

مقدمة البحث

أولاً: مشكلة البحث

تعد السياستين النقدية والمالية من أهم السياسات الاقتصادية لأي دولة (متقدمة أو نامية) بسبب معالجهما الكلية للاقتصاد وعلى النطاقين المحلي والخارجي، إذ تلعب هاتان السياستان دوراً رئيسياً في إرساء المقومات الأساسية للنمو الاقتصادي القابل للاستمرار، لاسيما وأن الهدف الرئيسي لهاتين السياستين هو تحقيق الاستقرار النقدي ومكافحة معدلات البطالة المرتفعة، والذي يعد بدوره بمنزلة المرتكز الأساسي لحفز الاستثمارات المحلية وجذب الاستثمارات الخارجية كونهما المحرك الأساسي لعجلة التنمية الاقتصادية، إذ تعد الأسواق المالية مجالاً جيداً لتطبيق السياستين النقدية والمالية ولاسيما باستخدام الأدوات الكمية غير المباشرة وسياسة العجز الحكومي، فالإجراءات النقدية تمارس تأثيرها في السيولة الكلية للاقتصاد من خلال التأثير في سيولة السوق وعبر قنوات مشتركة، في حين تمارس سياسة العجز تأثيرها من خلال السوق النقدي. وفي الوقت نفسه فإن السوق المالي تعمل على توفير السيولة اللازمة لتسيير عملية النمو الاقتصادي، وكذلك توفير الموارد المالية اللازمة لتمويل الانفاق الحكومي المتزايد الذي يعمل بدوره على تسهيل واستدامة عملية التنمية الاقتصادية.

وتعتبر قضية استقلالية البنك المركزي المصري ودوره في العلاقة بين السياستين النقدية والمالية وسوق الأوراق المالية بعد قيام ثورة ٢٥ يناير ٢٠١١، إحدى القضايا التي أثارت مؤخراً جدلاً واسعاً على الساحة الاقتصادية والسياسية بين فريق من المؤيدين وآخر من المعارضين لهذه القضية.

ويمكن التساؤل الرئيسي لمشكلة الدراسة في الآتي:

ما مدى تأثير مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية في مصر بالعوامل الخارجية (المتغيرات النقدية والمالية)؟ وأي من تلك المتغيرات أكثر تأثيراً بناءً على الدور الذي يقوم به البنك المركزي المصري؟

والإجابة على هذا التساؤل تكون من خلال مباحث هذه الدراسة المتضمنة في صفحاتها القادمة.

ثانياً: أهمية البحث:

وقد شهدت الأونة الأخيرة تحولات هيكلية في النظم الاقتصادية المختلفة في إطار المتغيرات الاقتصادية العالمية وما ينتج عنها من تقليص دور الحكومات والتوجه إلى آليات السوق، وهو الأمر الذي تطلب تحديث القطاع المصرفي وألقى على عاتق البنك المركزي المصري مسئولية مواكبة هذه المتغيرات ومسايرة توجهاتها وبخاصة بعد النجاح الذي حققته بعض الدول في منح بنوكها المركزية مزيداً من الاستقلالية بعيداً عن التدخل الحكومي في مجال تحديد السياسة النقدية.

ونظراً لأن مصر ليست بعيدة عن دائرة الأحداث العالمية فقد احتلت قضية هذا البحث أهمية خاصة نتيجة زيادة الشعور بأهمية القطاع المصرفي والنقد الأجنبي وما نجم خلال الفترات السابقة على قيام ثورة ٢٥ يناير ٢٠١١ من مشاكل مصرفية، الأمر الذي استدعى إصدار القانون رقم ٨٨ لعام ٢٠٠٣ بشأن البنك المركزي والجهاز المصرفي والنقد ثم تعديله بالمرسوم رقم ١٢٥ لسنة ٢٠١١، وكذلك تعديله مرة أخرى بالقانون رقم ١٦٠ لسنة ٢٠١٢.

وعلى ضوء ما تقدم، تأتي أهمية هذا البحث من جانبين مهمين يتمثلان

فيما يلي:

الجانب الأول: أن سوق مصر للأوراق المالية من الأسواق الناشئة التي حققت تطورات نسبية.

الجانب الثاني: ويتمثل في أن أوضاع سوق الأوراق المالية تعد المرآة العاكسة للموضع الاقتصادي العام للدولة المصرية، وأن استقرار هذه الأسواق يعد مقياساً لنجاح السياستين النقدية والمالية، وبالتالي نجاح دور البنك المركزي المصري.

ولذلك فإن محاولة فهم وتفسير تقلبات أسعار الأوراق المالية (اتجاه المؤشرات) وعلاقتها بالمتغيرات النقدية والمالية قضية مهمة تتطلب من الباحثين التصدي لها بغية الوصول إلى النماذج الواقعية التي تحكم التأثيرات المتبادلة ما بين وضعية تلك الأسواق والأداء الاقتصادي، وكذلك يمكن تعديل أو تغيير بعض جوانب تلك السياسات بما ينسجم واستقرار السوق.

ثالثاً: أهداف البحث:

١- يهدف البحث إلى التعرف على أهمية ودور البنك المركزي المصري في تحديد السياسة النقدية مع بيان الأسباب التي أدت إلى إصدار قانون البنك المركزي والجهاز المصري والنقد رقم ٨٨ لسنة ٢٠٠٣ وتعديلاته المشار إليها، بجانب التعرف على أهمية قضية الاستقلالية للبنك المركزي مع تحديد أهم المؤشرات الأساسية للحكم على مدى استقلالية البنك من

عدمه. بالإضافة إلى كيفية الاستفادة من القانون المذكور وتعديلاته لزيادة دور البنك المركزي في تفعيل السياسة النقدية. كما يهدف البحث إلى تحديد العلاقة بين السياستين المالية والنقدية ومدى تأثير ذلك على استقلالية البنك المركزي.

٢- التعرف على واقع السياستين النقدية والمالية في من خلال التعرف على أهم المؤشرات النقدية (عرض النقود وسعر الفائدة وسعر الصرف والرقم القياسي لأسعار المستهلك) والمؤشرات المالية (الانفاق الحكومي والإيرادات العامة والعجز الحكومي والدين المحلي الحكومي) للفترة (١٩٩١-٢٠١٠).

٣- التعرف على الوضع الاقتصادي في مصر، من خلال التعرف على أوضاع السوق المالية واتجاهاتها، وذلك بتحليل مؤشرات أداء السوق (المؤشر العام لأسعار الأسهم، القيمة السوقية، وحجم التداول ومعدل دوران السهم، عدد الشركات)، للفترة (١٩٩١-٢٠١٠).

٤- بيان أي متغير من متغيرات السياستين النقدية والمالية الأكثر تأثيراً في مؤشرات أداء الأوراق المالية، والذي بدوره يكشف عن أي سياسة أكثر فاعلية في مصر.

رابعاً: فروض البحث:

يعتمد البحث على الفرضيات التالية:

- ١- محدودية الاستقلالية للبنك المركزي المصري قبل عام ٢٠٠٣م.
- ٢- زيادة درجة الاستقلالية المؤسسية للبنك بالمقارنة بالاستقلالية الوظيفية.
- ٣- زيادة صلاحيات البنك المركزي في ظل القانون ٨٨ لعام ٢٠٠٣م وتعديلاته المشار إليها.
- ٤- تناسق السياستين النقدية والمالية لتحقيق أهداف السياسة الاقتصادية.
- ٥- أن للسياستين النقدية والمالية أثراً في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، إلا أن درجة تأثير تلك السياستين ودرجة تأثير كل متغير من متغيراتها تتباين داخل الدولة الواحدة تبعاً لمستوى النشاط الاقتصادي في تلك الدولة.

خامساً: منهجية البحث:

يعتمد البحث على منهج المقارنة القانونية بين التشريعات السابقة والقانون رقم ٨٨ لعام ٢٠٠٣ وتعديلاته لبيان مزاياه فيما يختص باستقلالية البنك المركزي بالمقارنة بالتشريعات السابقة، بالإضافة إلى الاعتماد على المنهج الاستنباطي بجانب ذلك فإن البحث يعتمد أيضاً على منهج التحليل الوصفي للمؤشرات الاقتصادية في القضية موضوع البحث.

وأيضاً اعتمدت الدراسة على المنهج الاستقرائي للوصول إلى صحة أو خطأ الفروض التي تبنتها، كذلك اعتمدت الدراسة على التحليل النظري لتبيان نوع العلاقة بين السياستين النقدية والمالية من جهة ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية من جهة أخرى، وقد تم تعزيز هذا التحليل بالاعتماد على أسلوب القياس الاقتصادي لغرض قياس درجة تلك العلاقة وحجم التأثير الذي يتركه كل متغير من المتغيرات المختلفة للسياستين في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية.

سادساً: خطة البحث:

في ضوء ما تقدم، وبالإضافة لمقدمة البحث، سوف تنقسم دراستنا، إلى ثلاثة مباحث وخاتمة، على النحو التالي:

المبحث الأول: تطور النظام القانوني للبنك المركزي المصري حتى دستور عام ٢٠١٢م.

المبحث الثاني: مضمون العلاقة بين السياستين النقدية والمالية وسوق الأوراق المالية.

المبحث الثالث: تقدير وتحليل أثر السياستين النقدية والمالية على عمل سوق الأوراق المالية المصرية خلال الفترة (١٩٩١-٢٠١٠).

خاتمة البحث: النتائج والتوصيات.

المبحث الأول

تطور النظام القانوني للبنك المركزي المصري

حتى دستور عام ٢٠١٢ م

أولاً: أهمية البنك المركزي المصري وتطوره وخصائصه:

(١) أهمية البنك المركزي المصري وخصائصه:

يعتبر البنك المركزي من المؤسسات العامة للدولة فهو يستهدف تحقيق المصلحة الاقتصادية العامة وذلك في إطار المهام التي تعهد إليه للقيام بها. فالبنك المركزي يحتكر إصدار النقد القانوني الإلزامي للدولة. ويقوم بوظيفة أخرى أساسية هي الرقابة والتحكم في عرض النقود المصرفية التي تخلقها البنوك التجارية. فالبنك المركزي لدولة ما يمثل السلطة العليا المشرفة على شؤون النقد والائتمان بها. وهو يستغل هذه السلطة، بما يتماشى مع أهداف الدولة الاقتصادية. ويقوم بحماية البنوك من الانهيار في الأوقات غير العادية وذلك بقيامه بدور الملجأ الأخير للإقراض.

كما يتمتع البنك المركزي المصري بأهمية خاصة في إطار ما يخوله له القانون من وضع وتنفيذ السياسات التي تساعد على تأدية هذا السوق للدور المطلوب منه في التوازن النقدي والاستقرار الاقتصادي.

وللبنك المركزي سلطات واسعة كفلتها له قوانين البنوك والائتمان. ويؤدي البنك المركزي المصري عدة وظائف أساسية فهو بنك الإصدار حيث ينفرد بإصدار النقود وإن كانت الخزنة العامة تساعد في إصدار النقود المساعدة.

كما يعتبر البنك المركزي بنك البنوك نظراً لأن البنوك الأخرى تتعامل معه وتسير وفقاً لتوجيهاته وإشرافه. بجانب ذلك فإن البنك المركزي لا يهدف إلى تحقيق الربح كما تهدف غيره من البنوك، وإنما تعتبر أرباحه نتيجة عارضة للغرض الأساسي الذي يرمي إليه.

ونظراً للارتباط الوثيق بين السياسة المالية التي تشرف عليها الحكومة والسياسة النقدية التي يشرف عليها البنك المركزي (وهو ما سوف يأتي دراسته تفصيلاً في المبحث الثاني)، يقوم هذا البنك بوظيفة بنك الحكومة ومستشارها المالي وإلى جانب ذلك فهو الذي يدير احتياطات الدولة من النقد الأجنبي. بالإضافة إلى استخدامه لأدواته المعروفة للتحكم في ضبط وتحديد حجم السيولة النقدية وتوجيه الائتمان بما يتلاءم مع أهداف وألويات الخطة الاقتصادية للدولة من أجل تحفيز الاستثمار وزيادة النشاط الإنتاجي وصولاً إلى الحد من التضخم وتحقيق التوازن والاستقرار النقدي.

حيث تقترض الحكومة منه عندما تعجز مواردها لحين توافر هذه الموارد، كذلك فإن الحكومة تودع فوائضها لدى البنك المركزي. بالإضافة إلى أن البنك المركزي يتولى نيابة عن الحكومة إدارة وخدمة الدين العام وكذلك يقوم بأداء الخدمات المصرفية المختلفة للحكومة.

(٢) نشأة وتطور البنك المركزي المصري:

حتى مارس عام ١٩٥١م لم يكن هناك في مصر ما يعرف بالبنك المركزي. ومع صدور القانون رقم ٥٧ لعام ١٩٥١ تم تحويل البنك الأهلي المصري إلى بنك مركزي للدولة (المادة الأولى من القانون المذكور)، وطبقاً لهذا القانون تم منح البنك المركزي الوسائل التي يزاول بها الإشراف على الائتمان والتي تركزت في نسبة الاحتياطي والسيولة. ولكن القانون لم يتضمن صراحة الإشارة لاستخدام سعر الخصم وعمليات السوق المفتوحة للتأثير على سيولة الجهاز المصرفي وهما ما يؤدي إلى تحقيق الاستقرار الاقتصادي^(١).

وقد استمر البنك الأهلي المصري يعمل طبقاً للقانون السابق ذكره، وذلك حتى صدور القانون رقم ١٦٣ لسنة ١٩٥٧، والذي جاء بعدة قواعد تهدف إلى تدارك أوجه النقص التي ظهرت في القانون رقم ٥٧ لسنة ١٩٥١، أي تهدف إلى مزيد من تنظيم هذا البنك كبنك مركزي للدولة وتدعيم مركزه. فقد نصت المادة الأولى من القانون رقم ١٦٣ لسنة ١٩٥٧ على أن يقوم البنك الأهلي

المصري، أي البنك المركزي للدولة حينئذ، بتنظيم السياسة الائتمانية والمصرفية، والإشراف على تنفيذها وفقاً للخطط العامة للدولة، وبما يساعد على دعم الاقتصاد القومي واستقرار النقد المصري.

وفي الواقع فإنه يمكن القول بحق أن قانون البنوك والائتمان رقم ١٦٣ لسنة ١٩٥٧، قد أرسى قواعد البنك المركزي بصفة نهائية ومنحه كافة السلطات الممنوحة للبنوك المركزية في الدول المتقدمة. إلا أنه ظل تابعاً للقطاع الخاص، برغم أن ذلك لا يتفق والصالح العام.

وفي ١١ فبراير عام ١٩٦٠ تم تصحيح الوضع بصدر قرار رئيس الجمهورية رقم ٤٠ لسنة ١٩٦٠ بتأميم هذا البنك، أي بانتقال ملكيته إلى الدولة. وبعد عملية التأميم كان لابد من فصل الاختصاصات التي يختص بها البنك المركزي عن الأعمال المصرفية العادية، الأمر الذي أدى إلى صدور القانون رقم ٢٥٠ لعام ١٩٦٠ بتقسيم البنك الأهلي إلى بنكين هما البنك المركزي المصري حيث يباشر اختصاصاته وفقاً لما هو منصوص عليه في قانون البنوك والائتمان رقم ١٦٣ لعام ١٩٥٧ وكذلك البنك الأهلي المصري ليصبح بنكاً تجارياً يزاوّل نشاطه المصرفي العادي وفقاً للشروط التي تخضع لها البنوك التجارية في إطار قانون البنوك والائتمان.

كما نص القانون أيضاً على اعتبار البنك الأهلي مسجلاً لدى البنك المركزي في السجل المنصوص عليه في المادة ٢١ من القانون رقم ٢٥٠ لعام ١٩٦٠ بالإضافة إلى إعداد ميزانية افتتاحية لكل من البنكين يعتمدها رئيس الجمهورية. وقد جعل القانون كلاً من البنكين مؤسسة عامة ذات شخصية اعتبارية مستقلة.

وعقب تبني مصر سياسة الانفتاح الاقتصادي كان لابد من توسيع سلطات واختصاصات البنك المركزي لدعم هذا التوجه، حيث صدر القانون رقم ١٢٠ لعام ١٩٧٥ والذي أعطى البنك المركزي كافة السلطات لتنظيم السياسات النقدية والائتمانية والمصرفية والإشراف على تنفيذها وفقاً للخطة العامة للدولة، كما أتاح القانون توسيع مجال الرقابة للبنك المركزي لتشتمل على البنوك المشتركة وفروع البنوك الأجنبية بجانب رقابته الأساسية على البنوك المملوكة للدولة.

وقد كان من أهم الوسائل التي أعطاهها القانون المذكور لمجلس إدارة البنك المركزي للقيام بمهامه ما يلي^(٢):

١. ادارة احتياطات الدولة من الذهب والنقد الأجنبي وتنظيم حركة النقد الأجنبي بين البنك المركزي والبنوك الأخرى.
٢. اتخاذ التدابير المناسبة لمكافحة الاضطرابات الاقتصادية أو المالية.

٣. المساهمة في تدبير الائتمان الخارجي للوفاء بمتطلبات خطط التنمية الاقتصادية ودعم الاقتصاد القومي.
٤. تأثيره في توجيه الائتمان من حيث كميته، ونوعه وسعره، بما يكفل مقابلة الحاجات الحقيقية لمختلف نواحي النشاط الاقتصادي.
٥. تحديد أسعار الخصم وأسعار الفائدة الدائنة والمدينة على العمليات المصرفية حسب طبيعة هذه العمليات وأجالها ومقدار الحاجة إليها وفقاً للسياسة النقدية والائتمانية دون التقيد بالحدود المنصوص عليها في أي تشريع آخر.
٦. مراقبة البنوك بما يكفل سلامة مركزها المالي سواء كانت مملوكة للدولة أو مشتركة أو فروعاً لبنوك أجنبية.
٧. الاشتراك في إعداد الموازنة النقدية للدولة وتنفيذها في إطار السياسة العامة للدولة بالاشتراك مع الجهات والوزارات الأخرى المعنية.
- ثم صدر القانون رقم ٥٠ لعام ١٩٨٤، والذي منح مزيد من الصلاحيات للسلطات النقدية ونص على الضوابط الكافية لأحكام الرقابة على الجهاز المصرفي، ونظراً للتغيرات التي طرأت على البيئة المصرفية المحلية والدولية خلال السنوات الأخيرة والأخذ بسياسة التحرير الاقتصادي، صدر القانون رقم ٣٧ لسنة ١٩٩٢ والخاص بتعديل بعض أحكام قانون البنوك والائتمان وقانون البنك المركزي والذي تدعمت بمقتضاه سلطات البنك المركزي الإشرافية والرقابية.

