

سياسات تقليص ظاهرة الهيمنة المالية الحكومية*
(دراسة نظرية)

**Reducing Phenomenon Policies Government Financial Dominance
(Th Study of Theory)**

د. عبد الرحمن عبيد جمعة

كلية الادارة والاقتصاد

هدفت هذه الدراسة الى تحديد اهم السياسات التي يمكن ان تحد من ظاهرة الهيمنة المالية الحكومية وتقلص اثارها الكلية على الاقتصاد، اذ تمارس كل من استقلالية البنك المركزي المرتفعة وتطور السوق المالي ودرجة التنسيق العالية بين السياستين المالية والنقدية دورا مهما في تقليص هذه الظاهرة. وتوصلت الدراسة الى مجموعة من الاستنتاجات اهمها، ان الهيمنة المالية الحكومية يمكن ان تظهر في البلدان النامية بشكل اكبر منها في البلدان المتقدمة، وذلك بسبب عدم تطور الاسواق المالية وانخفاض استقلالية البنك المركزي وضعف درجة التنسيق بين السياستين المالية والنقدية. اهم التوصيات التي توصلت اليها هذه الدراسة هي، ان على السلطات التشريعية اعطاء درجات اعلى من الاستقلالية للبنك المركزي من خلال التشريعات القانونية والصلاحيات الادارية، كذلك من الضروري ايجاد سوق مالي متطور للسندات الحكومية يتسم بكل خصائص السوق المتطورة من اجل طرح السندات الحكومية فيه لتحقيق التمويل اللازم للحكومة من اجل زيادة شفافية هذا السوق ومصداقيته.

Abstract

This study aimed to determine the most important policies that can limit the phenomenon of dominance government financial and shrinking raised overall economy , as practiced each of independence central bank high the development of the financial market and the degree of high coordination between fiscal and monetary policies practiced important role in reducing this phenomenon.

The study concluded that government financial dominance can appear in larger developing countries than in developed countries , due to lack of development of financial markets and reduced the independence of the central bank and the weakness of the degree of coordination between fiscal and monetary policies .

So in the legislative authorities to increase higher degrees of independence of the central bank through legislation and administrative powers , as well as necessary to create a sophisticated financial market for government bonds is evolving all the characteristics of the market in order to finance government spending.

/

1-1-

ان شيوع ظاهرة الهيمنة المالية في اية اقتصاد يمكن ان يؤدي الى اثار كبيرة وواسعة على الاقتصاد ابتداءً من ارتفاع معدلات التضخم بسبب ارتفاع مناسيب السيولة في الاقتصاد او ارتفاع الدين العام او كلاهما وانتهاءً بانخفاض الادخار ثم الاستثمار فالنتاج القومي ، وذلك لان انخفاض قيمة العملة المحلية بسبب الارتفاع المستمر في المستوى العام للأسعار سوف يدفع الافراد اما الى زيادة الاستهلاك او ابدال العملة المحلية بالعملة الاجنبية (ظاهرة الدولار)، اما بالنسبة الى المستثمرين فان استمرار ارتفاع المستوى العام للأسعار سوف يعطي اشارات سلبية الى المستثمر بان البيئة الاستثمارية غير امنة وغير مستقرة مما يؤدي ذلك الى هروب رؤوس الاموال الاجنبية والمحلية .

لذلك فمن المهم تحديد اهم الاجراءات التي يمكن ان تحد من هذه الظاهرة على الاقتصاد ودعم مثل هكذا سياسات لتجنب توسع هذه الظاهرة ، فالبنك المركزي المستقل والسوق المالي المتطور ودرجة التنسيق العالية بين السياستين المالية والنقدية وسياسات التثبيت الاقتصادي من اهم الاجراءات التي يمكن ان تحد من هذه الظاهرة .

2-1-

ان من اهم الاثار التي يمكن ان تتركها ظاهرة الهيمنة المالية هي الارتفاع المستمر والكبير في المستوى العام للأسعار والنتاج عن الارتفاع الكبير في معدلات عرض النقد بسبب التمويل المستمر لعجز الموازنة الحكومي.

3-1- فرضية البحث

ان توسع ظاهرة الهيمنة المالية في اقتصاد ما يعني في المقابل ضعف استقلالية البنك المركزي والذي يفترض ان تكون هذه الاستقلالية مرتفعة.

4-1- اهداف البحث

يهدف البحث الى :-

1- استعراض تاريخي لتطور هذه الظاهرة في المدارس الاقتصادية

2- تحديد اهم السياسات التي يمكن اتخاذها لتقليل ظاهرة الهيمنة المالية الحكومية على البنك المركزي

ثانيا - تطور مفهوم ظاهرة الهيمنة المالية

اختلفت مفاهيم الهيمنة المالية Fiscal Dominance باختلاف شكل ونوع ودرجة الهيمنة المالية التي تمارسها الحكومة على البنك المركزي وسياسته النقدية ، فحكومات البلدان النامية تمارس الهيمنة المالية المباشرة في حين تمارس البلدان المتقدمة هيمنة مالية غير مباشرة، كذلك يختلف شكل الهيمنة المالية من حيث طبيعة إيرادات الموازنة العامة للدولة فالبلدان النفطية تمارس هيمنة تختلف عن البلدان التي تكون إيراداتها بالطرق التقليدية كالضرائب والرسوم... الخ.

