

محددات عائد الإصدار النقدي في العراق حالة دراسية

أ.د. فلاح حسن ثويني*

أحمد عبد الزهرة حمدان**

المستخلص

يتفق اغلب الاقتصاديين على أن عائد الإصدار النقدي هو أحد الطرق التي تستخدمها الحكومة لتمويل عجز موازنتها ، بينما هناك القليل الذين يرون أن الأسباب السياسية والمؤسسية والاقتصادية هي التي تفسر هذا العائد . لذلك يهدف هذا البحث إلى التحقق من محددات عائد الإصدار النقدي باستخدام مقاييس متعددة وأخذ العراق كحالة دراسية ، بالإضافة لما سبق سيتم توضيح دور خيارات السياسة النقدية في العراق وعلاقتها بعائد الإصدار النقدي ، وما هو تأثير التحول من السياسة النقدية التحكمية (سياسة النقد الرخيص) التي سادت في عقد التسعينيات إلى قواعد السياسة النقدية بعد عام 2003 في العراق وانعكاسها على طبيعة عائد الإصدار النقدي .

Abstract

Most economists agree that seigniorage is one way to finance governments deficits, but there is less agreement about the political, institutional, and economic reasons for relying on it.

This paper investigates the main determinants of seigniorage using multi measures and take IRAQ as a case study .

Furthermore , the role of monetary policy options and their relation with seigniorage will be explained , and what would be the transference effect from discretionary monetary policy which prevailed in the nineties to the monetary policy rules after 2003 in IRAQ , and their reflections on nature and volume of seigniorage .

المقدمة :

يُعد عائد الإصدار النقدي من المسائل المهمة التي تحتوي الكثير من المضامين ذات المغزى الاقتصادي والسياسي والمؤسسي ، وهناك اختلاف حول كيفية قياسه ومن يستلمه وكيف يتم توزيعه ، وعموماً هو يرتبط بشكل كبير حول الهدف من القيام بعملية الإصدار التي هي مُحكّمة من قبل الحكومة أو السلطة النقدية تبعاً للظروف القانونية والسياسية السائدة ويمكن هنا أن نشير إلى أهمية هذا العائد بقول كينز " بأن الحكومة يمكن أن تسلك وتختار هذا الأسلوب عندما لا تجد طريقاً أو أسلوباً آخر ، وهو الشكل الضريبي الذي يراه الجمهور الأكثر قساوة بحيث لا يمكن التملص منه ، وحتى اضعف الحكومات يمكن أن تفرضه عندما لا تتمكن من فرض أي شيء آخر" ¹ .

* الجامعة المستنصرية / كلية الإدارة والاقتصاد .

** باحث .

مقبول للنشر بتاريخ 2013/5/29

1 J. M. Keynes , A Tract on Monetary Reform , Review by: R. G. Hawtrey , The Economic Journal, Vol. 34, No. 134 (Jun., 1924) , P.227 .

الهدف

تشخيص العوامل المؤثرة على تحديد مقدار عائد الاصدار النقدي .

الفرضية

ان البحث يستند الى فرضية مفادها (هناك علاقة بين محددات وحجم العائد من الاصدار النقدي وخيارات السياسة النقدية) .

أبعاد الدراسة وتضمنت

- البعد المفاهيمي : المفاهيم والنماذج المتعلقة بعائد الاصدار النقدي .
- البعد القطاعي : يتمثل بالقطاع النقدي متمثل بالبنك المركزي والقطاع الحكومي متمثل بمالية الدولة وإيراداتها .
- البعد الزمني : يتحدد بالمدة (1991-2009)
- البعد المكاني : يتمثل بالعراق .

هيكلية البحث

من اجل تحقيق هدف البحث وبيان اهميته سيتم دراسته من خلال المبحثين التاليين :
المبحث الأول : الاطار المفاهيمي لعائد الاصدار النقدي
المبحث الثاني : العوامل المحددة لعائد الاصدار النقدي في الاقتصاد العراقي

المبحث الأول

الاطار المفاهيمي لعائد الاصدار النقدي

- أولاً : طبيعة عائد الاصدار النقدي مدخل تعريف

من المعروف ان كل الحكومات تحتاج الى النقود لإنفاقها : ويكون بعض هذه النفقات مخصصاً لشراء السلع والخدمات (مثل الطرق و الشرطة .. الخ) ، والبعض الآخر لتمويل المدفوعات التحويلية (مثلاً المدفوعات للفقراء والمسنين) . وان الحكومة تمول نفقاتها بالاعتماد على ثلاث طرق : الأولى هو ان تزيد عوائدها من خلال الضرائب (مثلاً ضرائب الدخل الشخصي ودخل الشركات) ، والطريقة الثانية هو ان تقتصر من الجمهور عن طريق بيع السندات الحكومية ، والاخيرة والثالثة ، هو عن طريق امكانية طبع النقود . ان العائد الذي يتأتى عن طريق طبع النقود يُعرف بـ "عائد الاصدار النقدي" **seigniorage** الذي يتحقق اما عن طريقين هما الاصدار النقدي ومعدلات التضخم المرتفعة . وهذا المصطلح مشتق من كلمة "**seigneur**" وهي الكلمة الفرنسية لـ "القطاعي" الذي ساد في العصور الوسطى والذي كان يملك الحق الحصري في سك النقود . وهذا الحق اليوم يعود للحكومة المركزية وهو احد مصادر عوائدها . عندما تطبع الحكومة النقود لتمويل النفقات هي تزيد عرض النقد وهذه الزيادة في عرض النقد ستقود الى التضخم . اي ان طباعة النقود لزيادة العائد يمثل ضريبة تضخم . وبداية الامر قد لا يكون واضحاً بأن التضخم يمكن ان ينظر إليه على انه ضريبة . لأنه لا يتم استلام فاتورة بها او اعلان رسمي ، بل مجرد ان تقوم الحكومة بطبع النقود التي تحتاجها ، ولكن من يدفع تلك الضريبة ؟ الاجابة على هذا التساؤل هو بالطبع انهم حاملو النقود . طالما الاسعار تزداد فإن القيمة الحقيقية للنقود في المحافظ ستتخفض . لذلك ، عندما الحكومة تطبع نقود جديدة لتمويل نفقاتها ، تجعل النقود القديمة التي لدى الجمهور اقل قيمة . أي ان التضخم هو ضريبة على النقد المحمول وبالنسبة فأن عائد الاصدار النقدي هو مصدر رئيس للعوائد الحكومية وفي ذات الوقت هو سبب رئيس للتضخم الجامح (قد لا يتسبب بالتضخم اذا كان الاقتصاد ينمو) وتجدر الاشارة الى ان عائد الاصدار النقدي يختلف مقداره من بلد الى اخر حسب طبيعة هذا البلد².

عملياً ، ان الطريق الفعلي لإصدار العملة هو عن طريق شراء الدين الحكومي من قبل البنك المركزي ودفع قيمة هذا الدين بواسطة اصدار النقود لتمويل هذا الدين والذي يدعى بـ "تنقيد الدين" **monetizing the debt** . ويمكن تعريف عائد الاصدار النقدي بشكل عام (بأنه العائد الذي يجمع من قبل الحكومة ذات السيادة كنتيجة لاحتكارها عملية الاصدار النقدي) أو (بأنه مجموع كل العوائد الناتجة من الميزة الاحتكارية

2 Gregory Mankiw , Macroeconomics , 7th Ed , Worth Publishers , New York , 2010 . p.92-93 .

لإصدار النقود)³ ، والباحثان يتفقان مع تعريف Kravchuk⁴ الذي يُعرف عائد الإصدار النقدي (بأنه السيطرة على الموارد الاجتماعية ، أو القوة الشرائية المتتالية عن طريق إصدار النقود الجديدة)⁴ . وتاريخياً كان الانتقال من نظام المقايضة barter الى استعمال النقود مصدراً لتوفير موارد ومكاسب كبيرة ، هذه المكاسب يمكن ان تقع ضمن مفهوم عائد الإصدار النقدي (seigniorage) والتي تضمنت تخفيض كبير في كلفة المعلومات المتضمنة مقارنة الاسعار النسبية للسلع والخدمات في كل جوانب الاقتصاد⁵ . ففي الماضي كان عائد الإصدار النقدي يمثل الفرق بين كلفة السبيكة والقيمة الاسمية للعملات المسكوكة ، ولا زال بعض الاقتصاديين في الوقت الحاضر يؤمنون بعائد الإصدار بل ويعتبرونه كرسوم أو ضريبة تُدفع للحكومة كجزء لسكها أو طباعتها النقود ، وتجدر الإشارة الى ان البعض يذهبون الى حد افتراض " ان الحكومة تستعمل عاندها من إصدار النقود لشراء السلع وخزنها أو اتلافها أو يعطونها كمساعدات الى بعض الدول بدون مقابل (الأهداف سياسية واقتصادية) ، والذي لم يتردد Tobin في ان يرد على وجهة النظر هذه " بأنه لا يجب ان تأخذ بجدية كتفسير لوجود النقود في المجتمع الانساني"⁶ . وهناك من يرى ان عملية إصدار النقود هي عملية مماثلة الى الانتاج الحقيقي ، اي انه لا يختلف جوهرياً عن انتاج السلع ، ومع ذلك ففي حالة الإصدار النقدي (انتاج النقود) فإن كلفة الانتاج هي غير مهمة (رمزية) بالمقارنة مع القيمة المتولدة ، لذلك فإنه يمكن مباشرة ادراك بأن عملية انتاج النقود هي بشكل فعلي خلق صافي اصل (موجود) ، والتي تتم من خلال الاستفادة من الامتياز التي تتمتع به الحكومات (أو البنوك المركزية) وهو حق الإصدار والذي يحدث بشكل عملية توليد تلقائية . وطبقاً لـ "Pascal Salin" فإن مؤيدي هذا المنهج يرون " بأن انتاج النقود مريح الى حد أن النقود - على الأقل في شكلها الكتابي- هي مباعه في سعر اعظم من كلفة انتاجها . وأن الاختلاف بين كلفة الانتاج وسعر البيع هو يدعى عائد الإصدار النقدي ويمثل ربح مصرفي "⁷ .

