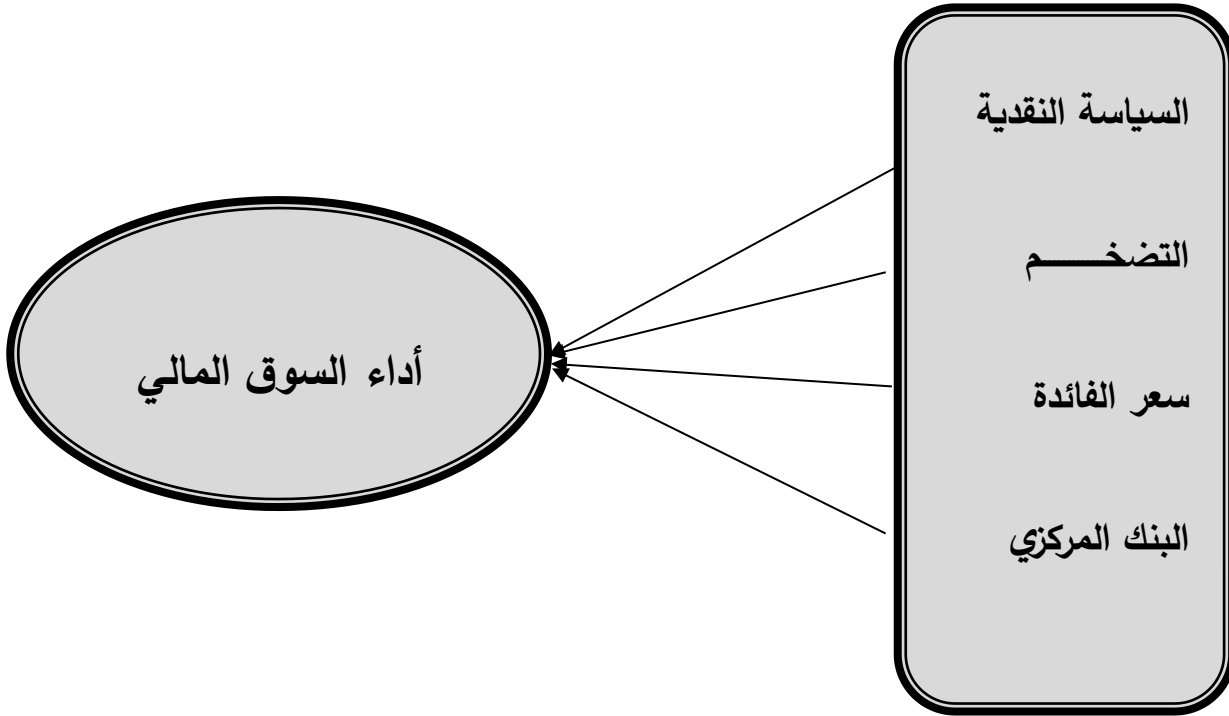
تهدف الدراسة إلى بيان العلاقة بين متغيرات السياسة النقدية والمالية والقيمة السوقية لسوق العراق للأوراق المالية. وقد بينت نتائج الدراسة التأثير المعنوي للمتغيرات المستقلة والمتمثلة بـ (سعر الصرف الأجنبي، والإيرادات العامة والنفقات العامة و الموازنة العامة) باستثناء سعر السياسة على المتغير التابع المتمثل القيمة السوقية في سوق العراق للأوراق المالية.

كما أثبتت النتائج التأثير الايجابي للمتغيرات المستقلة باستثناء النفقات العامة وفقرة الموازنة العامة على القيمة السوقية. وقد أوصت الدراسة بضرورة تفعيل دور السياسة النقدية وتصحيح دور السياسة المالية لدعم وتطوير سوق العراق للأوراق المالية.

كما اعتمدت الدراسة على المنهج الاستنباطي في الجانب النظري مع الاستعانة بالأسلوب الكمي لتحليل البيانات والتوصل إلى نتائج.

¹ افتخار محمد مناحي الرفيعي، السياسة النقدية و المالية وأداء سوق العراق للأوراق المالية لمدة (2006/2017)، مجلة المنتصرين للدراسات العربية والدولية، العدد 07، كلية الإدارة الاقتصادية، الجامعة العراقية.

➤ هيكل الدراسة



الفصل الأول

تمهيد الفصل الأول :

يلعب الجهاز المصرفي أهمية كبيرة في النشاط الاقتصادي وقد ازدادت هذه الأهمية في الوقت الحاضر نتيجة لتأثيرها بالتحويلات العميقة التي يشهدها المحيط المالي الدولي و إذا كان التوازن النشاط الاقتصادي على مستوى الوطني يتوقف على طبيعة التوازن بين التدفقات الحقيقية و التدفقات النقدية وبالتالي فان أي اختلال بين هذه التدفقات لابد وأن يظهر سداه في الاقتصاد الوطني والعالمي ولكي نستطيع الابتعاد بقدر المستطاع على الإختلالات النقدية المتسببة في الأزمات المالية ومن ثم الاقتصادية وجب وجود سلطة حاكمة للكتلة النقدية وجهة مترئسة للجهاز المصرفي حيث تتمثل هذه الأخيرة في البنك المركزي الذي يعمل على التأثير في مجرى السياسة النقدية وذلك من خلال الوظائف التي يمارسها عن طريق استخدامه للأدوات المتنوعة من أجل تجاوز بعض الأزمات المالية كالتضخم، الكساد، الركود الاقتصادي.....الخ من المشاكل التي يمر بها الاقتصاد الوطني.

ومن أجل التعمق أكثر في معرفة قمة الجهاز المصرفي أي البنك المركزي سنتطرق في ما يلي

وبالتفصيل:

المبحث الأول: ماهية البنك المركزي

المبحث الثاني: وظائف البنك المركزي

المبحث الثالث: استقلالية البنك المركزي

المبحث الأول: ماهية البنك المركزي

يعتبر البنك المركزي بمثابة الجهة المسؤولة عن الإشراف على النظام المصرفي ككل، فقد نشأت هذه البنوك كمرحلة أخيرة من مراحل التطور النقدي، وفي هذا المبحث سوف نتطرق إلى نشأة البنك المركزي، تعريف وخصائص و الأدوات المستخدمة من قبل البنك المركزي لأداء السوق.

المطلب الأول: نشأة البنك المركزي

نشأت البنوك المركزية¹ بشكل متأخر بعض الشيء عن البنوك التجارية التي ظهرت في أوروبا قبل القرن السابع عشر. ففي البداية كانت البنوك التجارية تقوم بإصدار النقود، بجانب قبول الودائع و تقديم القروض، ولم تكن هناك حاجة لوجود هيئة إشرافية تتولى رسم سياسة عامة أو تضع القواعد التنظيمية لعمل البنوك، لاسيما في ضوء تواضع حجم النشاط الاقتصادي وبساطته آنذاك. لكن إفراط بعض البنوك التجارية في إصدار النقود أدى إلى حدوث أزمات مالية، ما استدعى وجود مؤسسات مختصة بإصدار النقود و تنظيم النشاط المصرفي، فحصرت هذه المهمة آنذاك في البنوك التجارية الكبيرة فقط.

ومع توسع النشاط الاقتصادي، وتزايد حركة السلع والأموال عبر الحدود، واتساع احتياجات الحكومات للتمويل، أصبحت المعاملات المصرفية أكثر تعقيدا، وظهرت الحاجة لوجود هيئات مختصة بمهام "الصيرفة المركزية"، بحيث تكون لها مكانة أعلى من البنوك التجارية، وتتولى الإشراف على عملها، بجانب إصدار النقود و التحكم في عرضها، ومن هنا كانت نشأة "البنوك المركزية".

¹ علي صالح، البنوك المركزية، مجلة المستقبل للأبحاث و الدراسات المتقدمة، أبو ظبي، 2019، ص ص: 2 / 3.

وكان "مصرف السويد" هو أول مصرف في العالم يقوم بما يعرف حالياً بـ "الصيرفة المركزية". وقد تم إنشاؤه كمصرف خاص عام 1656، ثم تحول للعمل بالصيرفة المركزية عام 1668، من أجل تمويل خزانة الملك، وتنظيم عملية إصدار النقود، وتحويل النقود الورقية إلى ذهب أو فضة. ولكن لم يعرف "مصرف السويد"

باسم "البنك المركزي" في ذلك الحين، حيث إن مصطلح "البنك المركزي" كان يقصد به آنذاك "الفرع الرئيسي" لأن بنك التجاري متعدد الفروع.

ويعد "بنك إنجلترا" أول بنك يطلق عليه اسم "البنك المركزي" كما هو متعارف عليه الآن من ناحية الاسم والدور، بسبب قيامه بمهام الصيرفة المركزية. وكان قد أنشئ كمصرف تجاري عام 1694، ثم أوكلت له رسمياً مهام المصرف المركزي عام 1844. وبعد ذلك حذت العديد من الدول الأوروبية حذو بريطانيا في إنشاء البنوك المركزية، لاسيما خلال النصف الثاني من القرن التاسع عشر. أما بالنسبة لباقي البلدان، فلم تنتشئ معظمها مصارف مركزية إلا بعد الحرب العالمية الأولى، عندما أصبحت الحاجة إليها أكثر إلحاحاً.

المطلب الثاني: مفهوم البنك المركزي

يمكن لنا أن نعطي مجموعة من التعاريف:

تعريف 1: هو عبارة عن مؤسسة مركزية نقدية تقوم بوظيفة بنك البنوك ووكيل مالي للحكومة ومسؤولاً عن

إدارة النظام النقدي في الدولة.¹

¹ محمد صالح حمدي، علاقة البنك المركزي بالمصارف الإسلامية، مجلة كلية العلوم الإسلامية، الصراط، جامعة باتنة، 2005، ص: 2.

تعريف2: هو مؤسسة عمومية تؤدي مجموعة من الوظائف الأساسية و المتمثلة في الاستقرار النقدي (المحافظة على استقرار الأسعار وسعر الصرف) ودعم الاستقرار المالي (إذ لزم الأمر من خلال قيامه بدور المقرض الأخير)، كما أنه يحتكر عملية إصدار النقد.

تعريف3: هو بنك البنوك يتولى الإشراف والرقابة على باقي البنوك، وبنك الإصدار لأنه له سلطة إصدار نقد الدولة، وبنك الدولة حيث له سلطة إدارة احتياطات الدولة من الذهب والعملات الأجنبية وتوجيه السياسة النقدية في الدولة.¹

المطلب الثالث: خصائص البنك المركزي

هناك عدة خصائص تميز البنك المركزي كمؤسسة نقدية عن غيره من المصارف وهذه الخصائص هي:

- 1- البنوك المركزية مؤسسات نقدية ذات ملكية عامة، فالدولة هي التي تتولى إدارتها والإشراف عليها من خلال القوانين التي تسنها والتي تحدد بموجبها أغراضها وواجباتها، وتشارك مع الحكومة في رسم السياسة النقدية، وتنفيذ هذه السياسة عن طريق التدخل و التوجيه و المراقبة؛
- 2- يحتل البنك المركزي مركز الصدارة وقمة الجهاز المصرفي، لكونه يتمتع بسلطة رقابية على البنوك، ولأن له القدرة على خلق النقود القانونية دون سواه، ولما له من صلاحيات تفرض على جميع البنوك أن تستجيب للسياسة النقدية التي يرغب في تنفيذها؛
- 3- لا يتوخى البنك المركزي الربح وإنما وجد لتحقيق الصالح العام للدولة؛

¹ الويزة أوصغير، دور البنوك المركزية في تعزيز الشمول المالي- دراسة حالة البنك المركزي المصري-، الباحث الاقتصادي، المجلد:09، جامعة محمد البشير الإبراهيمي، برج بوعريبيج، 2022، ص: 54.

4- يتمتع بالقدرة على تحويل الأصول الحقيقية إلى أصول نقدية والهيمنة المطلقة على إصدار النقد وعملية الائتمان في الاقتصاد الوطني، حيث البنك المركزي المؤسسة المحنكرة لعملية إصدار

النقد؛¹

5- يمثل البنك المركزي المؤسسة المحنكرة لعملية إصدار النقد، ولم يعد للمصارف التجارية أي دور في الإصدار في جميع دول العالم؛

6- هناك بنك مركزي واحد في معظم أقطار العالم باستثناء الولايات المتحدة الأمريكية حيث يوجد فيها مؤسسة للإصدار النقدي خاضعة لسلطة نقدية ممثلة بمجلس الاحتياط الفدرالي، الذي يحدد السياسة النقدية للبلد والتي تلتزم بتنفيذها جميع مصادر الإصدار، ويسري هذا الإصدار على الهند، وكذلك توجد مؤسسة نقد في مملكة العربية السعودية والبحرين؛

7- البنوك المركزية لها علاقة وثيقة بالبنوك التجارية والمتخصصة تمتلك السلطة والأساليب المختلفة التي تمكنها من التأثير على أنشطة وفعاليات هذه البنوك بهدف تحقيق السياسة الاقتصادية للدولة؛

8- استقلالية البنك المركزي في إدارة السياسة النقدية بعيدا عن تدخل السلطة النقدية، وبما لا يسمح بتسخير السياسة النقدية لتمويل العجز في الميزانية العامة وهو ما يمكن أن يؤدي ارتفاع التضخم كما ترتبط استقلالية البنك المركزي بطبيعة أهداف السياسة النقدية فبقدر ما تكون متصلة بغرض استقرار الأسعار بقدر ما تكون مستقلة حيث أن هذا الأخير يعبر عن مدى استقلاليتها وذلك لأن العمل على تحقيق هذه الأهداف يمكن أن يعيق السلطة النقدية في تحقيق هدفها الرئيسي.²

¹ الويزة أوصغير، مرجع سابق، ص:54/55.

² العايب آمال، مرجع سبق ذكره، ص ص: 07 - 08.

المطلب الرابع: الأدوات المستخدمة من قبل البنك المركزي لأداء السوق المالي

يستخدم البنك المركزي العديد من الأدوات لتحسين أداء سوق المال من بينها:¹

1- السياسة النقدية

1-1- مفهوم السياسة النقدية:

تمثل مجموعة من الوسائل التي تطبقها السلطة النقدية لأحداث تغييرات في كمية النقود أو في كمية وسائل الدفع المتاحة في الاقتصاد بما يتلاءم والظروف الاقتصادية السائدة في ذلك الاقتصاد.

وتعرف على أنها التحكم من قبل السلطة النقدية في كمية عرض النقود لتحقيق أهداف اقتصادية معينة، كأن تكون المحافظة على معدلات منخفضة من التضخم، أي وجود ارتفاع طفيف في الأسعار.

كما عرفت على أنها مجموعة القواعد والوسائل والإجراءات التي تقوم بها السلطة النقدية للتأثير (التحكم) في عرض بما يتلاءم والنشاط الاقتصادي لتحقيق أهداف اقتصادية معينة خلال فترة زمنية معينة.

ويمكن التوصل إلى تعريف للسياسة النقدية من التعريفات السابقة، على أنها الوسيلة التي تتمكن السلطة النقدية ممثلة بالبنك المركزي من إدارة عرض النقود عن طريق توجيه النشاط المصرفي بما يحقق الأهداف الكلية للاقتصاد والمتمثلة في الاستقرار النقدي والاقتصادي والاستخدام الكامل وزيادة معدلات النمو الاقتصادي.

1-2- اتجاهات السياسة النقدية:

تكون اتجاهات السياسة النقدية مرهونة بنوع المشكلة الاقتصادية التي تعرض أم يتعرض لها الاقتصاد في أي بلد وتتمثل هذه الاتجاهات كالآتي:

¹ افتخار محمد مناحي الرفيعي، السياسة النقدية و المالية وأداء سوق العراق للأوراق المالية لمدة (2017/2006)، مرجع سبق ذكره، ص ص: 76/75.

أ- السياسة النقدية الانكماشية:

عندما يعاني أي اقتصاد من مشكلة الضغوط التضخمية، أي بمعنى آخر أن كمية عرض النقود المتاحة في الاقتصاد تفوق كمية السلع والخدمات المنتجة المعروضة، فالأمر يتطلب معالجة هذه المشكلة من قبل البنك المركزي عن طريق لجوئه إلى اتباع سياسة نقدية انكماشية تتمثل في تقليص الإنفاق والائتمان كان يكون قيامه ببيع الأسهم والسندات للجمهور أو زيادة نسبة الاحتياطي القانوني الإلزامي على إجمالي الودائع لدى المصارف التجارية أو رفع سعر إعادة الخصم على الأوراق المالية والتجارية المقدمة من قبل المصارف التجارية الغرض الحصول على التسهيلات الاقراضية. كل هذه الإجراءات يترتب عليها سحب جزء من السيولة النقدية (كمية) عرض النقود في الاقتصاد بالمستوى الذي يتفق وكمية السلع والخدمات المنتجة، وبهذا تتمكن السلطة النقدية من معالجة الضغوط التضخمية.

ب- السياسة النقدية التوسعية:

يلجأ البنك المركزي إلى اتباع سياسة نقدية توسعية في حالة كون الاقتصاد يعاني من الركود الاقتصادي، وتتمثل تلك السياسة بخفض سعر فائدة البنك (سعر السياسة)، وفي ضوء ذلك تتخفض أسعار الفائدة المدفوعة والمقبوضة بهدف تشجيع الاستثمار، أو خفض نسبة الاحتياطي النقدي القانوني على الودائع لدى المصارف التجارية، لزيادة قدرتها على منح القروض أو دخول البنك المركزي مشترياً للأوراق المالية، وذلك لضخ أو لزيادة كمية عرض النقود في الاقتصاد بما يتناسب والزيادة الحاصلة في الناتج المحلي الإجمالي و أو خفض سعر إعادة الخصم على الأوراق التجارية المقدمة من قبله المصارف لغرض الحصول على التسهيلات النقدية، والذي بدوره يؤدي إلى قيام المصارف التجارية بخفض الفائدة على التسهيلات الممنوحة إلى الأفراد والمشروعات، فيترتب على ذلك تشجيع الاستثمار وزيادة كمية عرض النقود بما يتناسب و الناتج المحلي الإجمالي وتقليص معدلات البطالة.

ت-السياسة النقدية المختلطة:

تلجأ البنوك المركزية لهذا النوع من السياسة النقدية بشكل خاص في الاقتصاديات النامية تعتمد على الزراعة الموسمية وتصدير المواد الأولية. ففي مرحلة بدء الزراعة يتبع البنك المركزي على الإجراءات التي

تهدف إلى زيادة كمية وسائل الدفع (عرض النقود) وفي مرحلة تسويق المنتج الزراعي فإن البنك المركزي يتبع إجراءات من شأنها تقليص كمية عرض النقود بما يتوافق والزيادة الحاصلة الناتج المحلي الإجمالي.¹

2- التضخم²

2-1- مفهوم التضخم:

يعد التضخم من الموضوعات المهمة التي تحظى باهتمام كبير من قبل متخذي القرار ويقف على قمة المشاكل التي تواجه اقتصاديات العالم المتقدمة والنامية على حد سواء. وتعد أدوات السياسة النقدية ذات أهمية

للحد من التأثيرات السلبية التي يحدثها التضخم على الاقتصاد الوطني باعتباره ظاهرة نقدية تعزى إلى زيادة عرض النقود بنسبة أسرع من إمكانية الاقتصاد على زيادة الإنتاج وتنعكس هذه الظاهرة على ارتفاع الأسعار، أي انخفاض القوة الشرائية للنقود، حيث يعرف على أنه: الارتفاع المستمر أو المتواصل في المستوى العام للأسعار لفترة زمنية معينة، وأيضاً عرف بأنه الزيادات المستمرة في الأسعار بسبب عوامل موسمية أو عرضية، أي كتلة نقدية كبيرة تطارد سلع قليلة.

2-2- أسباب حدوث التضخم:

توجد عدة أسباب تؤدي إلى الارتفاع المستمر في الأسعار وحدث التضخم ، وسوف نبين منها ما

يأتي:

أ- **التضخم الناتج من ظروف الطلب** : أي حدوث زيادة ملحوظة في الطلب الكلي، أي سرعة في زيادة الطلب الكلي أكبر من العرض الكلي، بما أن العرض الكلي مقيد بمجموعة من عوامل الإنتاج مثل معدل التراكم الرأسمالي والتقدم التكنولوجي، فأن زيادة الطلب الكلي يتسبب في زيادة الأسعار، إذ أن هناك عدة أسباب لزيادة الطلب منها زيادة عرض النقد ومعدل الاتفاق الحكومي المرتفع، وتخفيضات متعاقبة في الضريبة.

¹ افتخار محمد مناحي الرفيعي، السياسة النقدية و المالية وأداء سوق العراق للأوراق المالية لمدة (2017/2006)، مرجع سابق، ص ص: 76/75.

² عقيل شاكر الشرع، حسام محمد جبار، أثر التضخم في أداء سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2018/2007)، كلية الإدارة والاقتصاد، العدد 68، جامعة القادسية، سنة 2023، ص ص: 42/41/40.

ب- **التضخم من زيادة النفقات:** يكون التضخم هنا ناتج عن زيادة النفقات دون حدوث تغيير في الطلب، أي زيادة النفقات المتمثلة في زيادة معدلات الأجور أي زيادة دخول العمال وكذلك ينشأ من ممارسات احتكارية للمديرين الذين يرفعون الأسعار حتى في غياب الزيادة في الطلب وارتفاع التكاليف أن يطلق عليه التضخم الناشئ من زيادة الأرباح.

ت- **العامل النقدي:** أي زيادة في كمية النقود ، تؤدي إلى الزيادة في الأسعار ، وهذا متعلق بالسياسة النقدية والمالية ، فإن إصدار النقود من قبل البنك المركزي لتغطية العجز يؤدي إلى زيادة كمية النقود وبالتالي ارتفاع الأسعار.

2-3-أنواع التضخم:

هناك أنواع متعددة للتضخم ولكل نوع أسبابه وأساليبه معالجته ، و من تلك الأنواع ما يأتي:

أ- **التضخم الجامح:** يعد من أخطر أنواع التضخم على الاقتصاد القومي ويظهر هذا النوع من التضخم

نتيجة للزيادة المفرطة والحادة في كمية النقود المتداولة مع نقص في كمية المعروض السلعي نتيجة للظروف غير العادية التي قد يمر بها الاقتصاد الوطني.

ب- **التضخم التدريجي:** هو اتجاه المستوى العام للأسعار نحو الارتفاع بصورة بطيئة ولكنها مستمرة حتى في عدم زيادة الطلب الكلي بنسبة كبيرة ، ويمكن أن يحدث هذا النوع من التضخم بسبب الزيادة الطبيعية للسكان وتطور احتياجاتهم دون أن يواكب ذلك زيادة في عرض السلع والخدمات لتلبية هذه الاحتياجات وتمويل قسم من الاتفاق العام عن طريق إصدار النقود بدون غطاء من الإنتاج أو الذهب والفضة فضلا عن العملات الأجنبية كما أن استمرار ارتفاع التضخم الزاحف يؤدي إلى التضخم الجامح.

ت- **التضخم المكبوت:** في هذا النوع يكون الطلب الكلي على السلع والخدمات أكبر من العرض الكلي منها، وهنا تتدخل الحكومة وتثبت الأسعار بصورة قانونية، وبالتالي لا يعبر عن نفسه في صورة ارتفاع في الأسعار بسبب التدخل الحكومي وتقييد الأسعار ويحدث عادة في حالات الحروب والأزمات وينعكس هذا النوع في العديد من المظاهر لعل أهمها اختفاء السلع من الأسواق ، وظهور

الطواوير أمام منافذ التوزيع، وظهور السوق السوداء، و إتباع نظام التقنين في توزيع السلع، والتدهور المستمر في نوعية السلع.