يرى mishkin أن احد الدروس الهامة التي يمكن استخلاصها من فرضية الهيمنة المالية يتمثل في ضرورة تأكيد ما قد يترتب على تبني سياسات مالية غير مسؤولة من تعقيد لوظيفة السلطات النقدية في تحقيق هدف الاستقرار في الأسعار فقد يفرض العجز المالي الضخم بالموازنة العامة ضغوطا على السلطات النقدية لتمويل الدين العام مما يؤدي إلى تسارع النمو النقدي ومن ثم ارتفاع معدل التضخم (Mishkin, 2000:2).

كما يرى M.D.Gadea and Others أن مفهوم الهيمنة المالية وكما يشير المصطلح نفسه إلى السيناريو الذي تتحرك فيه السياسة النقدية من خلال السياسة المالية (Gadea and, Others, 2008:7).

أما العلي فيرى إذا كان اسهام الدين العام على الحكومة كبيرا في الأساس النقدي يقال أن المؤسسة النقدية تهيمن عليها المالية العامة، بمعنى أن الأساس النقدي يتحرك من خلال اقراض البنك المركزي للحكومات بشراء حوالات الخزانة مباشرة من الإصدار الأولي أو من السوق الثانوية عندما يخضم حوالات الخزانة بحوزة المصارف ويميل البعض إلى فهم استقلال السلطة النقدية الذي يحدد من خلال مضاعفات الحجم الكلي للسيولة يتكون من خلال فعاليات المالية العامة (العلي، 2009: 5).

أما (Paul R.Masson) فيرى أن الاقتراض الحكومي المباشر من البنك المركزي أو القطاع المصرفي يجب أن يكون محدوداً أو محظوراً ، وأن تمتلك الحكومة قاعدةً من الإيرادات تغنيها عن الاعتماد على ريع الإصدار وأن تتسم الاسواق المالية بالعمق الكافي لامتناع أدوات الدين العام والخاص على حدٍ سواء وبالتالي فلن ينشأ عن تراكم الدين العام نتائج غير مرغوب فيها (Masson and Others : 1997: 8).

تعني الهيمنة المالية أن الحكومة تخطط لإنفاقها بعيداً عن اي تنسيق مع السلطة النقدية، وهي في سبيل ذلك تضع ميزانيتها ولا تهتم بمقدار العجز في الميزانية، حيث يتم تدبير هذا العجز بواسطة البنك المركزي، أو بواسطة سوق المال وغالباً ما يحدث ذلك إذا كان البنك المركزي غير مستقل عن الحكومة من حيث تصميم وتنفيذ السياسة النقدية، حيث تغلب على سياسته الأهداف التي تحددها الحكومة وتهتم بها عند وضع الخطوط الرئيسية للسياسة الاقتصادية للدولة، ولذلك فإن الحكومة لن تهتم بنمو عجز الميزانية طالما أنها لا تتوقع زيادة كلفة الدين حيث يوفر البنك المركزي أغلب التمويل لهذا العجز سواء من مصادر حقيقية أو بإصدار المزيد من النقود الجديدة مما يؤدي إلى انخفاض كبير في قدرة السلطة النقدية، وإلى المزيد من النمو في حجم عجز الموازنة، كما يؤدي إلى زيادة معدلات التضخم وانخفاض قيمة العملة الوطنية أمام العملات الأجنبية (سعود، 2006: 275).

في حين يرى (Rogerio.L.F.Werneck) أن مفهوم الهيمنة المالية مرتبط بموقف تصبغ فيه السياسة النقدية خاضعة للحاجات المالية في ظل مديونية مرتفعة في القطاع العام وجباية ضريبة غير كفوءة (3:2005, . (Werneck

حسب مفهوم الهيمنة المالية يرى (Mercedes Da costa and Victor Olivo) أن الهيمنة المالية تكون المعوق الأساسي لفاعلية السياسة النقدية في السيطرة على التضخم ، كما أن الأهداف المتعارضة بين السلطتين المالية والنقدية غالباً ما تؤدي إلى تخلي البنك المركزي عن جهوده الرامية في تحقيق الاستقرار في الأسعار.(Costa and Olivo,2008:4).

من ذلك نستنتج أن الهيمنة المالية هي قدرة الحكومة منفردة على تشريع القوانين والتعليمات واللوائح التي تحدد علاقتها بالبنك المركزي دون أن يكون للسلطة النقدية القدرة على قبول أو رفض هذه القوانين، بمعنى آخر إن الهيمنة المالية هي تدخل سافر من قبل الحكومة في تحديد ورسم أهداف السياسة النقدية بما تخدم أهداف ومصالح الحكومة؛ لذلك فمفهوم الهيمنة المالية أوسع من أن يكون اقتراضاً حكومياً أو تنفيذاً لسندات الحكومة أو منحها القروض المباشرة.