وتجدر الإشارة الى ان عائد الإصدار النقدي (seigniorage) كان مصدراً هاماً للملك ومورد موثوق ربحه كنتيجة لسك العملات ، ولكن في الاقتصاد المعاصر أصبحت العوائد الضريبية كبيرة جداً ومهمة وبوجود اسواق الدين الحكومي العالية التطور لذلك أصبح عائد الإصدار النقدي (seigniorage) لأكثر البلدان مورداً صغيراً نسبياً للتمويل ، وكما هو مبين في الجدول (1) فمعظم البلدان المتقدمة يشكل عائد الإصدار النقدي فيها اقل من 1% كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي ، بينما هو اكثر اهمية للاقتصادات الناشئة والنامية التي يكون بها الهيكل الضريبي والبنى التحتية لسوق السندات اقل تقدماً . وهنا يمكن الإشارة الى دراسة (Click) حول الموضوع والذي توصل الى تقدير عائد الإصدار النقدي كنسبة من GDP كان متوسط معدلاته هو اقل من 2% لكل البلدان ، ولكن البلدان ذات التضخم العالي كان بها معدل عائد الإصدار النقدي اكثر من 10% ، وان عائد الإصدار النقدي كنسبة من الانفاق الحكومي هو أكبر بالنسبة لكل البلدان وكان مستواه الطبيعي اقل من 10% ولكنه كان لبعض البلدان يشكل اكثر من 20% ، والجدول (1) يوضح النتائج التي توصل اليها (Click)⁸ . ويمكن الإشارة هنا الى ان ثمة استثناء بخصوص طبيعة البلدان وعلاقته بعائد الإصدار النقدي وهو ان بعض الدول المتخلفة والتي يمكن وصفها اقل نمواً تتسم اقتصاداتها بدرجة عالية من الدولارية(*) والتي تكون تأثيرها سلبي على عائد الإصدار النقدي ، اي انها تقلل عائد الإصدار النقدي كنتيجة لانخفاض الطلب على العملة المحلية أنظر الشكل (1) الذي يبين علاقة الدولار ومكونات عائد

3 Jacek Cukrowski , Financing Budget Deficit by Central Bank Seigniorage in Selected Transitional Economies: A Comparative Study, Center for Social and Economic Research , Warsaw , 2001 , p.7-8 .

4 Ahmad Jafari-Samimi , SEIGNIORAGE AND CENTRAL BANK INDEPENDENCE IN DEVELOPING COUNTRIES: FURTHER EMPIRICAL EVIDENCE , The Journal of Humanities , 2001 , p.18 .

5 Peter Howells & Keith Bain , The Economics of Money , Banking and Finance , 3rd Ed , Prentice Hall , Harlow , 2005 , p.229 .

6 Alvaro Cencini , Monetary Macroeconomics: A new approach, Routledge , London , 2001 , p.45 .

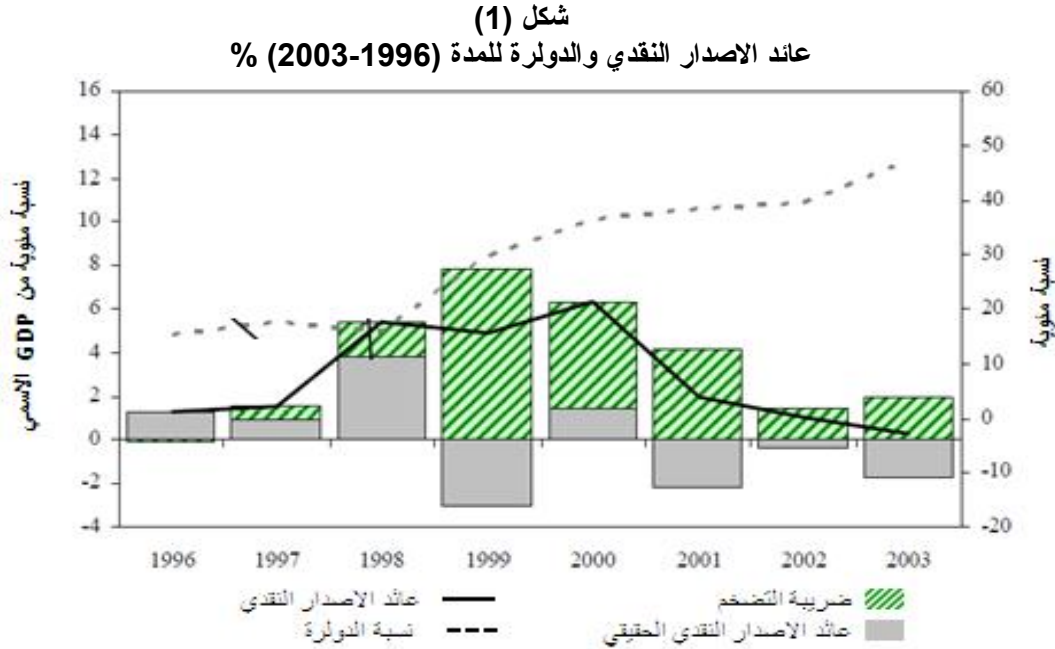
7 Alvaro Cencini , Monetary Theory : National and International, Routledge , London , 1995 , p.248-249 .

8 للمزيد انظر :

-Reid W. Click , Seigniorage in a Cross-Section of Countries , Journal of Money, Credit and Banking , Vol. 30, No. 2 (May, 1998), p.1-171 54.

(*) ثمة تمييز بين مفهومين الدولار والاحلال النقدي الا وهو ان الدولار تعني الاستخدام الكامل لعملة مثل الدولار بدل العملة المحلية بينما الاحلال النقدي هو الاستخدام الجزئي لعملة اجنبية مثل الدولار الى جانب العملة المحلية ، وفي الحالتين سينخفض عائد الإصدار النقدي (الباحث) .

الإصدار النقدي (**) للمدة 2003-1996 والذي يوضح الاتجاه التنازلي لعائد الإصدار النقدي الحقيقي وضريبة التضخم ومجموع عائد الإصدار النقدي بالتناسق مع وجود الاتجاه التصاعدي للدولرة في العالم.⁹



المصدر :

- Gamal El-Masry & others , Selected Issues , International Monetary Fund , Washington , 2005 , p.29 .

جدول (1)
عائد الإصدار النقدي في بلدان مختارة للمدة (1990-1971) (%)

عائد الإصدار النقدي كنسبة من الانفاق الحكومي	عائد الإصدار النقدي كنسبة من GDP	البلد	عائد الإصدار النقدي كنسبة من الانفاق الحكومي	عائد الإصدار النقدي كنسبة من GDP	البلد
11.8175	1.7192	الهند	1.0436	0.3810	نيوزلندا
7.6515	1.7948	فنزويلا	1.0512	0.3943	دنمارك
11.6631	1.8561	جمهورية الدومينيكان	1.9552	0.4295	امريكا
5.9533	1.8887	المغرب	2.0144	0.4371	كندا
8.5599	1.9988	اثيوبيا	1.2196	0.4610	كويت
9.1736	2.0098	سنغافورا	1.2800	0.4737	بريطانيا
7.5584	2.0267	اسبانيا	1.0187	0.4910	بلغاريا
5.1142	2.1606	ليسوتو	غير متاح	0.5262	رواندا
8.2810	2.1641	تنزانيا	1.0184	0.5352	هولندا
11.4778	2.1722	باكستان	1.3863	0.5520	فرنسا
15.8076	2.1725	أكوادور	1.4598	0.5630	نرويج
8.7001	2.1757	موريتيوس	1.5615	0.5756	غابون

(**). سيتم بيان هذه المكونات في النقطة القادمة ضمن ثانياً : مفاهيم عائد الإصدار النقدي .

9 Gamal El-Masry & others , Selected Issues , International Monetary Fund , Washington , 2005 , p.29.

21.6222	2.2438	باراغواي	2.1217	0.5966	فنلندا
17.5651	2.3178	كولومبيا	6.7397	0.6189	سويسرا
8.3515	2.3250	إيسلندا	2.5722	0.6271	أستراليا
غير متاح	2.3427	جامايكا	3.3825	0.6376	كاميرون
7.4229	2.3572	إيطاليا	2.5281	0.6535	جنوب أفريقيا
21.6516	2.3754	أوغندا	غير متاح	0.6536	قطر
6.5803	2.4491	رومانيا	2.3539	0.6869	ألمانيا
7.7544	2.7308	توغو	1.8944	0.6940	النمسا
13.7132	3.0394	برازيل	1.9301	0.7234	السويد
10.5149	3.1291	اليونان	6.1174	0.8524	بورتوريكو
10.6499	3.2641	زائير	5.2043	0.8994	هندوراس
22.0139	3.3136	غانا	غير متاح	0.9026	كونغو
15.0873	3.3337	كوستاريكا	غير متاح	0.9037	نيجر
10.4253	3.5082	زامبيا	2.7438	0.9442	زيمبابوي
16.5434	3.5618	سيراليون	5.6200	0.9585	يابان
15.2030	3.5821	تركيا	3.9985	0.9837	كينيا
15.1053	3.7044	أرغواي	6.3018	1.0872	تايوان
18.9687	3.7207	المكسيك	3.0989	1.1148	ترينيداد وتوباغو
24.9233	3.7268	بورما	غير متاح	1.1524	موريتانيا
19.7555	3.8067	بوليفيا	3.7201	1.1924	باربيدوس
10.0712	4.0034	البرتغال	غير متاح	1.1961	أفريقيا الوسطى
غير متاح	4.4325	السودان	8.9611	1.2251	الفلبين
15.0880	4.6616	إيران	4.0607	1.3418	تونس
12.1835	4.9885	الأردن	6.8590	1.3908	أندونيسيا
28.2328	4.9935	بيرو	غير متاح	1.4156	ساحل العاج
12.1084	5.4170	مصر	3.4922	1.5178	إيرلندا
غير متاح	6.9379	بولندا	4.9710	1.5179	سريلانكا
18.3596	7.5743	مالطا	10.8938	1.5259	السلفادور
23.7008	7.8601	نيكاراغوا	10.0539	1.5343	نيبال
62.0003	9.7299	الأرجنتين	4.4003	1.5484	بوتسوانا
32.5765	10.3001	تشيلي	9.6979	1.5690	كوريا
148.9518	11.8731	يوغسلافيا	11.1197	1.5728	نيجيريا
-----	---	----	5.2696	1.5749	ماليزيا

المصدر :

-Reid W. Click , Seigniorage in a Cross-Section of Countries , Journal of Money, Credit and Banking , Vol. 30, No. 2 (May, 1998), p. 155.