ث-التضخم الركودي: هو حالة تعايش التضخم مع الكساد جنباً إلى جنب وتسمى أيضاً بالركود التضخمي وأسباب حدوث هذه الظاهرة مرتبطة بطبيعة التطور الذي شهدته المجتمعات الرأسمالية المتقدمة خاصة ظهور الاحتكارات الكبيرة المتمثلة بالشركات متعددة الجنسية وتزايد مجالات استثمارها ونشاطها في أنحاء مختلفة من العالم، فضلاً عن ارتفاع أسعار المواد الأولية والسلع المصنعة سواء كانت استهلاكية أو إنتاجية ، وتراجع دور الحكومات في التدخل في النشاط الاقتصادي.

ج-التضخم المستورد : يظهر هذا النوع من التضخم في اقتصادات الدول النامية التي تكون أكثر انفتاحاً على العالم الخارجي، ويعد سبب ظهور هذا النوع إلى الارتفاع الحاد والمستمر في أسعار السلع النهائية المستوردة من الخارج ويتميز هذا النوع بصعوبة السيطرة عليه لأنه تضخماً مستورداً.¹

3-سعر الفائدة

3-1- مفهوم سعر الفائدة:

ترتبط أسعار الفائدة عموماً بمقادير رأس المال المتاح في الأسواق. فالمنشآت المالية والمصارف تواجه فرصاً للاستثمار أو الادخار أو التمويل، وهذه الفرص يمكن أن تكون متاحة لها متى ما كانت أسعار الفائدة التي تتمكن من دفعها أو تحصيلها هي التي تحقق جانب الربحية في أنشطتها.²

الفائدة هي مبلغ يصرف مقابل استعمال النقود أي أنها الحصة التي يتقاضاها الممول في سبيل إقراضه رأسماله وبعبارة أخرى هي التزام مالي إضافي يتحمله الأشخاص أو الوحدات التي تنفق على العجز والذي يقابله مطلب مالي لأشخاص أو وحدات تنفق على الفوائض كمكافأة على تأجيل استهلاكها، وبذلك تتساوى الالتزامات المالية الكلية مع الموجودات المالية الكلية في الاقتصاد المعني. وبهذا فإن الفائدة على وفق التعريف المذكور آنفاً هي عبارة عن سعر يتحدد بموجبه كمية الأموال التي تطرح في الأسواق مقابل

¹ عقيل شاكر الشرع، حسام محمد جبار، أثر التضخم في أداء سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2018/2007)، مرجع سابق 2023، ص ص: 42/41/40.

² حيدر عباس الجنابي، أثر أسعار الفائدة في مؤشرات الأداء المالي للأسواق المالية -دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2013/2005)، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، كلية الإدارة والاقتصاد ، قسم العلوم المالية والمصرفية، المجلد 11، العدد 43، جامعة كربلاء، ص ص: 157/156.

الطلب على تلك الأموال. اخذين بالاعتبار المدة الزمنية التي تستغل فيها تلك الأموال. ويعرف (جودة) الفائدة بأنها بدل يدفع مقابل استعمال النقود أي إنها ترتبط بجانب عرض وطلب النقود، فحين يكون عرض النقود محدداً فإنها تتطلب سعراً يدفع لصاحبها مقابل اقتراضها منه واستعمالها. وهناك مداخل عدة فسرت اتجاه حركة تلك الأسعار وطبيعة المنحنيات التي تشكل الإطار الذي تعمل من خلاله. وبوجه عام فان سعر الفائدة في السوق يتألف من سعر الفائدة الحقيقي وهو ذلك السعر الذي يتحقق في حالة التوازن حين تكون الأداة المالية خالية من المخاطرة الائتمانية ويطلق عليه السعر الخالي من المخاطرة. وهذا السعر ليس ثابتاً إذ يتحرك بموجب تفاعل عاملين هما نسبة العائد الذي يتوقع أن تحصل عليه المنشآت والمقرضون والمستثمرون الآخرون من توظيف الأموال في الموجودات الإنتاجية (وتمثل جانب الطلب على الأموال)، ونسبة التفضيل الزمني التي يبديها الجمهور أي مدى تفضيلهم للاستهلاك الآني مقابل الاستهلاك في المستقبل (ويمثل جانب العرض لتلك الأموال) أما الجزء الآخر من سعر الفائدة فهو يمثل مجموعة النسب التي تضاف على سعر الفائدة الحقيقي (العلاوات) مثل علاوة التضخم التي تأخذ بالاعتبار التضخم المتوقع وعلاوة السيولة التي توضح مدى قابلية الموجودات إلى نقد وعلاوة المخاطر الائتمانية وهي المرتبطة باحتمالات عدم التسديد عند حلول موعد الاستحقاق وأخيراً علاوة الأجل التي تعكس أجال استعمال تلك الموجودات لكي تحافظ الموجودات على قيمتها الحقيقية وفق الفترات الزمنية التي تشتغل فيها.

ما تقدم نلاحظ أن أسعار الفائدة في السوق تخضع إلى ظروف التقلب وتتعرض إلى تذبذبات ومخاطر ينشأ قسم منها كنتيجة لحالات العرض والطلب على الأموال والقسم الآخر يرتبط بالظروف الاقتصادية العامة التي تسود الأسواق. ولهذا فان سعر الفائدة قد اخذ بالاعتبار هذه المتغيرات إذ يتضمن في قسم منه حالة التوازن التي تعكس حالة عدم وجود مخاطر تتخلل عمليات العرض والطلب، والقسم الآخر من سعر الفائدة يرجع إلى مجموعة العوامل أو المتغيرات التي تؤثر على قيم تلك الأموال من ثم تفقد جزءاً من قيمتها الحقيقية فتضاف العلاوات كتعويض عن ذلك الفقدان.

ويعود استعمال النسب الإضافية إلى سعر الفائدة الحقيقي إلى تاريخ يمتد إلى ما قبل أكثر من 260 سنة إذ أوضح وليم دوكلاس William Douglass العلاقة بين السعر (المعدل) الاسمي للفائدة والمعدل المتوقع للتضخم، وتلاه في عام 1811 هنري تورنتون Henry Thornton إذ استعمل الفكرة نفسها لتوضيح

علاوة المخاطرة خلال حرب نابليون. أما جاكوب دي هاس Jacob de Haas فقد استعمل في عام 1889 فكرة توظيف المعدل الحقيقي لاحتساب العنصر التضخمي الثالث في معدلات الفائدة (العنصرين الآخرين هما مكافأة رأس المال ومدفوعات المخاطرة) إضافة إلى تفسير الفريد مارشال عام 1890.

وبهذا فان هناك تمييزاً بين أسعار الفائدة الحقيقية والأسعار الاسمية لها، فالمعدلات الاسمية سميت بهذا الاسم لأنها لم تعدل بالنسبة للتضخم أي إنها ليست متغيرة كما في المعدلات الحقيقية التي تعدل على وفق التضخم، كما إن المعدل الاسمي للاستثمار بالنسبة للفوائد هو التغير النسبي في عدد الوحدات النقدية التي يتم من امتلاكها في حين إن المعدل الحقيقي للاستثمار فانه يمثل التغير النسبي. في القدرة الشرائية.

3-2- أهمية سعر الفائدة:

ولمعدلات الفائدة ادوار ووظائف مهمة في الاقتصاد يمكن إجمالها بالاتي :

- تساعد على حماية المدخرات وتوجيهها في استثمارات لتحقيق نمو في الاقتصاد؛
- تقنين أو تحديد كمية عرض الإئتمانات المتوافرة، وعموماً تجهيز الأموال المقترضة لمشاريع الاستثمارات ذات العوائد المتوقعة العالية؛
- تحقيق موازنة عرض النقد مع الطلبات العامة عليه؛
- هي أداة مهمة في سياسة الدولة من خلال تأثيره على حجم الاستثمار والادخار فإذا كان نمو الاقتصاد بطيئاً جداً مع ارتفاع عدم الاستعمال فان الحكومة يمكن أن تستعمل أدوات السياسة لتخفيض معدلات الفائدة من اجل تنشيط الإقراض والاستثمار، ومن ناحية أخرى إذ كان الاقتصاد يشير إلى تضخم سريع فهذا يستدعي من سياسة الحكومة معدلات فائدة عالية لتخفيض الاستثمار والإنفاق¹.

¹ حيدر عباس الجنابي، أثر أسعار الفائدة في مؤشرات الأداء المالي للأسواق المالية -دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2013/2005)، مرجع سابق، ص ص: 156/157.

المبحث الثاني : وظائف البنك المركزي

-

- بعد أن تعرفنا على البنك المركزي أنه مؤسسة حكومية تتحمل المسؤولية عن مراقبة ورصد النظام المصرفي والنقدي للدولة. كذلك يتمتع البنك المركزي بصلاحيات مهمة في تنفيذ السياسة النقدية والمالية، والتي تتضمن عددا من المهام والوظائف الرئيسية من بينها:

المطلب الأول: وظيفة الإصدار النقدي

إن إحدى الوظائف الأساسية التي تقوم بها البنوك المركزية في الأنظمة النقدية الحديثة هي وظيفة النقود (البنكنوت) حتى أنه سمي تبعا لهذه الوظيفة بـ "بنك الإصدار"¹.

وقد خضع البنك المركزي منذ البداية إلى قيود قانونية متعددة في إصداره للنقود الورقية حيث اتصلت هذه القيود بصفة أساسية بنوع الأصول التي يتعين على المصرف تغطية النقود الورقية المصدرة بها، وقد تراوحت هذه القيود ما بين الحرية المطلقة للبنك المركزي في إصدار النقود الورقية كلما دعت الحاجة والظروف الاقتصادية إلى ذلك، وتقييد حرية المصارف المركزية في الإصدار، بوضع قوانين وتشريعات تنظم هذه العملية.

وقد اتبعت الدول في بادئ الأمر أسلوب الإصدار الآلي، عندما كانت النقود الورقية قابلة للتحويل إلى ذهب ثم حل محل الإصدار الآلي، ما يمكن أن يعرف بأسلوب سياسة الإصدار. وهو الأسلوب السائد الآن حيث لم تعد النقود الورقية قابلة للتحويل، وأصبحت قيمة النقود تعتمد على العلاقة ما بين الحجم الكلي للنقود في المجتمع، والمقدار الكلي للسلع و الخدمات الموجودة فيه لحظة معينة. ويعتمد هذا المقدار من السلع والخدمات على البنيان الاقتصادي للدولة و طبيعته، والمجهود الإنتاجي للاقتصاد القومي. و بناءا على ذلك، يجب على المصرف المركزي أن يتبع سياسة الإصدار النقدي تهدف إلى توفير ذلك الحجم من النقود الذي يحتاجه الاقتصاد القومي لتمويل وجوه الاستثمار في النشاطات الاقتصادية المختلفة، بما يسهم في تحقيق التشغيل الكامل، وفي استخدام الموارد الاقتصادية غير المستغلة، وفي تحقيق الاستقرار الاقتصادي بصفة

¹ حسين محمد سمحان، سهيل أحمد سمحان، النقود و المصارف، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، ص ص: 168/167.

عامة، وأن يتجنب إلى إصدار زيادة على ذلك أو تقليبه عما هو ضروري للحفاظ على التشغيل الكامل والاستقرار الاقتصادي والنقدي، ومن أهم الأصول التي يمتلكها البنك المركزي مقابل إصداره للنقد: العملات الأجنبية، الذهب، والكمبيالات التي أعيد خصمها للبنوك التجارية، أدونات الخزينة.....إلخ.

تقوم عملية الإصدار النقدي على تحويل البنك المركزي لأصوله و حقوقه لدى الغير إلى أوراق نقدية، وهذه الأوراق النقدية تمثل التزاما على البنك المركزي نحو الأفراد و المؤسسات والهيئات التي تمتلك هذه الأوراق النقدية، وبذلك فإن تعادل أصول البنك المركزي مع خصومه هو أساس عملية الإصدار النقدي التي يجب أن تتم بشكل يحافظ على توازن الاقتصاد من خلال الموازنة بين الإنتاج الحقيقي وتداوله بوساطة النقود المصدرة.¹

المطلب الثاني: بنك البنوك

البنك المركزي هو الجهة المختصة بإصدار تراخيص إنشاء البنوك التجارية والبنوك الإسلامية وفروع البنوك الأجنبية.

وقد نشأت هذه الوظيفة للبنك المركزي، لأنه يختص بما يلي:

- القيام بأعمال الرقابة والإشراف على أعمال البنوك؛
- يعتبر الملجأ الأخير للبنوك التجارية والإسلامية عند حاجتها للاقتراض أو للحصول على السيولة المناسبة؛
- يحتفظ البنك المركزي بالاحتياطيات النقدية للبنوك التجارية والإسلامية؛
- يقوم بأعمال المقاصة والتسويات والتمويلات الخاصة بالبنوك.

ومن المعروف أن أعمال المقاصة تمكن البنك المركزي من معرفة مركز السيولة لدى البنوك مقارنة بأصولها، وهذا يقوم دور البنك المركزي في الرقابة والإشراف عليها. ومن ناحية أخرى فإن أعمال المقاصة تقوي

¹ حسين محمد سمحان، سهيل أحمد سمحان، النقود و المصارف، مرجع سابق، ص ص:167/168.

النظام المصرفي، وتعزز التعامل مع المصارف، لأن المقاصة تؤدي إلى تخفيض سحب النقود و الاكتفاء بتبادل الشيكات وعمل المقاصة.¹

المطلب الثالث: بنك الحكومة

يعتبر البنك المركزي الأداة الرئيسية في يد الحكومة لتنفيذ سياستها النقدية، حيث يقوم بمختلف الأعمال المصرفية التي تحتاج إليها الإدارة الحكومية فهو في خدمة الحكومة ومستودع لأموالها التي تحصلها عن طريق الضرائب والرسوم وغيرها وعليه تحسب الشيكات والحوالات التي تستخدمها في وفاء ديونها والذي يؤدي عنها فوائد قروضها المختلفة، كما يحتفظ بحسابات المصالح والهيئات والمؤسسات الحكومية. ويقوم بنفس الوظائف التي يقوم بها البنك التجاري لعملائه حيث أن الحكومة تودع أموالها الحاضرة في شكل حسابات جارية لدى البنك المركزي، ومن ثم يدفع الشيكات التي تسحبها الحكومة على هذه الودائع ويحصل لحساب الحكومة الشيكات التي تسحب لصالحها يحول مبلغ لحسابها من حساب إلى آخر ومن مكان إلى آخر.

كما أنه يمثل جهة الإقراض التي يمكن للدولة أن تلجأ إليها للحصول على قروض وتسهيلات ائتمانية لمقابلة عجز الموازنة العامة أو الحصول على قروض قصيرة الأجل ريثما تقوم بتحصيل مستحققاتها من الضرائب أو القروض غير العادية في حالات الكساد أو الحروب والطوارئ.

كما يباشر البنك المركزي حسابات الحكومة وتنظم عن طريق مدفوعاتها وخصوصا تلك الحسابات والمدفوعات المتصلة بالعالم الخارجي، إذ أنه المشرف على الاتفاقات المالية التي عقدها الحكومة مع الخارج، وبالتالي فهو يمول الحكومة بالعملات الأجنبية التي قد تحتاج إليها لمواجهة التزاماتها الخارجية.²

المطلب الرابع: وظيفة الرقابة على الائتمان

وتستهدف تشجيع البنوك على التوسع في تقديم الائتمان المصرفي لقطاعات اقتصادية معينة على حساب قطاعات اقتصادية أقل أهمية، وذلك باستخدام أداة واحدة أو أكثر من الأدوات التالية:¹

¹ محمد أحمد الأفندي، مرجع سبق ذكره، ص: 179.

² فشار جميلة، البنك المركزي، مجلة آفاق العلوم، جامعة جلفة، ص: 308/ 309.

أ- تحديد حصص مختلفة من القروض للقطاعات الاقتصادية، وكان يفرض على البنك تقديم حد أدنى لنسبة مئوية معينة من الائتمان لقطاع معين بذاته لتنشيط ذلك القطاع؛

ب- التمييز في أسعار الفائدة باختلاف أغراض القروض، كأن يفرض على البنك تقاضي سعر الفائدة أقل على الائتمان الممنوح لقطاع معين بذاته. (ويلاحظ أن هذه الأداة تتطلب استخدام الأداة الأولى أيضا)، وإلا أدى تطبيقها إلى أحجام البنوك عن إقراض القطاعات المطلوب تنشيطها؛

ت- التمييز في أسعار إعادة الخصم باختلاف أغراض إصدار الأوراق التجارية كان يتقاضى البنك المركزي سعر أقل عند إعادة خصمه للأوراق العائدة للقطاعات الأكثر أهمية في خطة الدولة؛

ث- إعفاء القروض للقطاعات الإستراتيجية من سقوف الائتمان المحددة لكل مصرف.

فمن المعروف أن عرض النقود في الاقتصاد يؤثر في مستوى الدخل القومي وفي مستوى التشغيل، ومن ثم يجب تنظيم حجم النقود المتداولة على الشكل الذي يسهم في تحقيق أو المحافظة على مستويات مرتفعة ومستقرة للدخل القومي في آن واحد ويخفف من آثار تقلبات الاقتصادية التي يتعرض ذلك الاقتصاد.

ويستطيع المصرف المركزي من خلال وظيفة الإصدار التي يقوم بها أن يحدد حجم النقود الورقية المتداولة في الاقتصاد على النقود الورقية فحسب، بل إلى جانبها نوع من النقود أوسع انتشارا وأكبر حجما في التداول، هو النقود الكتابية، أو نقود الودائع التي تقوم المصارف التجارية بخلقها عندما تمنح الائتمان على عملاتها، الأمر الذي ينجم عنه تغيير حجم النقود في المجتمع. لهذا فإن الرقابة على الائتمان، إنما تعني بصفة أساسية، الرقابة على حجم نقود الودائع وذلك منعا للتضخم، أو تجنبنا للانكماش.

ويستخدم المصرف المركزي في هذا الصدد عددا من الأساليب و الأدوات الفنية المتاحة له، تشكل في مجموعها ما يعرف بوسائل السياسة النقدية.

¹ حسين محمد سمحان، سهيل أحمد سمحان، مرجع سابق، ص ص:170/169.

المبحث الثالث: استقلالية البنك المركزي

بالنظر للدور الكبير الذي يمارسه البنك المركزي في تحقيق الاستقرار النقدي، فإن استقلالية البنك المركزي تعد من أهم وأكثر المواضيع التي حظيت بأهمية كبيرة من الدراسات الاقتصادية لاسيما المالية ومصرفية منها.

المطلب الأول: مفهوم استقلالية البنك المركزي

تعريف 01: يتمثل في منح البنك المركزي الاستقلال الكامل في إدارة السياسة النقدية، من خلال عزله عن أية ضغوط سياسية من قبل السلطة التنفيذية من ناحية، ومن خلال منحة حرية تصرف كاملة في وضع وتنفيذ

سياسة النقدية.¹

تعريف 02: إن معنى استقلالية البنوك المركزية لا يعني الانفصال التام بين الحكومة والبنك المركزي، حيث أن البنك المركزي ما هو إلا مؤسسة حكومية تعمل في الإطار المؤسسي للدولة ولكن يجب أن تكون قراراتها وخصوصا فيما يتعلق بالسياسة النقدية مستقلة وأن تكون السياسة النقدية متسقة إلى حد كبير مع السياسة الاقتصادية العامة للدولة.²

تعريف 03: ومن جهة أخرى يقصد باستقلالية البنك المركزي استقلاليته كسلطة نقدية عن الحكومة في وضع أهداف السياسة النقدية وتحديد الأدوات المناسبة لتحقيقها، وبمعنى أكثر تحديد استقلالية في إدارة الكتلة النقدية وتحقيق هدف استقرار قيمة النقد باعتباره الهدف الرئيسي أية سياسة نقدية يمكن التمييز بين وجهين لاستقلالية البنك المركزي.

▪ استقلالية في الأهداف: وتعني استقلالية في تحديد أهداف السياسة النقدية.

¹ زينب حسين عوض الله، اقتصاديات النقود والمال، دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر، 2007، ص : 96.

² نبيل حشاد، استقلالية البنوك المركزية بين التأييد والمعارضة، اتحاد المصارف العربية، لبنان، 1994، ص: 87.

▪ استقلالية عملية: وتعني حرته في كيفية بلوغ غايات وضعتها الحكومة نفسها¹.

تعريف 04: ومن جهة أخرى يقصد باستقلالية البنك المركزي استقلاليته كسلطة نقدية عن الحكومة وضع

أهداف السياسة النقدية وتحديد الأدوات المناسبة لتحقيقها، وبمعنى أكثر تحديد استقلالية في إدارة الكتلة النقدية وتحقيق هدف استقرار قيمة النقد باعتباره الهدف الرئيسي أية سياسة نقدية يمكن التمييز بين وجهين لاستقلالية

البنك المركزي.²

تعريف 5: يتمثل مفهوم استقلالية البنك المركزي في منح البنك المركزي الاستقلال الكامل في إدارة السياسة النقدية من خلال عزله عن أية ضغوط سياسية من قبل السلطة التنفيذية من ناحية، ومن خلال منحه حرية تصرف كاملة في وضع وتنفيذ سياسته النقدية من ناحية أخرى، وهذا هو المفهوم الأكثر ارتباطا بممارسة

البنوك المركزية لعملها في الوقت الحالي.³

وهكذا يتضح أن استقلالية تعني حرية البنك المركزي في إدارة السياسة النقدية دون الخضوع للاعتبارات أو التدخلات السياسية من قبل الحكومة من خلال منحه حرية التصرف بشكل تام في رسم وتنفيذ سياسته النقدية، وهي بهذا لا تعني الانفصال التام بين البنك المركزي و الحكومة، وإنما يكون هناك اتفاق وتنسيق في تحقيق أهداف السياسة النقدية بينهما.

¹ رحيم حسين، الاقتصاد المصرفي، دار بهاء الدين للنشر والتوزيع، الجزائر، 2008، ص: 12.

² العايب آمال، البنك المركزي ودوره في استقرار سعر الصرف دراسة حالة الجزائر (2000-2013)، مرجع سبق ذكره، ص: 15.

³ عياش قويدر وإبراهيمي عبد الله، أثر استقلالية البنك المركزي على أداء سياسة نقدية حقيقية- بين النظرية و التطبيق -، ملتقى المنظمة الجزائرية و التحولات الاقتصادية، واقع والتحديات، يومي 14 و15 ديسمبر 2004، جامعة حسيبة بن بوعلى، شلف.