وأخيراً صدر القانون رقم ٨٨ لسنة ٢٠٠٣ والذي عدل بالقانون رقم ١٢٥ لسنة ٢٠١١ والقانون رقم ١٦٠ لسنة ٢٠١٢، وهو ما سوف نعرض له تفصيلاً في البند ثانياً من هذا المبحث.

(٣) الوسائل والأدوات التي يستخدمها البنك المركزي لتحقيق الاستقرار النقدي^(٣):

١ - سياسة الإصدار النقدي:

نص القانون رقم ١٦٣ لسنة ١٩٥٧ على أن يكون للبنك المركزي وحده امتياز إصدار أوراق النقد. كما نص على أن يقابل أوراق النقد المتداولة بصفة دائمة، وبقدر قيمتها رصيد مكون من ذهب ونقد أجنبي وصكوك أجنبية وسندات الحكومة المصرية وأذونها وسندات مصرية تضمنها الحكومة المصرية وأوراق تجارية قابلة للخصم.

٢ - نسبة الاحتياطي القانوني:

تقضي المادة (٤١) من قانون البنوك والائتمان رقم ١٦٣ لسنة ١٩٥٧ بأن يحتفظ كل بنك تجاري لدى البنك المركزي المصري، وبدون فائدة، برصيد دائن بنسبة معينة مما لديه من الودائع التي يعينها البنك المركزي، وتفرض

المادة (٤٢) على البنوك التجارية تقديم البيانات الخاصة بتطبيق هذه المادة إلى البنك المركزي وفقاً للنماذج وفي المواعيد التي يحددها مجلس إدارته.

وتؤدي نسبة الاحتياطي القانوني وظيفتين أساسيتين أو لاهما الحد من قدرة البنوك التجارية على خلق الائتمان، والثانية هي الاحتفاظ بهذه النقود لدى البنك المركزي لتمويل السحب الكثير على الودائع من جانب العملاء.

ويوفر المقابل لهذه النسبة قدراً مناسباً من السيولة للبنك المركزي يساعد في تمويل عجز الموازنة. وتقضي المادة (٤٢) من القانون ١٦٣ لسنة ١٩٥٧ بأنه إذا نقص رصيد البنك التجاري الدائن لدى البنك المركزي عما يجب أن يكون عليه طبقاً لأحكام المادة (٤١)، جاز للبنك المركزي أن يقرر خصم مبلغ من رصيد البنك التجاري لديه لا يجاوز ربع في المائة من العجز. وإذا جاوز العجز ٥% مما يجب أن يكون عليه الرصيد أو إذا استمر العجز لمدة تجاوز شهراً جاز لمجلس إدارة البنك المركزي أن يفرض على البنك التجاري عدم إعطاء قروض جديدة حتى يتم استيفاء النقص.

وفي سبيل تحقيق أهداف السياسة النقدية يتجه البنك المركزي إلى أسلوب الإدارة النقدية غير المباشرة بجانب الأدوات التقليدية الخاصة بنسبة الاحتياطي وسعر الخصم^(٤).

٣- نسبة السيولة:

في إطار تنفيذ المادة ٤٠ (أ) من قانون البنوك والائتمان رقم ١٦٣ لعام ١٩٥٧ والتي تنص على أن يضع مجلس إدارة البنك المركزي قواعد عامة لتحديد نسبة ونوع الأموال السائلة التي يجب أن تحتفظ بها البنوك التجارية وتحدد هذه النسبة بواقع ٣٠%.

ويهدف تحديد هذه النسبة إلى دعم إمكانية البنوك في مواجهة السحب على الودائع من جانب العملاء، وعدم توظيفها لكافة الودائع في مجالات طويلة الأجل قد تعرضها للخسارة في حالة تحويلها إلى أصول سائلة بشكل مفاجئ.

٤- أسعار الفائدة الدائنة والمدينة:

تعتبر أسعار الفائدة الدائنة والمدينة وأسعار الخصم من أكثر أدوات السياسة النقدية والائتمانية فاعلية في التأثير على المعروض النقدي لما لها من تأثير واضح على حجم الأدخار المحلي من ناحية وعلى حجم الائتمان الممنوح من البنوك التجارية من ناحية أخرى.

ومع صدور القانون رقم ١٢٠ في سبتمبر عام ١٩٧٥ أصبح للبنك المركزي سلطة تحديد أسعار الخصم وأسعار الفائدة الدائنة والمدينة دون التقيد بالحدود القصوى المنصوص عليها في التشريع المدني (وفقاً للقيود الواردة في

التشريع المدني على سعر الفائدة بحد أقصى ٧% سنوياً). ويقوم البنك المركزي بتغيير سعر الإقراض والخصم سنوياً وذلك لدفع حركة النشاط الاقتصادي^(٥).

٥- ضوابط التوسع الائتماني:

يخول قانون البنوك والائتمان للبنك المركزي حق تحديد سقفوف للقروض بالعملة المحلية التي تقدمها البنوك التجارية، ولقد لجأ البنك المركزي، إعمالاً للاتفاقيات المتعاقبة مع صندوق النقد الدولي في إطار برامج التثبيت وخطابات النوايا، إلى تحديد حجم الائتمان منذ عام ١٩٧٤. ونظراً لما لوحظ من زيادة كبيرة في مديونيات شركات القطاع العام للجهاز المصرفي متمثلة في ضخامة القروض الممنوحة لها وما يستتبعها من عبء السداد لهذه القروض، مع افتقار هذه الشركات للسيولة النقدية اللازمة للسداد فقد قام البنك المركزي بوضع حدود للتوسع الائتماني بالنسبة للقطاعات المختلفة عرفت بما يسمى بسقفوف الائتمان.

وقد تحددت هذه الأسقف بحيث لا تزيد عن ١٠% من متوسط إيرادات

الميزانية العامة^(٦).

٦- عمليات السوق المفتوحة:

يقصد بعمليات السوق المفتوحة تدخل البنك المركزي في سوق الأوراق المالية بيعاً أو شراء بهدف التأثير في سيولة السوق النقدية، وفي قدرة البنوك

التجارية على خلق الائتمان، وتنص المادة ٥١ من القانون ١٢٠ لسنة ١٩٧٥، على أنه يجوز للبنك المركزي أن يتعامل بالشراء أو بالبيع (السوق المفتوحة) في الأوراق الحكومية المصرية والأوراق المضمونة الأذنية وغيرها من الأوراق التجارية. وتنفذ هذه العمليات بقصد زيادة أو إنقاص النقود التي تتداولها البنوك التجارية أو غيرها وفقاً لسياسة النقد والائتمان. ويتوقف نجاح هذه السياسة أساساً على حجم وطبيعة سوق الأوراق المالية بحيث يكون من الشمول والسعة وأن تتوافر الصكوك التي يمكن تداولها في هذه السوق. (أنظر المبحث الثاني).

٧- معيار ضبط التوسع الاستثماري:

تقضي المادة رقم (٣٩ د) من قانون البنوك والائتمان رقم ١٦٣ لسنة ١٩٥٧ بحظر قيام البنوك التجارية بامتلاك أسهم الشركات المساهمة بما تزيد قيمته على ٣٥% من رأس المال المدفوع للشركة، وبشرط ألا تجاوز القيمة الاسمية للأسهم التي يملكها البنك في هذه الشركات مقدار رأس ماله المدفوع واحتياطياته. وقد كان الهدف من هذه المادة هو تقليل مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية خاصة بالنسبة للشركات الجديدة.

ثانياً: ملامح وأهداف قانون البنك المركزي والجهاز المصرفي والنقد رقم ٨٨ لسنة ٢٠٠٣ وتعديلاته بالقانون رقم ١٢٥ لسنة ٢٠١١ وبالقانون رقم ١٦٠ لسنة ٢٠١٢:

يعتبر إصدار هذا القانون تماشياً مع التطورات الهامة التي شهدتها الجهاز المصرفي على الصعيد المحلي والدولي وبخاصة في ظل اندماج الأسواق المالية والعالمية وتحرير تجارة الخدمات وزيادة فاعلية ومساهمة القطاع الخاص في مجال الخدمات المصرفية، بجانب تطوير أسس الرقابة المصرفية في إطار تفعيل التشريعات المصرفية بما يساعد على تحقيق الاستقرار النقدي والمصرفي.

ويتمثل الهدف الرئيسي من إصدار القانون الجديد في خلق كيان قانوني موحد يتم بمقتضاه العمل على تنظيم كافة المجالات المتعلقة بالعمل المصرفي، وقد أضح ذلك من خلال التنوع في مواد القانون ما بين نصوص منقولة صراحة من القوانين السابقة، وأخرى تم إعادة تنقيحها، وأخيراً استحداث مواد قانونية تتواءم مع التغيرات التي طرأت على العمل المصرفي.

وقد جاء إصدار القانون شاملاً لكل ما يتعلق بالشئون المصرفية الخاصة بالاقتصاد المصري بعد أن ظلت لفترة طويلة خاضعة في تنظيمها لخمسة قوانين هي قانون البنوك والائتمان رقم ١٦٣ لسنة ١٩٥٧، وقانون رقم ١٢٠ لسنة

١٩٧٥ بشأن البنك المركزي والجهاز المصرفي، وقانون رقم ٢٠٥ لسنة ١٩٩٠ بشأن سرية الحسابات بالبنوك والقانون رقم ٣٨ لسنة ١٩٩٤ بشأن تنظيم التعامل بالنقد الأجنبي، والقانون رقم ١٥٥ سنة ١٩٩٨ بشأن تنظيم مساهمة القطاع الخاص في رؤوس أموال بنوك القطاع العام. وقد جاء القانون رقم ٨٨ لسنة ٢٠٠٣ في سبعة أبواب رئيسية تضم ١٣٥ مادة، وفيما يلي عرض لأهم ملامح القانون (٧):

حيث تناول الباب الأول: التعرض لأهداف البنك المركزي واختصاصاته

فيما يتعلق بوضع وتنفيذ السياسة النقدية والائتمانية والمصرفية وكذلك تبعية البنك المركزي لرئيس الجمهورية، كما اشتمل هذا الباب على تفصيل الجوانب المتعلقة بتشكيل مجلس إدارة البنك.

أما الباب الثاني: فيختص بإنشاء وتسجيل البنوك العاملة في مصر

ودور البنك المركزي في الإشراف على تأسيس وإدارة هذه البنوك وفروعها، كما تم تحديد القواعد المتعلقة بتملك الحصص في رؤوس أموال البنوك، بالإضافة إلى التعرض لمفهوم السيطرة الفعلية وسلطة البنك المركزي في الموافقة على تملك شخص طبيعي أو معنوي ما يزيد على ١٠% من رأس المال المصدر أو حصة معينة تؤدي إلى السيطرة الفعلية.

بينما يتناول الباب الثالث: الأحكام المتعلقة بإدارة بنوك القطاع العام مع

توضيح الفصل بين الملكية والإدارة والرقابة.

في حين يختص الباب الرابع: بتنظيم سرية الحسابات في البنوك

والقواعد المرتبطة بعملية مكافحة جرائم غسل الأموال.

ويوضح الباب الخامس: من القانون القواعد والتيسيرات المقررة للبنوك

في رهن الممتلكات والأصول.

بينما يشير الباب السادس: إلى الأحكام المتعلقة بتنظيم النقود في مصر

وإصدار أوراق النقد وتحديد مكونات الرصيد المقابل للإصدار.

وأخيراً فإن الباب السابع: يختص بالعقوبات المقررة على مخالفة أحكام

هذا القانون.

وبعد قيام ثورة ٢٥ يناير ٢٠١١، أصدر المجلس الأعلى للقوات

المسلحة مرسوماً بقانون رقم ١٢٥ لسنة ٢٠١١ بشأن تعديل بعض أحكام القانون

رقم ٨٨ لسنة ٢٠٠٣ والخاصة بتعيين محافظ البنك وأعضاء مجلس الإدارة،

والتي سوف يأتي دراستها في البند ثالثاً من هذا المبحث.

وكذلك صدر القانون رقم ١٦٠ لسنة ٢٠١٢، والذي ينص على استبدال

الفقرتين الأولى والثانية من المادة رقم (١١٦) من القانون رقم ٨٨ لسنة ٢٠٠٣

حيث نص تعديل الفقرة الأولى على (إدخال النقد الأجنبي للبلاد أو إخراجه منها مكفول لجميع المسافرين في حدود عشرة آلاف دولار أمريكي أو ما يعادلها من العملات الأجنبية الأخرى) بينما نص تعديل الفقرة الثالثة على أن (يحظر إدخال النقد الأجنبي أو إخراجه من خلال الرسائل والطرود البريدية).

الأهداف الأساسية والفرعية للقانون رقم ٨٨ لسنة ٢٠٠٣:

(أ) الأهداف الأساسية:

١- إيجاد البنية التشريعية السليمة والمرونة اللازمة للممارسة المصرفية السليمة.

٢- مسايرة الاتجاهات العالمية، والتطور بما يدعم الجهاز المصرفي ويؤهل للمنافسة الخارجية والاتفاقيات الدولية ويعزز إصلاح وتطوير وتحريير القطاع المالي.

٣- وضع الاطار القانوني اللازم لإدارة نظم الصرف الأجنبي لاستقرار النظام النقدي.

٤- القضاء على التعددية التشريعية.

(ب) الأهداف الفرعية:

١- تدعيم استقلال البنك المركزي المصري.

- ٢- إنشاء مجلس تنسيقي من الوزراء المعنيين بالشئون الاقتصادية والبنك المركزي والخبراء.
- ٣- تحديد أسس ثابتة وواضحة للعلاقة بين الحكومة والبنك المركزي.
- ٤- وضع أسس وآليات عمل السياسة النقدية بصورة واضحة.
- ٥- تطوير قواعد وأسس الرقابة المصرفية.
- ٦- تحقيق المرونة للبنك المركزي في وضع اللوائح والنظم الداخلية.
- ٧- تطوير دور مجلس إدارة البنك المركزي في ضوء مهام البنك.
- ٨- مراقبة الائتمان المصرفي.
- ٩- تطوير النظام المركزي لتسجيل أرصدة مديونيات العملاء المدنيين.
- ١٠- إنشاء لجان للمراجعة والرقابة بالبنوك.
- ١١- الفصل بين وظائف الملكية والإدارة والرقابة.
- ١٢- وضع النظم والقواعد الكفيلة بعدم السيطرة الفعلية على البنوك من الأشخاص الطبيعية أو الاعتبارية المالكة لرؤوس أموالها.
- ١٣- تدعيم قدرات الجهاز المصرفي برفع الحد الأدنى لرأس المال.
- ١٤- استمرار عمليات التحديث والتطوير الإداري.

١٥- توفير الحوافز اللازمة لدفع عملية استرداد مستحقات الجهاز المصرفي.

وبالرغم من صدور القانون رقم ٨٨ لسنة ٢٠٠٣ وتعديلاته، إلا أن البعض يرى أن المشاكل التي طرأت على الجهاز المصرفي لم تكن بحاجة إلى تشريعات جديدة، حيث أن غالبيتها تجد معالجة في القوانين القائمة ولكن المشكلة تكمن في مدى جدية تطبيق القوانين القائمة وضرورة استكمالها بما يستجد على الساحة المصرفية من تعليمات إضافية تتماشى مع طبيعة المشاكل التي قد تطرأ لاحقاً^(٨).

ثالثاً: استقلالية البنك المركزي المصري:

(١) مفهوم الاستقلالية بين التأييد والرفض:

ليس المقصود باستقلالية البنك المركزي انزاله عن الحكومة كما يتصور البعض، حيث أن طبيعة عمل البنك مستمدة من السياسة العامة للدولة ويعمل في إطارها ووفقاً لتوجهاتها^(٩). وبعيداً عن هذه الأسباب فإن استقلالية البنك المركزي ليست هي الغاية أو طوق النجاة من الغرق الاقتصادي بل هي أداة أو وسيلة لتحقيق الأهداف الرئيسية للبنك.

فهي لا تعني بالضرورة إنفراد البنك المركزي بوضع أهداف السياسة النقدية بشكل مستقل دون التنسيق مع الحكومة، وإذا صح ذلك فكيف يتم التنفيذ ولا سيما أن الأهداف التي يرمي إليها البنك المركزي إلى تحقيقها وعلى قائمتها

تحقيق الاستقرار النقدي ومجابهة التضخم لا يمكن أن تتم بمعزل عن باقي السياسات الاقتصادية وغير الاقتصادية الأخرى وهي اختصاص أصيل للحكومة.

بالإضافة إلى تمتع المسؤولين الرسميين المناط بهم بتنظيم وتنفيذ السياسة النقدية في البنك المركزي بدرجة عالية من الاستقلالية في اتخاذ القرارات المعنية بالسياسة النقدية بجانب تمتع هؤلاء المسؤولين باستقلاليتهم المالية والوظيفية أثناء فترة خدمتهم بالبنك المركزي^(١٠).

ويستند المؤيدون لاستقلالية البنك المركزي إلى عدة اعتبارات أهمها:

١- أن الشؤون المتعلقة بالنقد ينبغي إيعادها عن نفوذ السياسة، ومن ثم ينبغي إسناد أمر هذه الشؤون إلى بنك مركزي مستقل عن الحكومة^(١١).

٢- إن قدرة البنك المركزي على تحقيق والإبقاء على استقرار طويل الأجل للأسعار، مع حد أدنى من النفقات الاقتصادية الحقيقية، سوف تتحسن إذا كانت صياغة السياسة النقدية في أيدي مسؤولين بعيدين عن السياسة يكون باستطاعتهم النظر إلى المدى البعيد^(١٢).

٣- إذا كان البنك المركزي مستقلاً، فإن السياسة التي يتبعها في هذه الحالة، سوف تؤدي إلى انخفاض معدلات التضخم واستقرار مستويات الأسعار.