ويمكن القول ان عائد الاصدار النقدي المستلم من قبل الحكومة يمكن ان يوزع على استخدامات مختلفة

ومن بين هذه الاستخدامات شكلين متميزين :

1- ان عائد الاصدار النقدي قد يكون موزع بواسطة الحكومة للمواطنين كبار السن لكل جيل بشكل تحويلات نقدية مجانية ، لذلك فهي تعتبر كتحويلات احادية الجانب من القطاع العام للقطاع الخاص .

2- ان عائد الاصدار النقدي قد يكون مستخدم لشراء السلع في السوق المفتوح من القطاع الخاص .¹⁰ بالإضافة الى النقطتين اعلاه فهناك ثمة افتراض ينص على انه يمكن للحكومة ان تستخدم عائدها من الاصدار النقدي لشراء السلع ومن ثم تدميرها او اعطاها كهدية (هدية) الى الاجانب ومن غير ان ينتج اي رفاهية للاقتصاد من خلال مثل هذا النشاط ، لكن تبقى مثل هذه الافتراضات غير واقعية وغير عقلانية يكمن الهدف من هكذا نماذج هو فصل التأثيرات من خلق عائد الاصدار النقدي عن تلك الآثار التي تظهر من عملية

10 في الوقت الحاضر تستخدم الحكومات عائد الاصدار النقدي المحول اليها من البنك المركزي لشراء السلع والخدمات وتحويلها للجمهور وهذا الاجراء هو يقع ضمن النقطة الاولى ولكنه بشكل فعلي يقع تحت بند النقطة الثانية .

توزيعه سواء كانت على شكل مدفوعات تحويلية أو شراء السلع أو تحويلها للسكان كلها أو جزء منها ولمقارنة هذه التأثيرات مع العوائد الضريبية التقليدية التي تعتبر أحد البدائل لعائد الإصدار النقدي.¹¹ ويمكن الإشارة إلى أن عملية خلق النقود تعد مصدر تمويل مهم للعوائد الحكومية في البلدان الفقيرة ، وهذه الحقيقة تتبع من كون الحكومة تحتكر طباعة النقود للدفع من أجل إنفاقها (التوسع في عرض النقد) والذي يكون في هذه الحالة بشكل كبير كجزء من المالية العامة وفي بعض الأحيان يدعى بالتمويل التضخمي ، وبالنتيجة التسبب بالتضخم الجامح يخلق حلقة مفرغة من العوائد الضريبية غير الكافية تؤدي للاعتماد على ضريبة التضخم ، التي بالتعاقب تقود إلى تخفيض في الطلب على النقود وزيادة التضخم . والزيادة في التضخم تخفض بشكل أكبر قيمة العائد الضريبية المجمعة ويشجع الطلب على النقود على الانخفاض أكثر ، ويؤدي إلى التضخم دائم الصعود ، والطريق الوحيد لإنهاء حالة التضخم الجامح هو حل المشكلة المالية الأساسية.¹² وتجدر الإشارة إلى أن التمويل التضخمي (الإصدار النقدي) قد أعطي مجاله وطبيعته وحجته بشكل بليغ بقول كينز " أن الحكومة يمكن أن تعيش لمدة طويلة عن طريق طباعة النقود الورقية ، بمعنى آخر يمكن للحكومة أن تستخدم هذه الوسيلة لتحظى بـموارد تفوق الموارد الحقيقية ، والموارد الحقيقية هي تلك المكتسبة بواسطة النظام الضريبي ، أن هذه الطريقة غير مقبولة ولكنها كفوة لحد تلك النقطة التي يكون معترف به " .¹³ وتجدر الإشارة إلى أنه يمكن للحكومة أن تحقق عائد الإصدار النقدي من دون التسبب بالتضخم وهذه عندما يكون الاقتصاد ينمو فإن الحكومة تحصل على بعض العوائد من الإصدار النقدي حتى إذا لم يكن هناك تضخم وتفسير هذا أنه عندما ينمو الطلب على النقد الحقيقي (الارصدة الحقيقية) فإن الحكومة يمكن أن تخلق النقد الأساس من دون أن تنتج التضخم.¹⁴

– ثانياً : مفاهيم عائد الإصدار النقدي

يشير الاقتصاديون إلى العديد من المفاهيم في وصف عائد الإصدار النقدي والتي في النهاية قد تكون ذاتها أو قد تكون منظور إليها من جانب مختلف ، وبالإشارة إلى مفهوم قريب جداً لعائد الإصدار النقدي هو ضريبة التضخم ، فهناك بعض الاقتصاديين يرون أن ثمة اختلاف بين المفهومين ولكن الأغلبية يرون أنه لا يوجد اختلاف فعلى سبيل الذكر يرى الاقتصادي (Gordon) أن عائد الإصدار النقدي هو ذاته ضريبة التضخم ولكن الفرق بينهما هو أن عائد الإصدار النقدي يمثل العائد من التضخم من وجهة نظر الحكومة بينما ينظر لهذا العائد كضريبة تضخم من وجهة نظر الجمهور.¹⁵ وكذلك يرى (Mishkin) أنها ذات الشيء ، فيبين أن مقدار العائد بقيمته الحقيقية التي يمكن للحكومة أن تحصل عليها من الإصدار النقدي يمكن الوصول إليه باستخدام المعادلة $\pi = \Delta M / M$ ، وبضرب كلا جانبي المعادلة بـ M نحصل على $\Delta M = \pi \times M$ ومن ثم يقسم كلا جانبي المعادلة على المستوى العام للأسعار P ويتم الحصول على $\Delta M / P = \pi \times M / P$ المعادلة تبين بأن $\Delta M / P$ هو عائد الإصدار النقدي بالقيم الحقيقية ، و π يمثل معدل التضخم مضروباً بمقدار عرض النقد الحقيقي M / P . لذا ينظر الاقتصاديون إلى عائد الإصدار النقدي على أنه ضريبة تضخم لأن التضخم المرتفع يؤدي إلى ضريبة على حملة النقد الذي يفقد قيمته بالوحدات الحقيقية.¹⁶ فالقول بأن عائد الإصدار هو طريق بديل لخلق الإيراد الحكومي كتعويض للنقص الحاصل في العوائد الحكومية الأخرى كالضرائب ولكن هذا الكلام يتجاهل العلاقة والارتباط بين إصدار النقود وخلق التضخم ، فالعملة سواء كانت ورقية أم معدنية لا تدر فائدة بحد ذاتها بينما الودائع المصرفية تفعل ؛ لذلك التضخم يخفض قيمة النقد المحمول من قبل الأفراد ، فمع تضخم 10% ، فإن قيمة \$10 ستصبح فقط \$9 بقيمتها الحقيقية ؛ وهذه كأنما الحكومة تأخذ دولار من محفظة الفرد . والنقود كودائع التي على سبيل التمثيل عليها فائدة 12% لا تخسر قيمتها ولكنها تستلم فقط ما قيمته 2% كسعر فائدة حقيقي. لكن ما هو الارتباط بين عائد الإصدار النقدي وضريبة التضخم ؟ عائد الإصدار هو التغير بالعملة ، وضريبة التضخم هو معدل التضخم مضروباً بالعملة أي :

ضريبة التضخم = التضخم × العملة أما عائد الإصدار النقدي = التغير في العملة (التغير بالأساس النقدي) وبالتعبير عن أعلاه نسبة إلى حجم رصيد العملة نحصل على :

ضريبة التضخم / العملة = معدل التضخم و عائد الإصدار / العملة = التغير في العملة / العملة

11 Jagdish Handa , Monetary Economics , 2nd Edition , Routledge , New York , 2009 , p.747-748 .

12 David Miles & Andrew Scott , Macroeconomics , John Wiley & Sons, Inc. , England , 2005 , p. 281 .

13 Akhtar Hossain , Open-Economy Macroeconomics for Developing Countries , Edward Elgar , UK , 1998 , P.16 1.

14 Rudiger Dornbusch , Stanley Fischer , Richard Startz , Macroeconomics , 11th Ed , McGraw-Hill , Singapore , 2011 , p.495 .

15 Robert J. Gordon , Macroeconomics , Addison Wesley , Boston , 11th Ed , 2009 , p.299 .

16 Frederic S. Mishkin , MACROECONOMICS , Addison-Wesley, Boston , 2012 , p.413-414 .

ومنه يتبين ان معدل التضخم يساوي النمو في عرض النقد ، عندئذ يكون عائد الاصدار النقدي وضريبة التضخم متكافئان ، طالما التغيرات في عرض النقود هي نسبياً تمثل معدل التضخم في الاجل الطويل .¹⁷ ومن المفاهيم الاخرى لعائد الاصدار النقدي هو النظر اليه بأنه كلفة الفرصة البديلة للنقد المحمول¹⁸، ويمثل سعر الفائدة الاسمي مضروب في الاساس النقدي بقيمته الحقيقية ويحسب على النحو الاتي :

$$S^o = i \cdot h$$

هذا مقياس يأخذ بالحسبان كلفة الفرصة البديلة المتولدة بواسطة الحكومة وهذه الكلف ستزداد اذا كانت الحكومة تمول نفقاتها من خلال اصدار السندات الحاملة للفائدة بدلاً من اصدار العملة الغير حاملة للفائدة . وبواسطة استخدام معدل الفائدة الاسمي بدلاً من الحقيقي والذي يفترض بأن حاملي النقود يزدون ميزانيتهم الاسمية في مواجهة التضخم للحفاظ على قيمة حقيقية ثابتة للأساس النقدي . (واغلب التقديرات لقيمة عائد الاصدار النقدي في الدول المتقدمة يستخدم هذا المفهوم وباستخدام سعر الفائدة قصير الاجل وهذا يختلف عن الفكرة الاساسية التي تقترح معدل الفائدة على السندات الحكومية اذا الخلق عن طريق التدخل في سوق الصرف الاجنبي يعتمد سعر الفائدة كعائد للأصول الاجنبية).¹⁹

ويمكن هنا ذكر تعريف وتقسيم صندوق النقد الدولي²⁰ حول مفاهيم ومكونات عائد الاصدار النقدي حيث أنه وبحسب صندوق هذه المؤسسة يمثل النقد الاساس مقسوم على مستوى السعر اي انه على النحو الاتي:

$$S_t = M_t - M_{t-1} / P_t$$

حيث ان M_t هي الاساس النقدي في المدة t و P_t هو مستوى السعر في المدة t . ويشير له كتاب اخرين بـ (المفهوم النقدي لعائد الاصدار)²¹ وهذا المفهوم هو اقرب الى فكرة ان الحكومة تمول مدفوعاتها الحالية عن طريق الاقتراض المباشر من البنك المركزي اي (استخدام مطبعة النقود) وهي تنطبق على البلدان الريعية عندما يكون عرض النقد متغير خارجي اي خارج سيطرة السلطة النقدية ودالة لميزان المدفوعات، ويقاس بنفس القانون اي على النحو الاتي :

$$S^m = \frac{\Delta H}{P} = \frac{\Delta H}{H} \cdot \frac{H}{P} = \theta \cdot h$$

حيث ان S^m هو المفهوم النقدي لعائد الاصدار ، H الاساس النقدي ، اما h هو الاساس النقدي بمفهومه الحقيقي ، θ هو التغير النسبي للأساس النقدي .