المطلب الثاني: دوافع الاتجاه نحو استقلالية البنك المركزي

تتمثل الأسباب والاتجاه نحو استقلالية البنك المركزي:

- 1- سعي الحكومة المسيطرة على البنوك المركزية لتوجيه السياسة النقدية بما يخدم سياستها المالية والاقتصادية بصفة عامة، وقد وصل الأمر إلى حد تطبيق بعض السياسات النقدية التي تساهم في التضخم وتخدم الموازنة العامة (كالإصدار النقدي بدون مقابل للعملة)؛
- 2- انهيار نظام بريتن وودز وظهور ظاهرة التضخم في كل من الدول الرأسمالية والمتقدمة وكذا الدول النامية، حيث كان ينظر إلى ظاهرة التضخم كنتاج للسياسة النقدية المطبقة من قبل البنوك المركزية تحت ضغط السلطات السياسية وكل هذا أدى إلى إعادة النظر في ترتيب السياسة النقدية للبنوك بما يؤدي إلى تخفيض معدلات التضخم، وهذا يعني الاستقلال عن السلطات التنفيذية؛
- 3- تأثير الاقتصاد السياسي على السياسة النقدية وذلك ما يسمى (الدورة السياسية للنشاط الاقتصادي) والتي يرجع أساسها إلى ما لوحظ من تأثير لنتائج الانتخابات على الوضع الاقتصادي، وذلك بهدف إحداث رواج اقتصادي قبل تاريخ الانتخابات حتى ولو كان رواجاً قصير المدى؛
- 4- النتائج بعض الدراسات التي قامت بقياس استقلالية البنك المركزي بالاعتماد على عدة مقاييس ومؤشرات وربطها بمعدلات التضخم؛¹
- 5- عدم فعالية وكفاءة السياسة النقدية خصوصاً في مجال مكافحة التضخم في بعض الدول نتيجة لتدخل الحكومة بدرجة كبيرة في رسم السياسة النقدية، إذ أظهرت نتائج بعض الدراسات أن هناك علاقة بين استقلالية البنك المركزي وخفض معدلات التضخم دون التأثير السلبي على معدلات النمو، وهذه الدراسات نادى بضرورة استقلالية البنك المركزي؛
- 6- إن استقلالية البنوك المركزية عن الحكومة تجعله لا يخضع لها، وذلك في حالة طلبها أو إلحاحها على الإصدار النقدي الفاضل لأن ذلك سيؤدي إلى ارتفاع الأسعار (زيادة التضخم) داخل إقليم الدولة.²

¹ سمير يحيوي ويلي معمر، أثر استقلالية البنك المركزي على فعالية السياسة النقدية في محاربة التضخم مع إشارة لحالة الجزائر، مجلة التنمية والاستشراف للبحوث والدراسات، المجلد 02، العدد 02، جوان 2017، ص: 58 / 59.

² ناجية عاشور، دور البنك المركزي في إدارة السيولة النقدية "دراسة مقارنة بين الجزائر وتونس"، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014، ص: 21.

المطلب الثالث: أنواع استقلالية البنك المركزي

تصنف استقلالية البنك المركزي على النحو التالي¹:

- 1- الاستقلالية في تحقيق الأهداف: إن ترك الحرية الكاملة للبنك المركزي في وضع وتنفيذ السياسة النقدية ودون تدخل من السلطة التنفيذية مما يتيح للبنك المركزي ويصبح له السلطة المطلقة في تحديد أهدافه، حيث إذا كانت أهداف البنك المركزي أو أهداف السياسة محددة بدقة فهذا يعني أن الاستقلالية في تحديد الأهداف ضعيفة والعكس فإذا كانت الأهداف غير محددة بدقة فتكون استقلاليته أكبر كما أنه إذا كانت الأهداف كثيرة ومتعددة فإن هذه الأهداف تتناقص وبالتالي تقل الاستقلالية في تحديدها، كذلك إذا كانت مهمة البنك المركزي هي استقرار الأسعار فإنه يكون أكثر استقلالية.
- 2- الاستقلالية في تحديد الأدوات: لتحقيق الهدف الرئيسي للبنوك المركزية وهو المحافظة على استقرار الأسعار والعملة يجب استعمال عدة أدوات للسياسة النقدية سواء المباشرة والغير مباشرة، فإذا كانت هذه الأهداف مفروضة على البنك المركزي فلا تكون له استقلالية أما إذا كانت لديه القدرة على اختيار الأدوات الناجعة لتحقيق أهدافه فيكون له مجال واسع من الاستقلالية.
- 3- الاستقلالية السياسية: يتمتع البنك المركزي بالاستقلالية السياسية إذا توفرت له الشروط التالية:
 - تعيين وتنصيب محافظ البنك المركزي ليس من صلاحيات رئيس الحكومة؛
 - مدة عهدة محافظ البنك المركزي تتجاوز خمس سنوات؛
 - ليس من صلاحيات رئيس الحكومة تعيين جميع أعضاء البنك المركزي؛
 - مدة عهدة أعضاء مجلس الإدارة البنك المركزي تتجاوز خمس سنوات؛
 - رئيس الحكومة ليس عضوا في مجلس إدارة البنك المركزي؛
 - رسم السياسة النقدية ليس من صلاحية الحكومة؛
 - تعمل كل الهيئات التابعة للبنك المركزي على ضمان الاستقرار النقدي؛
 - تتخذ إجراءات قانونية صارمة لمنع أي تواطؤ يمكن أن يكون للحكومة والبنك المركزي.

¹ حمداني معمر، أثر استقلالية البنك المركزي على فعالية السياسة النقدية في الجزائر، أطروحة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الدكتوراه، جامعة الجزائر، 2022/2021، ص ص: 27.

4- الاستقلالية الاقتصادية: تتمثل في استقلال البنك المركزي في اختيار أدوات السياسة والحد من القيود المفروضة على البنك المركزي في مجال تمويل الحكومة، ويمكن توضيح أهم نقاط الاستقلالية الاقتصادية في النقاط التالية:

- لا تستطيع الحكومة الاقتراض من البنك المركزي؛
- التسبيقات المباشرة للقروض المقدمة من البنك المركزي إلى الحكومة المتاحة بسعر الفائدة السوقية؛
- التسبيقات المباشرة للقروض قصيرة الأجل؛
- التسبيقات المباشرة للقروض هي مبالغ محددة؛
- البنك المركزي هو الذي يحدد معدل إعادة الخصم؛
- مراقبة النشاطات المصرفية ليس موجه فقط للبنك المركزي.

والاستقلالية الاقتصادية هي قدرة الحكومات على الحصول على التمويل من البنك المركزي وترهن ذلك بضوابط محددة من حيث القيمة وأجال وشروط التمويل، بحيث يقتصر التمويل على الظروف الطارئة والمؤقتة والآجال قصيرة الأجل يتم الاتفاق عليها ما بين البنك المركزي والحكومة وان يتم التمويل بسعر فائدة السوق.¹

5- الاستقلالية القانونية: وهي تمثل الإطار الحاكم لاستقلالية البنوك المركزية وفقا لما هو منصوص عليه في القوانين المنضمة لعمل البنوك المركزية، فالاستقلالية القانونية تعبر عن الصلاحيات الممنوحة للبنك المركزي في إدارة السياسة النقدية بموجب قانوني وتتمثل في العناصر المذكورة في التشريع مثل إجراءات تعيين مسؤولي مجلس إدارة البنك أو المحافظ، مدة تعيينهم، الأهداف الواجب تحقيقها، هل يوجد احد ممثلي الحكومة في مجلس إدارة البنك المركزي والمسؤولية الفردية عن السياسة النقدية.

6- الاستقلالية الفعلية: وفق الواقع العملي والصلاحيات التي يمارسها البنك المركزي فعليا في تحديد ورسم واستخدام أدوات السياسة النقدية، بما يعكس مدى استقلالية البنك المركزي عن الحكومة وإلى أي مدى يتبنى البنك المركزي سياسة نقدية مستقلة بحيث ينطبق ما ذكر في قانون البنك مع استقلاليته على ارض الواقع، وفي حال ما تحققت الاستقلالية الفعلية فإن ذلك يقود أيضا إلى الاستقلالية الاقتصادية المالية.

¹ حمداني معمر، أثر استقلالية البنك المركزي على فعالية السياسة النقدية في الجزائر، مرجع سابق ص ص: 29/28.

ومن ناحية أخرى فإن الاستقلالية القانونية لا تعني بالضرورة الاستقلالية الفعلية حسب دراسات Cukierman في سنة 1992-1996 استنتج أن عملية الانتقال من الاستقلالية القانونية إلى الاستقلالية الفعلية في الدول النامية أمر صعب ولكنه بالمقابل سهل في الدول المتقدمة، كما أن الاستقلالية الفعلية مرتبطة أساسا بمدى التأثير الحقيقي للبنك المركزي والعلاقة الرسمية بينهم وبين المسؤولين الحكوميين وهذا التأثير يمر

بعدة قنوات هي:

- تصريحات الصحافة؛
- اختيار شخص ضمن مجلس الإدارة متحيز للحكومة؛
- سيطرة السياسة الضريبية على السياسة النقدية.¹

المطلب الرابع : معايير قياس درجة استقلالية:

هناك مجموعة من المعايير التي يتحدد على أساسها درجة استقلالية البنك المركزي وهي ما يأتي:²

المعيار الأول: الأهداف الرئيسية للبنوك المركزية :

إن إسناد عدد كبير من المهام إلى البنك المركزي يجعله غير قادر على تحقيقها مما يوجي بضعف استقلاليته، أما تحديد مهمة أو هدف واحد وبشكل دقيق مع التأكيد على تحقيق الاستقرار بالأسعار كهدف أساس ووحيد للبنك المركزي، فإن ذلك يدل على أن البنك أكثر استقلالية؛

المعيار الثاني: مدى سلطة وحرية البنك المركزي في رسم وتنفيذ السياسة النقدية:

تختلف الجهة المسؤولة عن رسم وتنفيذ السياسة النقدية باختلاف درجة الاستقلالية التي يتمتع بها البنك المركزي، لأن البنك المركزي المستقل لديه الصلاحية في وضع وتنفيذ السياسة النقدية بمقتضى

¹ حمداني معمر، أثر استقلالية البنك المركزي على فعالية السياسة النقدية في الجزائر، مرجع سابق ص: 30.

² إبراهيم بوكرشاوي وجميلة بغداوي، تحليل درجة استقلالية بنك الجزائر ودورها في استهداف التضخم خلال الفترة

2018/2001، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، المجلد 12، العدد 02، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، ص:ص:

التفويض الذي منحه القانون له، أي يتمتع البنك المركزي بحرية دون أن يتلقى أية تعليمات أو توجيهات من قبل الحكومة،

والعكس إذا كانت السياسة النقدية مسؤولية الحكومة تتولى تنفيذها وتحديد أهدافها. ففي هذه الحالة يكون دور البنك المركزي المنفذ لتعليمات وتوجيهات الحكومة وكأنه جهاز من أجهزة الدولة؛

المعيار الثالث: الاستقلال المالي للبنوك المركزية (استقلال الميزانية):

يحتل موضوع الاستقلال المالي أهمية خاصة في توضيح العلاقة بين البنك المركزي والحكومة ومدى استقلاله عنها. ويقصد بالاستقلال المالي أن البنوك المركزية تكون لها حرية غير مقيدة في وضع ميزانياتها العامة دون تدخل الدولة بصورة مباشرة أو غير مباشرة، أما في حالة عدم الاستقلال المالي للبنوك المركزية تقوم الحكومة بممارسة ضغوطها المباشرة وغير المباشرة على سياسات البنك المركزي من خلال الحد من حصوله على الموارد المالية اللازمة؛

المعيار الرابع: تمويل العجز في الموازنة العامة ومدى الالتزام بشراء أدوات الدين الحكومية:

شدد ريكاردو في أوائل القرن التاسع عشر على عدم تمويل الحكومة من قبل البنك المركزي، وفي عام 1913 ذكر كينز الشيء نفسه في كلمته لدى افتتاح بنك الاحتياطي الهندي فإذا كانت النفقات الحكومية أكبر من الإيرادات يكون هناك عجز يمكن تمويله عن طريق بيع السندات الحكومية أو عن طريق الاقتراض، وعادة ما يقوم البنك المركزي ببيع تلك السندات طوعيا إذا كان البنك مستقلا، ولكن تحت استقلالية البنك المركزي لا تستطيع الحكومة إلزام البنك المركزي على القيام بذلك؛

المعيار الخامس: تعيين وإقالة محافظي البنوك المركزية ومدى خدمتهم

يؤثر تكوين مجالس إدارات البنوك المركزية على العلاقة بين البنوك والحكومة، ففي بعض الحالات تعد هذه المجالس قناة رسمية للحكومة في التدخل بقرارات البنك المركزي، ففي بعض الدول تقوم الحكومات بتعيين معظم أو كل أعضاء مجلس إدارة البنك المركزي. الأمر الذي يمكن الحكومة من ممارسة تأثيرها من خلال وجودها المباشر في تلك المجالس؛

المعيار السادس: التمثيل الحكومي في إدارة البنك المركزي:

يؤثر تكوين مجالس إدارات البنوك المركزية على العلاقة بين البنوك والحكومة، ففي بعض الحالات تعد هذه المجالس قناة رسمية للحكومة في التدخل بقرارات البنك المركزي، ففي بعض الدول تقوم الحكومات بتعيين معظم أو كل أعضاء مجلس إدارة البنك المركزي. الأمر الذي يمكن الحكومة من ممارسة تأثيرها من خلال وجودها المباشر في تلك المجالس؛

المعيار السابع: المساءلة والشفافية للبنوك المركزية:

لاشك أن أهمية وجود نظام كفاء للبنك المركزي يتيح بيانات كافية ومناسبة وبتوقيتات محددة مما يمكنه من متابعة أداء البنك والتدخل في الوقت المناسب، إلا أن ذلك غير كاف ويستلزم الأمر توفر المعلومات المناسبة عن البنك المركزي للجمهور، إذ أن ذلك يساعد على مكافأة إدارة البنك أو معاقبته وكبار المساهمين بالسرعة الممكنة. لذا يتطلب من البنوك المركزية الملتزمة بالمعايير الدولية أن تنشر معلومات عن تلك العمليات أمام المساهمين وقيام المراجعين الخارجيين بإجراء التقييم لها.

خلاصة الفصل:

يعد البنك المركزي جزءًا حيويًا من الاقتصاد، حيث يلعب دورًا حاسمًا في الحفاظ على الاستقرار النقدي والمالي وتعزيز النمو الاقتصادي. يتولى البنك المركزي مهام مثل تنفيذ السياسة النقدية، وإدارة السيولة المالية، والإشراف على البنوك التجارية، وتنظيم النظام المالي.

يتحكم البنك المركزي في المعروض النقدي والفائدة المصرفية للتحكم في مستوى التضخم وضمان الاستقرار النقدي. كما يعد البنك المركزي جزءًا مهمًا في الحماية من الأزمات المالية والتجارية، حيث يمكن له التدخل في الأسواق المالية وتوفير السيولة عند الحاجة.

يتمتع البنك المركزي بالاستقلالية في أداء مهامه، مما يعني أنه يمكنه اتخاذ القرارات المستقلة وغير المتحيزة بعيدًا عن الضغوط السياسية. ومع ذلك، فإن البنك المركزي يعمل بشكل مشترك مع الحكومة والمؤسسات الأخرى في القطاع المالي لضمان التعاون والتنسيق في الإدارة المالية والنقدية.

بالإضافة إلى ذلك، تواجه البنوك المركزية تحديات مستمرة، مثل التضخم والأزمات المالية، ويجب أن يكون لديها القدرة على التعامل مع هذه التحديات والتأكد من استمرارية عملياتها بشكل فعال ومستدام.

الفصل الثاني

تمهيد الفصل الأول:

تحتل سوق الأوراق المالية أهمية بالغة ضمن الاقتصاد الوطني في أي دولة من دول العالم، حيث تعتبر مرآة تعكس الوضع الاقتصادي لأي دولة، وتقدم صورة صادقة للوضع المالي للشركات المطروحة أسهمها في سوق الأوراق المالية، وهذه الشركات تمثل جزء لا يستهان به من النشاط الاقتصادي في البلد المعني، وإلقاء نظرة على نشاط سوق الأوراق المالية بدولة ما في ظل المتغيرات الاقتصادية والاجتماعية والسياسية، المحلية والدولية، كفيل بأن يعطي صورة أقرب إلى الصدق للوضع الاقتصادي لتلك الدولة، وبحيث يصبح واحد من أهم المؤشرات للحكم على اقتصاد بلد ما. وتلعب سوق الأوراق المالية دورا رائدا في عملية تمويل الاستثمارات في الدول الغربية، وخاصة في المراحل الأولى للتنمية، حيث شكلت الإصدارات الأولية 40% من إجمالي الناتج الوطني في الولايات المتحدة ، و 33% في فرنسا و 25% في ألمانيا في نهاية القرن الماضي.

وللتعرف على سوق الأوراق المالية أكثر سيتم تفصيلها في هذا الفصل من خلال المباحث

الموالية:

المبحث الأول: نشأة الأسواق المالية

المبحث الثاني: تقسيمات سوق الأوراق المالية

المبحث الثالث: دور رقابة البنك المركزي في استقرار الأسواق المالية

المبحث الأول: ماهية الأسواق الأوراق المالية

تشير الأسواق المالية إلى البنية التحتية والنظام الذي يمكن من خلاله تداول الأوراق المالية والأصول المالية. تعتبر هذه الأسواق مكانًا حيث يلتقي المشترون والبائعون لتبادل الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات والسلع والعملات.

المطلب الأول: نشأة سوق الأوراق المالية

ترجع كلمة بورصة نفسها إلى الاجتماعات التجارية التي كانت تعقد في فندق قريب من مدينة بروج "Bruge" البلجيكية، كان يملكه أحد أفراد عائلة" فان دي بورص" (Van Der Boursr)، حيث كان يجتمع به في فندقه العديد من التجار وعملاء المصارف والوسطاء الماليين، وكانت الارتباطات تتم في شكل عقود وتعهدات، ثم تطورت لتشمل التزامات مستقبلية قائمة على ثقة متبادلة بين طرفي عملية المبادلة. ويعتبر المؤرخون سنة 1339 بمثابة السنة التي ولد فيها مفهوم البورصة، نسبة إلى عائلة الشخص السابق الذي كان يستقبل هؤلاء التجار ورجال الأعمال في فندقه. ويقول البعض أن الاجتماعات كانت تعقد أمام الفندق وأمام بيت هذه العائلة، وكان شعار هذا الفندق عبارة عن ثلاثة أكياس للنقود "three purses" معلقة أمام باب الفندق، ومن ثم جاء الاسم "بورصة".¹

بعد قيام الثورة الصناعية أصبح إنتاج السلع يتطلب استثمارات كبيرة تفوق المقدرة الفردية، مما أدى إلى إنشاء الشركات المساهمة، التي تقوم على أساس مشاركة عدد كبير من المساهمين في ملكية مشروع معين، ويقدمون له الأموال ويكتفون برسم السياسة العليا للشركة دون التدخل في الإدارة التنفيذية التي ينتخبها المساهمون. وتشجعا لهؤلاء المساهمين على الاكتتاب في الأسهم والسندات، كان لابد من توفير وسيلة مناسبة لتمكينهم من التصرف في هذه الأوراق التي تثبت الملكية في مشاريع قائمة ومنتجة، وبالتالي توفير السيولة لهم في الوقت الذي يحتاجون فيه السيولة، فالأسواق المالية المنتظمة هي نتيجة تطور اقتصادي، ففي بداية المراحل الأولى للثورة الصناعية كانت وحدات الإنتاج صغيرة وحاجاتها المالية ضئيلة،

¹ حسن حمدي، دليلك إلى البورصة والأسهم وأسواق المال، دار الكتاب العربي، مصر: القاهرة، الطبعة الأولى، 200 ،

والادخار لدى الأفراد كان منخفضاً، إضافة إلى ذلك لم تكن هناك مؤسسات متخصصة للاحتفاظ بمدخرات الأفراد، وتوفيرها للمستثمرين عند الحاجة. ومع نمو الاقتصاد وزيادة الدخل، ظهرت مؤسسات تحاول الاستفادة من المدخرات، وتوظيفها في مجالات إنتاجية، من هنا فإن زيادة حجم المؤسسات والاستثمار أوجدت الحاجة لأوراق يتم عن طريقها إجراءات الصفقات، وتمكين المستثمرين من بيع حصصهم أو زيادتها.

نتيجة لنفس ظروف التطور التجاري والاقتصادي، ظهرت أسواق لتداول الأوراق المالية في عدة دول أخرى كهولندا وبريطانيا والدانمارك خلال القرن السادس عشر والسابع عشر.

وبعد أن بدأ يضمحل الدور الهام الذي لعبته مدينة بروج البلجيكية ومرفأها في مجال التبادلات التجارية والمالية مع نهاية القرن الرابع عشر، انتقل هذا الدور لمدينة أخرى تقع في شمال بلجيكا هي أنفرس التي تم فيها

إنشاء أول بورصة عام 1536، وقد ازدادت أهمية البورصات في تعبئة المدخرات والموارد المالية وخاصة في الدول الرأسمالية باعتبارها إحدى المتطلبات الأساسية لتمويل ودعم الاقتصاد مما أدى إلى تعميم وانتشار هذه الأسواق عبر معظم دول العالم ولاسيما الرأسمالية.

ظهرت في فرنسا أول بورصة للأوراق المالية عام 1724 بموجب أمر ملكي، وفي بريطانيا أنشئت بورصة لندن للأوراق المالية في عام 1776. واستقرت أعمال بورصات الأوراق المالية في بريطانيا في أوائل القرن التاسع عشر في مبنى خاص أطلق عليه اسم "Royal Exchange". أما فيما يتعلق بالبورصات الأوروبية الأخرى وكذلك في الولايات المتحدة الأمريكية، فلم تظهر إلا في نهاية القرن السابع عشر وبداية القرن الثامن عشر، حيث يعتبر عام 1792 هو بداية تنظيم أكبر بورصة في العالم وهي بورصة وول ستريت بنيويورك، وقد سميت بذلك الاسم نسبة إلى شارع الحائط "Wall Street" (وهو الحائط الذي بناه الهولنديون آنذاك لحماية قطعانهم)، وكذلك الحال بالنسبة لبورصة باريس الحالية فقد تأسست في عام

1808. ¹ وتم إنشاء بورصة طوكيو عام 1878، وبعدها شرعت الدول تباعا في إنشاء أسواق الأوراق المالية على غرار البورصات العالمية سالفة الذكر. ²

المطلب الثاني: مفهوم سوق الأوراق المالية

تعتبر سوق الأوراق المالية ركنا أساسيا من أركان القطاع المالي في النظم الاقتصادية التي تعتمد بالدرجة الأولى على القطاع الخاص، وتقوم على مبادئ اقتصاد السوق، وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات الوطنية، وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد الوطني، وتزيد من معدلات الرفاه لأفراده. وقد رافق تطور سوق الأوراق المالية التطورات التي عرفتها اقتصاديات الدول وصناعاتها عبر التاريخ، حيث تطور وتبلور مفهوم سوق الأوراق المالية مع الزمن إلى أن وصلت إلى الحال التي هي عليه.

يطلق الكتاب الاقتصاديون على سوق الأوراق المالية عدة أسماء تشير أغلبها إلى مدلول واحد. فالبعض يسميها سوق رأس المال باعتبارها مصدر الأموال الضرورية لتمويل المشروعات الكبرى، ويعرفها آخرون باسم السوق المالية أو السوق الاستثمارية، أي أنها سوق الأموال طويلة ومتوسطة الأجل تميزها لها عن سوق الأموال قصيرة الأجل (السوق النقدية).