- الجذور التاريخية للهيمنة المالية :-

اختلفت العلاقة بين السياستين المالية والنقدية عبر التاريخ الاقتصادي الطويل وكذلك اختلف دور كل سياسة من هاتين السياستين في الحياة الاقتصادية في تلك المرحلة ، أو حسب النظام الاقتصادي المتبع، فقد اختلفت النظرة إلى السياسة المالية تبعاً لاختلاف تلك المدارس، فالمدرسة الكلاسيكية لم تؤمن بالدور الكبير للسياسة المالية وتأثيرها في النشاط الاقتصادي، أو تحقيق الاستقرار الاقتصادي منطلقاً من فكرة عدم تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية، في حين أمنت المدرسة الكنزوية بدور السياسة المالية في قدرتها على التأثير في النشاط الاقتصادي، وتحقيق الاستقرار الاقتصادي من خلال تدخل الدولة عبر هذه السياسة.

أما بالنسبة للسياسة النقدية فقد اختلفت النظرة إليها أيضاً من حيث التأثيرات التي يمكن أن تتركها هذه السياسة على النشاط الاقتصادي وتحقيق الاستقرار ، ولا نريد أن نتوغل كثيراً في التاريخ الاقتصادي لذلك سوف يقتصر تحليل الجذور التاريخية للهيمنة المالية على أهم مدرستين في الفكر الاقتصادي وهما المدرسة الكلاسيكية والمدرسة الكنزوية متتبعين دور كل سياسة من هذه السياسات في الحياة الاقتصادية .

3-1- المرحلة الأولى : المدرسة الكلاسيكية:

يعتبر آدم سميث أول من وضع حجر الأساس لهذه المدرسة بنشر كتابه المعروف ثروة الأمم عام 1776م، والذي أكد فيه على ضرورة عدم تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية وحيادها والمعبر عنه بالدولة الحارسة ؛ لذلك تعد الأسس التي قامت عليها المالية العامة التقليدية انعكاساً واضحاً لمبادئ وأسس النظرية التقليدية والمذهب الفردي في النظامين السياسيين المتمثل بتحديد وظيفة الدولة وحيادها والمعبر عنه بالدولة الحارسة وفي النطاق المتمثل

بالحرية الاقتصادية وضرورة المحافظة على الادخار لكونه مصدرا لتراكم رأس المال، وقد كان لذلك الغطاء الفلسفي دورٌ مهمٌ في صياغة الأسس التي قامت عليها النظرية المالية التقليدية⁽¹⁾.

ينظر الاقتصاديون الكلاسيك إلى الإيرادات على أنها تابع للنفقات العامة فتحدد الإيرادات على أساس ما تحتاجه الدولة من نفقات لتحقيق دور الدولة الحارسة وبما أن دور الدولة ينحصر بالحصول على الإيرادات العامة اللازمة لتغطية النفقات العامة ، فإن المالية العامة المحايدة يجب أن تقوم بتحقيق العدالة في توزيع الأعباء بحيث تكون تضحية كل منهم مساوية للتضحية المطلوبة من الآخرين وقد انطلقت النظرية التقليدية في تفصيلها هذا من فكرة أن الأعباء العامة هي ثمن للأمن الذي تضمنه الدولة للأفراد ، ومن ثم فإن الضريبة لا يصح أن تزيد عما يلزم من نفقة لتحقيق الأمن وعلى هذا فإن من المنطق أن يزداد المدفوع من الثمن نسبة غير متغيرة تبعاً لزيادة الكمية المشتراة (العلي و كداوي، 1988: 49).

وأكدت المالية العامة التقليدية على مبدأ توازن الموازنة ، أي: عدم القبول بفائض أو عجز في الموازنة ؛ لأن ذلك يعد خروجاً على دور الدولة في الحياة الاقتصادية، فالفائض يعني أن هناك زيادة في الإيرادات على النفقات، وزيادة حصيلته الإيرادات لا تتم إلا بزيادة العبء الضريبي على الأفراد ، أي بزيادة معدلات الضريبة أو فرض ضرائب جديدة وهذا من شأنه أن يقلل من المدخرات الخاصة والتقليل من دورها وأهميتها ومساهمتها في تكوين رأس المال الثابت طالما أن القطاع الخاص هو محور العملية الانتاجية (إسماعيل ، 2002 : 259).

أما العجز المالي فإن ذلك يعني أن الدولة سوف تلجأ إلى مصادر أخرى جديدة لتمويل هذا العجز في الموازنة كالاقتراض من الجمهور، وهذا سوف يؤدي إلى تقليل مدخرات الأموال المعدة للإقراض إلى القطاع الخاص مما يؤدي إلى انخفاض الاستثمار وما يترتب عليه من انخفاض في الناتج والطلب على العمالة وما شابه، ويرى الكلاسيكيون أن النفقات العامة ما هي إلا نفقات استهلاكية فلا يجوز الالتجاء إلى تغطيتها عن طريق الموارد غير العادية كالقروض أو الإصدار النقدي الجديد (العلي و كداوي، 1988: 51).

من ذلك نستنتج أن التقليديين يرون أن دور السياسة المالية في التأثير على النشاط الاقتصادي هو دور محدود وضيّق، ولا يمكن أن تلعب السياسة المالية دوراً كبيراً ومؤثراً في الأزمات الاقتصادية، وأن السياسة النقدية أقدر على حل تلك الأزمات وأن دورها أكثر تأثيراً في النشاط الاقتصادي وحل المشاكل الاقتصادية.