ويمكن تجزئة عائد الاصدار النقدي الى مكونين اساسيين هما عائد الاصدار النقدي الحقيقي والجزء الثاني ضريبة التضخم . لبيان هذا فإن $m_t = M_t / P_t$ هي القيمة الحقيقية للنقد الاساس المحمول من قبل المقيمين (بدعى الميزانية الحقيقية) عندئذ يمكن اعادة كتابة عائد الاصدار النقدي بالاتي :

$$S_t = (m_t - m_{t-1}) + m_{t-1} \frac{P_t - P_{t-1}}{P_t}$$

المقدار الاول من الطرف الايمن من المعادلة يمثل عائد الاصدار النقدي الحقيقي ، وهو يساوي الزيادة في الارصدة المحمولة للمقيمين الناشئة من طلبهم على النقود ، المقدار الثاني يوضح ضريبة التضخم محسوب من خلال ضرب الميزانية الحقيقية في معدل التضخم (وهي تشبه العوائد الضريبية التقليدية التي تحسب بضرب القاعدة الضريبية في معدل الضريبة) وهو يعتبر ضريبة لانه يعمل على تخفيض مطلوبات الحكومة للجمهور .²²

- ثالثاً : العلاقة بين عائد الاصدار النقدي وكل من عدم الاستقرار السياسي واستقلالية البنك المركزي

انطلاقاً من نظرية الضريبة المثالية التي ترى بأن السلوك الحكومي العقلاني في العديد من البلدان يتجه للاعتماد على عائد الاصدار النقدي اذا كانت الضرائب الاخرى تولد تشوهات عالية ، عمل (Click) على تقدير نموذج باستخدام 90 بلد للمدة 1970-1990 ووجد ان 40% فقط الاختلاف بين البلدان فيما يخص عائد الاصدار النقدي مفسرة بواسطة النظرية المذكورة ؛ ان هذا الفشل التجريبي لهذه النظرية بتوضيح

17 David Miles & Andrew Scott , op.cit , p.278-279 .

18Eduard Hochreiter , Riccardo Rovelli & Georg Wincker , Central Banks and Seigniorage: A Study of Three Economies in Transition , European Economic Association , Prague, September , 1995 , p.5 .

19 FRANZISKA SCHOBERT , SEIGNIORAGE: AN ARGUMENT FOR A NATIONAL CURRENCY? , CENTRE FOR EUROPEAN POLICY STUDIES , WORKING DOCUMENT NO. 174 , OCTOBER 2001 , p.2-3 .

20 Gamal El-Masry & others , op.cit , p.30 .

21 FRANZISKA SCHOBERT , op.cit, p.2 .

22 Gamal El-Masry & others , op.cit , p.30 .

الاختلافات في عائد الاصدار النقدي ادى الى استخدام نماذج نظرية وتجريبية تركز على الدور الذي تلعبه المتغيرات السياسية والمؤسسية.²³

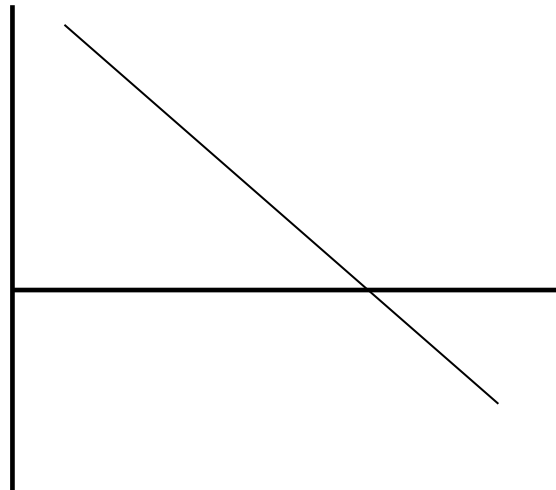
وعليه ومن الدليل العملي فإن عائد الاصدار النقدي (ضريبة التضخم) هو يرتبط ايجابياً مع درجة عدم الاستقرار السياسي ، وقد دعم هذه الفرضية Cukierman من خلال دراسة 79 عينة متقدمة ونامية للمدة 1971-1982 حيث وجد " بأن الدول الأقل استقراراً تعتمد بشكل اكبر نسبياً على عائد الاصدار النقدي لتمويل الموازنة الحكومية اكثر مما تفعل المجتمعات المستقرة والمتجانسة ، وهذا الاستنتاج تم التوصل اليه ايضاً من قبل Edwards والذي وجد بأن الحافز لاستخدام التمويل التضخمي وثيق الصلة لتقلبات النظام السياسي مما يقود في نهاية الامر الى حدوث التضخم الجامح hyperinflation.²⁴

وتجدر الاشارة الى ان عائد الاصدار النقدي يمكن ان تكون دالة للقرارات السياسية المتبعة وبشكل خاص على الاستقرار والاستقطاب السياسي وان الدليل العملي يدعم هذا المضمون فان البلدان الأقل استقراراً تعتمد بشكل اكبر نسبياً لتمويل الموازنة الحكومية اكثر مما تفعل المجتمعات المستقرة والمتجانسة. وعموماً فإنه استقلالية البنك المركزي الوطنية سترافقها معدلات مرتفعة للتضخم وبالنسبة لمستوى مرتفع من عائد الاصدار النقدي ، وكذلك بأن استقلالية البنك المركزي يجب ان تكون مرتبطة سلبياً بعدم الاستقرار السياسي . والدلائل التجريبية من البلدان المتوسطة الدخل توصلت الى ان درجة استقلالية البنك المركزي الوطنية اقترنت مع درجة اعلى من عدم استقرار النظام مقاسة بـ الديمقراطية مقابل السلطوية وهكذا عائد الاصدار النقدي مرتفع ، وبنك مركزي ذو استقلالية واطنة ونظام غير مستقر بشكل كبير هي تظهر بشكل مترافق.²⁵

أي ان هناك علاقة قوية بين الائتمان الحكومي المقدم الى الحكومة ومقدار عائد الاصدار النقدي ، والتي تمثل في جوهرها العلاقة المذكورة بين وجود بنك مركزي مسؤول يتمتع باستقلالية كبيرة يمكن ان يلعب دور مهم في السيطرة على الزيادات غير الضرورية والمبالغ بها في النقد الاساس ، وهذا يشير الى انه هناك احتمال كبير بأن عائد الاصدار النقدي يكون منخفض في ظل وجود بنك مركزي مستقل بشكل كبير (أنظر شكل (2)) ، وبالرغم مما سبق ذكره فان الكثير من الدراسات بخصوص هذه العلاقة وجدت بأن استقلالية البنك المركزي شرط غير كاف لتجنب الزيادات المستمرة في النقد الاساس (على سبيل المثال الاقتصادات الريعية التي يكون فيها عرض النقد متغير خارجي يزداد فيها التضخم وتكسب الحكومة من خلال تآكل القيمة الحقيقية لديونها).²⁶

شكل (2)

العلاقة بين استقلالية البنك المركزي وعائد الاصدار النقدي
عائد الاصدار النقدي



استقلالية البنك المركزي

المصدر : من عمل الباحث .

23 Aisen and Francisco José Veiga , The Political Economy of Seigniorage , IMF Working Paper , 2005 , P.4 .

24 Brian Snowdon & Howard R. Vane , Modern Macroeconomics , Edward Elgar , Cheltenham , UK , 2005 , p. 556 .

25 Cukierman, Alex, Sebastian Edwards, and Guido Tabellini, Seigniorage and Political Instability , American Economic Review, Vol. 82, No. 3, 1992 , pp. 553-554 .

26 Ibid , p.20 .

وبالرغم من الاتجاه الكبير لإكساب السلطة النقدية استقلاليتها عن الجهاز المالي الحكومي ، ستبقى الحكومة تستفيد من عائد الإصدار النقدي ولكنه سيكون محدد خارجياً من قبل استقلالية البنك المركزي وبالتالي فإنه في ظل هذا الوضع سيكون العائد أقل عندما يكون البنك المركزي يتمتع باستقلالية أكبر . والمسألة المذكورة آنفاً هي وجود علاقة بين عائد الإصدار النقدي ودرجة عدم الاستقرار السياسي المحلي ، فعندما يكون هناك عدم استقرار سياسي سيكون هناك حافز أكبر لزيادة عائد الإصدار النقدي ، ولكن قد يكون استقلال البنك المركزي عائق في الارتباط بين عائد الإصدار النقدي وعدم الاستقرار السياسي.²⁷

رابعاً : منحني لافر لعائد الإصدار النقدي

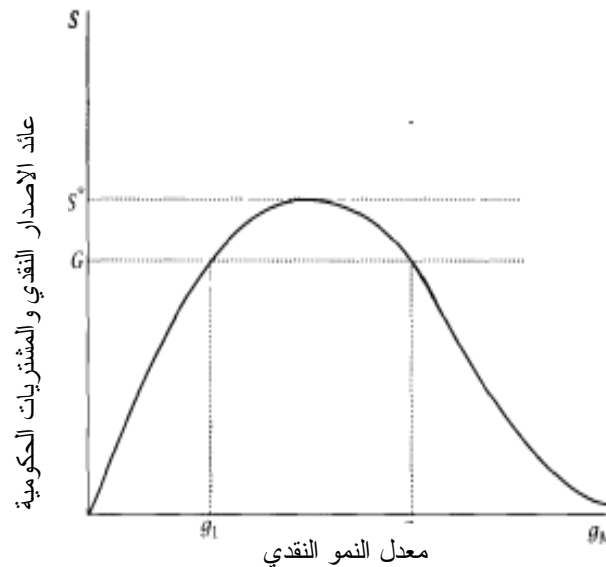
إن الأساس التي تبنى عليه فكرة منحني لافر Laffer Curve لعائد الإصدار النقدي هو أن الحكومة (أو البنك المركزي) لا يستطيع الحصول على عائد متزايد من عملية الإصدار النقدي إلى ما لانهاية بل هناك حد معين يبدأ بعدها هذا العائد بالانقلاب إلى التناقص بعد الوصول إلى أعلى نقطة (المستوى الأمثل لعائد الإصدار النقدي) (28*).