ومن الأسماء التي شاع إطلاقها على سوق الأوراق المالية اسم بورصة الأوراق المالية، ولقد عرفت بتعريفات عدة منها:

"سوق الأوراق المالية وهي عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من

¹ محمد صالح جابر، الاستثمار بالأوراق المالية: مدخل في التحليل الأساسي والفني للاستثمارات، دائرة المكتبات والوثائق الوطنية، الأردن، عمان، 1989، صص: 34/35.

² عصام حسين، أسواق الأوراق المالية: البورصة، دار أسامة، الأردن: عمان، الطبعة الأولى، 2008، ص: 12.

الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرون من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال".¹

كما نجد تعريفاً آخر لها على أنها "المكان الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية، حيث يتم فيها طرح الأوراق الجديدة للتداول لأول مرة هذا من جهة، ومن جهة أخرى تسهل عملية تحويل الأصل إلى سيولة من خلال التنازل عنه في البورصة"².

وتعرف سوق الأوراق المالية أيضاً على أنها "السوق التي يتم فيها التعامل على الأوراق المالية من أسهم وسندات وأوراق مالية أخرى، ويتعامل بها لأجل طويلة ومتوسطة بما يساعد على تشجيع الاستثمار، حيث تقوم سوق الأوراق المالية بتجميع المدخرات لاستخدامها في المجال الاستثماري من خلال توجيهها لتكوين رؤوس الأموال اللازمة لإنشاء المشروعات الجديدة، أو لزيادة حجم القائم منها وذلك في صورة أسهم وسندات"³.

وتم تعريفها على أنها "اجتماع يعقد بصفة دورية في مكان محدد بين وسطاء السوق، لتنفيذ أوامر عملائهم المستلمة من قبل وأثناء فترة العمل، فهي بذلك تقوم بدور مزدوج لأنها تعمل على النقاء العرض والطلب، وتقوم بتوفير القدر الكافي من الضمانات اللازمة لإتمام الصفقات، وتحديد التوازن بين الأسعار من خلال العلانية التي تقوم البورصة بتوفيرها"⁴.

أكدت هذه التعريفات على أن سوق الأوراق المالية سوق منظمة، تميزها عن المبادلات التي تتم بواسطة المتعاملين من غير تقييد بقوانين ونظم ولوائح سوق الأوراق المالية .

¹ عصام حسين، أسواق الأوراق المالية: البورصة، مرجع سابق، ص:17.

² David Begg et autres, **Macroéconomie**, édition Dunod, deuxième édition, 2002, p 132.

³ محمود فهمي، تطوير سوق الأوراق المالية في مصر: وسائل وأساليب تنميتها، مؤتمر دراسات وأبحاث لتنمية سوق المال، الهيئة العامة لسوق المال 1988، ص: 157.

⁴ سوزي عدلي ناشد، مقدمة في الاقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان: بيروت، الطبعة الأولى،

2005، ص : 185.

كما أن المتتبع للتعريفات السابقة، يجد أنها لم تزد على أن جعلت من سوق الأوراق المالية مكان يجتمع فيه المتعاملون، تعقد فيه مجموعة من المعاملات المالية، ولكن أدى نمو شبكات ووسائل الاتصال إلى التقليل من أهمية التواجد في المقر المركزي لسوق الأوراق المالية.

وبالتالي سمحت بالتعامل خارج السوق من خلال شركات السمسرة المنتشرة في مختلف الدول.

ومن خلال ما سبق يمكن استخلاص النقاط التالية حول سوق الأوراق المالية:

- أن سوق الأوراق المالية يستمد مفهومه من مفهوم السوق بشكل عام؛
- أنه يمثل الآلية التي يلتقي من خلالها البائع والمشتري، بغض النظر عن المكان المادي للسوق؛
- يتم فيه التعامل على الأوراق المالية في إطار توفر شروط محددة، وفقا لقواعد ونظم معينة؛
- من الأركان الرئيسية في سوق الأوراق المالية الوسطاء، وصناع السوق وقنوات الاتصال.

المطلب الثالث: شروط قيام سوق الأوراق المالية

لقد أثارت أسواق الأوراق المالية جدلا كبيرا بين الاقتصاديين، إلا أنها في الواقع بقيت مؤسسة مجهولة تقريبا من عامة الشعب، بسبب حذر الأفراد لما سببته في فترات معينة من تاريخ العالم الاقتصادي، من ضياع ثروات ضخمة في لحظات معينة وغنى لآخرين دون أي جهد، حتى أنه في الأزمات الكبيرة التي اجتاحت العالم مثل أزمة 1929/10/24 طالب الكثيرون بإلغائها. لكن وبالرغم من ذلك تؤدي البورصة دورا هاما في الحياة الاقتصادية، لذا ينبغي الأخذ بها كمتغير وعامل أساسي في إعداد السياسات والخطط الاقتصادية التي تهدف إلى تنمية اقتصاد الدولة.

يقتضي إنشاء سوق الأوراق المالية بتوفر مجموعة من الشروط حتى تؤدي الدور الموكل لها على جميع الأصعدة من بيئة تشريعية ملائمة، ظروف اقتصادية جذابة، وكذا استقرار الأوضاع السياسية لتكون في مجموعها المناخ المناسب لإنشاء وتطوير هذا السوق.

لا تنشأ سوق الأوراق المالية بمجرد الرغبة في ذلك، ولا بصدر قرار من السلطات المختصة، ولكنها تتطلب مجموعة من الشروط الأساسية منها:

- تبني فلسفة اقتصادية قائمة على الثقة في قدرات قوى السوق على تحريك النشاط الاقتصادي، في ظل اعتبارات الكفاءة الاقتصادية والسلوك الرشيد لكل من الأفراد والهيئات القائمة بالنشاط الاقتصادي، وتأتي أهمية تبني هذه الفلسفة في إطار الحاجة لأن يلعب رأس المال الخاص دوره الريادي في تجميع المدخرات الخاصة، وإعادة تخصيصها على وجوه النشاط الاقتصادي التي تحقق أعلى معدل ممكن للعائد في ظل أدنى مستوى ممكن من المخاطر، التي يتعرض لها الحائز للثروة. فكفاءة سوق الأوراق المالية تقاس في المقام الأول بقدرتها على تجميع هذه المدخرات الخاصة وتوظيفها توظيفاً مربحاً، حيث تعد سوق الأوراق المالية سوقاً لاستثمار أموال الأفراد والمؤسسات والبنوك في شراء الأوراق المالية؛¹

- توافر المؤسسات المصرفية والمالية الفعالة والمتنوعة، حتى تؤدي دورها المطلوب في تجميع المدخرات الوطنية والأجنبية من ناحية. واستخدام وتوليد الفرص الاستثمارية وتجهيزها في شكل مشروعات استثمارية والترويج لها من ناحية أخرى، حيث تلعب هذه المؤسسات دوراً هاماً في عملية التوسط بين المدخرين والمنظمين، لإيجاد التلاقي المطلوب بين عرض المدخرات والطلب عليها، وعرض فرص الاستثمار والطلب عليها. فتشجيع السوق المالي يقتضي تشجيع الادخار في القطاع الخاص، والذي يتحول في النهاية إلى عمليات استثمارية منتجة، والتي لا يمكن أن تتم بدون توفر هذه المؤسسات المالية؛

- ضرورة وجود حجم كاف من المدخرات (بشقيها الوطني والأجنبي) المعروضة للاستثمار من خلال السوق يقابله وجود طلب كاف على المدخرات المعروضة. فلا يمكن أن تنشأ سوق للأوراق المالية في ظل غياب المدخرات أو في ظل انخفاض الدخل الفردي في الدولة. وإن توفر ذلك لا بد أن تكون للأفراد ثقافة الاستثمار بالأوراق المالية؛

¹ مصطفى رشدي شيحة، زينب حسن عوض الله، النقود والبنوك والبورصات، دار المعرفة الجامعية، مصر: الاسكندرية،

- وجود مناخ جيد للاستثمار يتميز بالمرونة وبساطة الإجراءات، يشجع الأفراد والمؤسسات على إنشاء شركات الأموال، وتوحيد نظم وإجراءات تكوين الشركات؛
- وجود طاقة استيعابية مقبولة ومعقولة وقادرة على استيعاب رأس المال المعروض، تتمثل في توافر شركات ذات جدوى اقتصادية وربحية مجزية؛
- تنوع الأدوات المالية ذات المزايا المختلفة، التي تضمن للسوق توسيعا وفعالية وتتيح الفرص أمام كافة المتعاملين للمفاضلة والاختيار بين الأوراق المالية. فالأساليب الفنية الحديثة في الإصدار، تميل إلى صياغة الأوراق المالية بشكل تصبح معه هذه الأوراق في متناول المدخر الصغير، الأمر الذي يمكن معه تعبئة موارد مالية كثيرة، نتيجة اتساع قاعدة المشاركين أيا كانت مقدرتهم المالية؛
- زيادة عدد الشركات المسجلة بسوق الأوراق المالية والملتزمة بقواعد الإفصاح المالي والشفافية، يؤدي بدوره إلى تعدد الأوراق المالية المطروحة والمتداولة وزيادة عدد المتعاملين فيها، وبذلك تكتسب البورصة فاعليتها من نمو وازدياد حجم التداول والتعامل فيها¹؛
- وجود الأطر التشريعية والتنظيمية الفعالة، ذات المرونة والقدرة على التكيف المستمر مع المتغيرات الاقتصادية المحلية والدولية، فتوافر هذه التشريعات والتنظيمات يساعد كثيرا في تسهيل المعاملات وحركة رؤوس الأموال من ناحية، وفي الوقت نفسه توفر الحماية والأمان وتحد من عمليات المضاربة على الأوراق المالية لكافة أطراف التعامل في السوق من ناحية أخرى مما يعمل على تحقيق الاستقرار الاقتصادي والمالي؛
- وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي والاقتصادي داخل الدولة وتعتبر هذه النقطة من العوامل التي تؤدي إلى جذب رؤوس الأموال المحلية، وتحويلها من إدارات خاصة إلى استثمارات متوسطة وطويلة الأجل، كما يعتبر عاملا مهما لجذب رؤوس الأموال الأجنبية نحو الدولة؛

¹شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، سوريا، دمشق، الطبعة الأولى، 2002: ص 41.

-وتكتمل هذه المقومات بربط سوق الأوراق المالية محليا وإقليميا ودوليا عن طريق وسائل الإعلام والاتصال بمختلف أنواعها، والأخذ بما يستحدث في هذا المجال، والاهتمام بها ومراقبتها، فتكوين الشركات أو طرح السندات لا بد أن يصاحبه إعلان مناسب، حتى يحظى كل مستثمر وكل مدخر بالفرصة التي قد يحتاجها لتوظيف أمواله وللمحافظة على مصلحة صغار المدخرين، فلا بد من مراقبة هذه البيانات الواردة في الإعلانات، حتى تكون لها صبغة الجدية، وضرورة حذف البيانات غير الصحيحة.

المبحث الثاني : تقسيمات سوق الأوراق المالية

يتعلق الاستثمار في سوق الأوراق المالية بتوظيف الأموال في شراء الأوراق المالية سواء كانت أسهم أو سندات، وتنقسم بدورها إلى سوقين إحداهما تختص بإصدار الأوراق المالية وتسمى سوق الإصدار، والأخرى تختص بتداول الأوراق المالية وتسمى سوق التداول. ويضاف إليها سوق المشتقات.

المطلب الأول: سوق الإصدار أو السوق الأولية Primary Market:

تعرف السوق الأولية بأنها سوق الإصدارات الجديدة، والإصدار الجديد قد يتعلق بشركات تحت التأسيس والتي تقوم بطرح أسهم للاكتتاب لأول مرة، وقد يمثل زيادة رأس المال لشركات قائمة بالفعل، عن طريق الاكتتاب العام بغرض زيادة مواردها المالية، أو يمثل زيادة في رأس المال لشركات قائمة بالفعل، من شركات الاكتتاب المغلق¹. والمقصود بالاكتتاب المغلق أن شركة المساهمة لا تطرح أسهمها للاكتتاب العام، وإنما يقتصر الاكتتاب فيها على مؤسسي الشركة ولذلك تسمى شركة ذات اكتتاب مغلق.

تتم عمليات الإصدار الأولي للأسهم والسندات وفق شروط ومتطلبات معينة، فالإكتتابات الجديدة بأسهم الشركات المساهمة، وإكتتابات الزيادة في رأس المال، ينبغي أن يسبقها نشرات تحتوي على معلومات أساسية عن مصدر الأوراق المالية.

¹سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، مصر: القاهرة، الطبعة الأولى، 1996، ص: 37.

يمكن تعريف السوق الأولية بأنها السوق: " التي تنشأ فيها علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية وبين المكتتب الأول فيها، وبهذا فهي سوق تتجمع فيها المدخرات الخاصة لتحويلها إلى استثمارات لم تكن موجودة من قبل¹ ".

وتعرف أيضا السوق الأولية بسوق الإصدار أي تلك السوق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة، فهي أداة يمكن من خلالها لكل مستثمر سواء كان يريد أن يصبح مساهما أو مقرضا تحويل

سيولة ذات الدرجة الأولى إلى نوع جديد من السيولة وهي السيولة ذات الدرجة الثانية أو المجمدة (أسهم وسندات) يمكن من خلالها تحقيق عائد.

في غالب الأحيان هذه السوق تتكون من مؤسسات متخصصة بعملية عرض الإصدارات الأولية للأوراق المالية، ويطلق عليها اسم بنكير أو بنك الاستثمار مثل مارلنش "Merril lynch" وإخوان سالومون ومؤسسة بوسطن الأولى في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث تهتم بمهمة تصنيف أنسب الأوراق المزعم إصدارها، وكذا أنسب التوقيت للإصدار والسعر والكمية².

المطلب الثاني: سوق التداول أو السوق الثانوية Secondary Market:

يقصد بالسوق الثانوية تلك السوق التي يجري التعامل فيها على الأوراق المالية التي سبق إصدارها، أي خروج المستثمرين المكتبين في الأسواق الأولية وقيام مستثمرين آخرين بالحلول محلهم. وتدعى كذلك سوق التداول، فالسوق الثانوية هي التي تمكن المستثمرين من المتاجرة فيما بينهم في الأوراق المالية التي يتم إصدارها من قبل السوق الأولية ويجب الملاحظة بأن عائد بيع الأوراق المالية يذهب مباشرة لحملة الأوراق المالية وليس الشركات كما حدث في السوق الأولية³. ويمكن تقسيم هذه السوق إلى:

¹ مصطفى رشيد شبيحة، اقتصاديات النقود والمصارف المالية، دار المعارف الجامعية، مصر، 1996، ص: 510.

² منير إبراهيم الهندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 67/68

³ أحمد سعيد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1999، ص: 07.

1- الأسواق المنظمة Organized Markets:

وهي الأسواق الرسمية للأوراق المالية، التي يجري فيها التعامل بأسلوب أو طريقة المزاد العلني **Auctioning** بمعنى أن هذه الأسواق أسواق مزايمة، حيث يعرض في هذه السوق كافة أوامر البيع والشراء على كافة المشتركين في آن واحد، وتسود السوق حرية المنافسة وصولاً لأفضل الأسعار المقبولة من جميع الأطراف والتي يتم بها تنفيذ العمليات. وكما في أي سوق للمزايمة فإن الأوراق المالية تباع إلى الوسطاء الذين يعرضون أعلى سعر للشراء، وتشتري من الوسطاء الذين يقبلون أدنى سعر بيع.

ولأن السوق مستمرة فإن البائعين والمشتريين ينافسون بعضهم بعضاً، والتنافس هنا هو التزاحم من قبل المتعاملين لإتمام الصفقات بما يروونه في مصلحتهم.

وهي سوق تتميز بمحدودية المكان الذي يلتقي فيه المتعاملين لبيع وشراء الأوراق المالية المسجلة دورياً والمنظمة، وفقاً لقوانين وقواعد تضعها الجهات الرقابية، تعرف أيضاً هذه السوق بالبورصة وتأخذ شكلين:

- **السوق المنظمة المركزية:** هي تلك السوق التي يتعامل فيها بالأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية، بصرف النظر عن الموقع الجغرافي للجهة المصدرة لتلك الأوراق.
- **السوق المنظمة المحلية:** هي تلك السوق التي يتعامل فيها بالأوراق المالية للمنشآت الصغيرة، التي يتعامل المستثمرون في النطاق الجغرافي للسوق أو المناطق القريبة منه.

2- الأسواق غير منظمة Unorganized Markets

سوق الغير منظمة هي سوق تتم فيها المعاملات خارج البورصات أو الأسواق المنظمة، ويطلق عليها اسم السوق الموازية أو سوق المعاملات على المنضدة نسبة للمنضدة المخصصة في السابق لهذا النوع من العمليات على مستوى البنوك التي كانت تتولى الدور الأساسي في عمليات التداول فهذه السوق، في أغلب الأحيان لا تتوفر على مكان محدد لإجراء عمليات التداول إذ تتم من خلال شبكات اتصالات قوية

وسريعة، ويتعامل في هذه السوق أساسا بالأوراق المالية الغير مقيدة في الأسواق المنظمة، بما يوحي أن التاجر أو المتعامل هو صانع سوق الورقة التي يرغب في التعامل فيها.¹

تعرف السوق غير المنظمة أو السوق الموازية ، بأنها سوق غير مركزي للمفاوضة، يجري التعامل فيها بصفة أساسية على الأوراق المالية غير المقيدة في جداول أسعار الأسواق الرسمية. تخضع الأسعار فيها لتفاوض المشتغلين بالمتاجرة في هذه الأسواق من المحترفين وهم فئة الديلر Dealers (يتعامل لحسابه الخاص وليس وكيلا بالعمولة كما هو الحال بالنسبة للسماسار Broker الذي يتعامل في الأوراق المالية بالسوق الرسمية) وهي أيضا غير مركزية لأن عمليات البيع والشراء لا تتم في مكان محدد كما هو الحال في السوق الرسمية.

وفيما يتعلق بأسباب التعامل على صكوك الأسهم في هذه الأسواق، فان ذلك يرجع في أغلب الأحيان إلى صغر حجم الشركات المصدرة لهذه الأسهم، أو لعدم شهرت هذه الشركات ، أو لأن الأسهم خاصة بشركات مغلقة تمتلكها إحدى العائلات، أو لأن الشركة لا ترغب في قيد اسمها في إحدى أسواق الأوراق المالية، أو لأن هذه الشركات لم تستوفي شروط القيد في سوق الأوراق المالية.

وضمن السوق غير المنظمة نجد ما يعرف بالسوق الثالثة Third Market، وتتكون في الغالب من الوسطاء والسماسرة من غير الأعضاء في السوق المنظمة، رغم أن هؤلاء قد يحق لهم التعامل في الأوراق المالية التي يتم التعامل بها في السوق المنظمة هذه، في حين أن الأعضاء في السوق المنظمة لا يحق لهم إجراء تعاملات خارج السوق بأوراق مسجلة فيه.

أما جمهور العملاء في هذه السوق هم المؤسسات الاستثمارية الكبيرة مثل صناديق التقاعد، شركات التأمين، والبنوك التجارية. حيث تتاح لعملاء هذا السوق فرص للتفاوض في مقدار العمولة والحصول على

¹ محمد صالح الحناوي وعبد الفتاح عبد السلام، المؤسسات المالية: البورصة والبنوك، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص:

تخفيضات هامة بعكس ما هو موجود في السوق المنظمة، هذا بالإضافة إلى شعور تلك المؤسسات بعدم قدرة المتخصص في السوق المنظمة على تنفيذ العمليات الكبيرة بالسرعة المطلوبة.¹

ويضاف للسوق الثالثة ما يعرف بالسوق الرابعة Fourth Market ويقصد بها المؤسسات الكبرى والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة، وذلك كإستراتيجية للحد من

عمولات التي يدفعونها للسماسة واستبعادهم لتخفيض نفقات الصفقات الكبرى، ويساعد في ذلك شبكة قوية من وسائل الاتصال والحاسبات الآلية. لذلك ففي ظل السوق الرابع يتم إبرام الصفقات بسرعة وبتكلفة أقل.

3- السوق الثالث:

وهو جزء من السوق الغير منظمة حيث يتكون من السماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة، والذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة، وتتميز معاملات هذا السوق بصغر تكلفتها وكذا سرعة تنفيذها، كما نجد أن لهؤلاء السماسرة حق التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظمة.

4- السوق الرابع:

هو سوق التعامل المباشر بين الشركات الكبيرة مصدرة الأوراق المالية وبين أغنياء المستثمرين، دون الحاجة إلى سماسة أو تجار الأوراق المالية، يتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات الكترونية وهاتفية حديثة وهو ما يشبه السوق الثالث لأن الصفقات تتم خارج البورصة أي خارج السوق المنظمة، وهذا بالتعامل بكل الأوراق المالية المتداولة داخل وخارج السوق المنظم.²

¹ أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري قسنطينة، 2002 - 2003، ص:72.

² أحمد سعيد عبد اللطيف، مرجع سبق ذكره، ص : 11.

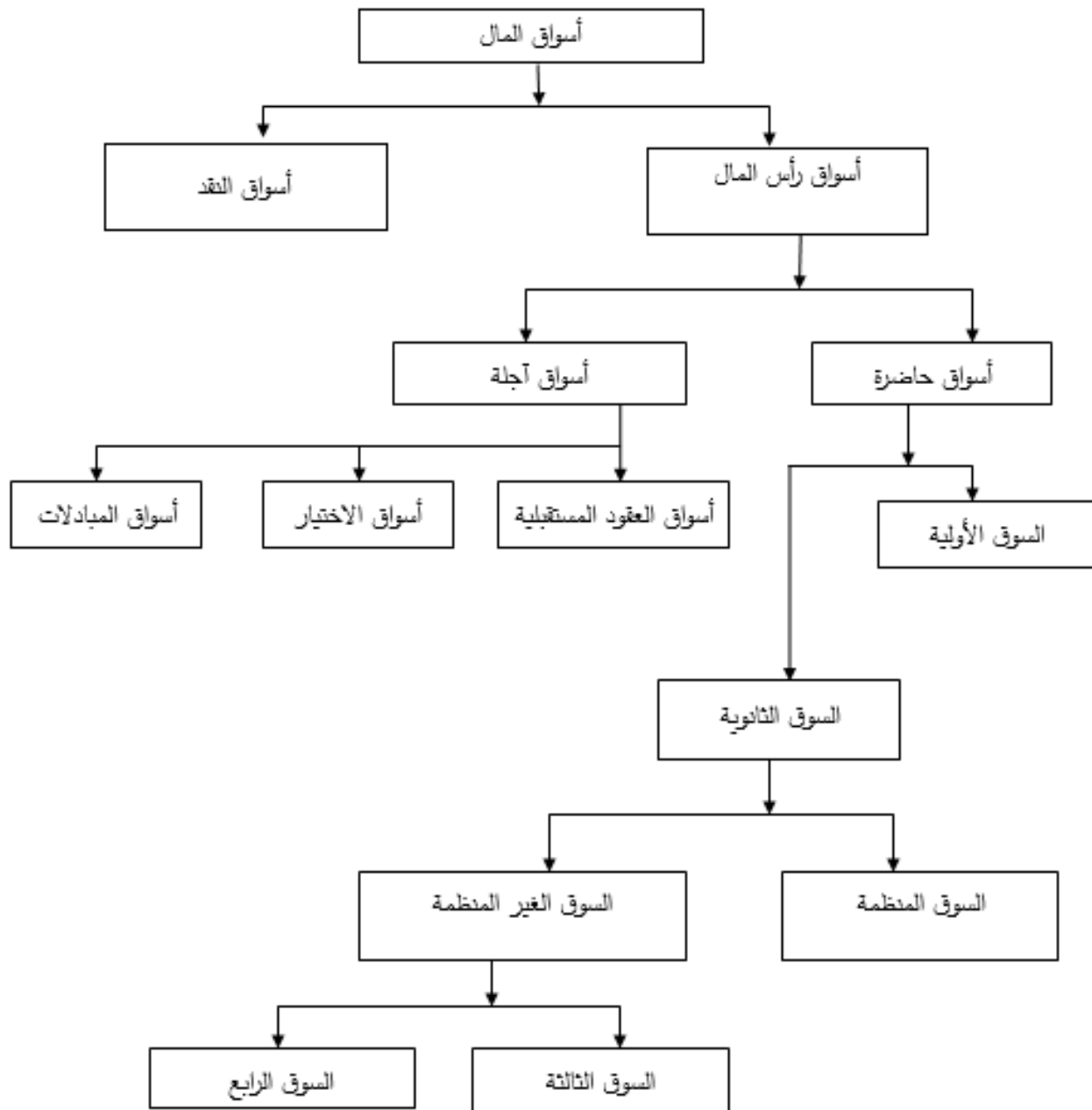
5- السوق الآجلة:

وتتعامل أيضا هذه السوق بالأسهم والسندات ولكن هناك اختلاف بسيط هو أن العقود المبرمة يتم تنفيذها في آجالا لاحقة، بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الورقة ويتسلمها في تاريخ لاحق. والهدف من وجود هذه السوق يكمن في توفير الحماية من مخاطر تقلبات الأسعار، وهذا ما يشجع المستثمرين على الإقبال على الاستثمار¹. وتتكون هذه السوق من أسواق الخيارات وأسواق العقود المستقبلية وأسواق المبادلات التي تتعامل بصرف العملات.