أما نظرة المدرسة التقليدية للسياسة النقدية فكانت مختلفة عن نظرتها إزاء السياسة المالية فهم يعتقدون أن للسياسة النقدية دوراً وأثراً أكبر وأهم على التأثير في النشاط الاقتصادي من خلال دور وتأثير النقود في الاقتصاد، ولم تكن الأفكار الكلاسيكية في تفسير ارتفاع المستوى العام للأسعار جديدة العهد في ذلك الوقت بل كانت هناك تفسيرات كثيرة لأسباب الارتفاع في المستوى العام للأسعار وعلاقته بعرض النقد من قبل كل من (جون بودان، وجون لوك، ودافيد هيوم... الخ).

فقد لاحظ (جون بودان) في كتاب نشره في فرنسا سنة 1568 أن هناك علاقة بين كمية النقود والمستوى العام للأسعار، حيث أن الزيادة في كمية النقود المتداولة من الذهب والفضة في ذلك الوقت أدت إلى انخفاض قيمتها (مشرف و عرار، بدون سنة طبع: 127).

لكن بعد ظهور المدرسة الكلاسيكية ظهرت تفسيرات كثيرة لتلك العلاقة من قبل الاقتصاديين آنذاك مثل فيشر ومارشال وجون ستيورات مل وغيرهم، غير أنها لم تبتعد كثيراً عن تلك التفسيرات التي ارجعت أن كل ارتفاع في المستوى العام للأسعار يعود إلى الزيادة في عرض النقود، فإذا ازداد عرض النقد عن الناتج الحقيقي فإن الزيادة سوف تنفق مباشرة مما يؤدي إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار أو هبوط قيمة النقود في ظل عدم وجود دوافع للاكتناز ، ويمكن التعبير عن تلك العلاقة بالمعادلة الآتية (جميل وباسين، 2009، 197) :-

$$(P = M/Q) \text{ -----(1)}$$

إذ أن P المستوى العام للأسعار و M عرض النقد و Q كمية الانتاج الحقيقي عند مستوى الاستخدام الكامل.
3-2- المرحلة الثانية المدرسة الكينزية:

لقد أثبتت الأفكار الكلاسيكية فشلها وعدم صلاحيتها لمعالجة الأزمة الاقتصادية التي اجتاحت الدول الرأسمالية في نهاية العقد الثالث من القرن الماضي بعدما شهد العالم الغربي في ذلك الوقت أكبر وأخطر أزمة عرفها النظام الرأسمالي آنذاك فملايين العاطلين عن العمل كانت تملأ أسواق العمل وعجلة الانتاج توقفت بشكل شبه كامل وأغلقت معظم المنشآت الانتاجية أبوابها والأسواق المالية شهدت أكبر الخسائر في أسعار الأسهم والسندات. لذلك كان لابد من مراجعة شاملة للأفكار الكلاسيكية والتي نادى بالحرية الاقتصادية (دعه يعمل دعه يمر)، فلم يتحقق التوازن التلقائي بين العرض والطلب، ولم يتحول كل ادخار إلى استثمار ولم تحقق مرونة الأجور المستوى الكامل من العمالة ولم يستطع جهاز الإئتمان أن يحقق المنافسة الحرة.

فازدادت النداءات المطالبة بضرورة تدخل الدولة لحل هذه المشاكل والخروج من هذه الأزمة والتي تجسدت في الأفكار التي جاء بها الاقتصادي جون مينارد كينز والتي تعتبر حجر الزاوية للسماح للدولة بالتدخل في الحياة الاقتصادية من خلال السياسة المالية والتي اعتبرت من أهم الأدوات التي يمكن من خلالها معالجة الأزمات الاقتصادية عن طريق التأثير في العناصر المكونة للطلب الفعلي وهو ما أدى إلى ظهور المالية الوظيفية أو المعوضة.

ادخل كينز العديد من التعديلات على النظريات الاقتصادية الرأسمالية المنتشرة آنذاك وعلى الاخص نظرية سيموندي التي استبعدت قيام أزمة فيض الانتاج في ظل الرأسمالية بينما اثبتت أزمة الثلاثينات والناتج التي ترتبت عليها بطلان صحة هذه الفرضية.

وعلى وجه العموم فإن النظريات الرأسمالية التي سبقت الكينزية قد انطلقت من الفرضية القائلة أنه يجري في ظل التوازن الاقتصادي استخدام كامل للعناصر الانتاجية وهذا معناه أن الأزمات الاقتصادية وما يتولد عنها من نتائج سلبية سنختفي تلقائياً في ظل الرأسمالية بينما أكد كينز بأن التوازن الاقتصادي لا يعني بالضرورة استخداماً كاملاً لهذه العناصر الانتاجية ولا يعني تصفيه البطالة على وجه التحديد لأنه لا يحصل تطابق دائم بين الطلب الإجمالي على السلع وبين عرضها الإجمالي ذلك أن تخلف الطلب عن العرض حقيقة واضحة في المجتمع الرأسمالي بسبب التفاوت الكبير في توزيع المداخل بين الأفراد وعلى هذا فإنه شدد القول بأن التلقائية (العفوية) عاجزة عن استخدام العناصر الانتاجية بشكل كامل وطالب الدول بضرورة التدخل في تنظيم الشؤون الاقتصادية

ويتجلى هذا بتهيئة الظروف للاستخدام الكامل للعناصر الانتاجية وإيجاد التوازن بين الادخار والاستثمار (الجبوري، 1980 : 239).