لمزيد من التوضيح ، وعلى افتراض أن الحكومة لديها كمية من المشتريات الحقيقية G التي تحتاج أن تمولها بواسطة عائد الإصدار النقدي وأن G هو مقدار أقل من مقدار عائد الإصدار النقدي الذي مؤشر بالرسم أدناه بـ S^* عندئذ كما في الشكل أدناه الذي يبين أن هناك معدلين لنمو العرض النقدي الذي يمكن أن يمول المشتريات ، المعدل الأول g_1 معه التضخم يكون واطئ وقيمة النقد الحقيقية مرتفعة أما الثاني g_2 يرافقه معدل تضخم مرتفع وقيمة حقيقية للنقد واطنة ، أي أنه يجب اختيار معدلات مثالية للنمو النقدي والتضخم والذي يمثل معدل النمو g_1 كما في الشكل (3) :

وبكلمات أخرى ولتفسير منحني لافر ، فإنه عندما يكون معدل التضخم صفر الحكومة لن تحصل على أي عوائد من التضخم (كضريبة) . طالما معدل التضخم يزداد فإن مقدار ضريبة التضخم المستلمة من قبل الحكومة تزداد ، ولكن بالتأكيد طالما معدل التضخم يزداد ، الجمهور يخفض النقود الاسمية المحمولة من قبله ؛ لانخفاض قيمتها الحقيقية ، لذلك الأفراد يحتفظون بعملة أقل والمصارف تحتفظ بأقل ما يمكن من الاحتياطات الفائضة . وفي نهاية الأمر أن النقد الحقيقي ينخفض بشكل كبير وعوائد الإصدار النقدي (ضريبة التضخم) المستلمة من قبل الحكومة تنخفض ، وبالرجوع إلى الشكل فإن هذه تحدث بعد أعلى نقطة على منحني لافر لضريبة التضخم والتي تحدد أعلى عائد ممكن للإصدار النقدي.²⁹

الشكل (3)

تحديد معدل النمو المثالي لعرض النقد



المصدر :

- David Romer , Advanced Macroeconomics ,McGraw Hill , USA , 1996 , 42 2.

27 Reid W. Click , op.cit , p.167 .

(*) . يمكن الوصول إلى هذه النتيجة عن طريق منظومة من المعادلات تعتمد على دالة الطلب النقدي . أنظر في ذلك :

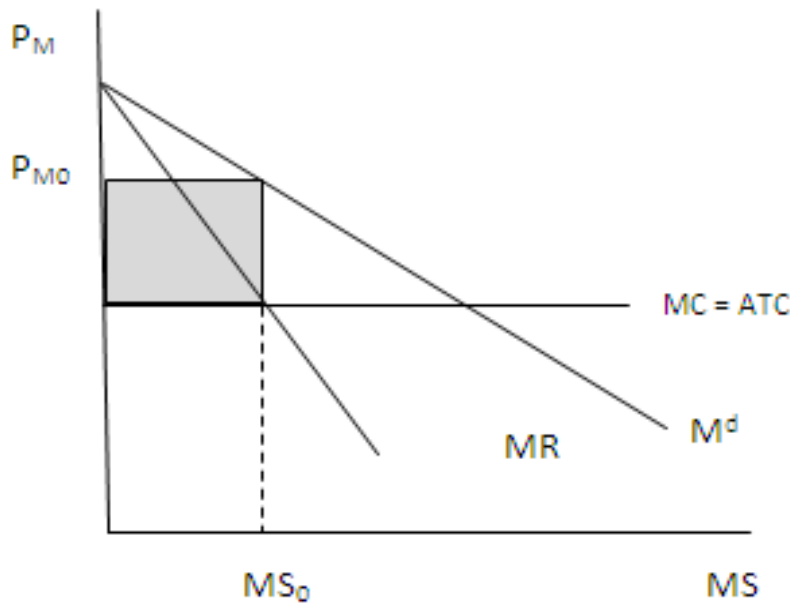
- David Romer , Advanced Macroeconomics ,McGraw Hill , USA , 1996 , 420 -422 .

29 Rudiger Dornbusch & Others , Op.cit , p. 496 .

خامساً : نموذج الاحتكار في تحديد عائد الإصدار النقدي³⁰

ان استخدام ادوات النظرية الاقتصادية تعد مهمة لبيان كيفية تحديد كمية النقود المثالية التي تحقق الارباح الأكبر للجهة القائمة بالإصدار ، وان اصدار النقود من قبل الحكومة يمثل نموذج احتكار حق الإصدار ، ولتوضيح هذا النموذج نبدأ بالسؤال الآتي : ما مقدار الكمية التي تنتجها الحكومة من العملة ؟ في الواقع ان هذا يعتمد على هدف الحكومة وعلى افتراض ان هدف الحكومة هو تعظيم ارباحها من خلق النقود كوسيلة تبادل لمواطنيها ، فاذا كان هذا هو هدف الحكومة عندئذ سوف تنتج عملة لغاية النقطة التي تكون فيها إيراداتها الحدية التي تحصل عليها من خلق النقود مساوية للكلفة الحدية لإنتاجها ومن الشكل (4) اي المقدار (MS_0) فاذا انتجت نقود اقل من هذه الكمية عندئذ يكون العائد الحدي المتحقق عليه من عملية الانتاج تتجاوز الكلفة الحدية وعندها ستستمر الحكومة بزيادة انتاجها والعكس صحيح في حالة تجاوز الكلفة الحدية على الإيراد الحدي المتحصل عليه . والحكومة ستحدد سعر العملة الذي يكون الجمهور راغباً في دفعه مقابل العملة المصدرة وهذا السعر مشار اليه في الشكل المذكور عند النقطة (PM_0) وبهذا فان عائد الحكومة مساوي لهذا السعر وهو عبارة عن السلع والخدمات التي تحصل عليها الحكومة لكل عملة مضروبة في عدد العملات المنتجة او (السعر) مضروب في كمية العملة (MS_0) . هذا المقدار من العملة سيعظم قيمة الارباح المتحققة للحكومة كنتيجة لاحتكارها اصدار العملة في الاقتصاد وهذه الارباح يطلق عليها الاقتصاديون بـ(عائد الإصدار النقدي) ، وتجدر الإشارة الى انه يشار الى عائد الإصدار النقدي بالسلع والخدمات الحقيقية والذي يعني بأن مقداره هو تحويل الموارد الحقيقية من المواطنين الى الحكومة التي لديها ميزة احتكارية في خلق النقود ، وبالتالي فإن عائد الإصدار النقدي هو ضريبة (ضمنية) تفرضها الحكومة على مواطنيها .

شكل (4)
نموذج احتكار النقود



30 Roger LeRoy Miller & David D. VanHoose , Modern Money and Banking , 3rd Ed , McGraw-Hill , New York , 1993 , p.33-34 .

المبحث الثاني

العوامل المحركة لعائد الاصدار النقدي في الاقتصاد العراقي

في هذا المبحث سيتم حساب عائد الاصدار النقدي الذي تحصل عليه الحكومة العراقية (او البنك المركزي) باستخدام مجموعة من المؤشرات المختارة ، وتحليل الظروف التي حاكت تحركات هذا العائد زيادة ونقصان واهميته نسبة الى الناتج المحلي الاجمالي والاتفاق الحكومي (باعتبارهما من أهم المؤشرات الاقتصادية) .

- أولاً : عائد الاصدار النقدي في العراق للمدة (1990-2002)

امتازت السياسة النقدية خلال هذه المدة باتخاذ اجراءاتها ضمن اطار السياسة النقدية الاجتهادية Discretionary Monetary Policy أي ان الخيار المطروح للسياسة النقدية الذي أتيج وتولد من خلال الظروف والتغيرات على الأصعدة كافة السياسية والاقتصادية وغيرها هو خيار الاجتهاد أو التقدير Discretion ، ولكن هنا خلال المدة (1990-2003) اتخذت السياسة النقدية الاجتهادية طريقاً استثنائياً يختلف عن السياسة الاجتهادية خلال العقدین السابقين كمضادة للدورات وهو أسلوب يندرج ضمن السياسة النقدية الاجتهادية الا وهو سياسة النقد الرخيص Cheap Money Policy أو كما يسمى في النظرية بسياسة النقد السهل الدائم Permanent Easy Money Policy وهو يتخذ اجراءاته على اساس تقدير السلطات وتحكمها بكل متغيرات السياسة النقدية أيضاً ولكن هي تتخذ آلية أخرى وأهداف ومتغيرات أخرى تستجيب على أساسها بالتغيير المناسب . وثُعد المدة 1990-2003 مرحلة الانهيار الاقتصادي والتمويل التضخمي والتي شهدت ظروف فرض عقوبات الامم المتحدة الاقتصادية والتجارية والحصار الدولي على العراق في أعقاب غزو الكويت في آب 1990 ، وتركت تلك العقوبات تأثيراً سلبياً حاداً اجتماعياً واقتصادياً وسياسياً على الشعب العراقي ، فبعد ان كانت الإيرادات النفطية خلال المراحل السابقة تشكل المورد الأساسي لتمويل الاتفاق العام بأنواعه ادى فرض الحصار الدولي إلى حدوث انخفاض كبير ومفاجئ في تلك الإيرادات ترتب عليه انخفاض حاد في الاستهلاك والاستثمار العام والخاص وانخفاض كبير في الانتاج والاستيراد الذي اقتصر على السلع الاساسية وبخاصة المواد الغذائية وزيادة كبيرة في البطالة مع انخفاض درجات استغلال الطاقات الانتاجية ، والإضرار المستمر بالبنية التحتية ، ونتيجة منطقية لهذه الظروف فقد انتاب الاضطراب كافة مفاصل السياسة الاقتصادية ومن ضمنها السياسة النقدية واصبحت تتخذ على أساس هدف أوحده وهو التمويل لحاجات الدولة الاتفاكية (خصوصاً قبل اتفاقية النفط-الغذاء) ، وعلى أساس هذا المنطق على مستوى قيادة دفة اتخاذ القرارات أصبح صانع السياسة يتخذ اجراءات السياسة النقدية على اساس مزيد من العشوائية والقصد من صانع القرار ليس بمعناها صانع السياسة الاقتصادية المحترف والداري بخبايا ومضامين السياسات بل امتزج في هذه المرحلة صانع القرار الاقتصادي مع صانع القرار السياسي الذي لا يعياً باعتبارات ونتائج تلك القرارات ولكن المهم هو توفير التمويل وتوفير حبل نجاة متمثل بأدوات عمياء متمثلة باستخدام أدوات السياسة النقدية.