وقد استند المؤيدون للاستقلالية إلى العديد من الدراسات، التي تبحث العلاقة بين درجة استقلالية البنوك المركزية، ومعدلات التضخم، وانتهت إلى وجود علاقة عكسية بينهما، خاصة في البلاد المتقدمة، أي أن توفير درجة أعلى من الاستقلالية للبنك المركزي، يساعد على تخفيف عبء التضخم وزيادة مصداقية السياسة النقدية^(١٣).

ووفقاً لهذه المبررات يرى البعض ضرورة إعطاء البنك المركزي المصري دوراً أكبر في وضع السياسة النقدية من خلال التركيز على استقلالية البنك المركزي بوضع هذه السياسة بحيث يصبح هدفه الأساسي حماية واستقرار قيمة النقد. وقد استند أصحاب هذا الاتجاه إلى الدور الذي يلعبه البنك المركزي الألماني (البوندس بنك) باعتباره النموذج الذي تم اعتماده في البنك المركزي الأوروبي.

بالإضافة إلى الدور الذي يلعبه بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، حيث أنه في كل هذه الحالات تتيح الاستقلالية التي يتمتع بها البنك المركزي في وضع السياسة النقدية والعمل على تنفيذها للمحافظة على استقرار الأسعار وحماية النقد^(١٤).

ويلاحظ أنه في ظل دستور مصر الجديد الصادر في ديسمبر ٢٠١٢م، فإن وضع السياسة العامة للدولة مكفول لرئيس الجمهورية بالاشتراك مع مجلس

الوزراء (مادة ١٤٠)، كما ينص على أن الوزراء مسئولون أمام مجلس النواب عن السياسة العامة للدولة (مادة ١٦٠)، وفي ضوء ذلك فإن وضع السياسة النقدية وهي جزء من مكونات السياسة العامة للدولة يقع في إطار المسؤولية السياسية للسلطة التنفيذية وبالتالي فالوزراء مسئولون عنها أمام مجلس النواب^(١٥).

وقد نصت المادة (٢٠٦) من الدستور الجديد الصادر في ديسمبر ٢٠١٢، على ما يلي: (يضع البنك المركزي السياسة النقدية والائتمانية والمصرفية، ويشرف على تنفيذها، ويراقب أداء الجهاز المصرفي، ويعمل على تحقيق استقرار الأسعار، وله وحده حق إصدار النقد، وذلك كله في إطار السياسة الاقتصادية العامة للدولة).

(٢) هل استقلالية البنك المركزي ضرورة حتمية؟

هذا التساؤل يتوقف على درجة العلاقة والتنسيق بين الحكومة والبنك المركزي، وبغض النظر عن المعالجة التشريعية في تحديد شكل وطبيعة هذه العلاقة فإن الكل يسير في سفينة واحدة، هدفها الوصول إلى بر الأمان فالعلاقة بينهما متشابكة ومتبادلة تأثراً وتأثيراً في الحد من السلبيات وتعظيم الإيجابيات الاقتصادية والسياسية والتي تهدف جميعها إلى تحقيق الاستقرار الاقتصادي الكلي وبالتالي الارتقاء بمستوى معيشة المواطن المصري^(١٦).

وبعيداً عن الجدل، فإن هناك العديد من الدول المتقدمة التي ظلت لفترات طويلة تحقق معدلات نمو اقتصادية عالية وتتمتع بالاستقرار الاقتصادي والسياسي وارتفاع مستوى معيشة الأفراد بها دون أن تتمتع باستقلالية في بنوكها المركزية مثل فرنسا إلا مؤخراً مع بداية ١٩٩٣ وهذا ما يؤكد حرص الحكومة الفرنسية والبنك المركزي الفرنسي على العمل سوياً وبالتنسيق من أجل المصلحة العامة وليس تضارب الأهداف الفردية.

وهذا أمر طبيعي فمع تحسن الأوضاع الاقتصادية والذي لا يحدث إلا من خلال تنسيق جماعي على كافة الأصعدة يمكن التطلع للأفضل ومنها قضية الاستقلالية للبنك المركزي المصري على غرار الدول الأخرى. ولكن ذلك يتوقف على الظروف الاقتصادية والسياسية السائدة في كل دولة ومدى تحديدها لأولويات خطتها العامة، لذلك فإن مبررات استقلالية البنك المركزي تعتمد بدرجة أساسية على مدى مصداقية السياسة النقدية وقدرتها على كيفية المحافظة على الأسعار في الأجل الطويل وبأدنى تكلفة اقتصادية ممكنة^(١٧). وقد تزداد هذه المصداقية بشكل أفضل مع زيادة درجة التنسيق بين الحكومة والسلطات النقدية من أجل العمل سوياً على تحقيق هذه الأهداف. وهنا يرى البعض أن المصداقية قد تزيد في حالة تمتع السلطات النقدية باستقلالية تامة عن الحكومة لتحقيق هذه الأهداف^(١٨).

فعندما يتبع البنك المركزي سياسة لمكافحة التضخم فإن هذه السياسة يمكن أن تسفر في الأجل القصير عن ضغوط على أسعار الفائدة وانخفاض الاستثمار وزيادة معدل البطالة، ولكن في المدى الطويل سيترتب على هذه السياسة انخفاض مستمر في معدل التضخم، ومن هنا فإن المدى الزمني الذي سيتم فيه تقييم فاعلية السياسة النقدية يعتبر من الأهمية بمكان، حيث يتم تقييم سياسة مكافحة التضخم من ناحية آثارها الايجابية طويلة الأجل أو التكاليف قصيرة الأجل^(١٩).

بالإضافة لذلك فإن ضرورة وأهمية الاستقلالية للبنك المركزي ودورها في تدعيم مصداقية السياسة النقدية قد تزداد وضوحاً في حالة التعارض في التوقيت حيث تظهر هذه المشكلة عندما تتأثر السياسة التي كانت في البداية رشيقة بالنسبة لصانعي هذه السياسة بعامل الوقت، الذي يقيد من كفاءة هذه السياسة، فإذا لم يوجد التعهد الملزم من جانب الحكومة بالاستمرار في هذه السياسة، فإنه يكون لديها فرصة التحول إلى سياسة أخرى.

ومن ثم فإن هذا التعارض في التوقيت يمكن أن يضعف من قدرة صانعي السياسة على مكافحة التضخم، وبالتالي فإن الوسيلة الوحيدة لتحقيق المصدقية هي إلغاء إمكانية تغيير السياسة من جانب الحكومة، بواسطة الالتزام بالقواعد التي يعتقد أنها مقبولة من جانب صانعي السياسة، وإذا تم ذلك بالنسبة

للسياسة النقدية فإن المشكلة تتحدد في كيفية وضع قواعد رشيدة، وهو ما يؤكد حرص الحكومة في النهاية على التجاوب مع قرارات السلطة النقدية طالما أن عملية التنسيق مستمرة وفي إطار الصالح العام^(٢٠).

(٣) مؤشرات الاستقلالية المؤسسية في البنك المركزي^(٢١):

أ- اختصاص تعيين محافظ البنك وأعضاء مجلس الإدارة:

وقد نصت المادة الأولى من المرسوم بالقانون رقم ١٢٥ لسنة ٢٠١١، على أن يستبدل بنص المادة (١٢) من قانون البنك المركزي والجهاز المصرفي والنقد رقم ٨٨ لسنة ٢٠٠٣ النص التالي:

مادة (١٢) يتكون مجلس إدارة البنك المركزي من تسعة أعضاء برئاسة محافظ البنك وعضوية كل من:

١- نائبي المحافظ.

٢- رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية.

٣- ممثل لوزير المالية يرشحه الوزير المختص.

٤- أربعة أعضاء من ذوي الخبرة في المسائل النقدية أو المالية أو المصرفية أو القانونية أو الاقتصادية يختارهم رئيس الجمهورية لمدة

أربعة سنوات قابلة للتجديد، ويجوز أن يكون من بينهم أعضاء متفرغين لعضوية مجلس الإدارة واللجان المنبثقة عنه.

وفي حالة غياب المحافظ أو وجود مانع لديه يحل محله أقدم النائبين فإذا غاب حل محله النائب الآخر.

ويصدر بتشكيل المجلس وتحديد مكافآت أعضائه غير التنفيذيين وبدلات حضور جلساته قرار من رئيس الجمهورية بناء على اقتراح المحافظ.

كذلك نصت المادة الثانية من المرسوم بالقانون رقم ١٢٥ لسنة ٢٠١١، تضاف إلى نص المادة (١٣) من قانون البنك المركزي والجهاز المصرفي والنقد المشار إليه فقرة أخيرة نصها الآتي:

- مادة (١٣) مادة أخيرة:

(وفضلاً عن الشروط المتقدمة، يشترط في أعضاء مجلس الإدارة من ذوي الخبرة ألا تكون لهم أو للجهات التي يعملون بها أية مصالح تتعارض مع واجباتهم أو مع مقتضيات الحيطة والاستقلال أو الحفاظ على سرية المعلومات التي يتصلون بها بحكم عضويتهم لمجلس إدارة البنك المركزي، كما يشترط ألا يكونوا من رؤساء أو أعضاء مجالس إدارة البنوك التجارية أو شركات التمويل أو من العاملين بها، أو ممن يقدمون خدمات مهنية أو استشارية) (٢٢).

ب- اختصاص عزل محافظ البنك وأعضاء مجلس الإدارة:

لا يجوز عزل محافظ البنك المركزي إلا بناء على أسباب يحددها القانون على سبيل الحصر، ويكون قبول استقالة المحافظ بقرار من رئيس الجمهورية، وحيث أن تدعيم استقلالية البنك المركزي ترتبط بتوفير الضمانات لمنصب محافظ البنك المركزي حيث تنص القوانين السابقة على أنه "لا يجوز عزل المحافظ خلال مدة تعيينه الأصلية أو المجددة" (مادة ٦ من القانون رقم ١٢٠ لعام ١٩٧٥).

ولكن المادة (١٢) من المرسوم بالقانون رقم ١٢٥ لسنة ٢٠١٢، والمقابلة لهذا النص جاءت خالية من تأكيد عدم قابلية المحافظ للعزل خلال مدة الخدمة، وهو ما يؤكد عدم الاستقلالية أو الزيادة في دور البنك المركزي بالمقارنة بالقوانين السابقة (٢٣).

ج- تحديد مدة خدمة محافظ البنك وأعضاء مجلس الإدارة:

يعين المحافظ ونائبيه وأعضاء مجلس الإدارة لمدة أربع سنوات قابلة للتجديد أكثر من مرة. وفي هذا النص يتضح أن مدة الخدمة هي فترة تتراوح ما بين ٤-٨ سنوات وهي طويلة نسبياً بما يساعد على الاستقرار في تفعيل القرارات بشأن السياسة النقدية (٢٤).

د- درجة التنسيق بين البنك المركزي والحكومة:

تشير المادة (٢٥) من القانون ٨٨ لسنة ٢٠٠٣ إلى دور البنك في تحديد أهداف السياسة النقدية حيث تنص على (وينسق البنك مع الحكومة في تحديد أهداف السياسة النقدية من خلال مجلس مكون من سبعة أعضاء يشكل بقرار من رئيس الجمهورية ويضم ثلاثة من الوزراء المعنيين بالشؤون الاقتصادية ومحافظ البنك المركزي وثلاثة من الخبراء المشهود لهم بالكفاءة وتحدد اللائحة التنفيذية اختصاصات هذا المجلس).

وفي هذا الاطار فإن تحديد أهداف السياسة النقدية يقع في صميم وضع السياسة النقدية، ومن ثم يدخل ضمن السياسة العامة للدولة والتي يكون فيها الدستور هو الفيصل حيث يرجع أمرها إلى رئيس الجمهورية بالاشتراك مع مجلس الوزراء (المادة ١٦٠ و ٢٠٦ من الدستور الجديد)، وكما سبق القول يكون الوزراء مسئولين عنها أمام مجلس النواب (مادة ١٦٠ من الدستور الجديد).

لذلك فإنه يفهم من سياق ما تقدم أن اختصاصات هذا المجلس التنسيقي هو اقتراح وليس تحديد أهداف السياسة النقدية، كما يشير النص، حيث لا يمكن الأخذ بهذه الاقتراحات إلا بعد اعتمادها من السلطة التنفيذية (رئيس الجمهورية بمشاركة مجلس الوزراء)، ولا يجوز تفويض هذا الاختصاص إلى هيئة أو مجلس آخر.

أي أن دور البنك المركزي في القانون رقم ٨٨ لسنة ٢٠٠٣ وتعديلاته يقتصر على تنفيذ السياسة النقدية والمصرفية والائتمانية ولكن مشاركته في تحديد أهداف السياسة النقدية من خلال المجلس التنسيقي لا تزيد على اقتراح لهذه الأهداف.

هـ- درجة التمثيل الحكومي في تشكيل مجلس إدارة البنك المركزي:

ووفقاً للمادة الأولى من المرسوم بالقانون رقم ١٢٥ لسنة ٢٠١٢ على النحو السالف بيانه، فإن الحكومة تتواجد في عضوية مجلس إدارة البنك المركزي ممثلة بعضو يمثل وزير المالية يرشحه الوزير المختص. وقد نص القانون المذكور على تعيين أربعة أعضاء في المجلس من المختصين في المسائل النقدية والمالية والمصرفية والاقتصاد بقرار من رئيس الجمهورية، الأمر الذي يعطي الأغلبية لأعضاء مجلس الإدارة من خارج الجهاز الحكومي.

وهو ما يؤكد محدودية التمثيل الحكومي في تشكيل مجلس إدارة البنك (وإن كان لممثلي الحكومة الحق في المشاركة في الاجتماع دون أن يكون لهم صوت محدود)^(٢٥)، وفي هذا الإطار فإن نص القانون رقم ٨٨ لسنة ٢٠٠٣ على اعتبار البنك المركزي المصري شخصية اعتبارية عامة يتبع رئيس الجمهورية، الأمر الذي يحقق للبنك الاستقلال عن الجهاز التنفيذي للدولة ويجنبه التعرض لأيّة ضغوط قد تنشأ نتيجة تضارب الأهداف فيما بينهما.

و- مدى خضوع المعاملة المالية بشأن المرتبات والمكافآت للقواعد المطبقة على العاملين بالدولة:

ينص القانون على استثناء محافظ البنك ونوابه من القواعد المطبقة على العاملين بالدولة فيما يتعلق بالراتب والمكافأة، كما لا يخضع العاملون بالبنك للقواعد المنصوص عليها في القوانين واللوائح المعمول بها في الحكومة والقطاع العام.

(٤) مؤشرات الاستقلالية الوظيفية بالبنك المركزي:

أ- درجة اختصاص البنك المركزي في تنفيذ السياسة النقدية:

نص قانون البنك المركزي والائتمان رقم ١٦٣ لسنة ١٩٥٧ على أن يكون البنك الأهلي المصري هو البنك المركزي للدولة، ويقوم بتنظيم السياسة الائتمانية والمصرفية، والإشراف على تنفيذها وفقاً للخطة العامة للدولة، وبما يساعد على دعم الاقتصاد القومي، واستقرار النقد المصري.

ونلاحظ من نص القانون أن المشرع لم يوكل للبنك المركزي مهمة تحديد السياسة النقدية بمفرده وبيان أهدافها، بل اكتفى بمنحه صلاحية تنظيم وتنفيذ السياسة النقدية وفقاً للخطة العامة للدولة.

وجدير بالذكر أن المادة (٥) من القانون رقم ٨٨ لعام ٢٠٠٣ تنص على أن (يختص البنك بتنفيذ السياسات النقدية والائتمانية والمصرفية) وهذا معناه أن القانون رقم ٨٨ لسنة ٢٠٠٣ يؤيد الرأي الذي يقصر دور البنك المركزي على (تنفيذ السياسة النقدية) وعدم الاستقلالية في (وضع هذه السياسة) لذلك فمن الصعب الحكم على زيادة دور البنك المركزي في إطار القانون رقم ٨٨ لسنة ٢٠٠٣ في تحديد السياسة النقدية.

ب- مدى قدرة البنك المركزي على تحديد واستخدام أدوات السياسة النقدية:

ينص القانون رقم ١٦٢ لسنة ١٩٥٧ (المعدل بالقانون رقم ٣٧ لسنة ١٩٩٢) على أن (يقوم البنك المركزي بعقد عمليات ائتمان مع البنوك الخاضعة لأحكام هذا القانون، طبقاً للشروط والأوضاع التي يحددها مجلس إدارة البنك، ويحدد المجلس أسعار الخصم وأسعار الفائدة، حسب طبيعة هذه العمليات وأجلها ومقدار الحاجة إليها وفقاً لسياسة النقد والائتمان)، ونصت المادة (٤١) على أن: (على كل بنك تجاري أن يحتفظ لدى البنك المركزي - وبدون فائدة - برصيد دائن بنسبة معينة مما لديه من الودائع يعينها البنك المركزي).

ونص القانون رقم ٣٧ لسنة ١٩٩٢ على أنه: (يجوز للبنك المركزي أن يتعامل بالشراء أو البيع في السوق المفتوحة، وفي الأوراق الحكومية المصرية

والأوراق التجارية، وذلك بقصد زيادة أو إنقاص الأموال التي تتداولها البنوك التجارية أو غيرها، وفقاً لسياسة النقد والائتمان).

ويتضح مما سبق أن الحكومة تمارس تأثيراً واضحاً في تحديد أهداف السياسة النقدية طالما أن البنك المركزي يعمل وفقاً لتوجهات الخطة الاقتصادية للدولة، وله الحق في استخدام أدوات السياسة النقدية المناسبة لتنفيذ أهداف الخطة العامة، لذا فهو يتمتع باستقلالية واسعة في هذا الاتجاه.

ج- درجة الصلاحيات الممنوحة للبنك المركزي كجهاز رقابي:

نص القانون رقم ٨٨ لسنة ٢٠٠٣ على منح البنك المركزي استخدام كافة الوسائل لتحقيق أهدافه والنهوض باختصاصاته، ومن تلك الوسائل إصدار أوراق النقد وتحديد فئاتها، وإدارة السيولة النقدية في الاقتصاد القومي، والتأثير في الائتمان المصرفي، والرقابة على وحدات الجهاز المصرفي، وتنظيم وإدارة سوق الصرف الأجنبي، والإشراف على نظام المدفوعات القومي فضلاً عن القيام بمهام بنك الحكومة.