وقد مرت السياسة المالية المتدخلة بمرحلتين مهمتين هما:

أ- السياسة المالية المحفزة:-

ويطلق عليها أيضاً (نظرية سقي المضخة) فحينما يمر الاقتصاد بمرحلة من الركود تقوم الحكومة من خلال سياستها الإنفاقية بمجموعة من الاجراءات والبرامج بحقق الاقتصاد بجرعة كبيرة من الإنفاق والذي يعطي دفعة قوية في بداية الأمر من أجل دوران عجلة الاقتصاد معتمداً على قوته الذاتية فيما بعد.

إن قيام الحكومة بهذا الإجراء هو وقائي ؛ لأن استمرار حالة الركود سوف يفضي إلى مرحلة أخطر وأعمق من الأزمة وهي مرحلة الكساد، ويتمثل المطلب الرئيسي لهذه السياسة في أن الاموال المستخدمة تستمد من مصادر غير نشيطة ولا تمثل خصماً من القوة الشرائية النشيطة وفي معظم الاحوال فإن النفقات التي تمول بالاقتراض تلبي هذا المطلب بدرجة أكبر وهي أكثر توسعاً في الاتجاه من النفقات التي تمول بأية وسيلة أخرى (سعود، 2006 : 60).

وعلى هذا فإن مسؤولية الدولة هنا هي التحفيز للانتعاش وليس تحقيقه وتتمثل الإجراءات المتخذة من الدولة بما يلي (العلي و كداوي، 1988: 67):-

1- زيادة النفقات شريطة أن لا يؤدي ذلك التوسع إلى خفض الإنفاق الخاص، أي بمعنى آخر يتم تمويل الزيادة في النفقات من مصادر مالية جديدة كالقروض أو الإصدار النقدي الجديد وليس الرسوم والضرائب .

2- أن يكون حقن الاقتصاد القومي بالنفقات العامة عند بدء سياسة الانعاش شريطة أن لا يحتاج بعد ذلك إلى تدخل الدولة وذلك اعتماداً على هذه الزيادة في الإنفاق التي ستؤدي بدورها إلى زيادة متتالية عن طريق أثر المضاعف.

3- يتوقف مدى الزيادة المطلوبة بالإنفاق العام على الطرف الاقتصادي القائم وعلى مدى الانخفاض الحاصل في الطلب الفعلي فقد تكون الزيادة محددة أو العكس.

ومما سبق يمكن القول أن دور هذه السياسة محدد من خلال اعطاء الدفعة الأولى للاقتصاد في مرحلة الركود أو الانكماش وبعد ذلك يتمكن الاقتصاد من إعادة توازنه وتجاوز الأزمة لذلك يقتصر عمل هذه السياسة في حالات الركود فقط .

ب- السياسة المالية المعوضة :-

اقتصر دور السياسة المالية المحفزة على معالجة حالة الركود الاقتصادي عن طريق تحفيز الانتعاش الاقتصادي وليس معالجته، لكن حينما تكون هناك أزمة أعمق وحالة من الركود الطويلة قد وصلت إلى مرحلة الكساد فإن الأمر يتطلب سياسة مالية أكثر فاعلية من السياسة المالية المحفزة هي مرحلة السياسة المالية المعوضة.

ويقصد بالمالية المعوضة هي مجموعة الإجراءات التي تتخذها الدولة باستخدام موازنتها العامة (الايرادات والنفقات) لتحقيق التوازن الاقتصادي وتلافي حدوث التغيرات الدورية سواء أكانت انكماشية أم تضخمية، وتتلخص