فأدى الحظر المفروض على تصدير النفط والتدهور الكبير في الإيرادات النفطية إلى جانب الاعباء الكبيرة للحرب إلى حدوث عجز مالي كبير وعجز خارجي خطير ، قاد في النهاية إلى تنامي الدين العام الداخلي والخارجي ، الذي بلغ مقداره 122 مليار دولار في نهاية عام 2002 موزعة بين البلدان الاعضاء في نادي باريس (42) مليار دولار ، وبلدان الخليج العربي وخاصة السعودية والكويت (50) مليار دولار ، وللمصارف الدولية والشركات الخاصة (20) مليار دولار و (10) مليار دولار لبلدان أوروبا الشرقية³¹ مما اضطر الحكومة إلى تمويل ذلك العجز من خلال الاستدانة داخلياً من البنك المركزي والمصارف التجارية وهو تمويل تضخمي تسبب في نمو متواصل في عرض النقد مقارنة بالنمو في الناتج المحلي الاجمالي ، (وهذا سبب كافٍ للتسبب بخلق حالة من عدم الاستقرار النقدي فالعامل النقدي اذا لم يتم ضبطه سيتسبب باضطرابات وعدم استقرار كما يقول فريدمان) نتائج ذلك ارتفاع كبير في معدلات التضخم وتدهور سعر صرف الدينار مقابل الدولار ، وأدت السياسة الاقتصادية في هذه المرحلة دوراً خطيراً في وصول البلاد إلى حالة الانهيار الاقتصادي الذي احد اسبابه الرئيسية هو ذيلية السياسة النقدية نتيجة للتراجع الكبير في دورها في توجيه النشاط الاقتصادي أو في مواجهة الآثار التضخمية للسياسة المالية والاصدار النقدي غير المنضبط بخاصة بعد تجميد المادة الخاصة بغطاء العملة المصدرة في قانون البنك المركزي رقم 64 لسنة 1976 ، فأصبح اصدار العملة غير محدود Unlimited بعد أن تخلى عن الضوابط المطلوبة لترشيد الاصدار النقدي وأخيراً التشوهات في النظام الضريبي والمالي وان أهم تشوه في النظام المالي هو العجز الكبير الناتج عن

31 د.فلاح حسن ثويني ، مشكلة المديونية الخارجية الاسباب والاثار ، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية ، كلية الادارة والاقتصاد- الجامعة المستنصرية ، العدد العاشر ، السنة الرابعة ، 2006 ، ص159 .

الحجم التضخم من الاتفاق العام الذي يقابله ضمو في الإيرادات السيادية بشكل ضرائب³²، وهذه الأسباب وطبقاً لما تم ذكره في الجانب النظري توجهت الحكومة لتعظيم عاندها من عملية الإصدار النقدي . ومن الجدول (2) الذي يبين عدد من المؤشرات التي تبين مقدار عائد الإصدار النقدي ، ومن متابعة هذه المؤشرات يمكن معرفة ان الحكومة اعتمدت بشكل كبير على عائد الإصدار بالخصوص في بداية عقد التسعينيات التي تزامنت مع انخفاض الإيرادات الحكومية من المورد السيادي الاول (النفط الخام) وكما مر ذكره ، وكما هو واضح فإن عائد الإصدار النقدي الحقيقي هو في اغلب المدة كان ذو قيم سالبة كنتيجة لارتفاع معدل التضخم وهذا يعني انخفاض هذا العائد من سنة الى أخرى ، وان عائد الإصدار النقدي الذي تحققه الحكومة لا يتكون عن زيادة عرض النقد الحقيقي بل يتكون أساساً عن معدلات التضخم بشكل (ضريبة التضخم) (خصوصاً بداية عقد التسعينيات لغاية 1996 انظر جدول (2)) ، فبلغت ضريبة التضخم أعلى مستوى لها عام 1991 بما قيمته (1570.20) مليون دينار ، اما أعلى عائد للإصدار النقدي كمجموع (العمود 7) فبلغت ما قيمته (591.9692) مليون دينار ، وظلت هذه القيم متقلبة وإيجابية بالنسبة لضريبة التضخم (عمود 6) وصافي او مجموع عائد الإصدار النقدي (عمود 7) وتفسير القيم السالبة لعائد الإصدار النقدي الحقيقي (العمود 5) هو ان قيم النقد الحقيقي تتآكل بمرور السنوات كنتيجة لمعدلات التضخم المرتفعة لغاية عام 1996 عندما وضعت اتفاقية النفط-الغذاء قيد التنفيذ ، ان المؤشرات المذكورة في اعلاه في الاعمدة (5 ، 6 ، 7) هي تعتمد بشكل رئيس على قيمة عرض النقد الحقيقي . أما مؤشر عائد الإصدار النقدي بمفهومه النقدي (عمود 8) يعتمد على التغير المطلق في عرض النقد الحقيقي (اي العائد المتولد كنتيجة للزيادة المطلقة بعرض النقد فقط بغض النظر عن التضخم) ، وقد بلغ هذا المؤشر أعلى قيمة له عام 2000 ما قيمته (49040.34) مليون دينار كنتيجة لزيادة في عرض النقد ما يقارب 20% وكانت قيمة عائد الإصدار النقدي المذكورة اعلاه في عام 2000 تشكل ما نسبته 0.1% وهي نسبة مرتفعة ولكن بلغ أعلى نسبة لعائد الإصدار النقدي من الناتج المحلي الاجمالي بالأسعار الجارية عام 1991 إذ بلغت ما نسبته 0.20% ولكن كنسبة من الاتفاق الحكومي كانت اعلاها في عام 2000 إذ بلغت ما نسبته 3.27% وكانت مرتفعة في اغلب سنواتها (انظر جدول 2) ، وأخيراً كان عائد الإصدار النقدي بمفهوم تكلفة الفرصة مرتفعة وبمتوسط للمدة (1995-2002) ما يقارب 3015.543 مليون دينار ، وهذه تكون نتيجة لسعي الافراد للحفاظ على قيمة حقيقية للنقد المحمول لذلك يزدون طلبهم على النقد الاسمي فتزداد تكلفة حمل هذا النقد ومن جانب اخر زيادة التضخم يمثل تآكل لقيمة لهذا النقد المحمول وعندها يبدأ الافراد بمحاولة التخلص هذا النقد لارتفاع تكلفة حمله . مما سبق يتضح من المؤشرات المذكورة آنفاً بأن عائد الإصدار النقدي يمثل مصدر مهم تعاش الحكومة عليه ، وكانت تعتمد بشكل كبير على هذا المورد الاستثنائي في تمويل موازناتها العامة كنتيجة للأوضاع الاقتصادية متمثلة بحظر النشاط الاقتصادي الدولي للعراق والسياسية المتمثل بعدم الاستقرار السياسي والمشكلات مع العالم الخارجي والمؤسسية متمثلة بتبعية السياسة النقدية والتي تعكس عدم تمتع البنك المركزي بأي استقلالية سواء كانت تشغيلية أو قانونية ، اي ان المدة التي سبقت عام 2003 اثبتت صحة الطرح النظري بخصوص عائد الإصدار النقدي سواء النماذج القديمة التي تفسره كدالة عكسية بانحسار العوائد الضريبية وعوائد الدولة او النماذج الحديثة التي تربطه بعلاقة عكسية من عدم الاستقرار السياسي وعدم استقلالية البنك المركزي . وعليه سيتم مناقشة عائد الإصدار النقدي بعد عام 2003 والتي تعد مهمة للتغيرات التي طرأت على الاصعدة كافة سواء سياسية او اقتصادية .

32 انظر في ذلك :

- د. عبد المنعم السيد علي و هيل عجمي ، الاقتصاد السياسي للتضخم في العراق 1988-1992 ، 1993 ، ص 99-101 .
 - د. عبد المنعم السيد علي ، الاقتصاد العراقي إلى أين ؟ تأملات وتطلعات ، مجلة المستقبل العربي ، مركز دراسات الوحدة العربية ، العدد 228 ، السنة العشرون ، 1998 ، ص 74-78 .