¹ عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000 ، ص: 238.

وخلاصة لما سبق يمكن تلخيص أشكال الأسواق المالية في الشكل التالي: الشكل رقم (1)

الشكل رقم (01):أنواع الأسواق المالية.



المصدر: محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العيد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص ص:25/24.

المطلب الثالث: أسواق عقود السلع والعقود المستقبلية والمشتقات & Commodity & Futures

يقصد بها الأسواق التي تتعامل على الأسهم والسندات والعملات الأجنبية ومختلف السلع من خلال عقود يتم تنفيذها في المستقبل. وتعرف المشتقات على أنها عقود مالية تشتق قيمتها من الأسعار الحالية للأصول المالية أو العينية محل التعاقد (مثل الأسهم والسندات والنقد الأجنبي والذهب... الخ)، بهدف التحوط ضد مخاطر التغير المتوقع في أسعار تلك الأصول¹.

1- عقود التبادل المستقبلي Contracts:

وهي عبارة عن سوق آجلة لبيع وشراء الأصول، يتم فيها الاتفاق على السعر في موعد محدد ليصبح تسليم السلع المتعاقد عليها في موعد محدد مستقبلاً² وقد تطور هذا السوق ليصبح سوق شديد التنظيم والمراقبة يشترط بث أسعار الشراء والبيع للأصول المتداولة فيه إلكترونياً على مدار الساعة وفي جميع أنحاء العالم. هناك ثلاثة مجموعات من الأصول التي يتم التعامل عليها في هذه السوق وهي: السلع الأساسية والأوراق المالية والعملات الأجنبية.

2- عقود الخيار Contracts Option:

يعتبر حق الخيار من المشتقات المالية. أي أن قيمته تكون مشتقة من قيمة أصول حقيقية مثل الأسهم والسندات والعملات الأجنبية والسلع. وعقود الخيارات هي بطبيعتها عمليات آجلة وعقود

¹ حسين عبد المطلب الأسرج، دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر، رسالة ماجستير في الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، مارس 2002: ص 65 .

² ماهر كنج شكري، مروان عوض، المالية الدولية: العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق، دار حامد للنشر والتوزيع، الأردن: عمان، الطبعة الأولى، 2004: ص 310.

مستقبلية مع اختلاف هام وهو أن مشتريها يملك حق الخيار لإتمام العملية أو الرجوع عنها مقابل أن يدفع مقدما علاوة معلنة تعتبر بمثابة حق الخيار¹.

عقد الاختيار هو أحد العقود التي تتداول في أسواق العقود المستقبلية، وذلك لحماية المستثمرين من مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية، كما يستخدمها المضاربون بهدف تحقيق الأرباح، ونجد بأن هناك نوعين أساسين من عقود الاختيار الذي يعطي الحق في شراء و ثانيهما الاختيار الذي يعطي الحق في البيع، حيث يتيح اختيار البيع فرصة للمستثمر لحماية نفسه من مخاطر انخفاض القيمة السوقية لأوراق مالية يمتلكها. بينما خيار الشراء فيكون اعتماد المستثمر على توقعاته لارتفاع القيمة السوقية لورقة مالية ما يرغب في شرائها مستقبلا إلى امتلاك اختيار يعطيه الحق في شراء اختيار شراء تلك الورقة في التاريخ الذي يرغب فيه و بسعر متفق عليه مقدما.

تعرف العقود العاجلة بأنها العمليات التي تجري بين طرفين يتحدد فيها مقدار ونوعية الصفقة المتعامل بها وسعرها، وذلك ليسلم كل من الصفقة و ثمنها في يوم التسوية المستقبلي وفي مكان معين، يكون فيها التعامل بالنقد ويلزم فيها الطرفين بتنفيذ في الأجل المضروب، وعقود هذه العمليات غير منمطة حيث تعتمد على التفاوض الشخصي بين الطرفين على² ، مقدار الصفقة وسعرها يوم التعاقد. ولا يوجد لهذا النوع سوق ثانوية لتداولها.

العقد الآجل هو اتفاق بين طرفين لتبادل أصل بسعر محدد في تاريخ محدد وفي ظل هذا العقد فإن المشتري يلتزم بشراء أصل و يلزم البائع بهذا السعر في التاريخ المحدد للتنفيذ.

العقود الآجلة تكون بصفة عامة معيارية، و هذا يعني أن كلا من البائع و الشاري يتفاوضان على شروط العقد لذلك فإن هذا العقود تتميز بنوع من المرونة، هذه العقود لا تتميز بالسيولة مقارنة بالعقود المستقبلية، فإذا رغب

¹ ماهر كنج شكري، مروان عوض، المالية الدولية: العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره: ص331.

² شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: دراسة تحليلية نقدية، مرجع سابق، ص:204.

البائع أو المشتري في الخروج من الاتفاق الآجل فإنه يحتاج إلى أن يجد شخصا آخر يحل محله و يقبل أن يتم بيع العقد له.

تتضمن العقود الآجلة مشكلة محتملة و هي المتعلقة بمخاطر العجز عن السداد أو الوفاء بالالتزام محل العقد ولا توجد مدفوعات عند بداية العقد و تتحقق قيمة العقد في تاريخ انتهاء صلاحية العقد.

3- عقود المبادلة Contracts Swap

هي عقد بين طرفين يتعهد بموجبه الطرف الأول بدفع مبلغ محدد في موعد محدد إلى الطرف الثاني الذي يتعهد بدوره بدفع مبلغ محدد في نفس التاريخ إلى الطرف الأول. وتتعامل الأسواق المالية بأربعة أنواع من عقود المبادلة وهي: عقود تبادل العملات، عقود تبادل أسعار الفائدة، عقود تبادل السلع، عقود تبادل حقوق الملكية. وهي عقود تتم غالبا بين المؤسسات و نادرا بين الأفراد، فعقد تبادل العملة يكون بتبديل عملة بعملة أخرى، فعلى سبيل المثال يقوم المتعامل بالعملات في البنك ببيع دولار آني مقابل يورو عادة شراؤه بعد أسبوع بسعر الدولار الآجل لمدة أسبوع، وذلك لتغطية احتياجاته لليورو لمدة أسبوع بدلا من اقتراضه مباشرة من السوق¹.

وعقد المبادلة هو اتفاق بين طرفين على تبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة مستقبلية، وهو عقد ملزم لطرفي العقد كما أن المكاسب والخسائر لا يتم تسويتها يوميا، ويعتبر عقد المبادلة لأسعار الفائدة أبرز هذه العقود، ولتجنب مخاطر تغيير أسعار الفائدة يقوم الطرف الأول في العقد بدفع فائدة ثابتة على أن يتحصل على فوائد متغيرة خلال مدة العقد، فإذا كان معدل الفائدة المتغير متوسط معدلات الفائدة المتغيرة أعلى من معدل الفائدة الثابتة يحقق المستثمر مكاسب على حساب الطرف المحرر العقد والعكس صحيح.

¹ - ماهر كنج شكري، مروان عوض، المالية الدولية: العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق، مرجع سبق

ذكره: ص: 353

المبحث الثالث: دور رقابة البنك المركزي في استقرار الأسواق المالية

ترتبط سلامة وكفاءة معاملات الأسواق المالية بتوفير البنية التحتية السليمة لهذه الأسواق، والتي يأتي في مقدمتها توفر أنظمة إشرافية ورقابية وتوفير أطر قانونية وتنظيمية متطورة تستجيب لمتطلبات البحوث والدراسات ذات الجودة العالية في مجال الأسواق المالية والاستثمار، إضافة إلى ضرورة وتطوير نظم الحفظ المركزي للأوراق المالية وتطبيق آلية الوسيط المركزي وأنظمة الدفع والتسوية.

المطلب الأول: مدخل إلى البنية التحتية للأسواق

وسيتم التعرض لمفهوم البنية التحتية للأسواق المالية، ومبادئها:

1- مفهوم البنية التحتية للأسواق المالية:

تم تعريف البنية التحتية لأسواق المال بأنها مجموعة الأنظمة المتعددة الأطراف بين المؤسسات المشاركة بما في ذلك الجهات المشغلة للأنظمة، والتي تستخدم لأغراض تسجيل أو مقاصة، أو تسوية المدفوعات، أو الأوراق المالية، أو المشتقات، أو غيرها من المعاملات المالية. وتقوم هذه الأنظمة عادة بإنشاء مجموعة من القواعد والإجراءات المشتركة لجميع المشاركين والبنية التحتية التقنية، بالإضافة إلى وضع إطار خاص لإدارة المخاطر يناسب المخاطر التي قد تواجهها كما توفر للمشاركين خدمات مركزية لتسجيل ومقاصة وتسوية المعاملات المالية فيما بينهم أو بين كل مشارك وطرف مركزي لضمان مزيد من الكفاءة وتقليل التكاليف والمخاطر، ومن خلال ضبط بعض أنشطتها المحددة تسمح هذه الأنظمة للمشاركين أيضا بإدارة المخاطر المتعلقة بهم بشكل أكثر كفاءة وفعالية، وقد يتم القضاء على مخاطر معينة في بعض الحالات، نظام معلومات وتساعد هذه الأنظمة أيضا على تعزيز الشفافية في الأسواق المالية، كما أن البعض

منها يلعب دورا حاسما في مساعدة البنوك المركزية في إدارة السياسة النقدية والحفاظ على الاستقرار المالي¹.

2- مبادئ البنية التحتية:

عرفت أنظمة الدفع وتسوية الأوراق المالية تطورا كبيرا خلال فترة التسعينات من القرن الماضي، حيث قامت جل الدول تقريبا بإنشاء أنظمة مختلفة لمواكبة تزايد وتنوع المعاملات المالية بين المتعاملين في القطاع المصرفي والمالي، وقد كان من الضروري وضع الأسس والمعايير المناسبة لضبط مسالة إنشاء هذه الأنظمة المختلفة ووضع الآليات التي تحد من المخاطر التي تنتج عن العمليات المنجزة من خلال تلك الأنظمة²، وتم تبويبها إلى تسعة أقسام واسعة النطاق كما يلي:

- 1- التنظيم العام؛
- 2- إدارة المخاطر الائتمان والسيولة؛
- 3- التسوية؛
- 4- أنظمة مراكز إيداع الأوراق المالية وتسوية القيم المتداولة؛
- 5- إدارة التعثر؛
- 6- إدارة المخاطر الأعمال العامة والمخاطر التشغيلية؛
- 7- الوصول للنظام؛
- 8- الكفاءة
- 9- الشفافي.

¹ محمد يسر برنية وحفيظ أبريك، مبادئ البنية التحتية لأسواق المال وإطار الإفصاح ومنهجية التقييم لهذه المبادئ، صندوق النقد العربي، أبو ظبي 2014، ص: 104/101.

² Bank for International Settlements (BIS), **Recommendations for securities settlement systems**, Committee on Payments and Market Infrastructures, November 2001, pp: 04-23

المطلب الثاني : عناصر البنية التحتية للأسواق المالية المرتبطة بالبنك المركزي

تشمل عناصر البنية التحتية للأسواق المالية المرتبطة بالبنك المركزي لعنصرين أساسيين:

1-1- تطوير نظام الحفظ المركزي للأوراق المالية:

وسيتم التعرض لمفهومها ودور البنك المركزي في تطويره كما يلي¹:

1-1- مفهوم نظم الحفظ المركزي للأوراق المالية:

يعرف بأنه كيان مركزي يجمع ويحافظ على سجلات موثقة من المعلومات الأساسية المتعلقة بجميع المشتقات المالية والعقود المرتبطة بها من مصادر مختلفة لإتاحتها أمام الجهات التنظيمية ذات العلاقة. عرفت السجلات المركزية لحفظ الأوراق المالية تطوراً كبيراً خلال السنوات الماضية، فقد ساعد التقدم في نظم تقنيات المعلومات، في تطوير إجراءات وخدمات هذه السجلات المركزية، تتجاوز به الدور التقليدي لتسجيل الأوراق المالية لتقديم خدمات التسوية وإدارة المخاطر والضمانات ونتيجة لذلك فإن هذه السجلات باتت تلعب دوراً هاماً في سلامة وكفاءة معاملات الأوراق المالية، من خلال مجموعة من الوظائف والخدمات الهامة².

وإدراكاً لذلك فقد أقدمت العديد من الدول على تطوير مؤسسات وطنية مستقلة للسجلات المركزية لحفظ الأوراق المالية، تتولى وظائف تسجيل وحفظ وتسوية الأوراق المالية إلى جانب خدمات إدارة الضمانات والمخاطر المرتبطة بعمليات أسواق المال، كما تقدم بعض هذه المؤسسات

¹ محمد يسر برنية، حفيظ أبريك، قضايا تطوير نظم الحفظ المركزي للأوراق المالية ودور المصارف المركزية، صندوق النقد العربي، أبوظبي، 2004، ص: 04/01.

² Noah Vardi, **The Integration of European Financial Markets: The Regulation of Monetary Obligations**, Routledge Cavendish, New York, USA, 2011, pp: 95-96.

خدمات إدارة الأصول للمستثمرين، كما أقدمت في السياق نفسه التجمعات والأطر الدولية المعنية بنظم مقاصة وتسوية المدفوعات والأوراق المالية، إلى وضع مبادئ ومعايير دولية لإرساء الممارسات السليمة في هذا الشأن، وقد جاءت المبادئ الدولية الأخيرة حول البنية التحتية لأسواق المال الصادرة في عام 2012 عن بنك التسويات الدولية والمنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية والمعتمدة من مجموعة العشرين، لتؤكد على أهمية إرساء إجراءات وممارسات سليمة تتعلق بمقاصة وتسوية وحفظ الأوراق المالية، كما تضمنت هذه المبادئ إشارة لمسؤولية المصارف المركزية بالتنسيق مع هيئات الأوراق المالية، في الإشراف على أنظمة وسجلات الحفظ المركزي للأوراق المالية.¹

1-2- دور البنك المركزي في تطوير نظم الحفظ المركزي للأوراق المالية:

إن البنوك المركزية المعنية بصورة كبيرة بوجود بنية تحتية لأسواق المال، على ضوء مسؤولياتها الرئيسية في المحافظة على سلامة وكفاءة النظام المالي والمصرفي من جهة، وعلى ضوء ارتباط إجراءات و تعاملات البنوك المركزية وتدخلاتها في السوق النقدية، بمدى كفاءة نظم وعمليات مقاصة وتسوية وحفظ الأوراق المالية.

ومع مرور الوقت أصبح واضحاً أن معالجة الأوراق المالية يمكن أن يتحسن بشكل ملحوظ من حيث السلامة والكفاءة والتكلفة أيضاً، وذلك من خلال تجميع إيداع شهادات الحياة في سجل مركزي واحد، ونتيجة لذلك تم إنشاء سجلات مركزية لحفظ الأوراق المالية في مختلف الأسواق الوطنية كسجلات رسمية، ولا يحدث انتقال متعرف به للملكية إلا لدى تلك السجلات وتدرجياً ومع إدخال التكنولوجيا المعالجة الالكترونية تم الانتقال إلى تسجيل حيازة الأوراق المالية في شكل قيد دفترى الكتروني، دون إصدار مادي لشهادات الملكية من قبل هذه السجلات المركزية للأوراق المالية.

¹ Bank for International Settlements (BIS), **Principles for financial market infrastructures**, Committee on Payments and Market Infrastructures, April 2012, pp: 05-07.

2- تطبيق آلية الوسيط المركزي لتسوية معاملات الأسواق المالية:

وسيمت التعرض لمفهومها ودور البنك المركزي في هذا المجال

2-1- مفهوم آلية الوسيط المركزي لتسوية معاملات الأسواق المالية :

وفي إطار الجهود المبذولة من السلطات الرقابية والإشرافية في العديد من الدول بهدف إيجاد الحلول المناسبة لهذه لمشكلة، الانكشاف المفرط الذي حدث أثناء الأزمة، إلى الدعوة إلى تطوير واستخدام آلية الوسيط المركزي للتسوية في الأسواق المالية.

وتعرف هذه الآلية كونها الكيان المالي الذي يلعب دور الوسيط بين البائع والمشتري من خلال عملية تعرف باسم "Novation" وهي استبدال عقد مكان عقد أقدم من الأول، ومن أهم مزايا هذه الآلية الحد من مخاطر الطرف المقابل الذي يساعد في الزيادة في عدد الأطراف المقابلة وتعزيز فعالية عملية مقاصة الأوراق المالية، وتحسين مستوى السيولة، بالإضافة إلى التخفيف من إمكانية انتشار التوترات على مستوى النظام المالي ككل.

2-2- دور البنك المركزي في تطبيق آلية الوسيط المركزي

يتمثل دور البنوك المركزية على صعيد تطوير آلية الوسيط المركزي لتسوية معاملات الأسواق المالية في وضع الإطار التنظيمي والحوافز بالنسبة للمؤسسات المديرة للوسطاء المركزيين للتسوية والمساهمة في توفير البنية التحتية لأسواق المال من أجل إدارة والتخفيف من المخاطر النظامية، فكل وسيط مركزي تتم إدارته فقط لغاية المصلحة الخاصة لأصحابه، أو حتى أعضائه من الممكن أن تؤدي إلى خلق مخاطر بالنسبة للنظام ككل، وهنا يأتي دور البنوك المركزية لكونها السلطات المسؤولة عن المراقبة والإشراف على نظم الدفع، للحرص على أن يتم إدارة الوسيط المركزي باعتباره سلعة عامة تخدم جميع أطراف ومكونات القطاع المالي والمصرفي.

وفي هذا الإطار فمن الواجب التأكد بأن الإطار القانوني للبنك المركزي واضح بما فيه الكفاية بشأن الصلاحيات المحددة لمراقبة المخاطر النظامية، وللمحافظة على الاستقرار المالي

والتي يعتبر الوسيط المركزي من أهم الأجزاء فيها وينبغي أيضا على البنوك المركزية اعتماد إطار تشغيلي المتابعة ومراقبة المخاطر المرتبطة بالوسيط المركزي، وذلك بالاستناد إلى ما جاء في المبادئ الجديدة للبنية التحتية لأسواق المال، ويجب على الإطار التشغيلي أن يركز أساسا على الجوانب المرتبطة بالحوكمة، إدارة المخاطر، إجراءات الاسترداد، بالإضافة إلى مستوى الموارد المالية السائلة المتواجدة، والإفصاح عن المعلومات وأخيرا التنسيق الجيد مع السلطات الرقابية الأخرى سواء الوطنية أو الدولية.¹

المطلب الثالث : دور البنك المركزي في تحقيق استقرار الأسواق المالية

وعلى مستوى البنوك المركزية فقد قام العديد منها، بعد الأزمة المالية الآسيوية بإنشاء وحدات مستقلة للاستقرار المالي، وتبنت هذه الوحدات نشر مجموعة من التقارير التي تسلط الضوء على أهمية تحقيق الاستقرار المالي وزيادة الوضوح لدى الأطراف المشاركة في القطاع المالي، والجمهور، بشكل ينعكس إيجابيا على مجمل الأداء الاقتصادي الوطني وتم التركيز من خلال هذه الوحدات على تحديد المخاطر المحتملة التي قد تواجه القطاع المالي ورسم مجموعة من السيناريوهات للالتزامات المحتملة، وفي هذا السياق قامت بعض البنوك المركزية بإجراء مجموعة من اختبارات

التحمل للوقوف على مدى قدرة المؤسسات والأسواق المالية على مواجهة التداعيات المحتملة للالتزامات.²

01- مفهوم الاستقرار المالي من وجهة نظر البنوك المركزية:

قد تختلف مفاهيم الاستقرار المالي من بنك مركزي لآخر شكلا، وإن كانت تتفق في ضرورة العمل على تحقيق الاستقرار في كل المكونات الرئيسية للقطاع المالي بصورة متوازنة

¹ محمد حسن رشم ، الدور المتجدد للبنوك المركزية في إنشاء وتنشيط الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 99/98.

² د-محمد حسن رشم ، الدور المتجدد للبنوك المركزية في إنشاء وتنشيط الأسواق المالية، مرجع سابق، ص ص: 314/313.

ويلاحظ أن بعض البنوك المركزية تولى وزنا نسبيا أكبر لأحد المكونات على حساب الآخر حسب تأثير التطورات بهذا المكون في القطاعين المالي والحقيقي ويتبنى البنك المركزي الأوروبي وجهة نظر بعض الاقتصاديين الذين يرون أن الاستقرار المالي يتحقق عندما تتمكن المؤسسات المالية من الصمود، أمام الصدمات والاختلالات المالية التي من شأنها التأثير سلبا على كفاءة عملية توزيع المدخرات على الفرص الاستثمارية ذات الربحية¹.

في حين يتبنى مجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي وجهة نظر أخرى مفادها أن حالة عدم الاستقرار المالي هي الحالة التي تتسم بوقوع ثلاثة ظواهر رئيسية متتالية، تتمثل في انحراف أسعار مجموعة من الأوراق المالية الأكثر أهمية عن أسعارها التي تتلاءم مع مقومات التحليل الأساسي للمؤسسات المالية المصدرة لهذه الأوراق، وحدث تشوه في اتجاهات الائتمان على المستوى المحلي والعالمي وهو ما يؤدي إلى تركيز الائتمان وتزايد احتمالات المخاطر المتعلقة بعدم القدرة على السداد والانحراف الفعلي، أو المحتمل لمستويات الإنفاق على المستوى التوازني بما يقلص فرص النمو الاقتصادي.