د- درجة القيود والأسقف المفروضة على إقراض البنك المركزي للحكومة:

وضع المشرع قيوداً معينة على سلطة الحكومة في الحصول على القروض من البنك المركزي، حيث نصت المادة (١٥) من القانون رقم ١٦٣ لسنة ١٩٥٧ على أنه: (يجوز للبنك المركزي المصري أن يقدم قروضاً

للحكومة، لتغطية ما قد يكون في الميزانية العامة من عجز موسمي، وينبغي ألا تزيد قيمة هذه القروض على ١٠% من متوسط إيرادات الميزانية العامة من خلال اثني عشر شهراً على الأكثر من تاريخ تقديمه).

وجدير بالذكر أنه قد تم الاتجاه في السنوات الأخيرة نحو تخفيض اقتراض الحكومة من الجهاز المصرفي، واللجوء إلى السوق لتمويل عجز الموازنة العامة (اعتباراً من ٣ يناير ١٩٩١) وذلك من خلال إصدار أذون الخزانة قصيرة الأجل في مزادات أسبوعية بفائدة تنافسية، ويحدد سعر الفائدة على هذه الأذون وفقاً للطلب عليها والمعروض منها، وفي نطاق العطاءات التي تقدم لهذا الغرض^(٢٦).

هـ- درجة الاستقلال الفني والمالي للبنك المركزي:

حيث يقوم مجلس إدارة البنك المركزي المصري - بموجب المادة (٢٣) من القانون رقم ١٢٠ لسنة ١٩٥٧، والمعدلة بالقانون رقم ٥٠ لسنة ١٩٨٤ (باعتماد الموازنة التخطيطية للبنك ويكون قراره في هذا الشأن نهائياً، وتعود إلى مجلس الإدارة كذلك صلاحية الموافقة على حساب الأرباح والخسائر، والميزانية والتقارير الذي يعده البنك عن مركزه المالي خلال السنة المنتهية، ولمجلس إدارة البنك المركزي المصري وحده صلاحية تقرير المبلغ الذي يحول إلى الخزانة العامة للدولة من أرباح البنك السنوية).

وقد أتاح القانون رقم ٨٨ لعام ٢٠٠٣ للبنك المركزي سلطة إصدار اللوائح والنظم الداخلية المتعلقة بشئون البنك المالية والإدارية والفنية دون بالتقيد بالقوانين واللوائح المعمول بها في الحكومة أو القطاع العام كما يختص مجلس إدارة البنك بإعداد القوائم المالية والمركز المالي للبنك ولا تشمل الموازنة العامة للدولة الموارد والاستخدامات الجارية والرأسمالة للبنك.

وينص القانون رقم ٨٨ لسنة ٢٠٠٣ على قيام البنك المركزي بتقديم القوائم المالية وتقرير مراقب الحسابات وتقرير المركز المالي إلى رئيس الجمهورية خلال عشرة أيام من تاريخ اعتمادها من مجلس إدارة البنك على أن يتم إرسال نسخ منها إلى كل من رئيس الوزراء ورئيس مجلسي الشعب (مجلس النواب حالياً) والشورى خلال ذات المدة^(٢٧)، هو ما يؤكد تحقيق الاستقلال الفني والمالي للبنك بدرجة أكبر بالمقارنة بالوضع في ظل التشريع السابق.

و- الجهة التي تتولى المحاسبة والمساءلة عن السياسة النقدية:

نصت المادة (١٢) من القانون رقم ١٢٠ لسنة ١٩٥٧ على أن: (يعد البنك المركزي خلال ثلاثة أشهر من تاريخ انتهاء السنة المالية ، ما يأتي:

- ١- حساب الأرباح والخسائر عن السنة المالية المنتهية ، وميزانية للبنك طبقاً لقواعد المحاسبة المالية، وتقرير عن المركز المالي وأعماله خلال السنة المالية المنتهية يبين عرض الأحوال الاقتصادية والأوضاع النقدية

والمصرفية في مصر، وتقديم تلك التقارير إلى وزير الاقتصاد خلال أسبوع من تاريخ اعتمادها من مجلس إدارة البنك).

٢- كما نصت المادة (١٣) من القانون المذكور على أن: (يقدم البنك تقريراً سنوياً لمجلس الشعب (مجلس النواب حالياً) عن الأوضاع النقدية والائتمانية، خلال ثلاثة أشهر من انتهاء السنة المالية).

مما سبق يتضح أن البنك المركزي المصري مسئول أمام السلطتين التنفيذية والتشريعية.

ز- أما عن دور البنك المركزي بشأن تنظيم سوق الصرف الأجنبي: فإنه يقتصر على إيداء الرأي لرئيس الوزراء حيث تنص المادة (١١٠) من القانون رقم ٨٨ لسنة ٢٠٠٣ على (أن يحدد رئيس مجلس الوزراء القواعد والأسس المتعلقة بتنظيم سوق الصرف الأجنبي بعد أخذ رأي البنك المركزي ويتضح من ذلك تحديد دور البنك المركزي وليس زيادة هذا الدور وتظل مسئولية وضع السياسة النقدية من اختصاص الوزارة).

(٥) تقييم استقلالية البنك المركزي المصري في ضوء النماذج والمؤشرات:

وسبق أن ذكرنا أن البنك المركزي الألماني (البوندس بنك) يعتبر من أهم النماذج التي يمكن الاستدلال بها عند الحديث عن استقلالية البنوك المركزية في العالم، وهو الأمر الذي أدى إلى اعتباره على قائمة البنوك المركزية الأوروبية، حيث يتخذ من استقرار الأسعار هدفاً أساسياً له باعتباره صانع قرار

السياسة النقدية ولا توجد جهة معينة يتم محاسبته أمامها سوى الرأي العام فقط، كما أن قرارات تعيين وعزل محافظ هذا البنك تتم بشكل مستقل بعيداً عن التدخل الحكومي وكذلك الحال بالنسبة لاستقلاليتيه المالية ومدى استخدامه لأدوات السياسة النقدية وصولاً إلى أهدافه.

ويأتي في المرتبة الثانية بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي من ناحية الاستقلالية وإن كانت نسبية إذا ما قورنت بنظيره الألماني نظراً لوجود بعض القيود الحكومية التي تعتري تمتعه باستقلالية عالية مثل مسؤوليته أمام السلطة التشريعية والقيود المتعلقة بتعيين أو عزل محافظه، ولكن يتشابه إلى حد كبير مع نظيره الألماني من ناحية الهدف الأساسي وهو تحقيق الاستقرار في الأسعار.

بالإضافة لذلك فإن هناك العديد من النماذج الأخرى للبنوك المركزية التي اتخذت من الاستقلالية طريقاً لها ومنها البنك المركزي الفرنسي والانجليزي والنمساوي وبعض الدول الصناعية الأخرى بالإضافة لبعض دول أوروبا الشرقية التي تم تأهيلها مؤخراً ووقعت اتفاقيات انضمام للاتحاد الأوروبي وفقاً لشروط معاهدة ماستريخت.

وعلى الرغم من أن هذه البنوك تتمتع بدرجة من الاستقلالية إلا أنها تظل مقيدة بتوجهات سياسية واقتصادية عامة في إطار المنافسة بين الأحزاب السياسية التي تحتل مساحة كبيرة من الديمقراطية في هذه الدول.

أما بالنسبة للبنك المركزي المصري فإن موقفه مختلف بالمقارنة بالنماذج السابقة تشريعياً وتطبيقياً. فمن خلال التدقيق في النصوص التشريعية المتعلقة باستقلالية البنك المركزي المصري يتضح عدم منحه صلاحيات وضع السياسة النقدية بشكل مستقل ولكن مهمته الأساسية تقتصر على تنظيم السياسة النقدية والإشراف على تنفيذها.

ومن هنا فإنه يعتبر إحدى أدوات السلطة التنفيذية التي تستخدمها لتنفيذ سياساتها، كما أن مسؤولية البنك أمام السلطة التنفيذية والتشريعية تعتبر من المؤثرات الدالة على ضعف الاستقلالية التي يتمتع بها البنك المركزي المصري، بالإضافة إلى أن إسناد العديد من المهام للبنك المركزي المصري للقيام بما يحد من تركيزه على هدفه الأساسي وهو تحقيق الاستقرار في الأسعار والنقد مما يشكل صعوبة بالغة في تحديد الأولويات التي تتماشى مع توجهات الخطة العامة للدولة، هذا بجانب تمادي الحكومة في تمويل عجز الموازنة العامة بدون قيود من قبل البنك المركزي مما يؤكد أن البنك أداة لتنفيذ السياسة العامة للدولة.

وفي محاولة لتلافي بعض القصور في التشريعات السابقة وزيادة درجة الاستقلالية للبنك المركزي المصري تدريجياً وتماشياً مع الظروف الاقتصادية والسياسية المحلية والإقليمية والعالمية فإن القانون رقم ٨٨ لعام ٢٠٠٣ وتعديلاته السابق الإشارة إليها، قد أضاف المزايا التالية:

- ١- التنسيق بين البنك المركزي والحكومة لتحديد أهداف السياسة النقدية.
- ٢- الاختصاص المستقل للبنك المركزي في تنفيذ السياسة النقدية وتحديد أدواتها.
- ٣- منح البنك المركزي الصلاحيات اللازمة كجهاز رقابي.
- ٤- وضع قيود وأسقف على إقراض البنك المركزي للحكومة.
- ٥- تحقيق الاستقلال الفني والمالي للبنك المركزي.
- ٦- عدم إفراد الحكومة وحدها بتعيين محافظ البنك وأعضاء مجلس الإدارة.
- ٧- مد خدمة محافظ البنك المركزي وأعضاء مجلس الإدارة لفترة طويلة.
- ٨- عدم عزل محافظ البنك المركزي إلا لأسباب يحددها القانون على سبيل الحصر.
- ٩- محدودية التمثيل الحكومي في تشكيل مجلس إدارة البنك المركزي.
- ١٠- استثناء المرتبات والمكافآت لمحافظ البنك المركزي ونوابه من القواعد المطبقة على العاملين بالدولة.
- ١١- انفراد مجلس إدارة البنك المركزي بالحق في صلاحية تحديد المبلغ الذي يحول إلى الخزنة العامة للدولة من أرباح البنك السنوية.

المبحث الثاني

مضمون العلاقة بين السياستين النقدية والمالية وسوق الأوراق المالية

في ضوء دراستنا في المبحث الأول، تهدف الدراسة في مبحثنا الحالي، إلى دراسة مجموعة من المفاهيم والمرتكزات الأساسية من خلال تحليل مضمون العلاقة بين السياستين النقدية والمالية وسوق الأوراق المالية، وذلك على النحو التالي:

أولاً: السياسة النقدية:

تمثل السياسة النقدية أداة رئيسية من أدوات السياسة الاقتصادية العامة، تستخدمها الدولة بجانب السياسات الأخرى كالسياسة المالية والتجارية وسياسة الأجور والأسعار للتأثير على مستوى النشاط الاقتصادي من خلال تأثيرها في المتغيرات المحورية المكونة لهذا النشاط كالاستثمار والأسعار والنتائج والدخل.

وقد طرأ على مفهوم السياسة النقدية العديد من التطورات من حيث الوظائف والأهداف تبعاً لتطور النظريات النقدية، وللسياسة النقدية معنيان:

١ - المعنى الضيق للسياسة النقدية:

عرفت السياسة النقدية بأنها: الإجراءات التي تستخدمها السلطات النقدية لمراقبة عرض النقد وتحقيق أهداف اقتصادية معينة، أو هي مجموعة الوسائل التي تتبعها الإدارة النقدية لمراقبة عرض النقد بقصد تحقيق هدف اقتصادي معين كالاستخدام الكامل تبعاً للاقتصادي كنت Kent في حين عرفها شو Show، بأنها أي عمل واع تقوم به السلطات النقدية لتغيير حجم النقد أو التأثير في تكلفة الحصول عليها^(٢٨).

٢ - السياسة النقدية، بمعناها الواسع:

وتعني جميع الإجراءات النقدية والمصرفية التي تستهدف مراقبة حجم النقد المتيسر في الاقتصاد القومي، وهي بذلك تعني العمل الذي يوجه للتأثير في النقد والائتمان وكذلك الاقتراض الحكومي، أي حجم وتركيب الدين الحكومي^(٢٩).

ثانياً: السياسة المالية:

في الوقت الحاضر أصبح من المعترف به لدى معظم الاقتصاديين ورجال السياسة، أن السياسة المالية هي أقوى أدوات السياسة الاقتصادية، إذ أن

تطور أهداف السياسة الاقتصادية وانتقال اهتماماتها كان لابد معه انتقال هدف اهتمام السياسة المالية إلى تحقيق الآتي^(٣٠):

١- المحافظة على مستوى التشغيل الكامل الذي وصلت إليه الدول من خلال استخدام السياسة المالية ومكوناتها في تحقيق الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي.

٢- مكافحة التضخم على المستوى الكلي ومن ثم إتباع الإجراءات الضرورية (السياسة المالية) لمكافحة التضخم في قطاعات معينة طبقاً لنوعيته لإعادة التوازن بين العرض والطلب الإجمالي. كذلك الاهتمام بمشكلات التطور الاقتصادي.

٣- الاهتمام بمشكلات التطور الاجتماعي (إعادة توزيع الدخل) وخاصة بعد تطور دور الدولة في الحياة الاجتماعية والاقتصادية، حيث بدأت تلعب السياسة المالية فيها دوراً مهماً وبارزاً في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية في معظم الدول وخصوصاً الدول النامية.

ويمكن تعريف السياسة المالية تعريفاً يتلاءم والفلسفة الاقتصادية والاجتماعية التي تعنتقها الدولة، ففي ظل النظرية التقليدية (الكلاسيك) فإن السياسة المالية يمكن تعريفها بأنها: مجموعة القواعد التي يجب على الحكومات والهيئات العامة أن تطبقها في تحديد النفقات العامة وتأمين الموارد اللازمة لسد

هذه النفقات من خلال توزيع أعبائها بين الأفراد. في حين أن التعريف الحديث للسياسة المالية يركز بصورة أساسية على الوسائل المستخدمة، إذ تعرف السياسة المالية بأنها مجموعة من السياسات الحكومية التي تستخدم الوسائل المالية من نفقات عامة وضرائب وقروض ووسائل نقدية وموازنة ... إلخ، لتحقيق أهداف السياسة الاقتصادية والاجتماعية والسياسة والثقافية والصحية^(٣١).

ثالثاً: طبيعة العلاقة بين السياستين النقدية والمالية:

يوجد تكاملاً هاماً وقوياً ما بين السياستين النقدية والمالية لتحقيق الأهداف الاقتصادية بشكل عام والاستقرار الاقتصادي على وجه الخصوص، ويعود هذا التكامل إلى أن مكونات الطلب الكلي تتأثر بمستوى سعر الفائدة السائد من جهة، كما أنها تتأثر بمستوى الضرائب والانفاق وتغيراتها من جهة أخرى، بالإضافة إلى ذلك تآثرها بطريقة تمويل فائض أو عجز الموازنة، ويترتب على ذلك بالضرورة وجود تنسيق ما بين السياستين لتحقيق الأهداف وبكفاءة عالية مما يقضي بضرورة استخدام مزيج من السياستين معاً^(٣٢).

فالسياسة النقدية بأدواتها المختلفة تؤثر بشكل مباشر في النقود المتوافرة لدى البنوك التجارية، إذ تؤثر أسعار الفائدة في التسهيلات الائتمانية الممنوحة من لدن تلك البنوك للأفراد والمشروعات، الأمر الذي يولد تأثيراً في الحجم الكلي للانفاق على السلع والخدمات وبالتالي في حجم الاستثمار ومن ثم في حجم

الطلب الكلي، إذ جاء تأثير السياسة النقدية بشكل غير مباشر وانتقل عبر قناة سعر الفائدة.

إما بالنسبة إلى السياسة المالية فهي تؤثر مباشرة في التشغيل والإنتاج والدخل من خلال الإنفاق الحكومي والسياسة الضريبية، إذ أن الإنفاق الحكومي يؤثر بصورة مباشرة في الدخل والإنتاج. فعند زيادة الإنفاق بشقيه الجاري والاستثماري سيؤدي ذلك إلى زيادة الدخل وبالتالي زيادة الطلب الكلي الذي يترتب عليه زيادة في الإنتاج. ويمكن أن تلعب السياسة الضريبية الدور نفسه فيما يتعلق بإعادة توزيع الدخل، إذ تسعى معظم النظم الضريبية إلى زيادة الاقتطاع من ذوي الدخل المرتفعة وإعادة توزيعها إلى الفئات الفقيرة (ذات الميل الحدي المرتفع للاستهلاك) على شكل إعانات مما يؤدي إلى زيادة الطلب الكلي وزيادة الإنتاج^(٣٣).

ولأن العمليات المالية والنقدية هي وسائل فعالة في الرقابة الاقتصادية العامة، فإن التنسيق والجمع بينهما يصبح أمراً ضرورياً وملحاً لتفادي التعارض مع بعضهما بصورة تضعفهما. وفي الوقت نفسه منع السلطة الحكومية من تحقيق أهدافها المرسومة، ويشدد على هذه ضرورة التداخل الموجود بين هذين النوعين من العمليات، فالسلطات المالية تقوم بزيادة الإنفاق أو تخفيض الضرائب لتحريك عجلة النشاط الاقتصادي عندما يعمل الاقتصاد في ظروف

أقل من مستوى التوظيف الكامل، في هذه الحالة لا بد أن تعمل السلطات النقدية بالاتجاه نفسه بحيث يضمن الأمر عدم ارتفاع سعر الفائدة وإلا أدى ذلك إلى انخفاض حجم الاستثمار ومن ثم حجم الطلب الكلي مما يتسبب في عدم نجاح السياسة المالية، الأمر الذي يتطلب أن تعمل هذه السياسة (النقدية) من جانبها على تخفيض سعر الفائدة إلى المستوى الذي يضمن معه رفع حجم الاستثمار لانعاش الاقتصاد الوطني، ولعلاج التضخم تقوم السلطات المالية بتخفيض الانفاق الحكومي أو زيادة الضرائب بحيث يؤدي إلى تخفيض حجم الطلب الكلي في المجتمع والقضاء على الفجوة التضخمية، ففي هذه الحالة لا بد أن تعمل السياسة النقدية على عدم تخفيض سعر الفائدة من خلال عمليات السوق المفتوحة حتى لا يؤدي ذلك إلى زيادة حجم الاستثمار ليرتفع معه الطلب الكلي، إن التنسيق بين التدابير المالية والنقدية أمر ضروري وذلك بسبب الاختلاف ما بين طبيعة كل منهما على النحو التالي^(٣٤):

١- تميل العمليات المالية إلى أن تكون واسعة النطاق من حيث حجمها ومداهها، في حين تتجه العمليات النقدية إلى أن تكون محدودة لأنها تنحصر بصورة رئيسة في القطاع المالي والمصرفي.