جدول (2)
مؤشرات عائد الإصدار النقدي في العراق للمدة (1991-2002) /مليون دينار

12	11	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1	
تكلفة الفرصة Seigniorage	سعر الفائدة (إعادة قطع الحوالات) %	كنسبة من الاتفاق الحكومي %	كنسبة من GDP %	المفهوم النقدي لـ Seigniorage	مجموع Seigniorage	ضريبة التضخم	Seigniorage الحقيقي	عرض النقد الحقيقي m_t	عرض النقد M_1	التغير السنتوي (التضخم) %	الرقم القياسي لأسعار المستهلك %	السنوات
—	—	—	—	—	—	—	—	2437.937	15359	53.7	6.3	1990
—	—	0.29	0.12	51.46	526.0452	1570.20	-1044.15	1393.785	24670	181.0	17.7	1991
—	—	0.70	0.20	230.09	591.9692	634.71	-42.74	1351.046	43909	83.6	32.5	1992
—	—	0.30	0.06	204.73	425.2100	911.96	-486.75	864.3	86430	207.7	100	1993
—	—	0.17	0.02	339.96	277.9781	706.72	-428.75	435.5533	238901	448.5	548.5	1994
1912.4	7.25	0.17	0.02	1203.59	174.4035	346.17	-171.77	263.7824	705064	387.3	2672.9	1995
3105.9	7.25	-2.92	-0.24	-15848.72	113.9285	-50.68	164.61	428.3944	960503	-16.1	2242.1	1996
2727.7	7.25	0.56	0.02	3364.41	28.1219	80.29	-52.16	376.2312	1038097	23.1	2759.2	1997
3095.1	7.25	2.31	0.12	21246.11	99.0871	48.41	50.67	426.9037	1351876	14.8	3166.7	1998
3059.2	7.35	1.02	0.03	10491.53	37.0154	47.70	-10.68	416.2233	1483836	12.6	3565	1999
3393.7	7.35	3.27	0.10	49040.34	65.2425	19.74	45.50	461.7251	1728006	5.0	3742.5	2000
3147.9	6.35	1.27	0.06	26327.16	98.9789	64.97	34.01	495.7383	2159089	16.4	4355.3	2001
3682.5	6.35	1.76	0.11	44236.97	164.4367	80.26	84.18	579.9178	3013601	19.3	5196.6	2002

المصدر :

- المجموعة الإحصائية للبنك المركزي العراقي، 2003، عدد خاص، والنشرة السنوية 2003. - المؤشرات من عمل الباحثان بالاستناد الى القوانين المذكورة في الجانب النظري .
- الجمهورية العراقية ، وزارة التخطيط والتعاون الاماني ، الجهاز المركزي للإحصاء وتكنولوجيا المعلومات ، مديرية الحسابات القومية .

الملاحظات :

- 1- الرقم القياسي لأسعار المستهلك هي بسنة اساس 1993 . 2- القيم السالبة في العمود رقم (5) تدل على الانخفاض في seigniorage الحقيقي لكنه مقدار موجب .
- 3- تم الاعتماد على عرض النقد بمفهومه الضيق M_1 بدلاً من النقد الاساس M_0 في عملية حساب عائد الإصدار النقدي ؛ بسبب عدم توفر البيانات التي تخص الاساس النقدي قبل عام 2003 ، ونسبياً يكون الاساس النقدي متقارب مع عرض النقد بمفهومه الضيق وذلك لانخفاض الاهمية النسبية للودائع الجارية كوسيلة للدفع مقارنة بالعملة في التداول .
- 4- عرض النقد الحقيقي تم استخراجه باستخدام الرقم القياسي لأسعار المستهلك . 5- تم استخراج تكلفة الفرصة من سنة 1995 لعدم توفر البيانات حول اسعار الفائدة قبل هذا العام.
- 6- تم الاعتماد على اسعار الفائدة التي تخص إعادة القطع للحوالات الحكومية لعدم توافر البيانات حول اسعار الفائدة على الحوالات الحكومية .

- أولاً : عائد الاصدار النقدي في العراق للمدة (2003 - 2009)

شهد النظام النقدي في العراق بعد عام 2003 العديد من التغيرات الجذرية التي شملت مكوناته المتمثلة بـ(الوحدة النقدية ، والمؤسسات ، والتشريعات والقوانين) بشكل يتناسب مع الفلسفة الجديدة للدولة . وكنتيجة للتحويل السياسي تم تبني نظام نقدي قائم على استقلالية السلطة النقدية أي يكون البنك المركزي العراقي مستقلاً فشهدت السياسة النقدية اصلاحات واسعة من حيث الشخصية القانونية والصلاحيات والأهداف والأدوات بعد التغيير السياسي في العراق ، وكانت بداية هذه التحولات في دور السياسة النقدية هي اصلاحات البنك المركزي من خلال سن قانون جديد هو قانون رقم (56) لسنة 2004 والذي كان أهم ما فيه هو منح البنك المركزي العراقي صفة الاستقلال ونصت الفقرة (2) من المادة (2) على ان يتمتع البنك المركزي العراقي بالاستقلال بما يقوم به من مساع بغية تحقيق أهدافه ولا يتلقى البنك المركزي العراقي أية تعليمات من أي شخص أو جهة بما في ذلك الجهات الحكومية الا فيما ورد فيه نص يقضي بغير ذلك ؛ فضلاً عن احترام هذا الاستقلال³³ . ان التحولات اعلاه وجدت انعكاسها على انتهاج بديل جديد بدلاً من سياسة النقد الرخيص التي تمتاز بها السياسة النقدية في العراق وهو بديل القواعد متمثل بالتطبيق المجتزأ لقاعدة تايلور بالإضافة الى اشارة سعر الصرف والتي تعملان معاً للاستجابة للتوقعات التضخمية للجمهور ومحاولة تثبيتها .

ومن اعلاه ونتيجة للتغيرات المشار اليها فإن تغير فلسفة الحكومة لابد ان يكون له انعكاس تجاه عائد الاصدار النقدي ومدى استفادة الحكومة منه ، ولكون البنك المركزي اصبح مستقلاً ويسعى لتحقيق هدفه الرئيس متمثل باستقرار مستوى الاسعار واستقرار النظام المالي بعيداً عن اهداف الحكومة التمويلية ، بكلمة اخرى لا تستطيع الحكومة استخدام البنك المركزي (كمطبعة للنقود) . ومن جدول(3) ثمة تحول واضح بقيم عائد الاصدار الحقيقي(عمود5) فبعد ان كانت في اغلب قيمها سالبة في عقد التسعينيات اصبحت موجبة في اغلب قيمها بعد عام2003 وهذا يدل على ان عائد الاصدار النقدي يتولد أساساً عن طريق التوسع الحاصل في النقد الاساس من قبل البنك المركزي كنتيجة لزيادة احتياطياته من العملة الاجنبية وهذا العائد هو يمثل دخل البنك المركزي من عملية الاصدار النقدي ، وبالجانب الثاني فإن ضريبة التضخم استمرت بقيم مرتفعة كنتيجة لاستمرار معدلات التضخم العالية وهذا يمثل عائد حكومي متمثل بتآكل الديون الحكومية بشكل ضريبة على ميزانية النقد الحقيقي للأفراد واستمرت لغاية عام 2008 عندما انخفضت قيمة ضريبة التضخم الى 30.93 مليون دينار بعد ان وصلت الى ما قيمته 223.20 مليون دينار عام 2007 كنتيجة لانخفاض معدل التضخم 30.8% الى 2.7% للسنوات المذكورة ، وان ارتفاع معدلات نمو النقد الاساس التي انعكست على شكل معدلات تضخم وبالنتيجة

33 د. فلاح حسن ثويني ، التوجهات الجديدة للسياسة النقدية في العراق ، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، المجلد3، العدد8 ، 2005 ، ص119 .

جدول (3)
مؤشرات عائد الاصدار النقدي في العراق للمدة (2009-2003) /مليون دينار

12	11	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1	
تكلفة الفرصة Seigniorage	سعر الفائدة (معدل السياسة) %	كنسبة من الاتفاق الحكومي %	كنسبة من GDP %	المفهوم النقدي لـ Seigniorage	مجموع Seigniorage	ضريبة التضخم	Seigniorage الحقيقي	الاساس النقدي الحقيقي m_t	النقد الاساس M_0	التغير السنتوي (التضخم) %	الرقم القياسي لأسعار المستهلك %	السنوات
8634.1	6.35	9.65	0.65	191291.64	925.6847	145.89	779.79	1359.7085	9,441,000	33.6	6,943.40	2003
8316.4	6	0.32	0.21	102888.89	315.1232	288.77	26.36	1386.06561	12,219,000	27	8,815.60	2004
7997.9	7	0.16	0.06	42594.59	130.5306	374.04	-243.51	1142.55661	13,795,000	37	12,073.80	2005
15152.6	16	0.18	0.07	70037.59	201.3967	396.91	-195.52	947.040128	17,521,000	53.2	18500.8	2006
23802.9	20	0.94	0.33	366461.04	466.2990	223.20	243.10	1190.14274	28,808,000	30.8	24205.5	2007
28887.4	16.75	8.76	3.31	5204074.07	565.4030	30.93	534.48	1724.61803	42,859,000	2.7	24851.3	2008
16548.6	8.83	-1.64	-0.66	-860621.72	99.8133	-49.71	149.52	1874.13838	45,270,000	-2.8	24155.1	2009

المصدر :

- البنك المركزي العراقي ، المديرية العامة للإحصاء والابحاث ، النشرة السنوية ، سنوات مختلفة .
- المؤشرات من عمل الباحثان بالاستناد الى القوانين المذكورة في الجانب النظري .

الملاحظات :

7- الرقم القياسي لأسعار المستهلك هي بسنة اساس 1993 .

8- عرض النقد الحقيقي تم استخراجه باستخدام الرقم القياسي لأسعار المستهلك .
القوانين :

$$S^m = \frac{\Delta H}{P} = \frac{\Delta H}{H} \cdot \frac{H}{P} = \theta \cdot h \quad \text{العمود 8 طبقاً للقانون}$$

$$S_t = (m_t - m_{t-1}) + m_{t-1} \frac{P_t - P_{t-1}}{P_t} \quad \text{الاعمدة (7=6+5) طبقاً للقانون}$$

$$\text{ضريبة التضخم} + \text{عائد الاصدار النقد الحقيقي} = \text{مجموع عائد الاصدار}$$

$$\text{الاساس النقدي الحقيقي} \times \text{سعر الفائدة} = \text{تكلفة الفرصة}$$

$$S^o = i \cdot h \quad \text{العمود 12 طبقاً للقانون}$$

كعائد اصدار نقدي للحكومة بشكل ضريبية تضخم سببه ان عرض النقد أصبح متغير خارجي بالنسبة للسلطة النقدية رغم استقلالها والسبب هو السمة الريعية التي يمتاز بها الاقتصاد العراقي واعتماده على مورد مالي وحيد بنسبة 90% وهو عائدات النفط الخام والتي تدخل خزينة الدولة بالعملة الاجنبية التي تعمل الحكومة على استبدالها بالدينار العراقي عن طريق تسليمها للبنك المركزي الذي يصدر ما يقابلها من عملة .