القواعد الأساسية في المالية العامة المعوضة بما يلي (العلي و كداوي، 1988: 68) :-

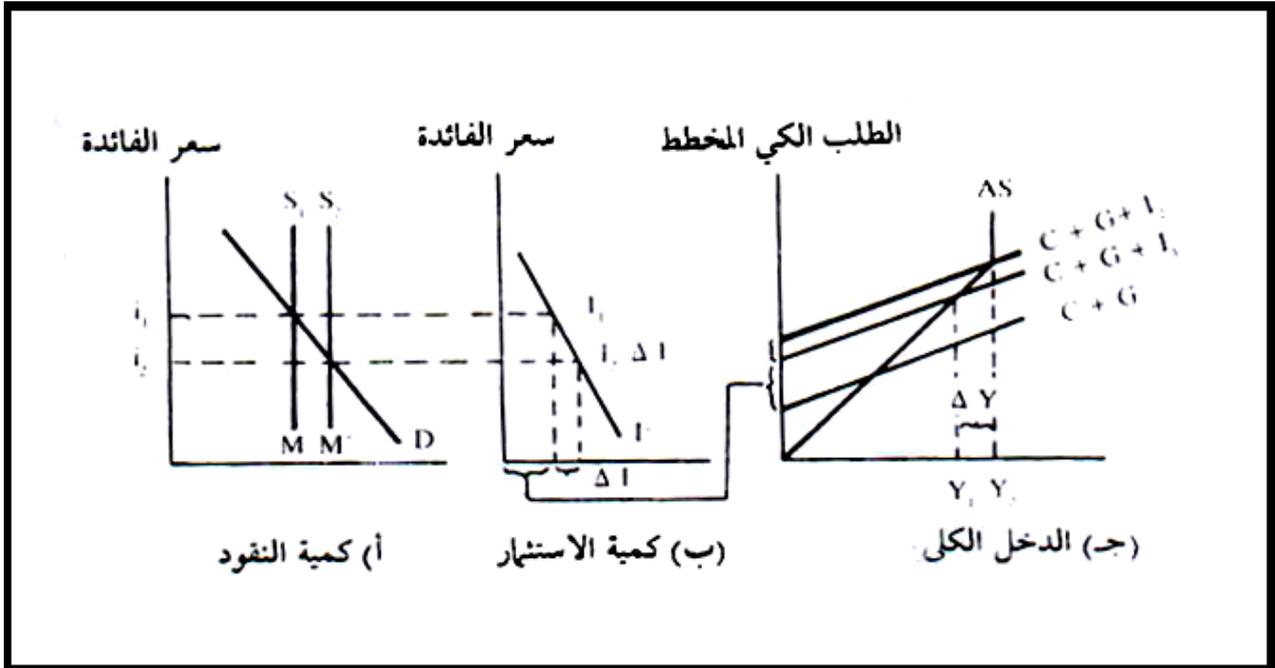
- 1- عندما يكون الاقتصاد القومي في حالة انكماش، أي عندما يكون الطلب الفعلي أقل من مستوى التشغيل الكامل فعلى الدولة أن تقوم بزيادة القوة الشرائية عن طريق إحداث عجز في موازنتها العامة (العجز المقصود)، وذلك عن طريق زيادة نفقاتها العامة أو خفض الضرائب أو كليهما معاً.
- 2- عندما يكون الاقتصاد القومي في حالة تضخم، أي: عندما يكون الطلب الفعلي أعلى من مستوى التشغيل الكامل، فعلى الدولة أن تقوم باتخاذ الإجراءات اللازمة لخفض القوة الشرائية الزائدة عن طريق زيادة الضرائب أو فرض ضرائب جديدة أو عن طريق خفض النفقات أو بكلا الاجراءين معاً.

من ذلك نستنتج أن المالية العامة المعوضة هي سياسة لمعالجة حالات الانخفاض في الطلب الكلي والذي ينتج عنه زيادة في مخزون السلع غير المرغوب فيها ، ونسبة مرتفعة من البطالة من جهة، وكذلك تعالج الارتفاع الكبير في الطلب الكلي والذي غالباً ما ينتج عنه ارتفاع في المستويات العامة للأسعار.

أما بالنسبة للسياسة النقدية فقد أكد الكنزيون على أهمية ودور السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي وتحجيم الدورات الاقتصادية ، ولكن دورها لا يرقى إلى دور وأهمية السياسة المالية في ذلك، فمن خلال استخدام سياسة نقدية توسعية أو سياسة نقدية انكماشية يمكن التأثير في النشاط الاقتصادي وحسب الحالة التي يمر بها الاقتصاد.

يعتقد الاقتصاديون من أتباع كينز أنه يمكن استخدام السياسة النقدية التوسعية لخفض أسعار الفائدة، ويؤدي انخفاض أسعار الفائدة إلى إقامة عدد أكبر من المشروعات الاستثمارية وهذا يعني أن سياسة العرض النقدي يمكن أن تدعم الاستثمار الخاص والشكل(1) يوضح ذلك.

شكل (1) دور السياسة النقدية التوسعية في تحفيز الاستثمار



المصدر : جيمس جوارتيني و ريجارد استروب ، الاقتصاد الكلي الاختيار العام والخاص، ترجمة وتعريب :
الفتاح عبدالرحمن وعبد العظيم محمد، ، 1999 389.

الشكل (1) يبين أن الدخل في ظل وجود الإنفاق الحكومي والاستهلاك الخاص والاستثمار الخاص كان عند (Y_1) ، لكن انخفاض سعر الفائدة من i_1 إلى i_2 بسبب زيادة المعروض النقدي أدى إلى زيادة الاستثمار الخاص من I_1 إلى I_2 ، وهذه الزيادة في الاستثمار الخاص أدت إلى ارتفاع الدخل الكلي من y_1 إلى y_2 ، وهذه الزيادة في الدخل الكلي جاءت نتيجة للزيادة في الطلب الكلي الناتجة عن زيادة الاستثمار.

ولكن ماذا يحدث لو ازداد العرض النقدي بقدر أكبر من M' في الشكل (أ)؟

لنفترض أن السياسة النقدية التوسعية قد أدت إلى خفض سعر الفائدة إلى أدنى من i_2 مسببة زيادة الاستثمار إلى أبعد من I_2 حينئذ يرتفع الطلب الكلي إلى مستوى أعلى من $(C+G+I_2)$ ومثل هذه السياسة سوف تؤدي إلى التضخم فالدخل النقدي يرتفع إلى ما بعد نقطة (y_2) بينما لا يستطيع الدخل الحقيقي أن يتجاوز القيد الذي يفرضه مستوى التوظيف الكامل، وعندما يكون اقتصاد ما يعمل عند مستوى التوظيف الكامل في الأجل الطويل (y_2) فإن السياسة النقدية التوسعية (زيادة معدل العرض النقدي) تكون سياسة تضخمية (جواتيني و استروب، 1999: 390).