٢- تميل التدابير المالية من ناحية أخرى إلى أن تكون بطيئة ومتصلبة لأسباب دستورية وقانونية عموماً، في حين أن الإجراءات النقدية سريعة ومرنة

نسبياً ويمكن تغييرها في وقت قصير جداً من خلال التغييرات في نسب الاحتياطي القانوني وأسعار الفائدة والخصم.

٣- تميل الإجراءات المالية إلى أن تكون ذات قيمة وبصفة خاصة في تشجيع التوسع الاقتصادي ولكنها قد تكون أقل قدرة على إيقاف التضخم، أما الإجراءات النقدية فإنها تكون ذات أثر ضئيل في تشجيع التوسع ولكنها قد تحد بصورة فعالة من الاتجاهات التضخمية.

وهذه الأسباب مجتمعة تجعل التنسيق فيما بين السياستين من حيث الاتجاه والتوقيت يصبح أمراً ضرورياً لا يمكن التغاضي عنه.

رابعاً: مفهوم سوق الأوراق المالية:

تعتبر أسواق الأوراق المالية أحد ثلاثة عناصر لأسواق المالية Financial Markets والمكونة من (٣٥):

- ١- سوق النقود الذي يقوم الجهاز المصرفي فيه بالدور الرئيس.
- ٢- سوق رأس المال الذي يتكون من بنوك الاستثمار وشركات التأمين.
- ٣- سوق الأوراق المالية حيث يتم التعامل فيه بالأوراق المالية (الأسهم والسندات) التي تصدرها الشركات والبنوك أو الحكومات أو غيرها من المؤسسات والهيئات العامة وتكون قابلة للتداول.

ومن ثم يكمن مفهوم سوق الأوراق المالية في أنها، أحد عناصر أسواق المال التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات بيعاً وشراءً، بحيث تشكل إحدى القنوات التي ينساب فيها رأس المال من وحدات الادخار الرئيسية (الأفراد والمؤسسات) إلى وحدات الاستثمار (مشاريع الأعمال والحكومة)، أي أن سوق الأوراق المالية تقوم بنقل الموارد المالية من الفئات التي لديها فائض (المدخرين) إلى الفئات التي تحتاج هذه الأموال (المستثمرين) لإقامة مشاريعها الاستثمارية، الأمر الذي ينعكس في زيادة التشغيل وتحسن مستوى المعيشة في الدولة^(٣٦).

ويمكن تقسيم سوق الأوراق المالية إلى سوقين، سوق أولي وسوق ثانوي^(٣٧):

السوق الأولي (Primary Market) أو سوق الإصدار: هو السوق الذي يكون فيه البائع للورقة المالية (السهم أو السند) هو مصدرها الأصلي. مثال: عندما تعتزم شركة جديدة طرح أسهمها في السوق للاكتتاب العام، أو حين تقوم شركة قائمة أصلاً بإصدار سندات جديدة أو أسهم فإن تلك الأسهم والسندات يتم طرحها في السوق الأولي.

السوق الثانوي (Secondary Market) هو السوق الذي يتم التعامل فيه بالأسهم والسندات التي سبق إصدارها والتي يتم التداول بها بين

المستثمرين. مثال: طالما أن المصدر الأصلي لتلك الأسهم والسندات غير مضطر إلى استردادها Redeem قبل تاريخ استحقاقها، فإن هذه السوق تسمح للمستثمرين باستبدال هذه الأوراق بالنقدية قبل هذا التاريخ.

ويقسم السوق الثانوي إلى أربعة أسواق^(٣٨):

- ١- سوق يتكون من السماسرة العاملين بالسوق المنتظمة.
- ٢- وسوق آخر يشمل السماسرة غير الأعضاء في السوق ولكن لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية.
- ٣- سوق ثالث ويتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة ولهم الحق في التعامل في الأوراق المسجلة بتلك الأسواق.
- ٤- وسوق رابعة وأخيرة وهي التي يتم التعامل فيها مباشرة بين الشركات الكبرى والتي يكون الهدف منها استبعاد السماسرة لتخفيض نفقات الصفقات الكبرى.

وتشتمل السوق الثانوي أيضاً على نوعين من الأسواق وهما^(٣٩):

- ١- الأسواق المنظمة: تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع أو الشراء (بالبورصات) ويدار هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء

السوق، ويشترط التعامل في الأوراق المالية أن تكون تلك الأوراق مسجلة بتلك السوق.

٢- السوق غير المنظمة، يطلق هذا الاصطلاح على المعاملات التي تتم خارج السوق المنظم، حيث لا يوجد مكان محدد لإجراء التعامل. ويقوم بالتعامل بيوت السمسرة من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات السريعة التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين. ومن خلال هذه الشبكة يمكن للمستثمر أن يختار أفضل الأسعار.

خامساً: مفهوم مؤشر سوق الأوراق المالية ومزاياه:

مؤشر السوق هو عبارة عن قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية. ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة البداية. ثم تتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة رسمية، وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء إلى الأعلى أم إلى الأسفل، إذ يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهاته وليس الورقة المالية، والذي بدوره يعطي مؤشراً واضحاً للاقتصاد ككل^(٤٠).

ويمثل مؤشر سوق الأوراق المالية مقياساً شاملاً لاتجاه السوق الذي يعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم، أي قياس حالة السوق بصفة عامة مثل مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة DJIA ومؤشر ستاندر أندبور (S & P)

500) وبالتالي فإن هذا المؤشر يمثل مستوى مرجعي للمستثمر في السوق المالية، كما يمثل أيضاً مقياساً لمجموعة معينة من الأسهم، وذلك إزاء الأداء الفردي لسهم معين أي ما يطلق عليها بالمؤشرات القطاعية التي تقيس حالة السوق بالنسبة لقطاع معين أو صناعة معينة، ومنها على سبيل المثال مؤشر جونز لصناعة النقل، أو مؤشر ستاندر أندبور لصناعة الخدمات العامة. وتستخدم المؤشرات كمعايير لأداء السوق سواء في الدول النامية أم في الدول المتقدمة على حد سواء.

ومن ثم فإن مؤشر سوق الأوراق المالية يعد من الوسائل المهمة التي يسترشد بها المستثمرون في الأسواق المحلية والدولية من أجل توقيت استثماراتهم وتنفيذها، كذلك في رصد التطورات التي تشهدها الأسواق ودرجة فعاليتها (تقييم أسواق الأوراق المالية)، وبالتالي التعرف على اتجاهات الأداء فيها ومقارنتها بأداء غيرها من الأسواق المالية، الأمر الذي يمنح فرصة أخرى للمستثمرين لاتخاذ قرارات الاستثمار^(٤١).

وتبرز أهمية المؤشر من خلال المزايا التي يحققها للسوق والتي منها^(٤٢):

- ١- يلخص المؤشر أداء السوق الإجمالي، إذ يتكون من أسهم الشركات في كل القطاعات المختلفة للاقتصاد، لذا فهو يمثل أسلوباً سهلاً لتحويل أداء الاقتصاد إلى صورة كمية، إذ تعكس المؤشرات الظروف الاقتصادية

السائدة في سوق الأسهم، وبالتالي فإنه يمكن تكوين مؤشرات تعكس الأداء الاقتصادي لقطاع معين.

٢- تساعد المؤشرات على قيام السوق بإعادة تنظيم نفسه وعملياته مرة أخرى، إذ يمكن للمراجعين في السوق تحديد مشاكله والتي يمكن أن تؤدي إلى انحراف الأسعار أو تصويب اتجاه السوق، الأمر الذي يعكس أسعار الأوراق المالية بشكل دقيق.

٣- أحد الاتجاهات في تحديد سعر السهم يتمثل في خصم التدفقات النقدية المستقبلية له، فإذا كان من المتوقع أن تتغير هذه التدفقات (بالزيادة أو النقص) فسوق يعكس المؤشر هذه التوقعات للمساهمين والمستثمرين.

٤- يمكن للمستثمرين مقارنة أداء مؤشر سوق الأسهم بمؤشرات أسواق الأسهم في العالم، الأمر الذي يساعد في تحديد اتجاهات السوق بالمقارنة بالأسواق الأخرى، مما قد تنجم عنه زيادة الاستثمارات الأجنبية وبخاصة في حالة أن يكون السوق من الأسواق الواعدة.

وبالإضافة إلى المزايا المشار إليها، فإن هناك شروطاً وأسساً يجب

توافرها في المؤشرات ولعل أهم هذه الشروط:

١- يجب أن يتضمن المؤشر أسهماً تمثل جميع الأنشطة الاقتصادية.

٢- يجب أن تكون طريقة حسابه واضحة بالنسبة إلى المستثمر العادي.

٣- يجب أن يتضمن حجماً كبيراً من الأسهم.

٤- يجب أن يحدد وزن وأهمية نسبية كل سهم وأن يكون الوزن معروفاً.

سادساً: السياستان النقدية والمالية والسوق المالية:

(١) السياسة النقدية والسوق المالية:

هناك علاقة وثيقة تربط بين السياسة النقدية وتنمية سوق تداول الأوراق المالية وهذا الترابط ينبع أساساً من التداخل واتساق العلاقة القائمة بين أسواق النقد وأسواق رأس المال ومن هنا فإننا يمكن أن نتصور إجراءات النظام المصرفي متمثلة بالبنك المركزي، والمصارف التجارية والمصارف المتخصصة والتي هي مؤسسات مالية محفزة للنمو الاقتصادي، ويمكن أن تصبح إحدى الدعامات الرئيسية في قيام سوق متطورة لتداول الأوراق المالية^(٤٣).

فإتساع حجم السيولة في السوق المالية بالنسبة إلى السيولة الكلية للاقتصاد يفسر زيادة ترابط السوق المالية بالسياسة النقدية، الأمر الذي يجعل من الضروري توسيع دور واهتمام السلطة النقدية بهدف السيطرة والتأثير في سيولة السوق، إذ تستطيع السلطة النقدية القيام بإجراءاتها المختلفة التي من شأنها

أن تؤثر في مكونات السيولة الكلية للاقتصاد، رغبة منها في الحفاظ على الاستقرار النقدي في الاقتصاد.

ويمكن أن تنتقل آثار الإجراءات النقدية إلى السوق المالية بطريقتين، الطريقة المباشرة والطريقة غير المباشرة، على الرغم من أن الطريقة المباشرة في التأثير تكون مقيدة لنشاط السوق المالية (بيع الأوراق المالية وشرائها من لدن السلطة النقدية)، على عكس الطريقة غير المباشرة التي تعمل بشكل أفضل من الطريقة الأولى وخصوصاً عندما تسود حالة الشفافية والوضوح، إذ يكون تأثير الإجراءات النقدية في الأخيرة من خلال قنوات مشتركة مهماً في التأثير في حجم سيولة السوق، ولعل أبرز تلك القنوات^(٤٤):

١- مستوى أسعار الفائدة.

٢- منح الائتمان.

وهاتان القناتان متداخلتان فيما بينهما، وهذا ما يمكن ملاحظته في تحليل آلية عملهما في امتداد تأثير السياسة النقدية في سيولة السوق، إذ ترتبط أسعار الفائدة بعلاقة تشابكية مع أدوات السوق المالية من خلال تأثير هذه الأسعار وبشكل فعال جداً في تلك الأدوات. ومن جهة أخرى تحدد أسعار الفائدة من خلال السوق المالية وذلك من خلال علاقة سعر الفائدة بأسعار السندات في

سوق السندات وأسعار الأسهم في سوق الأسهم، وتتحدد هذه العلاقات من خلال تأثير السياسة النقدية في حجم الائتمان الممنوح للوحدات الاقتصادية.

وتظهر الأدلة العملية والنظرية، إن إتباع سياسة نقدية توسعية يؤدي إلى انخفاض تكلفة الائتمان بفعل انخفاض سعر الفائدة، ومن ثم زيادة الطلب على الائتمان من خلال المصارف، الأمر الذي يقود إلى انخفاض توجه الأفراد والمستثمرين نحو السوق المالية لطلب التمويل، أي قيام المقترض بإحلال مهمة الاقتراض من السوق المالية إلى المصارف التجارية، والذي يؤدي بدوره إلى انخفاض عرض السندات ومن ثم ارتفاع أسعارها، أما علاقة أسعار الفائدة بالأسهم فهي الأخرى علاقة عكسية، وهذا ما يمكن ملاحظته عند إتباع سياسة نقدية توسعية، مثلما في التحليل السابق^(٤٥).

وبالإضافة إلى ما تقدم فإن هناك العديد من القنوات التي يمكن أن تستخدمها السلطة النقدية بغية التأثير في السوق المالية، وأهم هذه القنوات هي سعر إعادة الخصم وعمليات السوق المفتوحة ونسبة الاحتياطي القانوني، إذ يستطيع البنك المركزي التأثير في الاستثمارات المالية عبر هذه القنوات. (راجع المبحث الأول).

وتمتد آثار استخدام السلطة النقدية لأداة سعر الخصم في السوق المالية عبر السوق النقدية والرأسمالية للتغيير في أحكام إقراض البنوك التجارية من

البنوك المركزي، أي التأثير في حجم احتياطات البنوك التجارية، أما عمليات السوق المفتوحة وهي الأداة الثانية التي يمكن من خلالها أن يصل تأثير السياسة النقدية في نشاط السوق إلى عمليات البيع والشراء للأوراق المالية الحكومية قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل وعبر التأثير في قناة الأسعار وسعر الفائدة، بالإضافة إلى قناة الاحتياطات النقدية.

أما فيما يتعلق بالأداة الثالثة (نسبة الاحتياطي القانوني)، فإن البنك المركزي يستطيع التحكم بتلك النسبة، الأمر الذي يدفع البنوك التجارية إلى اللجوء إلى السوق المالية لعرض ما لديها من أوراق مالية، ومن ثم فإن التحليل السابق الإشارة إليه يركز على أدوات السياسة النقدية الكمية الغير مباشرة، ذلك لأن الأدوات النوعية المباشرة للسياسة النقدية تكون معوقة لنشاط السوق المالية لعدة أسباب^(٤٦).

وتعتمد فاعلية السياسة النقدية ولاسيما أدواتها الكمية على وجود أسواق مالية منتظمة، حيث تغير مجال عمل تلك الأدوات، وبالتالي فلا بد أن تكون هذه الأسواق على درجة عالية من الكفاءة والفاعلية لتطبيق تلك الأدوات أي يجب أن تكون ذات طاقة كبيرة تمكنها من استيعاب كميات ضخمة من السندات الحكومية التي يعرضها البنك المركزي من خلال عمليات السوق المفتوحة، كذلك قدرتها

على تطبيق سياسة سعر البنك، وفيما يلي توضيح لكيفية تأثر السوق المالية بالسياسة النقدية (٤٧):

- ١- يعد سعر البنك أحد هياكل أسعار الفائدة التي يحتم تحديدها في السوق المالية ولاسيما السوق النقدية، إذ يعتمد تحديد سعر البنك على التغيرات التي تصيب جانبي العرض والطلب على السيولة في السوق النقدية.
- ٢- تتطلب فاعلية سعر البنك وجود علاقة قوية بينه وبين أسعار الفائدة الأخرى في السوق المالية، إذ تعتمد التغيرات في سعر البنك على التغيرات في أسعار الفائدة في السوق، وهذا يتطلب وجود سوق مالية ذات كفاءة.
- ٣- يسمح وجود سوق مالية متطورة (قصيرة الأجل) تتم فيها إعادة خصم أدوات الائتمان بواسطة البنك المركزي بتطبيق إجراءات السياسة النقدية وبسهولة.
- ٤- يعتمد نجاح سياسة السوق المفتوحة على وجود سوق للسندات كبيرة ونشطة وذات فاعلية عالية وعلى النحو الذي سبقت الإشارة إليه. وهكذا فإن تنمية السوق المالية تجعل أدوات السياسة النقدية (الكمية) أكثر فعالية وتأثيراً في مجمل المتغيرات الاقتصادية الكلية، من خلال إتاحة المجال الأمثل لتطبيقها وامتداد أثرها نحو الأهداف المتوخاة من استخدامها.

(٢) السياسة المالية والسوق المالية:

شهد القرن العشرين تغيراً جوهرياً في طبيعة دور الحكومة في الاقتصاد الوطني، إذ زادت وظائف الحكومة وأتسع دورها في النشاط الاقتصادي خصوصاً بعد أن تحررت من القيود التي تفرضها المفاهيم والأسس الكلاسيكية على تدخلها فيه، واحتلت بذلك موقفاً مؤثراً في التطور الاقتصادي والاجتماعي، ولقد واكب هذا التوسع في مهام الحكومة زيادة سريعة في حجم الإنفاق الحكومي دون أن تواكب هذه الزيادة زيادة مماثلة في الإيرادات العامة، مما ولد عجزاً في الموازنة العامة، الأمر الذي دفع الحكومات إلى الاقتراض الداخلي والخارجي لتغطية هذا العجز، وغالباً ما تفضل الحكومات الاقتراض الداخلي على الاقتراض الخارجي خصوصاً في الاقتصادات المتقدمة التي تملك أسواقاً مالية متطورة، فالحكومة تلجأ إلى الاقتراض من الأفراد والمؤسسات المالية والمصرفية والبنك المركزي لتمويل عجز الموازنة، الأمر الذي يترتب عليه وجود علاقة قوية ما بين سياسة العجز الحكومي والسوق المالية، وتستمد هذه العلاقة قوتها من خلال ما توفره السوق من مرونة عالية لتمويل احتياطات القطاع الخاص، وعليه فإن السلطة المالية تستطيع التحرك بحرية في تطبيق سياسة العجز المالي، ومن ثم التأثير في المتغيرات الاقتصادية الكلية عن طريق الاستخدام الملائم للأدوات المالية التي توفرها السوق المالية^(٤٨).