اما بخصوص عائد الاصدار بمفهومه النقدي كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي والاتفاق الحكومي (العمودين 9 و 10) فإن نسبه تفاوتت بين الارتفاع والانخفاض وهذا للسبب ذاته المتمثل بالزيادة الكبيرة للأساس النقدي كنتيجة للاتفاق الاقتصادي للعراق وزيادة إيراداته النفطية .

اما تكلفة الفرصة للنقد الحقيقي الذي يحمله الجمهور (عمود 12) فقد ارتفعت بشكل واضح عن المدة السابقة وهذا بسبب أن اسعار الفائدة (معدل السياسة) ارتفعت كنتيجة لتطبيق البنك المركزي العراقي قاعدة تايلور التي تعمل على رفع معدل السياسة كاستجابة للفجوة التضخمية وفجوة الناتج مقابل احتفاظ الوحدات الاقتصادية بالنقد بصورته السائلة (Cash) بسبب قلة اوجه التشغيل وابواب الاستثمار المالي والنقدي والسبب الآخر والمهم هو الوضع الأمني غير المستقر والخوف من وضع الاموال في تشغيلات مالية طويلة الامد وميل الافراد الى الاحتفاظ بالنقد بشكله السائل .

وتجدر الإشارة الى أنه بعد عام 2003 اختلفت العوامل المسببة لتولد عائد الاصدار النقدي ، وعكس النماذج المفسرة للإصدار النقدي التي تحققت صحتها في النقطة اولا من هذا المبحث لم تكن تلك النتائج هي المفسرة لهذا العائد في العراق بعد عام 2003 وانما كان المفسر لتولد هذا العائد هو ريعية الاقتصاد الذي جعل عرض النقد متغير خارج عن سيطرة السلطة النقدية واصبح دالة لميزان المدفوعات متمثل بتدفقات رأس المال من تصدير النفط .

وأخيراً فإن التحول من بديل الى بديل اخر في تنفيذ اجراءات السياسة النقدية والذي جاء كنتيجة طبيعية لتغير فلسفة الدولة السياسية والاقتصادية انعكس على طبيعة عائد الاصدار النقدي وتحوله من مورد تمويلي تكسبه الحكومة من خلال سيطرتها على مطبعة النقود (البنك المركزي) الى عائد تحول بشكل تدريجي أو نسبي الى خزينة البنك المركزي (على الأقل الجانب المسيطر عليه) كتفسير لاستقلال السلطة النقدية على الرغم من معضلة الاقتصاد العراقي المتمثلة بريعية الاقتصاد واتكالية السلطات على جني المورد السهل من دون بناء للفدرات الانتاجية للبلد .

الاستنتاجات

- 1- ان تحول السياسة النقدية في العراق من خيار التحكمية (الاجتهادية) قبل عام 2003 الى خيار قواعد السياسة بعد عام 2003 انعكس على تغير طبيعة عائد الاصدار النقدي ومسبباته والجهة المستلمة .
- 2- ان عائد الاصدار النقدي في العراق قبل عام 2003 فسره نماذج تشوه الإيراد الضريبي وانخفاض الموارد الحكومية وفسره عدم الاستقرار السياسي وتبعية السياسة النقدية متمثلة بعدم استقلال البنك المركزي .
- 3- ان القسم الاعظم من مجموع عائد الاصدار النقدي في العراق وخصوصاً في عقد التسعينيات هو معبر عنه بضريبة التضخم على النقد الحقيقي المحمول من قبل الوحدات الاقتصادية .
- 4- ان عائد الاصدار النقدي في العراق بعد عام 2003 لم تفسره نماذج تشوه الإيراد الضريبي وانخفاض الموارد الحكومية وعدم الاستقرار السياسي بل كان مفسر بريعية الدولة والتي نتج عنها ان يكون متغير عرض النقد دالة للإيرادات النفطية ومتغير خارجي .
- 5- ان عائد الاصدار النقدي قبل عام 2003 كان مستلم من قبل الحكومة سواء بشكل عائد اصدار نقدي حقيقي أو ضريبية التضخم بينما بعد عام 2003 انقسم بين البنك المركزي متمثلاً بعائد الاصدار النقدي الحقيقي والحكومة بشكل ضريبية التضخم التي خفضت القيمة الحقيقية لديونها .

التوصيات

- 1- ان مسألة التنسيق بين البنك المركزي والحكومة هي ضرورة من اجل تحجيم عائد الاصدار النقدي خاصة بصورة ضريبية تضخم لما يمثلته من مصدر لتوزيع الثروة بشكل عشوائي من خلال السماح للبنك المركزي باستهداف التضخم من خلال الموازنة الحكومية باعتبارها هي مصدر توليد الاساس النقدي عن طريق استبدال الإيرادات النفطية الحكومية بالعملة الاجنبية بما يقابلها بالدينار العراقي .
- 2- ان ريعية الاقتصاد تعمل على جعل عرض النقد متغيراً خارجياً (كدالة لإيراد المورد الريعي) وبالنتيجة يولد عائد الاصدار النقدي بشكله الضار للاقتصاد اي بشكل ضريبية تضخم وعليه لابد من وضع الخطط المستقبلية لتنويع مصادر الدخل الحكومية وتنمية انتاجية الاقتصاد الحقيقي والتي ستعمل على حصر عائد الاصدار النقدي بشكله الحقيقي للبنك المركزي فقط دون تولد اي تشوهات في الاقتصاد مثل تلك التي تتولد نتيجة لوجود عائد الاصدار النقدي بشكل ضريبية تضخم .

3- يمكن للبنك المركزي ان يستفيد من العوائد المتولدة من الاصدار النقدي (بشكله الحقيقي وليس كضريبة) في الاستثمار بتنويع محافظه الاستثمارية من اجل ان يوفر مجال للأمان ضد اي تقلبات اقتصادية ممكن حدوثها في ظل بيئة مالية معولمة وتوفير السيولة الضرورية وقت الحاجة، أو الاحتفاظ بعوائد الاصدار مجمدة عن طريق وضعها بحساب خاص يمثل صندوق يستخدم في الحالات الطارئة Emergency Inbox or Account .

المصادر

- 1- البنك المركزي العراقي ، المديرية العامة للإحصاء والابحاث ، النشرة السنوية ، سنوات مختلفة .
- 2- الجمهورية العراقية ، وزارة التخطيط والتعاون الاماني ، الجهاز المركزي للإحصاء وتكنولوجيا المعلومات ، مديرية الحسابات القومية .
- 3- د. عبد المنعم السيد علي ، الاقتصاد العراقي إلى أين ؟ تأملات وتطلعات ، مجلة المستقبل العربي ، مركز دراسات الوحدة العربية ، العدد 228 ، السنة العشرون ، 1998 .
- 4- د. عبد المنعم السيد علي و هيل عجمي ، الاقتصاد السياسي للتضخم في العراق 1988-1992 ، 1993 .
- 5- د. فلاح حسن ثويني ، التوجهات الجديدة للسياسة النقدية في العراق ، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، المجلد 3، العدد 8 ، 2005 .
- 6- د. فلاح حسن ثويني ، مشكلة المديونية الخارجية الاسباب والاثار ، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية ، كلية الادارة والاقتصاد-الجامعة المستنصرية ، العدد العاشر ، السنة الرابعة ، 2006 .
- 7- Ahmad Jafari-Samimi , SEIGNIORAGE AND CENTRAL BANK INDEPENDENCE IN DEVELOPING COUNTRIES: FURTHER EMPIRICAL EVIDENCE , The Journal of Humanities , 2001 .
- 8- Aisen and Francisco José Veiga , The Political Economy of Seigniorage , IMF Working Paper , 2005.
- 9- Akhtar Hossain , Open-Economy Macroeconomics for Developing Countries , Edward Elgar , UK , 1998.
- 10- Alvaro Cencini , Monetary Macroeconomics: A new approach, Routledge , London , 2001 .
- 11- Alvaro Cencini , Monetary Theory : National and International , Routledge , London , 1995 .
- 12- Brian Snowdon & Howard R. Vane , Modern Macroeconomics , Edward Elgar , Cheltenham , UK , 2005.
- 13- Cukierman, Alex, Sebastian Edwards, and Guido Tabellini, Seigniorage and Political Instability , American Economic Review, Vol. 82, No. 3, 1992 .
- 14- David Miles & Andrew Scott , Macroeconomics , John Wiley & Sons, Inc. , England , 2005 .
- 15- David Romer , Advanced Macroeconomics , McGraw Hill , USA , 1996 .
- 16- Eduard Hochreiter , Riccardo Rovelli & Georg Wincker , Central Banks and Seigniorage: A Study of Three Economies in Transition , European Economic Association , Prague, September , 1995 .
- 17- FRANZISKA SCHOBERT , SEIGNIORAGE: AN ARGUMENT FOR A NATIONAL CURRENCY? , CENTRE FOR EUROPEAN POLICY STUDIES , WORKING DOCUMENT NO. 174 , OCTOBER 2001 .
- 18- Frederic S. Mishkin, MACROECONOMICS, Addison-Wesley, Boston , 2012 .
- 19- Gamal El-Masry & others , Selected Issues , International Monetary Fund , Washington , 2005 .
- 20- Gregory Mankiw , Macroeconomics , 7th Ed , Worth Publishers , New York , 2010 .

- 21- J. M. Keynes , A Tract on Monetary Reform , Review by: R. G. Hawtrey ,The Economic Journal, Vol. 34, No. 134 (Jun., 1924) .
- 22- Jacek Cukrowski , Financing Budget Deficit by Central Bank Seigniorage in Selected Transitional Economies: A Comparative Study, Center for Social and Economic Research , Warsaw, , 2001 .
- 23- Jagdish Handa , Monetary Economics , 2nd Edition , Routledge , New York , 2009.
- 24- Peter Howells & Keith Bain , The Economics of Money , Banking and Finance , 3rd Ed , Prentice Hall , Harlow , 2005 .
- 25- Reid W. Click , Seigniorage in a Cross-Section of Countries , Journal of Money, Credit and Banking , Vol. 30, No. 2 (May, 1998) .
- 26- Robert J. Gordon , Macroeconomics , Addison Wesley , Boston , 11th Ed , 2009 .
- 27- Roger LeRoy Miller & David D.VanHoose , Modern Money and Banking , 3rd Ed , McGraw-Hill , New York , 1993 .

.....
.....
.....