- تقليص ظاهرة الهيمنة المالية

تسعى السلطة النقدية دائماً وأبداً إلى تقليص آثار السياسة المالية على الاقتصاد بشكل عام وعلى السياسة النقدية بشكل خاص لتحقيق هدفها الأول وهو استقرار المستوى العام للأسعار وأهدافها الثانوية الأخرى ، وفي بعض الأحيان تتضافر جهود كلا السياستين المالية والنقدية لتحقيق هدف الاستقرار في الأسعار من خلال الحد من ظاهرة الهيمنة المالية عندما تكون آثار هذه الظاهرة واسعة على متغيرات الاقتصاد الكلي.

وتمارس كل من درجة استقلالية البنك المركزي، وكفاءة التنسيق بين السياسة النقدية والمالية، ومدى تطور الأسواق المالية دوراً مهماً في تقليص هذه الظاهرة ؛ إذ يرى (Neyapti) في دراسةٍ نظريةٍ قدمها في عام 2003 إلى أن الآثار التضخمية لعجز الموازنة تظهر بشكل واضح في حالة عدم تطور الأسواق المالية وعدم تمتع البنك المركزي بالاستقلالية، حيث تؤدي تلك العوامل علاوة على عدم توفر آلية ذات كفاءة لتجميع الضرائب إلى الاعتماد على خلق النقود كمصدر وحيد لتمويل العجز المالي، وعلى النقيض من ذلك يؤدي تطور السوق المالي وإضفاء الاستقلالية على البنك المركزي إلى توافر مصادر غير تضخمية لتمويل العجز المالي 2003, P.P. 458 – 475 (Neyapti).

لذلك سوف نتطرق بشيء من التفصيل في هذه الدراسة إلى أهم الإجراءات التي يمكن أن تتخذها الدولة للحد من هذه الظاهرة.

4-1- درجة استقلالية البنك المركزي :

تمارس استقلالية البنك المركزي دوراً مهماً في الحد من ظاهرة الهيمنة المالية، من خلال تمتع السلطة النقدية بقدرةٍ واسعةٍ على اتخاذ القرارات التي تعمل على تحقيق أهدافها دون أي تدخل أو تأثير من الجهات الحكومية على هذه القرارات.

إن العلاقة بين استقلالية البنك المركزي والهيمنة المالية هي علاقة عكسية، فكلما ارتفعت درجة استقلالية البنك المركزي تقلصت ظاهرة الهيمنة المالية والعكس صحيح ؛ لأن جزءاً من استقلالية البنك المركزي تعني أن القرارات التي تتخذها السلطة النقدية تكون مستقلة ودون تأثير من الحكومة وبالتالي تحجب تأثير الحكومة على هذه القرارات ، والتي منها تمويل عجز الموازنة أو تنقيح السندات الحكومية وما شابه، ولا تعني استقلالية البنك المركزي أن السياسة النقدية تعمل بعيداً عن الأهداف الاقتصادية العامة بل إن السياسة النقدية إحدى أدوات السياسة الاقتصادية وبالتالي يجب أن تكون أهداف السياسة النقدية منسجمة إلى حدٍ كبيرٍ مع أهداف السياسة الاقتصادية العامة للدولة.

إن فكرة استقلالية البنك المركزي قد سبقت ظهور نظام البنوك المركزية نفسه، يذكر دافيد ريكاردو في عام 1824 معقياً على إنشاء بنك وطني بقوله : " لا يمكن الاطمئنان إلى الاعتماد على الحكومة في السيطرة على إصدار النقود الورقية حيث إن منح الحكومة هذه السلطة سوف يؤدي غالباً إلى الإفراط في استخدام هذه السلطة" كما يعتقد أنه سوف يكون هناك خطراً كبيراً إذا ما سيطر الوزراء (الحكومة) بأنفسهم على إصدار النقود الورقية فلأجل هذا اقترح أن يتم وضع ذلك الاحتكار في أيدي نواب يتم تفويضهم، ولا يمكن عزلهم من وظائفهم إلا عن طريق الاقتراع في مجلس النواب واقترح أيضاً منع أي تعاملاتٍ ماليةٍ بين هؤلاء المفوضين والوزراء، ولا ينبغي

بأي حال من الأحوال أن يفرض هؤلاء المفوضين أموالاً للحكومة، أما إذا أرادت الحكومة الحصول على نقود فإنه ينبغي أن تحصل عليها عن طريق زيادة الضرائب أو عن طريق بيع إذونات الخزنة أو أن تقترض من أي بنك من البنوك ولكن لا ينبغي بأي حال من الأحوال السماح للحكومة بالاقتراض من هؤلاء الذين يملكون القدرة على إصدار النقود (دحمان، 2006:292).

4-1-1- مفهوم استقلالية البنك المركزي :

لا يوجد اتفاق عام حول مفهوم استقلالية البنك المركزي عن الحكومة ؛ لأن هذا المفهوم يخضع لاعتبارات وشروط كثيرة، ولكن يمكن استعراض أهم المفاهيم التي تناولها الباحثون والتي فسرت مفهوم استقلالية البنك المركزي عن الحكومة.