ولعل أفضل قناة لتطبيق السياسة المالية الكلية هي الأسواق المالية، إذ تستطيع الحكومة أن تحقق أثراً مرغوبة أو مطلوبة في حجم النشاط الاقتصادي عن طريق التغيير في السياسة الانفاقية أو الضريبية أو في كليهما. فمدلولات السياسة المالية تظهر واضحة من خلال ممارسة الحكومة دورها في التأثير عن طريق الاقتراض الحكومي من جهة واستعمال الحكومة للنقود المتحصلة من فائض الضرائب من جهة أخرى، ففي حالة وجود العجز فإن الحكومة سوف تضطر إلى اقتراض أموال كافية لتغطية هذا العجز، إذ تقترض الحكومة إما من البنك المركزي أو من البنوك التجارية أو من الأفراد على النحو الذي سبقت الإشارة إليه، وكذلك من خلال إصدار السندات الحكومية بمختلف أنواعها وطرحها في السوق المالية للتداول. وتتبع هذه السياسة معظم الاقتصادات المتقدمة لوجود وتطور سوق الأوراق المالية الحكومية، إذ تعد هذه السوق أحد المنافذ الرئيسية لتمويل النفقات الحكومية ولاسيما حينما تعجز الإيرادات العامة عن تغطية تلك النفقات، الأمر الذي تستطيع معه الحكومة إصدار العديد من الأوراق المالية (السندات الحكومية) المختلفة الآجال^(٤٩).

وتترك سياسة العجز المالي أثراً بالغة الأهمية في الاقتصاد في النظامين المالي والنقدي وبخاصة (عرض النقود)، إذ باتت سياسة العجز من أبرز الوسائل التي تستخدمها السلطة المالية لاستعادة التوازن الاقتصادي ورفع

معدلات النمو الاقتصادي، وكذلك أصبحت تستخدم بفاعلية عالية في حل الأزمات والاضطرابات الاقتصادية في الاقتصادات المتقدمة، وصار هذا العجز صفة ملازمة للاقتصادات الرأسمالية. وتمارس هذه السياسة تأثيرها في السوق المالية عن طريق زيادة عرض السندات الحكومية أو عن طريق التأثير في هيكل أسعار الفائدة. فإصدار السندات الحكومية كوسيلة لتمويل العجز للاكتتاب من خلال السوق المالية سينعكس في زيادة عرض السندات الحكومية، ومن ثم انخفاض أسعارها والذي بدوره يشكل حافزاً للمستثمرين والمضاربين لاقتنائها، وذلك لأن هذا النوع من الاستثمار يكون أقل مخاطرة في رأس المستثمر، إذ يطلق عليه (السندات الحكومية) في أحيان كثيرة سندات معدومة المخاطر Risk Free^(٥٠).

أما فيما يتعلق بإتباع سياسة العجز في السوق من خلال هيكل أسعار الفائدة، فإن استمرار الحكومة بضح كميات كبيرة من السندات الحكومية في السوق سينعكس على انخفاض أسعارها، وبما أن العلاقة ما بين سعر السند وسعر الفائدة علاقة عكسية، فإن هذا سيؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة في السوق والذي بدوره يمارس تأثيره في مجمل عمليات السوق المالية من خلال تأثيره في أسعار الأوراق المالية وحجم التداول، ويمكن أن ينتقل أثر التغيير هذا إلى تكلفة

وحجم الائتمان والاقتراض المصرفي، وكذلك إلى عملية تكيف المحفظة الاستثمارية وعملية إعادة توزيعها^(٥١).

أما في حالة وجود فائض في الميزانية الناجم عن الفائض الضريبي. فإن أثر ذلك يعتمد في جزء منه على كيفية استعمال هذا الفائض، وبما أن الضرائب تفوق النفقات فإن تحويل الفائض ينطوي في العادة على سداد جزء من الدين الحكومي العام من خلال دخول الحكومة كمشتري لسندات في السوق المالية.

ومن المفيد بأن نشير أيضاً إلى أن العلاقة ما بين سياسة العجز أو الفائض في الميزانية لا يسير في اتجاه واحد وإنما في اتجاهين بمعنى أن هناك علاقة قوية تبادلية بينهما، فالسوق المالية تعمل على تسيير عمل السلطة المالية في تطبيق سياستها المالية من خلال ما توفره هذه السوق من إمكانية وسهولة في عملية الإقراض والاقتراض لتمويل الموازنة الحكومية.

سابعاً: أهم المتغيرات الاقتصادية المؤثرة في سوق الأوراق المالية:

هناك العديد من المؤشرات الاقتصادية التي يجب على المستثمر أن يراقب تغيراتها بدقة من أجل أن يتنبأ بمستقبل مؤشرات سوق الأوراق المالية (اتجاه السوق)، وسوف نتناول فيما يلي عدداً من المتغيرات ولاسيما ذات الصلة المباشرة بسوق الأوراق المالية:

(١) الناتج المحلي الإجمالي G.D.P :Gross Domestic Product

يعد الناتج المحلي الإجمالي من أهم المؤشرات التي تستخدم لقياس النشاط الاقتصادي لأي دولة، ويمثل الناتج المحلي السلع والخدمات التي أنتجت في الدولة خلال فترة زمنية غالباً ما تكون سنة، وقد أثبتت الدراسات التجريبية لاتجاهات أسعار الأوراق المالية واتجاهات الناتج، ولما يزيد عن ربع قرن من الزمان (١٩٥٩-١٩٨٥)، بأن هناك علاقة طردية وقوية بين المتغيرين، فالمستثمر يجب أن يكون ملماً بالناتج المحلي الإجمالي، لأن البيانات التي يتكون منها هذا الناتج سواء بالأسعار الجارية أم الثابتة تشكل العناصر العامة في التنبؤات الاقتصادية.

ومن هنا تظهر أهمية تتبع النشاط الاقتصادي بالنسبة للمستثمر، وبمقدار ما يكون التوقع دقيقاً يتمكن المستثمرين من اتخاذ القرار السليم بالنسبة إلى استثماراتهم (فإذا ما عرف أن الاقتصاد مقبل على حركة انتعاش فإن ذلك يعتبر مشجعاً لشراء الأسهم واقتنائها لأن حركة الانتعاش هذه سوف تعمل على زيادة أرباح منشآت الأعمال، وبالتالي ارتفاع أسعار الأصول المالية، أما إذا كانت توقعاتهم تشير إلى أن الاقتصاد مقبل على حركة ركود أو كساد، فإن ذلك يعطي إشارة الحذر بالنسبة للاستثمار بالأصول المالية)^(٥٢).

(٢) عرض النقود Money Supply:

تتضح العلاقة بين عرض النقد وأسعار الأسهم من خلال آلية عمل البنك المركزي الذي يطلب من البنوك التجارية إيداع نسبة من الاحتياطي لديه، فإذا كانت سياسة البنك المركزي تتجه نحو زيادة الائتمان لدى الأفراد فإنه يخفض نسبة الاحتياطي لديه، مما يزيد من الأموال السائلة لدى البنوك، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض تكلفة الاقتراض، أي انخفاض أسعار الفائدة، وبالتالي يشجع على الاستثمار بالأسهم ومن ثم ارتفاع أسعارها والعكس صحيح.

ومن ناحية أخرى إذا زاد عرض النقود عن حاجة النشاط الاقتصادي، أي أن هناك ارتفاعاً في السيولة فإنه يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم، إلا أنه قد يظهر أثراً سلبياً لهذه الزيادة في عرض النقود بعد أن يذهب جزء منها على شكل إصدارات جديدة من الأسهم والسندات مما يعني امتصاص السيولة، وانخفاض أسعار الأسهم^(٥٣).

(٣) تغيرات سعر صرف العملة Exchange Rate:

يؤثر سعر صرف العملة بشكل كبير في أسعار الأسهم، فارتفاع سعر الصرف الأجنبي من ناحية يدفع الأفراد للتخلص من مدخراتهم المالية واستبدالهم بالأسهم، مما يزيد الطلب عليها ومن ثم ارتفاع أسعارها، ومن ناحية

أخرى قد يستبدل المستثمر العملة الوطنية بالأجنبية من خلال الاستغناء عن مقتنياته من الأوراق المالية ببيعها، مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها^(٥٤).

وتشير الدراسات إلى أن العلاقة التي تربط سوق الأوراق المالية بأسعار الصرف تتضح من خلال قناتين هما^(٥٥):

١ - القناة المباشرة: مع ثبات العوامل الأخرى، فإن انخفاض قيمة عملة دولة ما نتيجة ارتفاع سعر الصرف الأجنبي، من شأنه أن يجعل أسعار الأصول المالية المحلية (كالأسهم) أرخص نسبياً للمستثمرين الأجانب مما يزيد من طلبهم على تلك الأصول وتزداد سرعة تداولها ومن ثم ارتفاع أسعارها تبعاً لذلك، ومن جانب آخر فإن انخفاض قيمة العملة يدفع بالمستثمرين المحليين الذين يحتفظون بأرصدة نقدية محلية إلى التخلص منها والتوجه صوب الأصول المالية الأخرى (كالأسهم والسندات) وزيادة طلبهم عليها وارتفاع أسعارها تبعاً لذلك.

٢ - القناة غير المباشرة: تمارس أسعار الصرف أثراً غير مباشرة في سوق الأوراق المالية (عبر السوق السلعية) مع افتراض بقاء العوامل الأخرى ثابتة، فانخفاض قيمة العملة لدولة ما، غالباً ما يؤدي إلى زيادة الصادرات والذي من شأنه أن يزيد من القدرة التنافسية لشركات هذه الدولة في السوق الدولية، مما يدفع إلى زيادة الطلب على منتجات الشركات المحلية، وبالتالي

زيادة حجم الإنتاج وارتفاع أرباح هذه الشركات، الأمر الذي سيؤثر في أسعار الأوراق المالية وبخاصة الأسهم.

(٤) عجز الموازنة Budget Deficit:

يحدث عجز الموازنة عندما تزداد النفقات العامة على الإيرادات الحكومية، وتساعد نفقات الحكومة على تنشيط الاقتصاد وزيادة الطلب، ولكن قد يؤدي عجز الموازنة إلى التضخم وزيادة معدل العجز في المستقبل. كما أن خفض الإنفاق الحكومي قد يؤدي إلى نقص العرض من النقود وانخفاض الطلب على السلع والخدمات. وفي كل الأحوال تمارس تلك السياسة (السياسة الانفاقية) زيادة أو نقصاً في الإنفاق مما يرتب عليه آثاراً مباشرة وغير مباشرة في أسعار الأوراق المالية.

(٥) مؤشرات اقتصادية أخرى Other Economics indexes:

في الدولة الصناعية المتقدمة هناك عددٌ من المؤشرات التي تمكن المستثمر من الرجوع إليها والتي يمكن تفسيرها لمعرفة الاتجاه الذي يسير عليه الاقتصاد، ولعل من أهم هذه المؤشرات نسبة البطالة ومعدلات التضخم وتطور مؤشر أسعار المستهلكين ... إلخ من المؤشرات الاقتصادية الأخرى والتي لها الدور المباشر وغير المباشر في تحديد أسعار الأوراق المالية (الأسهم والسندات).

المبحث الثالث

تقدير وتحليل أثر السياستين النقدية والمالية على عمل سوق الأوراق المالية المصرية خلال الفترة (١٩٩١-٢٠١٠)

أولاً: العلاقة النظرية بين المتغيرات الخارجية والداخلية:

في ضوء دراستنا في المبحثين الأول والثاني، فإن دراستنا في هذا المبحث تهدف إلى قياس العلاقة ما بين المتغيرات الخارجية (المؤشرات النقدية والمالية) والمتغيرات الداخلية (مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية)، وذلك على النحو التالي:

(١) هناك اتجاهان رئيسان لانتقال آثار التغيرات النقدية (عرض النقود)، إلى الاقتصاد القومي، ففي الوقت الذي تركز فيه المدرسة النقدية على وجود علاقة قوية ومباشرة ما بين عرض النقود والنشاط الاقتصادي، (حيث أن زيادة عرض النقود مع استقرار سرعة تداولها ينعكس مباشرة على زيادة الانفاق الكلي ومن ثم الدخل القومي والتي تؤدي بدورها إلى زيادة مستوى أرباح الشركات، الأمر الذي سينعكس إيجابياً في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية مما يعني وجود علاقة طردية ما بين عرض النقود

ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية)، فإن أصحاب المدرسة الكينزية يرون أن هناك علاقة غير مباشرة بين التغيرات النقدية والنشاط الاقتصادي (حدوث تغير في عرض النقود سينعكس بشكل رئيس على سعر الفائدة ومن ثم نحو الإنفاق الخاص وصولاً إلى الإنفاق الكلي فالدخل القومي، ومن ثم أرباح الشركات، الأمر الذي سينعكس على مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية).

(٢) إن تأثير سعر الفائدة في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية تتم من خلال علاقتين أساسيتين هما:

العلاقة الأولى: هي علاقة ارتباط قوية بين أسعار الفائدة وأسعار السندات في سوق السندات إذ أن علاقة أسعار الفائدة بأسعار السندات علاقة عكسية، فزيادة عرض النقود تعني انخفاض سعر الفائدة ومن ثم انخفاض تكلفة الائتمان وزيادة الطلب عليه عن طريق المصارف، الأمر الذي يقود إلى انخفاض توجه الأفراد والشركات والمستثمرين نحو سوق الأوراق المالية لطلب التمويل، أي قيام المستثمرين بإحلال جهة الإقراض من السوق المالية نحو المصارف التجارية، مما يعني انخفاضاً في عرض السندات ومن ثم ارتفاعاً في أسعارها مما سينعكس على أسعار الأصول المالية الأخرى (كالأسهم). كذلك يقود انخفاض سعر الفائدة (الناجم عن السياسة النقدية

التوسعية) إلى سهولة الحصول على الائتمان لانخفاض تكلفته، ومن ثم سيدفع هذا المضاربين إلى زيادة طلب الائتمان، ومن ثم التوجه نحو السوق لغرض المضاربة، ومعنى ذلك ضمناً زيادة الطلب على السندات وارتفاع أسعارها (بافتراض ثبات العوامل الأخرى) والذي بدوره سينعكس على أسعار الأصول الأخرى ومنها الأسهم.

العلاقة الثانية: وهي تعني وجود علاقة قوية بين أسعار الفائدة وأسعار الأسهم في سوق الأسهم، فهناك علاقة عكسية ما بين أسعار الفائدة وأسعار الأسهم والمؤشرات الأخرى للسوق المالية، فاتباع السلطة النقدية سياسة نقدية توسعية يؤدي إلى توفير الائتمان والتوجه نحو أسواق الأسهم سبباً للاستثمار (شراء الأسهم والمضاربة فيها) وذلك للاستفادة من اختلاف أسعار الفائدة على الائتمان والتي تكون منخفضة بفعل السياسة النقدية التوسعية وبين عوائد الأسهم، ومن ثم فإن التوجه نحو شراء الأسهم سيعمل على زيادة الطلب عليها، الأمر الذي سيؤدي إلى ارتفاع أسعارها، وهكذا فإن العلاقة بينهما ستكون عكسية.

(٣) ويمكن تجسيد العلاقة ما بين سعر الصرف ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية من خلال الطلب على الصرف الأجنبي الذي يمثل الطلب على الموجودات الأجنبية (عرض العملة المحلية)، في حين أن عرض الصرف

الأجنبي يمثل الطلب على الموجودات المحلية (الطلب على العملة المحلية)، ومن ثم فإن ارتفاع قيمة الدولار (قيمة العملة الأجنبية) أو ما يقابلها من انخفاض في (قيمة العملة المحلية) سيكون دافعاً للأفراد للتخلص من العملة المحلية التي يملكونها لتحويلها إلى موجودات مالية أو حقيقية ومنها (الأسهم)، مما يعني وجود علاقة طردية ما بين سعر الصرف وبين مؤشرات أداء السوق. كذلك فإن انخفاض قيمة العملة المحلية من شأنه أن يجعل أسعار الموجودات المالية الأجنبية أعلى لارتفاع قيمة تلك الموجودات فينخفض الطلب المحلي على تلك الموجودات، وفي الوقت ذاته سيجعل أسعار الموجودات المالية المحلية الأرخص نسبياً للمستثمرين الأجانب أي (زيادة الطلب الأجنبي على الموجودات المالية) بافتراض ثبات العوامل الأخرى مما يدفع باتجاه ارتفاع أسعارها، ومن ثم فإن العلاقة بينهما طردية، ويحدث العكس في حالة انخفاض سعر الصرف الأجنبي (ارتفاع قيمة العملة المحلية).

(٤) يفترض النموذج أن يكون للتضخم الطبيعي (المعتدل) تأثير إيجابي في جميع مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، وتستند فلسفة العلاقة الإيجابية هذه إلى أنه عند ارتفاع معدل التضخم وبداية فقدان النقود لقوتها الشرائية يحاول المستثمرون العقلانيون حماية مدخراتهم ضد هذه المخاطر فيقومون بزيادة استثماراتهم في الأصول المالية والحقيقية ومنها الأسهم فترتفع

أسعارها فتتأثر معها القيمة السوقية للأسهم وأحجام التداول .. وغيرها من المؤشرات، في حين قدم عدد من الاقتصاديين تفسيراً آخرًا لهذه العلاقة على أساس أن العديد من الشركات سيؤدي المخزون السلعي فيها دوراً مهماً في تحديد الأرباح، ومن ثم فإن ارتفاع المستوى العام للأسعار يعني إمكانية بيع المخزون السلعي بأسعار عالية مقارنة بأسعار الشراء أو التكلفة، ومن ثم زيادة أرباحها ومن ثم ارتفاع أسهم تلك الشركات التي حققت الأرباح العالية، في حين أن انخفاض الأسعار يعني خسارة في قيمة المخزون السلعي وانخفاض أرباح الشركات وانخفاض أسعار أسهمها.