02- جهود البنك المركزي لتحقيق استقرار الأسواق المالية:

ويتضمن الإطار الجديد لعمل البنوك المركزية مجموعة من الضوابط والإجراءات الهادفة لتحقيق الاستقرار المالي، والحد من تداعيات الأزمات على الاقتصاد كما يتضمن هذا الإطار تنظيم عمليات منح الائتمان، والرافعة المالية، وأسعار الأصول، علاوة على مجموعة من الأدوات الاحترازية المستحدثة في إطار الاستقرار المالي والتي يمكن باستخدامها الحد من انتقال تداعيات الأزمات المالية من القطاع المالي إلى القطاعات الاقتصادية الأخرى، وذلك من خلال خلق إطار عام يوضح طبيعة التأثير المتبادل بين القطاع المالي وباقي قطاعات الاقتصاد².

¹ الموقع الرسمي للبنك المركزي الأوروبي على الرابط التشعبي بتاريخ 24/11/2015

<https://www.ecb.europa.eu/ech/tasks/stability/html/index.fr.html>

² أحمد شفيق الشاذلي، الإطار العام للاستقرار المالي ودور البنوك المركزية في تحقيقه، مرجع سابق ، ص ص:

تبدأ عملية تحقيق الاستقرار المالي داخل الإطار العام بإجراء رصد وتحليل شامل ومستمر للمخاطر ومواطن الضعف المحتملة في النظام المالي، سواء تلك المرتبطة بالمكونات الرئيسية للقطاع كالمؤسسات والأسواق المالية، أو المخاطر المتعلقة بالبنية التحتية كنظم الدفع والتسوية والمقاصة، أو المخاطر الاقتصادية الكلية، المحلية والخارجية ذات الصلة بالقطاع المالي.

وفي ضوء التقدير الواضح والدقيق لهذه المخاطر يتم اعتماد الإجراءات المناسبة على صعيد

السياسات والتي يتم تحديدها حسب ما يلي:¹

- إذا كان النظام ضمن حدود الاستقرار ويرجح بقاءه كذلك في المستقبل المنظور فإن السياسة الوقائية في الأساس هي السياسة الملائمة له بغية مواصلة الاستقرار من خلال الاعتماد على الانضباط وفق شروط السوق وأعمال الإشراف والرقابة الرسمية وتتمثل الأدوات الوقائية الرئيسية في النظام المالي السليم، في تلك التي تسهم في عدم تراكم الإختلالات التي يمكن أن تؤدي إلى وقوع أزمة، وترتبط بتعزيز درجة الانضباط في الأسواق، ومراجعة عمليات والإشراف والرقابة والاتصال الرسمية، وقد يتطلب الأمر إجراء تعديلات في أسلوب تقدير مواطن الضعف والأدوات والسياسات التي من شأنها التأثير على النظام المالي.
- في حالة كون النظام المالي على مقربة من نطاق الاستقرار، وحدثت تطورات تشير إلى اتجاه النظام لتجاوز حدود هذا النطاق، أو حدوث تغيرات خارج حدود النظام المالي يحتمل تأثيرها سلبا على النظام، فإنه يتعين اتخاذ إجراءات علاجية لحماية استقرار النظام وقد تتمثل هذه التطورات على سبيل المثال في سرعة نمو الائتمان المقترنة بتضخم كبير في أسعار الأصول، وحدثت انخفاض في رسمة الجهاز المصرفي، أو حدوث تغير غير متوقع في البيئة المحلية أو الخارجية.
- وتمثل مرحلة تنفيذ الإجراءات العلاجية أصعب مرحلة من مراحل تحقيق الاستقرار المالي حيث أنه في الحالة التي يقترب فيها النظام المالي من حدود نطاق الاستقرار ولم تظهر بعد مواطن الضعف في القطاع ، فإنه يصعب تقييم المخاطر المحتملة، وبالتالي تزداد

¹ محمد حسن رشم، الدور المتجدد للبنوك المركزية في إنشاء وتنشيط الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 17.

صعوبة تحديد الأدوات العلاجية الملائمة لمواجهة هذه المخاطر، وقد يلجأ صناع السياسات إلى التأثير في التطورات التي تحدث في هذه المرحلة أو تصحيحها من خلال ممارسة الضغط المعنوي، وتكثيف عمليات الرقابة والإشراف وقد يتعين قيامهم بتعزيز شبكات الأمان للحيلولة دون حدوث موجات من السحب الجماعي من البنوك.

- عند تحقق حالة عدم الاستقرار، سواء نتيجة لازمات مالية خارجية أو لأسباب داخلية تتعلق بانهيار أحد المكونات الرئيسية، أو عجز البنية التحتية عن القيام بتنفيذ المعاملات أو عندما يعجز القطاع المالي، سواء بصورة كلية أو جزئية عن القيام بوظائفه على النحو الأمثل وبما

يتطلب تدخل السلطات المعنية بإدارة الأزمات والتعجيل بتنفيذ سياساتها المعنية بهذا الخصوص سيكون من الملام عندئذ اعتماد سياسات أقوى بهدف استعادة الاستقرار وحل الأزمة كما يتعين تكثيف إجراءات الرقابة والإشراف واعتماد المزيد من المبادرات الطوعية لاستعادة قدرات النظام وتعزيز الثقة وقد تلجأ بعض السلطات في حالة الأزمة إلى اتخاذ تدابير يصعب تحديدها مسبقاً، ولا يمكن الإفصاح عنها أحياناً لأسباب إستراتيجية، فعلى سبيل المثال قد يجبذ صناع السياسات عند حدوث الأزمات الإبقاء على حالة الغموض البناء أي أنهم لن يقدموا تأكيدات سابقة بشأن إمكانية التساهل في سداد القروض، أو تفعيل شبكات الأمان المالي، أو ضخ السيولة في المؤسسات أو في النظام المالي على النطاق الأوسع، وذلك لكي لا تشجع المشاركين في الأسواق على الخوض في المخاطر.

خلاصة الفصل:

يعد القطاع المصرفي بمثابة المرآة الحقيقية لقلب الأداء الاقتصادي، حيث يعتبر هذا القطاع من أشد القطاعات التي تتجاوب سريعا في اتجاه المتغيرات الاقتصادية وتحاول التكيف معها تؤدي المؤسسات المالية والمصرفية دور الوساطة في السوق كوسيط لصالح الغير .

يلعب البنك المركزي دورا بارزا في تطوير الأسواق بأن يوفر التشريع اللازم لتحقيق التحرير المالي بالشكل الصحيح بحيث يتيح للبنوك توسيع نشاطاتها الائتمانية ليشمل الائتمان المتوسط والطويل الأجل كما يسمح لها كذلك باستخدام الأدوات المالية الجديدة بإنشاء بنوك استثمار خاصة والسماح لها بالمشاركة في ملكية وإدارة مشروعات إنتاجية بموجب مواصفات جدوى اقتصادية جيدة إضافة لذلك على البنك المركزي ضمان شهادات الدين السندات الصادرة بشكل خاص عن مؤسسات المرافق العامة الاقتصادية سواء كانت حكومية أو خاصة.

إن الدور الذي ينبغي على البنك المركزي أن يمارسه في مواجهة مشكلات التنمية والتطور أوسع مساحة مما هو عليه الآن وأن لا يقتصر عمله على الرقابة الشديدة على النقد والائتمان المصرفي أو العمل على تحقيق الاستقرار النقدي من خلال وسائل الرقابة النقدية غير المباشرة على النقد حجما وكلفة ووفرة وإنما يتعدى ذلك إلى تطوير الأنظمة المصرفية والنقدية والمالية ويدعم السوق المالية عموما إلى مستوى يتلاءم مع متطلبات النمو الاقتصادي والمالي واستمراره زمانا ومكانا.

مساهمة القطاع المصرفي تحت إشراف المصرف المركزي في سوق الأوراق المالية من خلال إنشاء ما يسمى بصناديق الاستثمار، حيث تقوم بتجميع مدخرات الأفراد وتوجيهها نحو الاستثمارات طويلة الأجل عن طريق سياسة توجيه الائتمان سواء بتوسيع الانكماش حسب السياسات التي ترغب الدولة في تطبيقها إضافة لتملك هذا الجهاز العديد من الكوادر المالية والمصرفية المؤهلة والملمة بأنواع الأوراق المالية الأمر الذي يمكنها من توجيه عملائها نحو الاستثمار في الأوراق المالية المختلفة وقدرته على ترويج وتسويق الأسهم والسندات في بورصة الأوراق المالية.

الفصل الثالث

تمهيد الفصل الثالث:

يتميز البنك المركزي للعراق بدور حيوي في تعزيز الاستقرار النقدي والمالي في البلاد، وذلك من خلال تنظيم العمليات النقدية وتحديد السياسات النقدية المناسبة وإدارة احتياطات العملة الأجنبية والعمل على تنظيم الأنظمة المصرفية في البلاد. ويسعى البنك المركزي لتحقيق الاستقرار النقدي والمالي، والتي تعد أساساً لتحقيق النمو الاقتصادي والتنمية في البلاد.

من جانبها، تشهد السوق المالية في العراق تطوراً متسارعاً في الآونة الأخيرة، حيث توسعت قاعدة المستثمرين في السوق وتم تحديث الأنظمة والقوانين المتعلقة بها. ويسعى السوق المالي إلى توفير بيئة استثمارية مثالية وتحفيز المستثمرين على الاستثمار في الأدوات المالية المتاحة في السوق.

وتواجه البنك المركزي والسوق المالية في العراق تحديات عديدة، من بينها الاضطرابات السياسية والأمنية التي تشهدها البلاد، والتحديات الهيكلية والإصلاحية اللازمة لتطوير السوق المالية وزيادة شفافيتها وتحسين إدارتها. ومن الممكن إجراء دراسات تحليلية لتقييم أداء البنك المركزي والسوق المالية في العراق، وتحديد العوامل التي تؤثر عليها، وتوقع الآفاق المستقبلية للسوق المالية في العراق والتحديات التي ستواجهها.

وهذا ما سنتطرق إليه في هذا الفصل:

المبحث الأول: الإطار النظري للبنك المركزي و سوق المالي العراقي

المبحث الثاني: تحليل معدل السياسة النقدية والتضخم وسعر الفائدة والأداء المالي لسوق العراق للمدة

(2015-2020)

المبحث الثالث: اختبار فرضيات الدراسة للأداء المالي لسوق العراق للمدة (2015-2020).

المبحث الأول: الإطار النظري للبنك المركزي و سوق المالي العراقي.

يعتبر البنك المركزي في العراق جزءاً هاماً من النظام المالي والنقدي في البلاد، حيث يهدف إلى تحقيق الاستقرار النقدي والمالي ودعم النمو الاقتصادي. بينما تعتمد السوق المالية في العراق على أسس نظرية تتعلق بتشكيل الأسعار والعمليات المالية والاقتصادية. يتم دراسة هذه المواضيع لفهم العوامل التي تؤثر على أداء النظام المالي والنقدي في البلاد وتحسين الأداء في هذا المجال.

المطلب الأول: مفهوم البنك المركزي العراقي

يعتبر البنك المركزي العراقي من بين أهم المؤسسات المالية لدولة العراق لما له من دور فعال في إدارة شؤون النقد والقرض ويعتبر وجوده ضروري لتنفيذ السياسة النقدية وتحقيق الأهداف الاقتصادية للدولة.

1-تعريف البنك المركزي العراقي:¹

تأسس البنك المركزي العراقي سنة 1947 باسم (المصرف الوطني العراقي) وقد تم تغيير الاسم إلى ما هو عليه حالياً سنة 1965، ويعد من أوائل البنوك المركزية التي أنشأت في الشرق الأوسط وبضمنها الدول العربية جميعاً. وعلى الرغم من الثوابت التي عمل بها طيلة المدة المنصرمة والتي اقتضتها طبيعة المهام التي أنيطت بها، إلا أن هناك تغيرات جوهرية حصلت كان لها تأثيراً مباشراً على السياسة النقدية التي ينتهجها مما انعكس سلباً على مدى ومستوى تحقيق الأهداف التي أنشأ من أجلها ويمكن القول أن البنك مر خلال مسيرته تلك بأربعة مراحل وهي كما يلي:

المرحلة الأولى : وهي المرحلة الممتدة من تاريخ تأسيسه ولغاية سنة 1958 حينما تغير النظام السياسي القائم آنذاك.

¹ أحمد محمد فهمي سعيد، نظام النقد والتمويل في البنك المركزي العراقي -دراسة حالة-، البحوث العلمية، كلية الرافدين جامعة العراق، ص ص: 03/02.

المرحلة الثانية : والتي تمتد من سنة 1958 ولغاية صدور قانون البنك المرقم 64 لسنة 1976 المعدل والذي ألغي حالياً.

المرحلة الثالثة : وتمتد من سنة 1976 ولغاية 2003/04/09 أي بانتهاء الحرب الأخيرة.

المرحلة الرابعة : وهي المرحلة التي عقت تغيير النظام السياسي السابق ولحد الآن، والتي صدر خلالها قانون البنك الجديد رقم 56 لسنة 2004.

المطلب الثاني: مهام البنك المركزي العراقي:

من بين مهام البنك تتلخص كالاتي:

- ✓ صياغة السياسة النقدية وتنفيذها، بما في ذلك سعر الصرف الأجنبي؛
- ✓ حيازة جميع الاحتياطي الرسمي الأجنبي للعراق وإدارته؛
- ✓ حيازة الذهب وإدارة مخزون الدولة من الذهب؛
- ✓ تقديم الخدمات الاستشارية والمالية لمحكومة؛
- ✓ توفير خدمات السيولة للمصارف؛
- ✓ إصدار العملة العراقية وإدارتها؛
- ✓ تجميع ونشر البيانات الخاصة بالنظام المصرفي والمالي والبيانات الخاصة بالاقتصاد؛
- ✓ وضع نظم فعالة وسليمة للدفع والإشراف عليها وتعزيزها؛
- ✓ إصدار التراخيص والتصاريح للمصارف؛
- ✓ فتح وإمسك حسابات عن دفاتر حسابات المصارف المركزية الأجنبية والمنظمات المالية الدولية¹.

المطلب الثالث: نشأة السوق المالي العراقي

ترجع محاولات تأسيس سوق مالية عراقية إلى نهاية عقد الثلاثينيات من القرن الماضي بعد صدور القانون الذي سمح بتداول الأسهم والسندات عام (1939)، وأخذ عدد الشركات بالتزايد حتى وصل إلى (40)

¹ أحمد محمد فهمي سعيد، نظام النقد والتمويل في البنك المركزي العراقي -دراسة حالة-، مرجع سابق، ص ص: 03/02.

شركة عام (1950) وكانت أسهمها تتداول في سوق غير رسمية ، ثم صدر القانون رقم (31) لعام (1957) الذي أجاز للجمهور الاكتتاب في أسهم تلك الشركات، وبعد الأحداث السياسية التي شهدتها العراق في النصف الأول من الستينات صدر القانون رقم (100) لعام (1964) وتم بموجبه تأميم الشركات والمصارف التجارية وأدى ذلك إلى انخفاض تداول الأسهم بشكل كبير وأصبح النشاط الاقتصادي يدار من قبل الدولة حتى النصف الأول من الثمانينات .

ومع بداية عام (1987) شهد الاقتصاد العراقي تحولا وبدأ العمل بالتوجه إلى إشراك القطاع الخاص وضرورة معاشته للقطاع العام وتجسد ذلك بخصخصة بعض المشاريع المملوكة للدولة وإنشاء شركات مساهمة ومختلطة. فحينها ظهرت الحاجة إلى إنشاء سوق مالي منظم لتداول أسهم الشركات ، فقد تم تأسيس سوق بغداد للأوراق المالية بموجب القانون (24) لسنة (1991) وليتمتع السوق بالشخصية المعنوية والإدارية باعتباره مؤسسة ذات نفع عام لا تستهدف الربح وإنما تنظيم ومراقبة الأوراق المالية والتعامل بها وبما يكفل صحة وسهولة وحماية هذا التعامل وبما يخدم مصلحة الاقتصاد وتنمية الادخار والوعي الاستثماري، أفتتح التداول في السوق رسميا في 1992/03/23 ، ليتداول فيه أسهم الشركات المساهمة العراقية والسندات الحكومية وحوالات الخزينة وأوراق مالية عراقية وغير عراقية، وكان السوق يتكون من مجلس إدارة يضم مجلس سوق بغداد الذي يرأسه وكيل وزارة المالية ومدير عام السوق والمدير العام لدائرة تسجيل الشركات التابع لوزارة التجارة إضافة إلى ممثلين من المصارف المدرجة واتحاد الغرف الصناعية والتجارية واحد الوسطاء وممثلين اثنين عن الشركات المدرجة . ولقد توالى التشريعات والقوانين التي هدفت إلى تنظيم وضبط وتطوير التعامل في السوق، فقد أصدرت وزارة المالية النظام الداخلي للسوق عام (1986) وكذلك قانون الاستثمارات

العربية المرقم (46) لعام (1988) والذي منح تلك الاستثمارات إعفاءات ضريبية وحرية تحويل رأس المال الناتج عن أرباح المستثمر العربي، وأيضا صدور قانون الشركات رقم (21) لسنة (1997) والذي ألغى القانون السابق لعام (1983) والذي يهدف إلى التشجيع وإنشاء الشركات الخاصة والمختلطة وتطويرها، إضافة إلى صدور قانون شركات الاستثمار المالي الرقم (5) لعام (1998) والذي سمح بإنشاء الشركات ومزاولة أعمالها في تأسيس المحافظ الاستثمارية وممارسة أعمالها بعد الحصول على الموافقة من البنك

المركزي وخصوصا في إصدارها سندات قرض وشهادات الإيداع وفك أسعار الفائدة المقررة ، علاوة على تعاملها في شراء وبيع حوالات الخزينة والأسهم والسندات وإدارتها لبعض أعمال الوساطة المالية. ويذكر أن أول شركة استثمارية مالية عراقية (الأمين للاستثمار المالي) تأسست في 28/04/1999 وبرأسمال قدره مليون دينار، ومن ثم تعاقب تأسيس الشركات المالية فتأسست شركات (الأيام، والخيمة ، والزوراء، والوئام ، والقمة تباعا). إن قراءة سريعة لمؤشرات السوق تبين لنا التطور الملحوظ في قيمها فقد ازداد عدد الشركات المدرجة إلى (98) عام (2001) بعد أن كان (60) شركة، وزيادة عدد الأسهم بشكل كبير حيث وصل إلى (4004) مليون سهم بعد أن كان ما يقارب (50) مليون سهم عام (1991) ، في حين ازدادت القيمة السوقية حتى بلغت (497224) مليون دينار عام (2001) بعد أن كانت (3733) مليون دينار عام (1991). وعلى الرغم من كل ذلك بقيت السوق تعاني من الكثير من الظواهر السلبية سواء تعلق ذلك بسيولة الأوراق المالية وبدائية أسلوب التداول ومحدودية عدد المستثمرين وسيطرت عدد منهم على التعاملات في السوق وقصوره بالتعامل على المستثمرين المحليين وضعف الشفافية والتحليل المالي فيه، علاوة على تذبذب أسعار الأسهم وارتفاع المؤشرات وانخفاضها بين الفترة (1991-2001) ، كان طبيعيا أن السوق لم يستطع التواصل مع الأسواق الإقليمية والعربية والدولية كونه كان يعمل في ظل بيئة سياسية واقتصادية غير مستقرة عانت الكثير من الاختلالات.

المطلب الرابع: مفهوم السوق المالي العراقي

السوق مالي العراقي هو السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية والأدوات المالية الأخرى، مثل الأسهم والسندات والصكوك والعقود الآجلة والخيارات. وتحدد أسعار هذه الأدوات بناءً على العرض والطلب في السوق. ويتأثر السوق المالي بعدة عوامل، مثل الأحداث السياسية والاقتصادية والاجتماعية والطبيعية، ويتم تحليلها وتوثيقها بشكل منتظم. وتساعد أسواق المال على تسهيل تداول الأوراق المالية والأدوات المالية الأخرى بين المستثمرين المختلفين، بما في ذلك الأفراد والشركات والمؤسسات الحكومية والأجانب.

• تعريف السوق المالي العراقي: ISX (Irak Stock Exchange)

أسس بموجب القانون رقم 74 لسنة 2003 وبأشرف نشاطه في 24/06/2004 يقع مركز السوق في بغداد، وله الحق في فتح فروع له في مدن عراقية أخرى، له شخصية معنوية ومستقلة ماليا وإداريا عن

الحكومة ووزارة المالية ولا يستهدف الربح، وتعود ملكيته للأعضاء ، ويهدف السوق إلى تنظيم وتسهيل التعامل بالأوراق المالية، وكذلك أعمال التسوية المالية والمقاصة والحفظ والإيداع وغيرها، كما يسعى السوق إلى نشر الوعي الاستثماري وكذلك فرص الاستثمار، علاوة على التواصل مع اتحادات أسواق المال العربية والدولية بهدف تطوير نشاط السوق. كما إن السوق هو كيان قانوني ذو استقلال مالي وإداري، وله الحق في رفع دعاوي أمام المحاكم، وله الحق بفرض غرامات مالية على الخاضعين لسلطة السوق والذين يخرقون اللوائح والقوانين

والتعليمات الخاصة بالسوق والهيئة. يمول السوق نفسه من الرسوم التي تدفع من الشركات المدرجة والعمولات التي يحصل عليها من حجم التعامل التجاري الذي يتم في السوق، إضافة إلى الغرامات المفروضة.¹

¹ د. حسين كريم حمزة، غسان رشاد عبد الحميد، سوق العراق للأوراق المالية نشأته- تحليل تقييم مؤشراتته، جامعة الكوفة، كلية الإدارة والاقتصاد، ص 15/14/13.

المبحث الثاني: تحليل معدل السياسة النقدية والتضخم وسعر الفائدة والأداء المالي لسوق العراق للمدة (2015-2020)

تلعب الأدوات المستخدمة من قبل البنك المركزي دورا حاسما في تحقيق الاستقرار وتعزيز أداء سوق العراق المالي، ومن خلال تنفيذ سياسات نقدية متنوعة وضبط معدلات الفائدة وتنظيم السيولة، يسعى البنك المركزي إلى خلق بيئة مالية تشجع على الاستثمار والنمو الاقتصادي. يعتبر تحليل تأثير هذه الأدوات على أداء السوق أمرا حيويا لفهم العلاقة بينهما واتخاذ القرارات السليمة.

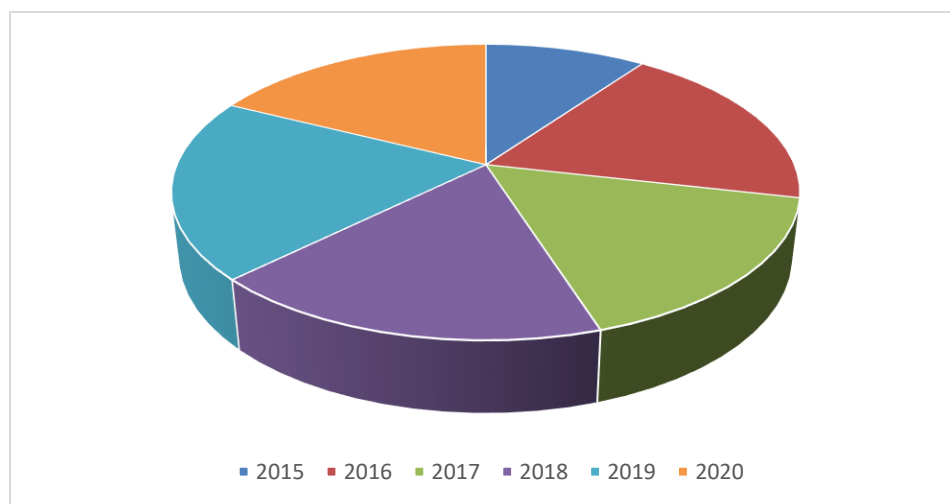
المطلب الأول: تحليل معدل السياسة النقدية في العراق للمدة (2015-2020)

جدول رقم (01) معدل السياسة النقدية في العراق للمدة (2015-2020).

السنوات	2015	2016	2017	2018	2019	2020
معدل السياسة النقدية %	2.25 %	4.25 %	3.75 %	04 %	4.50 %	04 %

المصدر: البنك المركزي العراقي المديرية العامة للإحصاء والأبحاث، التقرير الاقتصادي السنوي، للسنوات (2015-2020).

الشكل رقم (02): معدل السياسة النقدية في العراق (2015-2020).



المصدر: من إعداد الطالبين على مخرجات word-offices

نلاحظ من الجدول رقم (01) أن معدل السياسة النقدية في سنة 2015 كان منخفضا جدا بنسبة 2.25% قد يكون الهدف وراء ذلك هو تعزيز الاقتراض وتحفيز الاستثمار لتحفيز النمو الاقتصادي في ظل التحديات الاقتصادية التي كانت تواجهها البلاد، مثل تدني أسعار النفط والصراعات الداخلية. وفي سنة 2016 شهد معدل السياسة النقدية ارتفاعا ملحوظا بمعدل 4.25% قد يكون السبب وراء ذلك هو الحاجة إلى ضبط التضخم والحفاظ على استقرار الأسعار في ظل تأثير انخفاض أسعار النفط على الاقتصاد العراقي وتحديات استقرار المالي والنقدي. تم تخفيض معدل السياسة النقدية إلى 3.75% في سنة 2017، وقد يكون الهدف وراء ذلك هو تحفيز النمو الاقتصادي وتشجيع الاستثمار في ظل تحسين الظروف الاقتصادية المحلية والعالمية، وتوفير تمويل مسير للقطاع الخاص وتشجيع القروض المصرفية. ظل معدل السياسة النقدية ثابتا في سنة 2018 بمعدل 4% وقد يكون الهدف وراء الحفاظ على استقرار وتوازن النقدية وتحسن الظروف الاقتصادية المحلية والعالمية وتعزيز الثقة في النظام المالي. تم رفع المعدل إلى 4.50% في سنة 2019 وهذا لضبط التضخم والحفاظ على استقرار الأسعار. وفي سنة 2020 كان معدل السياسة النقدية 4% حيث اتخذت الحكومة العراقية إجراءات اقتصادية ومالية، بما في ذلك تعديل معدل السياسة النقدية وتنفيذ برامج لتخفيف التأثيرات الاقتصادية السلبية حيث قامت الحكومة بتعديلات أخرى في السياسة النقدية خلال هذه السنة وما بعدها لمواجهة التحديات الناجمة عن الجائحة (COVID-19).

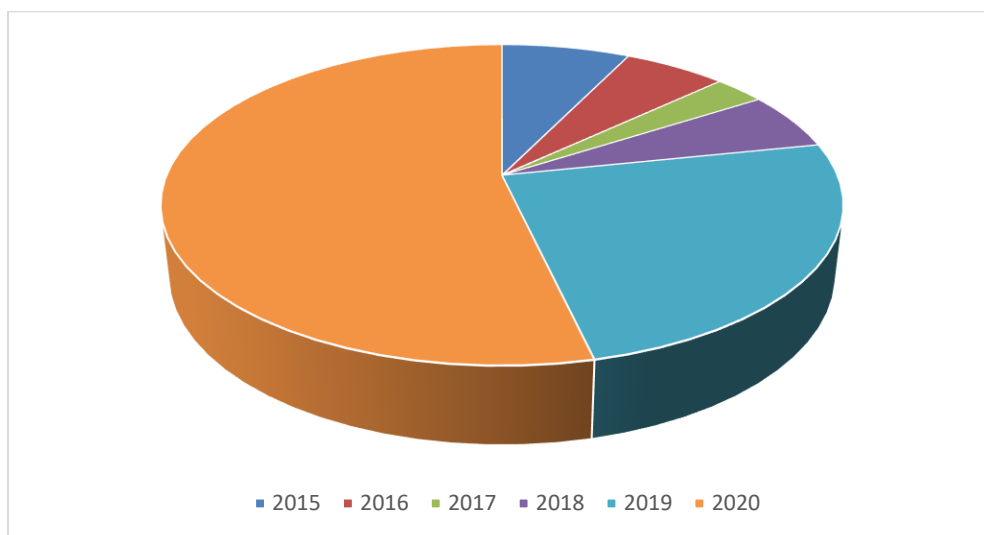
المطلب الثاني: تحليل معدل التضخم في العراق للمدة (2020-2015)

جدول رقم (02) معدل التضخم في العراق للمدة (2020-2015).

السنوات	2015	2016	2017	2018	2019	2020
معدل التضخم %	0.5 %	0.4 %	0.2 %	0.4 %	1.7 %	3.7 %

المصدر: البنك المركزي العراقي المديرية العامة للإحصاء والأبحاث، التقرير الاقتصادي السنوي، للسنوات (2020-2015).

الشكل رقم (03): معدل التضخم في العراق للمدة (2020-2015).



المصدر: من إعداد الطالبين على مخرجات word-offices

نلاحظ من الجدول رقم (02) أن معدل التضخم في سنة 2015 سجلت 0.5% وهذا راجع في الغالب إلى تراجع أسعار النفط، الذي يعتبر مصدرا رئيسيا للإيرادات في العراق، حيث انخفض أسعار النفط تسبب في انكماش النشاط الاقتصادي وتراجع الطلب المحلي مما أدى إلى ضغط على التضخم. وواصلت معدلات التضخم في الانخفاض في عام 2016 إلى 0.4% بسبب تحفيز الاقتصاد وتعزيز الاستقرار المالي والنقدي.

وفي سنة 2017 بلغ معدل التضخم 0.2% ويرجع ذلك لمجموعة من المتغيرات الدولية والعوامل الخارجية وتحسن الأوضاع الاقتصادية والأمنية للبلاد هذا يعني أن السياسة النقدية قد نجحت في تخفيض

معدلات التضخم فقد استطاعت عن طريق مزادات العملة وإصدار العملة الجديدة بمواصفات جيدة من تخفيض معدلات التضخم إلى مستويات مقبولة نسبياً. وفي سنة 2018 ارتفع إلى 0.4% نفس معدل لسنة 2016.

شهدت عام 2019 ارتفاعاً ملحوظاً في معدل التضخم إلى 1.7% تأثر الاقتصاد العراقي بتباطؤ النمو العالمي واستمرار تحديات الأمن والسياسة.

وفي عام 2020، بقي معدل التضخم في الارتفاع حيث بلغ 3.7% وكانت هذه الزيادة في معدل التضخم نتيجة تأثير جائحة كورونا على الاقتصاد العراقي والتحديات المالية والاقتصادية المصاحبة لها.

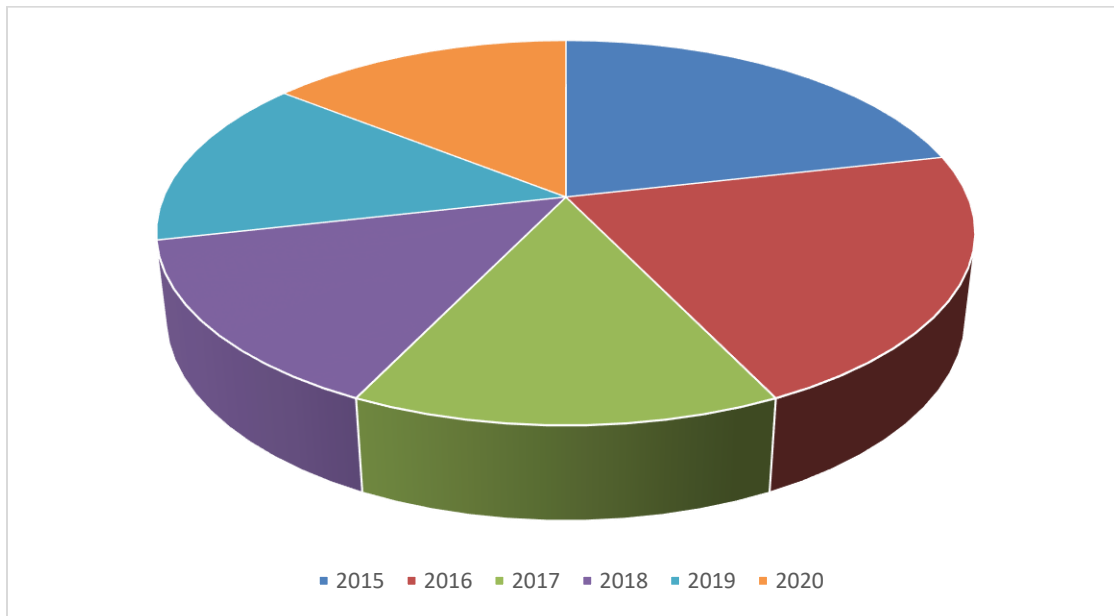
المطلب الثالث: تحليل معدل سعر الفائدة في العراق للمدة (2020-2015)

جدول رقم (03) معدل سعر الفائدة في العراق للمدة (2020-2015).

السنوات	2015	2016	2017	2018	2019	2020
معدل سعر الفائدة %	06 %	06 %	04 %	04 %	04 %	04 %

المصدر: البنك المركزي العراقي المديرية العامة للإحصاء والأبحاث، التقرير الاقتصادي السنوي، للسنوات (2020-2015).

الشكل رقم (04) : معدل سعر الفائدة في العراق للمدة (2020-2015).



المصدر: من إعداد الطالبين على مخرجات word-offices

نلاحظ من الجدول رقم (03) أن معدلات الفائدة في الفترة من سنة 2015 إلى 2020، بقيت ثابتة في العراق ما بين 06% و 04% وهذا يعني أن البنك المركزي للعراق حافظ على السياسة النقدية مستقرة ولم يجر أي تغييرات في معدل الفائدة خلال تلك السنوات.

استقرار معدل الفائدة يمكن أن يكون ناتجا عن عدة عوامل، بما في ذلك الأوضاع الاقتصادية العامة ومعدلات التضخم وسياسة البنك المركزي، على سبيل المثال إذا كان هناك استقرار اقتصادي ومعدلات تضخم منخفضة، فقد يكون البنك المركزي يرى أنه ليس هناك حاجة لتغيير معدل الفائدة. ويهدف ذلك إلى دعم الاستقرار المالي تشجيع الاستثمار والنمو الاقتصادي.

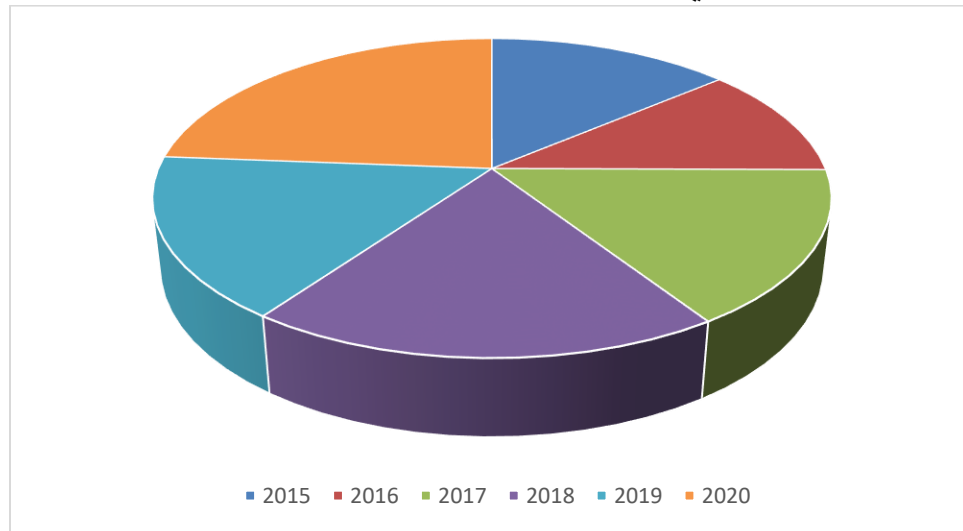
المطلب الرابع: تحليل الأداء المالي لسوق العراق للمدة (2015-2020)

جدول رقم (04) قيمة الأداء المالي لسوق العراق للمدة (2015-2020).

السنوات	2015	2016	2017	2018	2019	2020
قيمة سوقية تريليون دينار عراقي	9.787	7.997	11.101	13.539	11.547	16.831

المصدر: البنك المركزي العراقي المديرية العامة للإحصاء والأبحاث، التقرير الاقتصادي السنوي، للسنوات (2015-2020).

الشكل رقم (05): قيمة الأداء المالي لسوق العراق للمدة (2015-2020).



المصدر: من إعداد الطالبين على مخرجات word-offices

نلاحظ من الجدول رقم (04) في سنة 2015 نلاحظ تسجيل القيمة السوقية لهذه السنة 9.787 تريليون دينار عراقي حيث تعكس هذه القيمة الحجم العام للأسواق المالية في العراق لهذه السنة. وفي سنة 2016 انخفضت القيمة السوقية الإجمالية للعراق إلى 7.997 تريليون يمكن أن تكون هذه الانخفاضات نتيجة التحديات الاقتصادية والسياسية التي تواجهها البلاد في هذه السنة. وفي سنة 2017 شهدت القيمة السوقية الإجمالية للعراق ارتفاعا ملحوظا حيث تصل إلى 11.101 تريليون دينار عراقي، يمكن أن يكون هذا الارتفاع نتيجة تحسين الظروف الاقتصادية والاستقرار النسبي في البلاد.

واستمرت القيمة السوقية في الارتفاع إلى 13.539 تريليون دينار عراقي في سنة 2018 قد يشير هذا الارتفاع إلى تحسن الثقة في الأسواق المالية العراقية وزيادة الاستثمارات. وفي سنة 2019 تشهد القيمة السوقية انخفاضا إلى 11.547 تريليون دينار عراقي في هذه السنة، يمكن أن يكون هذا الانخفاض نتيجة للتحديات الاقتصادية و السياسية. كما شهدت القيمة السوقية في سنة 2020 ارتفاعا ملحوظا لتصل إلى 16.831 تريليون دينار عراقي يمكن تفسير هذا الارتفاع على النحو التالي:

- رغم تأثير الجائحة (COVID-19) على الاقتصاد العالمي والعراق، إلا أن السوق المالية استجابت بشكل إيجابي لبعض التحديات الناجمة عن الوضع الراهن. فقد رأينا ارتفاعا في نشاط التداول والاهتمام بالأسهم في بعض القطاعات الرئيسية.
- تحسن الثقة في السوق قد تكون الثقة أكبر في السوق المالية نتيجة التحسين العام في الظروف الاقتصادية والسياسية في البلاد، والجهود المبذولة لتعزيز الاستثمار والتنمية الاقتصادية.
- إصلاحات السوق المالية حيث شهد العراق بعض الإصلاحات في السوق المالية خلال هذه الفترة، بما في ذلك تحسين إجراءات التداول وزيادة الشفافية وتعزيز حماية حقوق المستثمرين، قد ساهمت هذه الإصلاحات في زيادة الثقة و النشاط في السوق.

المبحث الثالث: اختبار فرضيات الدراسة للأداء المالي لسوق العراق للمدة (2015-2020)

تعد سوق الأوراق المالية من أهم المؤشرات الاقتصادية في أي دولة، حيث تعكس صحة الاقتصاد واستقراره، وفي سياق دراستنا سنركز على سوق العراق ونحلل علاقة كل من السياسة النقدية والتضخم وسعر الفائدة وأداء السوق في الفترة من 2015 إلى 2020 من خلال البرنامج الإحصائي SPSS تحصلنا على النتائج المبينة في الجداول أدناه:

الجدول رقم (05): جدول النتائج الإحصائية للمتغيرات (السياسة النقدية، التضخم، سعر الفائدة)

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.	Correlations		
	B	Std. Error	Beta			Zero-order	Partial	Part
(Constant)	23,436	7,693		3,046	,093			
التضخم	1,344	,629	,594	2,137	,166	,774	,834	,543
سعر الفائدة	-1,925	,938	-,646	-2,052	,177	-,732	-,823	-,521
السياسة النقدية	-1,107	1,158	-,287	-,956	,440	,214	-,560	-,243

a. Dependent Variable: القيمة السوقية

المصدر: من إعداد الطالبين على مخرجات الحاسبة الالكترونية (برنامج SPSS)

الجدول رقم (06): جدول النتائج الإحصائية للبنك المركزي العراقي

Coefficients^a

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	T	Sig.
	B	Ecart standard	Bêta		
1 (Constante)	5,371	9,651		,557	,608
Cen	2,007	2,985	,319	,673	,538

a. Variable dépendante : القيمة السوقية

المصدر: من إعداد الطالبين على مخرجات الحاسبة الالكترونية (برنامج SPSS)

المطلب الأول: دور السياسة النقدية على أداء السوق المالي العراقي للمدة (2015-2020)

الجدول رقم (07): جدول النتائج الإحصائية الخاص بالسياسة النقدية

المعنوية Sig	B	المتغير
0.214	-1.107	السياسة النقدية

المصدر: من إعداد الطالبين على مخرجات الحاسبة الالكترونية (برنامج SPSS)

نلاحظ من الجدول رقم (07) واستنادا إلى قيمة المعنوية بمستوى الدلالة المعتمدة (0.05) والذي كانت قيمته أقل من مستوى الدلالة المحسوب (0.214) فإنه لا يوجد دور للسياسة النقدية على أداء السوق المالي العراقي .

وبناء على ذلك، يمكن أن يكون هناك عدة أسباب لعدم وجود تأثير قوي لسياسة النقدية على أداء السوق المالي العراقي للفترة الممتدة من 2015 إلى 2020 ومن بين هذه الأسباب نذكر ما يلي:

1. السياسات الأخرى: للسوق المالي العراقي أوضاع اقتصادية وسياسية أخرى مؤثرة أكثر على أدائه خلال هذه الفترة. وهناك تغيرات في السياسات الحكومية الأخرى، مثل السياسات الضريبية والتجارية، والتي قد تؤثر على أداء السوق المالي بشكل أكبر من سياسة النقدية.
2. تأثيرات خارجية: وهناك تأثيرات خارجية تتعلق بالأحداث الإقليمية والعالمية، مثل تقلبات أسعار النفط والتوترات الجيوسياسية، والتي قد تغير الديناميكيات الاقتصادية والسياسية في العراق وتؤثر على أداء السوق المالي.
3. العوامل الهيكلية للسوق المالي: للسوق المالي العراقي بنية وطبيعة هيكلية محددة تجعله أقل تأثرًا بسياسة النقدية. وهناك عوامل محلية أخرى مثل ضعف الأساس الأساسي للشركات المدرجة وقيود التداول والشفافية، والتي قد تلعب دورًا في عدم تأثير سياسة النقدية بشكل كبير على أداء السوق.

المطلب الثاني: دور التضخم على أداء السوق المالي العراقي للمدة (2015-2020)

الجدول رقم (08): جدول النتائج الإحصائية الخاص بالتضخم

المتغير	B	المعنوية Sig
التضخم	1.344	0.774

المصدر: من إعداد الطالبين على مخرجات الحاسبة الالكترونية (برنامج SPSS)

نلاحظ من الجدول رقم (08) واستنادا إلى قيمة المعنوية بمستوى الدلالة المعتمدة (0.05) والذي كانت قيمته أقل من مستوى الدلالة المحسوب (0.774) فإنه لا يوجد دور للتضخم على أداء السوق المالي العراقي. ومن النتائج التي تم ذكرها، هناك عدة أسباب لعدم وجود دور ملحوظ للتضخم على أداء السوق المالي العراقي للفترة الممتدة من 2015 إلى 2020 ومن بين هذه الأسباب نذكر ما يلي:

- 1- سياسات الحكومة والبنك المركزي: قد يكون للسياسات الاقتصادية والنقدية التي اتخذتها الحكومة العراقية والبنك المركزي تأثيرًا إيجابيًا على السوق المالي، مما يقلل من تأثيرات التضخم. قد تشمل هذه السياسات السيطرة على النفقات الحكومية، وتعزيز الاستقرار المالي والنقدي.

2- العوامل الاقتصادية الأخرى: هناك عوامل أخرى تؤثر بشكل أكبر على أداء السوق المالي العراقي خلال الفترة. وهي التغيرات في أسعار النفط، الاضطرابات السياسية، والاقتصاد العالمي له تأثير أكبر على السوق المالي بالمقارنة مع التضخم.

3- طبيعة السوق المالي العراقي: السوق المالي العراقي مستقل بشكل كبير عن التضخم، وقد يكون لديه هيكلية أو خصائص فريدة تجعله أقل تأثرًا بتغيرات معدلات التضخم. ولديه أنشطة اقتصادية أخرى تؤثر بشكل أكبر على الأداء المالي.

المطلب الثالث: دور سعر الفائدة على أداء السوق المالي العراقي للمدة (2015-2020)

الجدول رقم (09): جدول النتائج الإحصائية الخاص بسعر الفائدة

المتغير	B	المعنوية Sig
سعر الفائدة	1.925	-0.772

المصدر: من إعداد الطالبين على مخرجات الحاسبة الالكترونية (برنامج SPSS)

نلاحظ من الجدول رقم (09) واستنادا إلى قيمة المعنوية بمستوى الدلالة المعتمدة (0.05) والذي كانت قيمته أقل من مستوى الدلالة المحسوب (-0.772) فإنه لا يوجد دور لسعر الفائدة على أداء السوق المالي العراقي. وهذا راجع لعدة أسباب لعدم وجود تأثير قوي لسعر الفائدة على أداء السوق المالي العراقي للفترة الممتدة من 2015 إلى 2020 ومن بين هذه الأسباب نذكر ما يلي:

1- العوامل الاقتصادية الأخرى: هناك عوامل أخرى ذات تأثير أكبر على أداء السوق المالي العراقي خلال هذه الفترة. وهي التغيرات في أسعار النفط، الاضطرابات السياسية، والظروف الاقتصادية الأخرى لها تأثيرات أكبر على السوق المالي بالمقارنة مع سعر الفائدة.

2- تأثيرات سياسية وقانونية: هناك تأثيرات سياسية وقانونية تؤثر على سوق المال في العراق، والتي تتجاوز تأثير سعر الفائدة. قد تشمل هذه العوامل التغيرات في السياسات الحكومية والقوانين المالية والضوابط المصرفية.

3- طبيعة السوق المالي العراقي: للسوق المالي العراقي خصائص وهيكلية فريدة تجعله أقل تأثرًا بسعر الفائدة. قد يكون لديه نشاط اقتصادي آخر يؤثر على أداء السوق بشكل أكبر، أو يتأثر بعوامل أخرى مثل التجارة الخارجية والاستثمارات الأجنبية.