(٥) يفترض النموذج أن قيام الحكومة بزيادة الإنفاق الحكومي (الجاري والاستثماري) من شأنه أن يؤثر في الدخل سواء تعلق ذلك بمستوى الدخل القومي أم حجم الدخل الفردية المعدة للإنفاق، إذ تستطيع الحكومة التأثير بشكل مباشر في مستوى الدخل القومي من خلال التغيرات في حجم الإنفاق الحكومي سواء كان ذلك الإنفاق ناتجاً عن قيام الحكومة بشراء السلع والخدمات التي هي من مكونات الإنفاق على الإنتاج والدخول الفردية للإنفاق أم ناتجاً عن بعض المدفوعات الحكومية التحويلية (برامج الضمان الاجتماعي)، وهذه الأخيرة ليست جزءاً مباشراً من الإنفاق على الإنتاج، إلا أنها تزيد من الدخل الفردية المعدة للإنفاق.

فضلاً عن ذلك تستطيع الحكومة من خلال التغيرات في حجم الإنفاق التأثير في كل من دالة الاستهلاك والاستثمار معاً من خلال التأثير في حجم الدخل القومي، وبالتالي فإن زيادة الإنفاق الكلي نتيجة زيادة الإنفاق الحكومي (بوصفه جزء من مكونات الإنفاق الكلي) سينعكس على حجم الدخل القومي ويؤدي بدوره إلى زيادة أرباح الشركات، وهذا يعني وجود علاقة إيجابية ما بين الإنفاق العام ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية.

(٦) يفترض النموذج وجود علاقة عكسية تربط الإيرادات العامة (الضريبة) بمؤشرات أداء سوق الأوراق المالية (بافتراض ثبات العوامل الأخرى)، إذ يترتب على خفض معدلات الضريبة على الدخل (طالما أن الدخل المكتسب يكون في صورة أجور وأرباح وفوائد)، زيادة الدخل الخاص كنسبة من أي مستوى للدخل الكلي، ويعني ارتفاع الدخل الخاص قوة شرائية أكبر بين أيدي الأفراد والشركات، ورغم عدم قدرتنا على التنبؤ بالنمط الفعلي لتوزيع الزيادة في القوة الشرائية، فإن هذه الزيادة في الدخل الخاص سوف تؤدي إلى زيادة الطلب على السلع والخدمات، الأمر الذي يتطلب زيادة الإنتاج ومن ثم زيادة أرباح الشركات وزيادة الطلب على النقود، فضلاً عن أن خفض معدل الضريبة يخلق حوافز لبذل جهد إضافي في العمل والاستثمار – بحسب اقتصاديي جانب العرض – ومن ثم تحدث زيادة

في الإنتاج وزيادة في الأرباح مما يؤدي بدوره إلى زيادة الدخل القومي وتحقيق زيادات في الأنواع الثلاثة للطلب. وفي كل الأحوال فإن ذلك سيعمل على زيادة الطلب على الأسهم في السوق المالية.

(٧) هناك علاقة قوية ما بين سياسة العجز المالي (الحكومي) وحجم الدين المحلي العام وبين مؤشرات سوق الأوراق المالية (طالما أن عملية إصدار السندات الحكومية تعد السبيل الأمثل لتمويل العجز الحكومي)، فإصدار الحكومة للسندات سينعكس على عرض تلك السندات ومن ثم انخفاض أسعارها وهذا سيكون حافزاً للمستثمرين والمضاربين لاقتنائها بدلاً من الأوراق المالية الأخرى (كالأسهم) ومن ثم سينخفض الطلب على الأسهم، خصوصاً وأن الاستثمار في مثل هذا النوع (السندات) يكون أقل مخاطرة في رأي المستثمر (يطلق على السندات الحكومية سندات معدومة المخاطر كما سبق أن ذكرنا في المبحث الثاني)، ومن جانب آخر يسبب إصدار السندات الحكومية تغيرات في هيكل أسعار الفائدة، وخصوصاً عندما تستمر الحكومة بضح كميات كبيرة منها، الأمر الذي سيعمل على خفض أسعارها، ولما كانت العلاقة ما بين أسعار السندات وأسعار الفائدة علاقة عكسية، فإن ذلك سيؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة في السوق، ويمارس ارتفاع أسعار الفائدة تأثيراً في مجمل عمليات السوق المالي من خلال

تأثيره في أسعار الأوراق المالية وحجم التداول، فضلاً عن أثر تغيير سعر الفائدة على تكلفة الائتمان والاقتراض، والذي بدوره يؤثر في مؤشرات أداء السوق المالية وهكذا فإن العلاقة ما بين سياسة العجز الحكومي ومؤشرات الأداء علاقة إيجابية، وبما أن العلاقة ما بين سياسة العجز الحكومي والدين المحلي العام علاقة قوية، فإن التوسع في العجز الحكومي يعني التوسع في حجم الدين (الذي يمثل اقتراض الحكومة من الأفراد والمؤسسات المالية والبنك المركزي)، وهكذا فإن العلاقة ما بين حجم الدين المحلي العام ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية هي ذاتها مع سياسة العجز الحكومي.

ثانياً: إعداد البيانات:

وفي ضوء المتغيرات الخارجية والداخلية سألقة البيان، تم تجميع البيانات الخاصة بالمؤشرات النقدية والمالية ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية المصرية وبعد إدخال البيانات على الحاسب الآلي تم الحصول على الصيغ اللوغارتمية التي أعمدت التحليل القياسي وذلك من خلال الاستناد إلى المعايير الإحصائية والقياسية وعلى النحو الموضح في ملاحق المبحث الثالث وهي:

- ١- ملحق رقم (١) جدول تطور مؤشرات عرض النقود والنواتج الإجمالي في مصر خلال الفترة (١٩٩١-٢٠١٠) مليون جنيه.
- ٢- ملحق رقم (٢) جدول مؤشرات السياسة المالية في مصر خلال الفترة (١٩٩١-٢٠١٠) مليون جنيه.
- ٣- ملحق رقم (٣) جدول المؤشرات النقدية والمالية ومؤشرات أداء سوق مصر للأوراق المالية خلال الفترة (١٩٩١-٢٠١٠) مليون جنيه.
- ٤- ملحق رقم (٤) جدول نتائج الاختبارات الإحصائية والقياسية للنموذج القياسي الأمثل في مصر.

ثالثاً: النتائج:

النموذج الأول: تقدير وتحليل أثر المتغيرات النقدية والمالية في متغير أسعار الأسهم (٧1).

أفرز تحليل النموذج القياسي الأول بوصفه أفضل نموذج مختار بعد أن تم اختبار وتقدير تأثير المتغيرات النقدية والمالية في متغير المؤشر العام لأسعار الأسهم لسوق مصر المالية ٧1 وبالصيغ الخطية واللاخطية، إذ أتضح من هذا النموذج أن هناك متغيراً مستقلاً أساسياً يؤثر في المتغير التابع، استناداً إلى

المعايير الآتية، بعد أن استبعد البرنامج المتغيرات غير المؤثرة في المتغير التابع y_1 لضعف معنوياتها الإحصائية والقياسية إذ أن:

y_1 : المؤشر العام لأسعار الأسهم.

x_5 : الرقم القياسي لأسعار الأسهم المستهلك.

(١) المعيار الإحصائي:

تشير المعايير الإحصائية الواردة في الجدول رقم (٤) بملاحق البحث الثالث، أن النموذج المقدر قد اجتاز الاختبارات الإحصائية بنجاح، عندما تجاوزت قيمة F ، T المحتسبة القيمة الجدولية لهما عند مستوى معنوية (٠,٥) و (١,١٥) مما يؤكد المعنوية الكاملة للمتغير المستقل (x_5) الرقم القياسي لأسعار المستهلك، كذلك معنوية النموذج المقدر ككل. في حين أن قيمة معامل التحديد R^2 قد بلغت (٩٧٢,٠) ما يعني أن الرقم القياسي لأسعار المستهلك (x_5) استطاع تفسير ما نسبته (٢,٩٧%) من العوامل المؤثرة في المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق مصر y_1 في حين أن حوالي (٧,٢%) من التغيرات الحاصلة في أسعار الأسهم تعود إلى عوامل أخرى تدخل ضمن متغير الخطأ العشوائي وذلك لعدم قابليتها للقياس.

(٢) المعيار القياسي:

يشير اختبار دورين واطسون D.W/Durbin – Watson إلى خلو النموذج المقدر من مشكلة الارتباط الذاتي عند مستوى معنوية (٠,٠٥) إذ بلغت قيمة D.W المحتسبة (١,٩٢٩).

وهي أكبر من الحدين الأدنى ($d1=0.874$) والأعلى ($du=1.102$) وفي الوقت نفسه أقل من قيمة ($4-du$) وبالغلة (٢,٨٩٨) إذ أن:

$$Du < D.W < 4 - du$$

$$1.102 < 1.929 < 2.898$$

(٣) المعيار الاقتصادي:

أما فيما يتعلق بالتحليل الاقتصادي، فتشير نتائج التقدير الخاصة بأثر الرقم القياسي لأسعار المستهلك إلى وجود علاقة طردية بين الرقم القياسي لأسعار المستهلك (معدل التضخم) وبين المؤشر العام لأسعار الأسهم، إذ تعكس معلمة المتغير المستقل $\times 5$ مرونة المؤشر العام لأسعار الأسهم بالنسبة إلى متغير الرقم القياسي لأسعار المستهلك، فتغير الرقم القياسي لأسعار المستهلك بنسبة (١%) يؤدي إلى تغيير المؤشر العام لأسعار الأسهم بنسبة (٠,٠٠٣%) وباللاتجاه نفسه، مما يعني مرونة المؤشر العام لأسعار الأسهم للتغيرات الحاصلة في الرقم القياسي لأسعار المستهلك. وهذا يتفق مع المنطق الاقتصادي

والافتراضات سابقة البيان. إذ أن الأسهم والسندات تعد حقوقاً على الموجودات الحقيقية التي ينبغي أن تزداد قيمتها مع تضخم الأسعار عموماً، بمعنى آخر أنها وسيلة تحوط إزاء مخاطر ارتفاع المستوى العام للأسعار.

النموذج الثاني: تقدير وتحليل أثر المتغيرات النقدية والمالية في متغير القيمة السوقية (y2):

وذكرنا فيما سبق إلى أن مؤشر القيمة السوقية يمثل قيمة الأسهم الخاصة بالشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية ويستخدم هذا المؤشر عند عدد من المراقبين للأسواق بوصفه مؤشراً لتطور نشاط السوق، ومن ثم فإن ارتفاع القيمة السوقية يمثل زيادة في قيمة الأسهم الخاصة بالأسواق المالية بوصفه مؤشراً لتطور نشاط السوق، وبالتالي فإن ارتفاع القيمة السوقية يدل على ارتفاع مستوى نشاط السوق وتوسعه وتمارس السياسات النقدية والمالية تأثيرها في جميع مؤشرات سوق الأوراق المالية بما فيها مؤشر القيمة السوقية، وقد تم تقدير واختبار جميع المتغيرات النقدية والمالية المختارة في متغير القيمة السوقية بالصيغة الخطية واللخطية، فكانت أفضل الصيغ القياسية المثلى هي (اللوغاريتمية) كما هو واضح في الجدول رقم (٤) بملاحق المبحث الثالث:

y2 : مؤشر القيمة السوقية.

X5: مؤشر الرقم القياسي لأسعار المستهلك.

ويتضح من النموذج الأمثل أن هناك متغيراً مستقلاً أساسياً (الرقم القياسي لأسعار المستهلك) يؤثر في المتغير التابع (القيمة السوقية)، وذلك استناداً إلى المعايير الآتية، في حين استبعد البرنامج المتغيرات المستقلة الأخرى غير المؤثرة في المتغير التابع لضعف معنوياتها الإحصائية والقياسية ولارتباطها بعلاقة خطية وتشابكية مع المتغير المستقل:

(١) المعيار الإحصائي:

تشير المعايير الإحصائية الواردة في الجدول رقم (٤) بملاحق المبحث الثالث، إلى أن النموذج المقدر قد اجتاز الاختبارات الإحصائية بنجاح، عندما تجاوزت قيمة T, F المحتسبة القيم الجدولية عند مستوى معنوية (٠,٠٥ و ١٥) و (٠,٠٥ و ١,١٥) على التوالي الأمر الذي يؤكد المعنوية الكاملة للمتغير المستقل الداخل في النموذج، كذلك معنوية النموذج المقدر.

بينما بلغت قيمة معامل التحديد (R^2) (٠,٩١٢) مما يؤكد القوة التفسيرية الجيدة للنموذج، إذ أنه استطاع تفسير ما يقارب (٩١,٢%) من الظاهرة المدروسة، مما يعني أن المتغير المستقل (الرقم القياسي لأسعار المستهلك) استطاع تفسير ما نسبته (٩١,٢%) من العوامل المؤثرة في مؤشر القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية المصرية، في حين أن حوالي ما نسبته (٨,٨%) من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية تعود إلى عوامل أخرى تدخل ضمن متغير الخطأ العشوائي.

(٢) المعيار القياسي:

كما استطاع النموذج تجاوز اختبار D.W بنجاح فكانت القيمة المحسوبة لـ D.W والبالغة (٢,٣٩١) أكبر من الحد الأدنى (dl=0.874) والأعلى (du=1.102) وفي الوقت نفسه أقل من قيمة (4=du) والبالغة (٢,٨٩٨)، مما يعني خلو النموذج المقدر من مشكلة الارتباط الذاتي بين المتبقيات العشوائية في السلسلة الزمنية المستخدمة عند مستوى معنوية (١٧ و ٠,٠٥)، إذ أن:

$$Du < D.W < 4 - du$$

$$1.102 < 2.391 < 2.89$$

(٣) المعيار الاقتصادي:

وتشير النتائج الخاصة بأثر الرقم القياسي لأسعار المستهلك إلى وجود علاقة طردية ما بين الرقم القياسي لأسعار المستهلك ومؤشر القيمة السوقية لسوق مصر للأوراق المالية، إذ تعكس معلمة المتغير المستقل x5 مرونة المؤشر العام لأسعار الأسهم بالنسبة إلى متغير الرقم القياسي لأسعار المستهلك، فتغير الرقم القياسي لأسعار المستهلك بنسبة (١%) يؤدي إلى تغيير المؤشر العام لأسعار الأسهم بنسبة (٠,٠٠٤٠٥%) وبالاجتهاد نفسه، وهو يتفق مع المنطق الاقتصادي والافتراضات آنفة الذكر. إذ تعتبر الأسهم وسيلة للتخلص من آثار وخطر الارتفاع في المستوى العام للأسعار، طالما أن الأسهم تعد حقوقاً

على الموجودات الحقيقية ومن ثم فإن القيمة السوقية لا بد أن تزداد مع تضخم الأسعار عموماً.

وفي الوقت نفسه يؤكد هذا النموذج، أن مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية المصرية هي أكثر حساسية لمؤشر الرقم القياسي لأسعار المستهلك عن باقي المؤشرات النقدية والمالية، الأمر الذي يؤكد حرص البنك المركزي من خلال سياسته النقدية على تحقيق الاستقرار الاقتصادي وضمان سلامة النظام المصرفي، لذا فقد وضع إطار متكامل لإدارة السياسة النقدية مستخدماً منهجية استهدفت التضخم فور توافر المتطلبات الأساسية لذلك وفي الوقت نفسه يؤكد ويعزز مصداقيته وشفافيته، خصوصاً على تحقيق المعدل المستهدف للتضخم عن طريق إدارة أسعار الفائدة قصيرة الأجل. مع الأخذ بعين الاعتبار تطور الائتمان والمعروض النقدي (راجع المبحث الأول).

النموذج الثالث: تقدير وتحليل أثر المتغيرات النقدية والمالية في متغير حجم

التداول y3:

يمثل مؤشر حجم التداول مقياساً جيداً لنشاط ودرجة سيولة السوق المالية ودرجتها من خلال أخذ نسبتها للنواتج المحلي الإجمالي، والذي يعني قيمة الأسهم التي تم تداولها في السوق خلال فترة زمنية معينة وبالتالي يمكن أن يعطي هذا المؤشر لمراقبي سوق الأوراق المالية تلميحات مهمة عن قوة السوق واحتمالات

صعوده أو هبوطه في المستقبل، ولقد تم تقدير واختبار تأثير المتغيرات النقدية والمالية في هذا المتغير بالصيغة الخطية واللاخطية، فكانت أفضل الصيغة القياسية هي الصيغة (اللوغاريتمية)، إذ أن:

Y3 : مؤشر حجم التداول.

X4: مؤشر سعر الصرف.

X5: مؤشر الرقم القياسي لأسعار المستهلك.

ويظهر النموذج الثالث أن هناك متغيرين مستقلين أساسيين يؤثران في حجم التداول في سوق الأوراق المالية المصرية ويتمثلان في مؤشر سعر الصرف والرقم القياسي لأسعار المستهلك، استناداً إلى المعايير الآتية بعد أن استبعد البرنامج بقية المتغيرات المستقلة لضعف معنوياتها الإحصائية والقياسية ولارتباط جانب منها بعلاقة خطية مع متغيرات النموذج:

(١) المعيار الإحصائي:

استطاع النموذج المقدر تجاوز الاختبار الإحصائي، عندما تجاوزت قيم T,F المحتسبة القيم الجدولية عند مستوى معنوية (٠,٠٥ و ١٤) و (٠,٠٥ و ١٤) و (٢) جدول رقم (٤) بملاحق المبحث الثالث، مما يؤكد المعنوية الكاملة للمتغيرات المستقلة X4 و X5 الداخلة في النموذج المقدر، كذلك المعنوية

الإجمالية للنموذج المقدر. ولقد زادت جوهرية النموذج المقدر بالقيمة العالية للنموذج التي وصل إليها معامل التحديد R2 والبالغة (٠,٩٧١) وتدل هذه القيمة أيضاً على القوة التفسيرية العالية للنموذج المدروس. إذ أنها تشير إلى أن (٩٧,١%) من التغيرات الحاصلة في مؤشر حجم التداول لسوق الأوراق المالية المصرية كان سببها التغيير في الرقم القياسي لأسعار المستهلك وسعر الصرف. في حين أن حوالي (٢,٩%) من التغيرات الأخرى تعود إلى عوامل تدخل ضمن متغير الخط العشوائي. وقد أكدت هذه النتيجة قيمة معامل التحديد المصحح R-2 والبالغة (٠,٩٦٧) فهي الأخرى كانت قيمة مرتفعة، وبالتالي تؤكد ما سبق الإشارة إليه في كون النموذج المقدر ذا جودة عالية.