المطلب الرابع: دور البنك المركزي على أداء السوق المالي العراقي للمدة (2015 - 2020)

الجدول رقم (10) : جدول النتائج الإحصائية الخاص بالبنك المركزي

المتغير	B	المعنوية Sig
البنك المركزي	2.007	0.538

المصدر: من إعداد الطالبين على مخرجات الحاسبة الالكترونية (برنامج SPSS)

نلاحظ من الجدول رقم (10) واستنادا إلى قيمة المعنوية بمستوى الدلالة المعتمدة (0.05) والذي كانت قيمته أقل من مستوى الدلالة المحسوب (0.538) فإنه لا يوجد دور للبنك المركزي على أداء السوق المالي العراقي، وللتحليل الكامل لسبب عدم وجود دور للبنك المركزي على أداء السوق المالي العراقي من عام 2015 إلى 2020، يتطلب ذلك دراسة مفصلة للظروف الاقتصادية والسياسية في العراق خلال هذه الفترة. ومع ذلك يمكن توفير بعض النقاط التي يمكن أن تساهم في فهم عدم وجود تأثير قوي للبنك المركزي على السوق المالية ومن بين هذه الأسباب نذكر ما يلي:

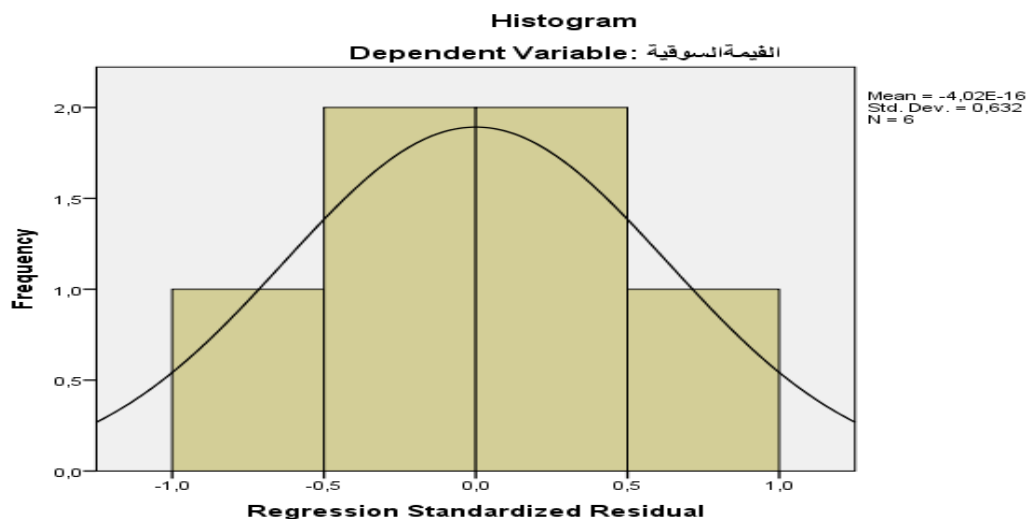
1- العوامل السياسية والأمنية: الأوضاع السياسية والأمنية غير المستقرة في العراق قد أثرت سلبًا على الثقة في السوق المالية. و عدم استقرار في البلاد واحتمالات الصراعات والتوترات الأمنية التي تجعل المستثمرين يترددون في الدخول إلى السوق أو الاستثمار فيها.

2-السياسات النقدية والمالية: عدم وجود تناغم أو تنسيق بين السياسات النقدية والمالية في العراق. إذا كان هناك انعدام الثقة في الاستقرار النقدي أو السياسات المالية غير الفعالة، فقد يؤدي ذلك إلى عدم تأثير البنك المركزي على السوق المالية بشكل كبير.

3-الهيكل المالي والاقتصادي: عدم كفاية في الهيكل المالي والاقتصادي في العراق، مما يقيد القدرة على تحقيق تأثير قوي للبنك المركزي على السوق المالية. و هناك نقص في البنية التحتية المالية والمؤسسات المالية الأخرى التي تعزز وتدعم تأثير البنك المركزي.

4-العوامل الخارجية: يمكن أن تؤثر العوامل الخارجية مثل الأزمات المالية العالمية أو تقلبات أسواق النفط على أداء السوق المالية العراقية بشكل كبير، وبالتالي يكون لها تأثير أكبر من تأثير البنك المركزي.

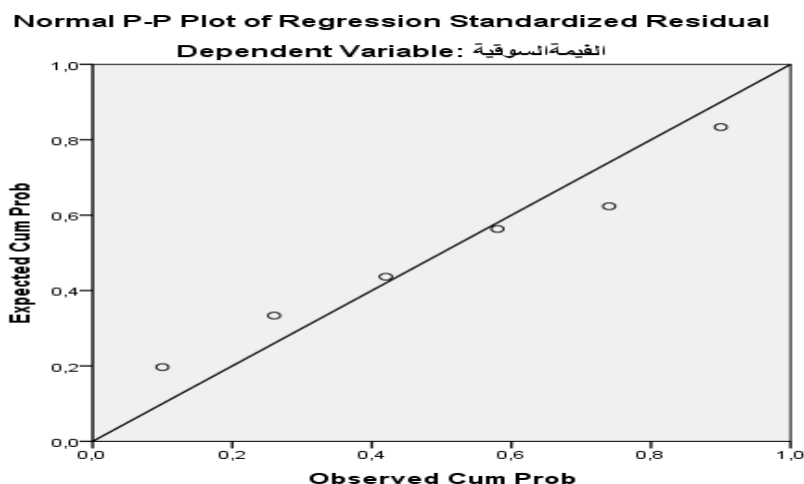
الشكل رقم (06) :



المصدر: من إعداد الطالبين على مخرجات الحاسبة الالكترونية (برنامج SPSS)

يتضح من الشكل المدرج التكراري أن البيانات يتبع التوزيع الطبيعي.

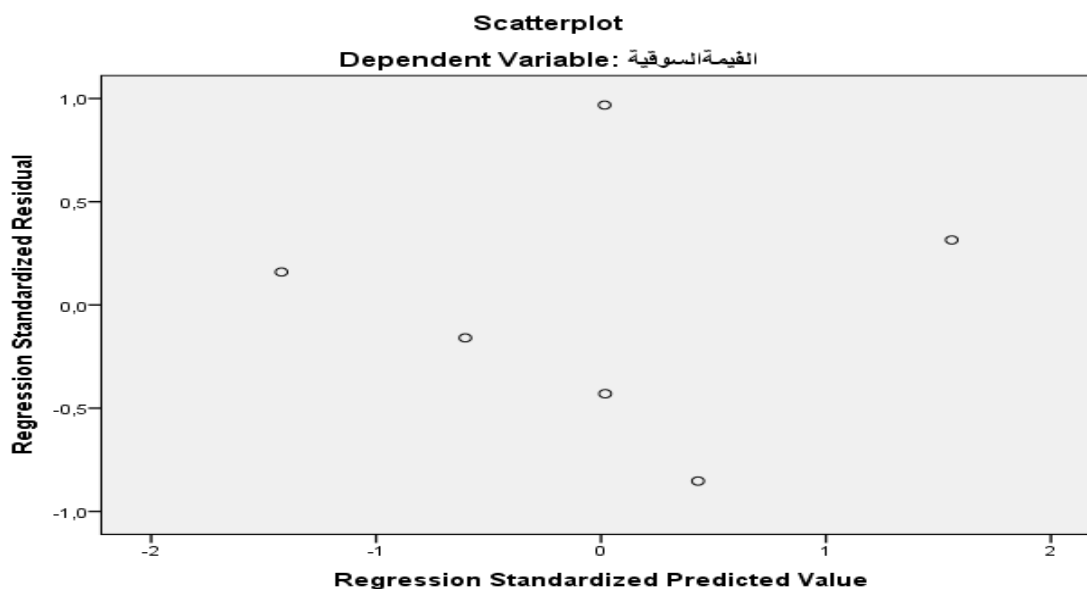
الشكل رقم (07):



المصدر: من إعداد الطالبين على مخرجات الحاسبة الالكترونية (برنامج SPSS)

يوضح الشكل البياني p.p.plot أن البيانات تتجمع حول الخط المستقيم وبالتالي فإن البواقي Residuals تتوزع حسب التوزيع الطبيعي وهو شرط من شروط إختبار الانحدار.

الشكل رقم (08) :



المصدر: من إعداد الطالبين على مخرجات الحاسبة الالكترونية (برنامج SPSS)

يوضح الشكل البياني شكل انتشار للبقايا Residuals مع القيم المتوقعة ومنه يتضح عدم وجود نمط معين للنقاط في الشكل وهذا يتسق مع شرط الخطية المتطلب لاختبار الانحدار.

خاتمة الفصل:

وفي ختام هذا الفصل، تم استكشاف دور رقابة البنك المركزي في استقرار الأسواق المالية في العراق خلال فترة زمنية محددة. تم تحليل البيانات والتوصل إلى بعض النتائج المهمة. تبين أن البنك المركزي ليس له دور في تعزيز استقرار الأسواق المالية، وتوصلنا إلى نتائج متفاوته بشأن عدم تأثير السياسة النقدية والتضخم وسعر الفائدة على أداء الأسواق المالية في العراق.

رغم ذلك يجب أن نلاحظ أن هناك تفاوتاً في تأثير كل عامل وفقاً للظروف الاقتصادية والسياسية والمؤسسية المحيطة. تعزز هذه النتائج أهمية متابعة سياسات البنك المركزي وتقييمها بشكل دوري لضمان استقرار الأسواق المالية. يوصى بتعزيز الجهود المستمرة لتحسين الرقابة والتنسيق بين البنك المركزي والجهات المعنية الأخرى لتحقيق أفضل نتائج. على الرغم من التحديات التي تواجه الأسواق المالية في العراق، إلا أن وجود بنك مركزي قوي وفاعل ويسهم في الاستقرار. يجب أن يستمر العمل على تعزيز دور البنك المركزي في تنظيم الأسواق المالية وتحقيق الشفافية والثقة والنمو الاقتصادي وتحقيق استقرار مستدام في العراق.

خاتمة عامة

خاتمة:

في ختام هذه الدراسة المتعلقة بدور رقابة البنك المركزي في استقرار أسواق العراق المالية من 2015 إلى 2020، نتفق على أن استقرار الأسواق المالية يعد أساساً أساسياً لتحقيق التنمية الاقتصادية والاستقرار المالي في البلد.

قدمت هذه الدراسة رؤية شاملة للدور الحيوي الذي يلعبه البنك المركزي في ضمان استقرار الأسواق المالية. وقد توصلت الدراسة إلى أن سياسات البنك المركزي ورقابته لا تؤثر بشكل ملموس في سلامة واستقرار الأسواق المالية.

يعمل البنك المركزي على تنفيذ سياسات نقدية حكيمة، بما في ذلك تحديد سعر الفائدة ومراقبة السيولة المالية، بهدف تعزيز الاستثمار وخلق بيئة تجارية مستقرة، وفي ضوء النتائج التحليلية التي تم عرضها، يوصى بأن يستمر البنك المركزي في تعزيز دوره في ضبط ورقابة الأسواق المالية في العراق. يجب أن يتمتع البنك المركزي بقدر كاف من الاستقلالية والقوة التنظيمية للتصدي للتحديات والمخاطر المحتملة وللتأثيرات الخارجية التي يمكن أن تؤثر في استقرار السوق.

بالإضافة إلى ذلك، ينبغي التعاون والتنسيق بين البنك المركزي والجهات الرقابية الأخرى، وكذلك توطيد التعاون مع الهيئة العامة للأوراق المالية والبورصة العراقية والمؤسسات المالية الأخرى. يتطلب ذلك توحيد الجهود وتبادل المعلومات والخبرات لتحقيق الشفافية والمساءلة في عمليات الرقابة واتخاذ القرارات.

➤ نتائج الدراسة

- عدم تحقيق الاستقرار المالي: قد يتسبب غياب دور البنك المركزي في ضعف استقرار الأسواق المالية في العراق.
- عدم التأثير المباشر للسياسة النقدية يشير ذلك إلى أن القرارات المتعلقة بالسياسة النقدية للبنك المركزي قد لا تكون العامل الرئيسي على أداء الأسواق المالية بالعراق، قد يكون هناك عوامل أخرى تلعب دوراً أكثر أهمية في تحديد أداء الأسواق. على عكس الدراسة السابقة (السياسة

- النقدية والمالية وأداء سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2006-2017) التي توصلت
نتيجتها إلى وجود أن للسياسة النقدية والمالية أثر إيجابي علي القيمة السوقية.
- لم يتبين وجود أي تأثير قوي أو معنوي لارتفاع معدل التضخم على أداء سوق العراق المالي خلال الفترة المدروسة. على الرغم من التوقعات السابقة والفرضيات المقدمة، أظهرت البيانات الإحصائية عدم وجود علاقة قوية أو تأثير يمكن تحديده بوضوح بين معدل التضخم وأداء السوق
 - إن المستثمرين في سوق الأوراق المالية بحاجة ماسة للتنوع في استثماراتهم وذلك من اجل تدعيم كفاءتهم وقدرتهم على التعامل مع التغيرات المحتملة في أسعار الفائدة.

➤ توصيات الدراسة

- على أساس النتائج المتوصل إليها من خلال هذه الدراسة ارتأينا بعض التوصيات التي نراها مناسبة:
- العمل على تعزيز دور البنوك المركزية في إنشاء البنية التحتية لسوق المالية، وتحفيز الجهاز المصرفي على تنشيط السوق المالي .
 - المراجعة الإستراتيجية الاستثمارية قد يكون من الضروري إعادة التقييم والمراجعة للخطط الاستثمارية الحالية لتعكس عدم تأثير السياسة النقدية. ينبغي النظر في العوامل الأخرى التي قد تؤثر على أداء الأصول المالية وتوجيه الاستثمارات بناء على تلك العوامل.
 - تحسين السياسة النقدية : وضع سياسات نقدية فعالة للتحكم في التضخم والحفاظ على استقرار العملة.
 - يُنصح بتنويع مصادر الاستثمار وتوجيهها إلى قطاعات أخرى غير السوق المالي في حالة عدم تأثير سعر الفائدة على أداء السوق المالي. يمكن التفكير في الاستثمار في القطاع العقاري، أو القطاع الصناعي، أو القطاع التجاري وغيرها من القطاعات التي تظهر نمواً وفرص استثمارية مستدامة.

قائمة المراجع

الكتب باللغة العربية

- 1- محمد أحمد الأفندي، النقود والبنوك، دار الكتاب الجامعي، صنعاء، 2009.
- 2- حسين محمد سمحان، سهيل أحمد سمحان، النقود و المصارف، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان.
- 3- زينب حسين عوض الله، اقتصاديات النقود والمال، دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر، 2007.
- 4- نبيل حشاد، استقلالية البنوك المركزية بين التأييد والمعارضة، اتحاد المصارف العربية، لبنان، 1994.
- 5- رحيم حسين، الاقتصاد المصرفي، دار بهاء الدين للنشر والتوزيع، الجزائر، 2008.
- 6- حسن حمدي، دليلك إلى البورصة والأسهم وأسواق المال، دار الكتاب العربي، مصر: القاهرة، الطبعة الأولى، 2006.
- 7- محمد صالح جابر، الاستثمار بالأوراق المالية: مدخل في التحليل الأساسي والفني للاستثمارات، دائرة المكتبات والوثائق الوطنية، الأردن، عمان، 1989.
- 8- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية: البورصة، دار أسامة، الأردن: عمان، الطبعة الأولى، 2008.
- 9- مصطفى رشدي شيحة، زينب حسن عوض الله، النقود والبنوك والبورصات، دار المعرفة الجامعية، مصر: الإسكندرية، 1992.
- 10- شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، سوريا، دمشق، الطبعة الأولى، 2002.
- 11- سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، مصر: القاهرة، الطبعة الأولى، 1996.
- 12- مصطفى رشيد شيحة، اقتصاديات النقود والمصارف المالية، دار المعارف الجامعية، مصر، 1996.
- 13- منير إبراهيم الهندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
- 14- أحمد سعيد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1999.

- 15- محمد صالح الحناوي وعبد الفتاح عبد السلام، المؤسسات المالية: البورصة والبنوك، الدار الجامعية، مصر، 1998.
- 16- أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري قسنطينة، 2002 - 2003.
- 17- عبد الغفار حنفي ورسمية قريا قص، أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000 .
- 18- محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العيد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- 19- ماهر كنج شكري، مروان عوض، المالية الدولية: العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق، دار حامد للنشر والتوزيع، الأردن: عمان، الطبعة الأولى، 2004.

المذكرات

- 1- العايب أمال، البنك المركزي ودوره في استقرار سعر الصرف دراسة حالة الجزائر (2000-2013)، مذكرة نيل شهادة ماستر في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015/2014.
- 2- حورية حماني، آليات رقابة البنك المركزي على البنوك التجارية وفعاليتها -حالة الجزائر-، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2006/2005.
- 3- جاسم كريمة، رمل خديجة، دور البنوك في تنشيط الأسواق المالية عن طريق التمويل الإسلامي دراسة حالة ماليزيا 2008-2018، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماستر في العلوم الاقتصادية، جامعة يحي فارس، المدينة، 2019/2018.
- 4- ناجية عاشور، دور البنك المركزي في إدارة السيولة النقدية " دراسة مقارنة بين الجزائر وتونس"، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014.
- 5- حسين عبد المطلب الأسرج، دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر، رسالة ماجستير في الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، مارس 2002.

الأطروحات

1- حمداني معمر، أثر استقلالية البنك المركزي على فعالية السياسة النقدية في الجزائر، أطروحة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الدكتوراه، جامعة الجزائر، 2022/2021.

المجلات

- 1- عبد الحفيظ خزان، الأسواق المالية الناشئة في الدول النامية دراسة مجموعة الأسواق المالية الناشئة من 1994/2016، مجلة الاقتصاد الصناعي، جامعة الشهيد حمة لخضر الوادي، جوان 2017.
- 2- محمد حسن رشم، الدور المتجدد للبنوك المركزية في إنشاء وتنشيط الأسواق المالية، مجلة دراسات في الاقتصاد وإدارة الأعمال، كلية الاقتصاد، جامعة المثنى العراق، جوان 2018.
- 3- بن معتوق صابر، دراسة تحليلية لاندماج الأسواق المالية الدولية: تجارب دولية مختارة، مجلة البشائر الاقتصادية، جامعة محمد البشير الإبراهيمي، برج بوعريريج، ديسمبر 2019.
- 4- أحمد شفيق الشاذلي، الإطار العام للاستقرار المالي ودور البنوك المركزية في تحقيقه، صندوق النقد العربي 2014.
- 5- أسماء بن داية، أسماء سفاري، الاستقرار المالي بين واقع الأزمة المالية العالمية وضبط معايير بال الدولية- أي دور للبنوك المركزية BCE و FED نموذجا، مجلة العلوم الإنسانية لجامعة أم بواقي، جوان 2020.
- 6- قدوري نور الدين، القرني عبد الرحمان، مقومات نجاح سوق الأوراق المالية، دراسة تحليلية لبورصة الجزائر، مجلة البشائر الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف، مسيلة 2019.
- 7- أمين علي ملهي محمد، تقييم كفاءة البنك المركزي اليمني في إدارة السياسة النقدية لفترة 2007-2011، مجلة الدراسات الاجتماعية، جامعة النيلين، السودان، 2014.
- 8- علي صالح، البنوك المركزية، مجلة المستقبل للأبحاث و الدراسات المتقدمة، أبو ظبي، 2019.
- 9- محمد صالح حمدي، علاقة البنك المركزي بالمصارف الإسلامية، مجلة كلية العلوم الإسلامية، الصراط، جامعة باتنة، 2005.
- 10- الويزة أوصغير، دور البنوك المركزية في تعزيز الشمول المالي- دراسة حالة البنك المركزي المصري-، الباحث الاقتصادي، المجلد: 09، جامعة محمد البشير الإبراهيمي، برج بوعريريج، 2022.

- 11- فشار جميلة، البنك المركزي، مجلة آفاق العلوم، جامعة جلفة.
- 12- سمير يحيوي وليلى معمري، أثر استقلالية البنك المركزي على فعالية السياسة النقدية في محاربة التضخم مع إشارة لحالة الجزائر، مجلة التنمية والاستشراف للبحوث والدراسات، المجلد 02، العدد 02، جوان 2017.
- 13- إبراهيم بوكرشاوي وجميلة بغداوي، تحليل درجة استقلالية بنك الجزائر ودورها في استهداف التضخم خلال الفترة 2001/2018، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، المجلد 12، العدد 02، جامعة أوبوكر بلقايد، تلمسان.
- 14- محمود فهمي، تطوير سوق الأوراق المالية في مصر :وسائل وأساليب تنميتها، مؤتمر دراسات وأبحاث لتنمية سوق المال، الهيئة العامة لسوق المال 1988.
- 15- سوزي عدلي ناشد، مقدمة في الاقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان : بيروت، الطبعة الأولى، 2005 .
- 16- محمد يسر برنية وحفيظ أبريك، مبادئ البنية التحتية لأسواق المال وإطار الإفصاح ومنهجية التقييم لهذه المبادئ، صندوق النقد العربي، أبو طبي 2014.
- 17- محمد يسر برنية، حفيظ أبريك، قضايا تطوير نظم الحفظ المركزي للأوراق المالية ودور المصارف المركزية، صندوق النقد العربي، أبوظبي، 2004.
- 18- أحمد محمد فهمي سعيد، نظام النقد والتمويل في البنك المركزي العراقي -دراسة حالة-، البحوث العلمية، كلية الرافدين جامعة العراق .
- 19- حسين كريم حمزة، غسان رشاد عبد الحميد، سوق العراق للأوراق المالية نشأته- تحليل تقييم مؤشرات، جامعة الكوفة، كلية الإدارة والاقتصاد.
- 20- افتخار محمد مناحي الرفيعي، السياسة النقدية و المالية وأداء سوق العراق للأوراق المالية لمدة (2006/2017)، مجلة المنتصرين للدراسات العربية والدولية، العدد 07، كلية الإدارة والاقتصاد، الجامعة العراقية.
- 21- عقيل شاكر الشرع، حسام محمد جبار، أثر التضخم في أداء سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2007/2018)، كلية الإدارة والاقتصاد، العدد 68، جامعة القادسية، سنة 2023.
- 22- حيدر عباس الجنابي، أثر أسعار الفائدة في مؤشرات الأداء المالي للأسواق المالية - دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2005/2013)، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، كلية الإدارة والاقتصاد ، قسم العلوم المالية والمصرفية، المجلد 11، العدد 43، جامعة كربلاء.

ملتقيات

1- عياش قويدر وإبراهيمي عبد الله، أثر استقلالية البنك المركزي على أداء سياسة نقدية حقيقية- بين النظرية والتطبيق-، ملتقى المنظمة الجزائرية والتحويلات الاقتصادية، واقع والتحديات، يومي 14 و15 ديسمبر 2004، جامعة حسيبة بن بوعلى، شلف.

المواقع الإلكترونية

1- الموقع الرسمي للبنك المركزي الأوروبي على الرابط التشعبي بتاريخ 24/11/2015

<https://www.ecb.europa.eu/ech/tasks/stability/html/index.fr.html>

مراجع باللغة الفرنسية:

- 1- Bank for International Settlements (BIS), Recommendations for securities settlement systems, Committee on Payments and Market Infrastructures, November 2001.
- 2- Noah Vardi, The Integration of European Financial Markets: The Regulation of Monetary Obligations, Routledge Cavendish, New York, USA, 2011.
- 3- Bank for International Settlements (BIS), Principles for financial market infrastructures, Committee on Payments and Market Infrastructures, April 2012.