(٢) المعيار القياسي:

فيما استطاع النموذج تجاوز اختبار D.W بنجاح أيضاً. بعد أن بلغت قيمته المحتسبة (١,٩٣٠) عند مستوى معنوية (١٧ و ٠,٠٥) وهي أعلى من الحدين الأدنى ($dl = 0.772$) والأعلى ($du = 1.255$) وفي الوقت نفسه أقل من قيمة ($4 = du$) والبالغة (٢,٧٤٥)، مما يؤكد خلو النموذج المقدر من مشكلة الارتباط الذاتي بين المتغيرات العشوائية إذ أن:

$$Du < D.W < 4 - du$$

$$1.255 < 1.920 < 2.745$$

وطبقاً لاختبار كلاين Kilin Test الخاص بالكشف عن مشكلة الارتباط الخطي المتعدد نلاحظ أن قيمة R^2 أكبر من مربع معامل الارتباط الجزئي بين المتغيرين المستقلين x_4 ، x_5 ، مما يعني عدم وجود مشكلة الارتباط الخطي المتعدد في النموذج المختار .

$$0.97 \geq (0.838)^2$$

(٢) المعيار الاقتصادي:

تشير نتائج التقدير الخاص بالمتغير المستقل x_5 وإلى وجود علاقة طردية ما بين التغير في الرقم القياسي لأسعار المستهلك ومؤشر حجم التداول، وهذا يتفق مع منطق النظرية الاقتصادية والافتراضات الاقتصادية سالفة الذكر، إذ تعكس معلمة المتغير x_5 مرونة مؤشر حجم التداول بالنسبة إلى متغير الرقم القياسي لأسعار المستهلك، فتغير الرقم القياسي لأسعار المستهلك بنسبة (١%) يؤدي إلى تغيير مؤشر حجم التداول بنسبة (٠,٠٠٨٩%) وبالاتجاه نفسه مما يعني مرونة مؤشر التداول للتغيرات الحاصلة في معدلات التضخم على أساس أن ارتفاع معدلات التضخم وبداية فقدان النقود لقوتها الشرائية سيدفع المستثمرين إلى حماية مدخراتهم النقدية من مخاطر التآكل للقوة الشرائية، الأمر الذي يدفعهم نحو شراء الأسهم فيزداد بذلك حجم التداول وترتفع الأسعار.

ومن جانب آخر يفسر عدد من الاقتصاديين العلاقة الطردية ما بين التضخم وارتفاع حجم تداول الأسهم وارتفاع أسعارها على أساس أن العديد من الشركات تمتلك مخزوناً سلعياً يسهم في تحديد مستوى الأرباح، ومن ثم فإن ارتفاع المستوى العام للأسعار يعني إمكانية بيع هذا المخزون بأسعار عالية مقارنة بأسعار التكلفة، وهذا سينعكس بدوره مباشرة على توزيع الأرباح ومن ثم على أسعار الأسهم، مما يؤدي إلى زيادة عدد عمليات بيع وشراء أسهم الشركات ذات الأرباح العالية وشرائها.

أما فيما يتعلق بعلاقة سعر الصرف $x4$ فتشير التقديرات الخاصة به والتي تعكسها معلمة المتغير $x4$ إلى مرونة مؤشر حجم التداول العالية بالنسبة لمتغير سعر الصرف، فتغيير سعر الصرف بنسبة (١%) سيؤدي إلى تغيير مؤشر حجم التداول بنسبة (٣,٥٤٥%) ولكن باتجاه معاكس وهذا يخالف منطق النظرية الاقتصادية والافتراضات سالفة الذكر، فارتفاع قيمة الدولار أمام الجنيه المصري يعني انخفاض قيمة الجنيه وبالتالي يدفع المستثمرين إلى التخلص من العملة المحلية التي يملكونها بتحويلها إلى موجودات مالية (ومنها الأسهم) وبالتالي ارتفاع أسعارها، وفي الوقت ذاته انخفاض قيمة الجنيه نتيجة ارتفاع قيمة الدولار من شأنه أن يزيد القدرة التنافسية للشركات المصرية وزيادة

صادراتها ومن ثم زيادة أرباحها، والذي بدوره يؤدي إلى زيادة أسعار الأسهم الخاصة بها، الأمر الذي يفسر العلاقة العكسية (الإشارة السالبة).

النموذج الرابع: تقدير وتحليل أثر المتغيرات النقدية والمالية في معدل دوران

السهم y4:

يمثل هذا المؤشر مقياساً جيداً لسرعة ونشاط السوق المالية، ومن ثم يمكن أن يعطي هذا المؤشر لمراقبي السوق إشارات واضحة حول احتمالات هبوطه أو صعوده في المستقبل، ولقد تم اختبار تأثير المتغيرات النقدية والمالية في هذا المتغير بالصيغ الخطية واللاخطية، فكانت أفضل الصيغ القياسية هي (اللوغاريتمية) إذن أن:

y4 : مؤشر معدل دوران السهم.

X3: مؤشر سعر الفائدة.

X4: مؤشر سعر الصرف.

X6: مؤشر الإنفاق الحكومي.

X7: مؤشر الإيرادات الضريبية.

ويظهر النموذج الأمثل الرابع أن هناك أربعة متغيرات مستقلة أساسية تؤثر في متغير معدل دوران السهم لسوق الأوراق المالية وهذه المؤشرات هي

(مؤشر سعر الفائدة ومؤشر سعر الصرف ومؤشراً لإنفاق الحكومي ومؤشر الإيرادات الضريبية)، استناداً إلى المعايير الآتية، بعد أن استبعد البرنامج المتغيرات المستقلة الأخرى غير المؤثرة، وذلك لضعف معنوياتها الإحصائية ولارتباط بعضها بعلاقة خطية مع المتغيرات المستقلة في النموذج المختار.

(١) المعيار الإحصائي:

أثبت النموذج جودته من خلال تجاوزه الاختبارات الإحصائية الموضوعية له بدرجة عالية، إذ أثبتت المتغيرات الداخلة في النموذج معنوية عالية عندما تفوقت قيم F, T المحتسبة للقيم الجدولية عند مستوى (٠,٠٥ و ١٢) و (٠,٠٥ و ١٢ و ٤) على التوالي الأمر الذي يؤكد المعنوية الكاملة للمتغيرات المستقلة الداخلة في النموذج (3, x4 ، x6 ، x7) كذلك المعنوية الإجمالية للنموذج المقدر.

وزاد من جوهرية النموذج المقدر القيمة العالية التي وصل إليها معامل التحديد R^2 والبالغة (٠,٩٥٩%) والتي تدل على جودة النموذج، إذ أنها تشير إلى أن النموذج يستطيع تفسير ما نسبته (٠,٩٥,٩%) من التغيرات الحاصلة في مؤشر معدل دوران السهم والتي كانت بسبب المتغيرات المستقلة (سعر الفائدة، وسعر الصرف، والانفاق الحكومي، والإيرادات الضريبية)، وهي نسبة جيدة ويمكن الاعتماد عليها في الأخذ بالنموذج، وقد عزز تلك النتيجة القيمة الجيدة

لمعامل التحديد المصحح R^2 والبالغة (٠,٩٤٥)، في حين أن حوالي (١,٤%) من التغيرات الأخرى تعود إلى عوامل آخر تدخل ضمن متغير الخطأ العشوائي.

(٢) المعيار القياسي:

أما اختبار D.W فقد استطاع النموذج تجاوزه بنجاح بعد أن بلغت القيمة المحسوبة له (٢,٣٦٩) عند مستوى (٥,٠,٠,١٧) وهي أعلى من الحدين الأدنى (٤=du) والأعلى (du=1.630) وفي الوقت نفسه أقل من قيمة (4=du) والبالغة (٢,٣٧٠)، الأمر الذي يؤكد خلو النموذج المقدر من مشكلة الارتباط الذاتي بين المتبقيات العشوائية إذ أن:

$$Du < D.W < 4 - du$$

$$1.630 < 2.369 < 2.370$$

(٣) المعيار الاقتصادي:

تشير نتائج التقدير الخاص بمتغير سعر الفائدة x_3 إلى وجود علاقة عكسية فيما بينه وبين مؤشر معدل دوران السهم، وهذا يتفق مع منطق النظرية الاقتصادية، ولقد عكست معلمة المتغير x_3 مرونة عالية لمؤشر معدل دوران السهم بالنسبة إلى متغير سعر الفائدة، فتغير x_3 بنسبة ١% يؤدي إلى تغير مؤشر معدل دوران السهم بنسبة (٩,٠٨%) وباللاتجاه نفسه، مما يعني المرونة العالية لمؤشر معدل دوران السهم لسوق مصر للأوراق المالية إزاء تقلبات

أسعار الفائدة على الودائع الثابتة، وهذا يتفق مع ما ذهبنا إليه من أن أسعار الفائدة والعائد الذي حققه المستثمرون في الودائع المصرفية يدفع العديد منهم نحو بيع جزء أو كل أسهمهم والتوجه نحو الاستثمارات البديلة على اعتبار أن إيداع أموالهم في المصارف وبفوائد عالية أفضل من تحمل مخاطر الاستثمار في الأسهم.

أما التقدير الخاص بمتغير سعر الصرف x4 فتشير معلمة x4 إلى مرونة عالية لمؤشر معدل دوران السهم بالنسبة إلى متغير سعر الصرف، بمعنى آخر أن تغير سعر الصرف بنسبة (١%) يؤدي إلى تغيير معدل دوران السهم بنسبة (٥٨,٢%) ولكن باتجاه معاكس وهذا يخالف منطق النظرية الاقتصادية، إلا أن ذلك تم شرحه في الفقرة السابقة.

بينما يشير التقدير لمتغير x6 إلى وجود علاقة طردية فيما بين الإنفاق الحكومي، ومؤشر معدل دوران السهم إذ تعكس معلمة المتغير x6 المرونة العالية لمؤشر معدل دوران السهم بالنسبة إلى متغير الإنفاق الحكومي، فتغير الإنفاق الحكومي بنسبة (١%) يؤدي ذلك إلى تغيير مؤشر معدل دوران السهم بنسبة (٤٨,٦%) إذ أن تغير حجم الإنفاق الحكومي من شأنه التأثير في كل من دالة الاستهلاك والاستثمار معاً ومن خلالهما التأثير في حجم الدخل القومي والذي

بدوره سينعكس على زيادة أرباح الشركات وبالتالي يدفع باتجاه زيادة الطلب على أسهمها مما يترتب عليه زيادة في أسعارها مما يؤكد العلاقة الطردية.

في حين أفصح التقدير الخاص بمتغير الإيرادات الضريبية عن وجود علاقة عكسية بين الإيرادات الضريبية $x7$ ومؤشر معدل دوران السهم، وتعكس معلمة المتغير $x7$ مرونة عالية لمؤشر معدل دوران السهم بالنسبة إلى متغير الإيرادات الضريبية، أي أن تغير الإيرادات الضريبية بنسبة (١%) سيؤدي إلى تغيير مؤشر معدل دوران السهم بنسبة (٣١,١%) وهذا يتفق مع ما أكدته الافتراضات النظرية باعتبار أن خفض معدلات الضريبة سيؤدي إلى زيادة الدخل الخاص، وطالما أن الدخل يكتسب بصورة أجور أو أرباح أو فوائد أو ربح فإن الزيادة تسلك ثلاثة سبل زيادة الطلب على السلع والخدمات، وزيادة الطلب على النقود وعلى السندات، وخلق حوافز لبذل جهد إضافي في العمل والاستثمار.

وفي جميع الأحوال فإن ذلك سيعمل على زيادة الطلب على الأسهم في سوق الأوراق المالية، مما يترتب عليه زيادة معدل دوران السهم ومن ثم فإن ما تم التوصل إليه يتفق مع منطق النظرية الاقتصادية.

خاتمة البحث

أولاً: النتائج:

١- أوضحت الدراسة في **المبحثين الأول والثاني**، أنه في ضوء الجمع بين المزايا التي منحها القانون رقم ٨٨ لسنة ٢٠٠٣ وتعديلاته والاستفادة من مزايا التشريعات السابقة عليه، يتضح أن دور البنك المركزي في التأثير على فعالية السياستين النقدية والمالية وعلاقتها بسوق الأوراق المالية في مصر يمكن أن يكون أكثر فعالية بعد ثورة ٢٥ يناير ٢٠١١ بالمقارنة بالفترة الماضية **وذلك في حالة تفعيل التوصيات التي سوف يرد عرضها في البند ثانياً.**

٢- وأظهرت الدراسة في **المبحث الثالث**، أن السياسة النقدية كانت أشد تأثيراً وذلك من خلال تأثيرها في جميع مؤشرات أداء سوق مصر للأوراق المالية، وجاءت بعد ذلك السياسة المالية، إذ أثرت في مؤشر دوران السهم فقط.

٣- أظهرت نتائج التقدير والاختبارات لنماذج أثر المتغيرات النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية المصرية أن النموذج اللوغارتمي

المزدوج كان أفضل النماذج للتقدير كونه تجاوز الاختبارات الإحصائية والقياسية ثم توافقه مع الفروض النظرية والمنطق الاقتصادي.

ثانياً: التوصيات:

لعل المرحلة الحالية بعد ثورة ٢٥ يناير ٢٠١١ تتطلب أن نعيد النظر في مسئوليات البنك المركزي، والبحث في مدى اتفاق ممارساته السابقة في تحقيق مطالب الثورة المصرية، وسوف أتناول خمسة جوانب مما أعتقد أنها متطلبات جديدة على البنك المركزي المصري:

١- من أهم أدوار البنك المركزي أن يكون المستشار الاقتصادي للحكومة، وذكر هذا الدور على استحياء في القانون رقم ٨٨ لسنة ٢٠٠٣ كما سبق أن أوضحنا في المبحث الأول، وقرر أن هذا يتم من خلال لجنة خاصة للتنسيق بين الحكومة والبنك، ربما حفاظاً على استقلال البنك. مع ذلك في ظل غياب وزارة الاقتصاد التي ألغتها وزارة عاطف عبيد التي أطلقت العنان للسوق الحرة غير المنضبطة، قد يكون من الملائم استعادة البنك المركزي لهذا الدور بالتنسيق مع المجلس الاقتصادي والاجتماعي الذي أقره الدستور الجديد.

٢- الحاجة إلى توسيع أهداف البنك المركزي في دعم التنمية الاقتصادية. وفى الفترة الماضية ألزم القانون أن يركز البنك المركزي على تثبيت الأسعار

ومكافحة التضخم وحماية سعر الصرف، وكلها أهداف قيمة. مع ذلك يتفق الاقتصاديون أن هناك أولويات أخرى مثل تسريع معدلات النمو ومكافحة البطالة التي يجب موازنتها مع الأهداف الأخرى.

٣- هناك حاجة إلى زيادة تواصل البنك المركزي مع الجمهور العام وجمهور الاقتصاديين. وبرغم التزام البنك المركزي بإصدار بيانات دورية، فإنها تعرض على الموقع الإلكتروني، ربما لأسباب تقنية، بشكل مفكك وغير واضح.

٤- نرى أن البنك المركزي مع تركيزه على تحسين الوضع المالي لبنوك، قد فضل عدم التدخل بشكل كبير في العلاقة بين البنوك والجمهور، واستغلت بعض البنوك هذا التساهل، فأرهقت العملاء بالعمولات والرسوم المنظورة وغير المنظورة، وفي أحيان أخرى اتبعت سياسات إعلانية غير شفافة ورطت المقترضين في مديونيات وأعباء هائلة. وفي الولايات المتحدة والدول الرأسمالية الراسخة هناك قوانين تشجع الشفافية في الإقراض، وتحمى المقترض الصغير.

٥- يجب أن يكون البنك المركزي قدوة في إتباع سياسة عادلة للأجور، وأن يبحث باقي البنوك على إتباع مثل هذه السياسة. ولقد رأينا كيف أن النظام السابق، في إطار ما أسماه جهود إصلاح بنوك القطاع العام قد ضمن قانون البنك المركزي، الذي أسهم في صياغته الدكتور يوسف بطرس غالي وعدد

من المانحين الأجانب، مادة غريبة (المادة ٩٦) لا نرى لها مثيلاً في قوانين البنوك المركزية في العالم قاطبة، وتتص على إنشاء صندوق (أسود) يمول بواقع ٥% من الأرباح القابلة للتوزيع لبنوك القطاع العام إلى جانب هبات ومنح أجنبية، وموارد أخرى، وتستخدم هذه الموارد في دفع حوافز ورواتب إضافية لقيادات القطاع المصرفي. ولقد أثبتت التجربة أن هذا الصندوق الخاص، الذي استخدم في تعيين ومكافأة المحاسبين وأقارب المسؤولين، كان أحد أكبر المخالفين لمبدأ العدالة في الأجور وأدى إلى الكثير من المظالم وإلى تقويض الروح المعنوية لغالبية العاملين في القطاع المصرفي. من الواجب بعد أن خرج القطاع العام من أزمته، ووصلت أرباحه إلى مبالغ طائلة، أن يتم إلغاء هذا الصندوق، وأن تعود هذه الأموال إلى ميزانية الدولة، وأن يقرر كل بنك هيكلًا للأجور يتناسب مع قواعد الكفاءة ومتطلبات العدالة في الأجور التي قررها الدستور الجديد، وهكذا نأمل أن تكون السياستين النقدية والمالية في خدمة التنمية في مصر، وأن يكون البنك رائداً للسياسة الاقتصادية، وخادماً للبحث والحوار الاقتصادي في المجتمع، وأن يكون مثالا يحتذى في الشفافية والالتزام بمتطلبات مجتمع ما بعد ثورة يناير المجيدة.

تم بحمد الله