يرى فريدمان أن النقد هو شيء أهم من أن يترك بين أيدي الحكومة فلماذا لا تستقل البنوك المركزية وتعمل على تحقيق أهدافها بصفة مستقلة ، وإن كانت تلك الأهداف متناقضة أحيانا مع الأهداف الحكومية، تعني الاستقلالية أن يكون للبنك المركزي السلطات والصلاحيات الكاملة للعمل على تحقيق الأهداف السياسية النقدية وذلك من خلال (محمد علي ، 2006 :300).

1- استقلالية رسم السياسة النقدية وتنفيذها عن طريق البنك المركزي بما يؤدي وظائفه التقليدية المتطورة، وذلك بهدف إبعاد تلك السياسة عن نفوذ الحكومة والمصالح السياسية والاقتصادية الأخرى.

2- استقلالية البنك المركزي في تنسيق سياساته بشكل فاعل مع السياسات الاقتصادية الأخرى والتشاور مع الوزراء والأجهزة الحكومية المختصة دون تأثير من الحكومة لكي يتحقق التكامل بين سياسات البنك المركزي والسياسات الاقتصادية للدولة.

3- استقلالية المسؤولين الرئيسيين في البنوك المركزية خاصة فيما يتعلق بقبالية العزل وعدم الاستغناء عن خدماتهم قبل الفترة المحددة لهم بموجب القانون.

4- كذلك يمكن القول أن الاستقلالية تعني حرية البنك المركزي في رسم وتنفيذ سياسة دونما خضوع للاعتبارات أو التدخلات السياسية، ولا تعني الاستقلالية بأي حال من الأحوال الانفصال التام بين البنك المركزي والحكومة حيث يمكن الاتفاق على هذه الأهداف بين البنك والحكومة، وعلى ذلك فإن البنك يبحث عن الاستقلالية في تحديد الأهداف الوسيطة، وفي انتهاز الأدوات المناسبة لبلوغ تلك الأهداف الوسيطة مع ضرورة الحفاظ على أكبر قدر ممكن من الانسجام والتناغم بين السياسة النقدية والسياسة المالية (طوقان ، 2005 :3).

يرى محافظ البنك المركزي الهندي أنه قد لا تتمتع البنوك المركزية باستقلالية كبيرة عن الحكومة ومع ذلك تستطيع أن تنجح في تحقيق استقرار الأسعار ، إذا كانت هذه البنوك مطالبة بالسعي في تحقيق هذا الهدف بمفرده، ومن هذا المنطلق يمكن القول بأن عدم وجود شرط الالتزام بتحقيق الاستقرار في الأسعار كهدف أساسي ضمن مواد النظام الأساسي للبنك المركزي قد يتسبب في خفض درجة استقلالية البنك المركزي وبالتالي عدم تحقيق الاستقرار النقدي (محمد علي ، 2006 :302).

يرى آلن بلايندر أن البنك المركزي المستقل لديه فرصة عمل ومساحة اختيار واسعة لتقرير كيفية الوصول إلى أهدافه (بلايندر ، 2008:5).

في حين عرف الاقتصادي الأميركي ستالي فيشر (Stanley Fischer) استقلالية البنوك المركزية من خلال تقسيم تلك الاستقلالية الى نوعين:

أ – استقلالية الإداة (Instrument Independence)، وهي قابلية أو قدرة البنك المركزي على وضع أدوات السياسة النقدية.

ب – استقلالية الهدف (Goal Independence)، وهي قابلية أو قدرة البنك المركزي على وضع اهداف السياسة النقدية (القريشي، 2009:177).

من ذلك نستنتج أن استقلالية البنك المركزي تعني أن للبنك المركزي القدرة الواسعة في رسم وتنفيذ اهداف السياسة النقدية دون تدخل ملزم من أية جهة، بشرط أن تتسق هذه الأهداف وتتناغم مع أهداف كل من السياسة المالية والسياسة الاقتصادية العامة.

إن التفسيرات السابقة لمفهوم استقلالية البنك المركزي تعكس بشكل واضح طبيعة النظام الاقتصادي الذي تتبعه الدولة، وشكل ونوع الأزمات التي عانت ومازالت تعاني منها تلك الدول والذي أدى بالنتيجة إلى تبرير استقلالية البنك المركزي، كما أن كثيراً من الدول التي منحت بنوكها الاستقلالية لم تعفيها من المسؤولية أمام بعض السلطات كالسلطات التشريعية أو النظامية أو المالية لمساءلتها عن الأنشطة التي تقوم بها.

4-1-2- الآراء الداعمة لاستقلالية البنك المركزي:-

انطلقت الدعوات المؤيدة لاستقلالية البنك المركزي من الايجابيات التي يمكن أن تحققها هذه الاستقلالية وفي مقدمتها استقرار المستوى العام للأسعار إلى جانب ايجابيات أخرى.

كما أوضحت العديد من الدراسات التطبيقية وجود علاقة عكسية وقوية بين استقلالية البنك المركزي ومعدلات التضخم في العديد من بلدان العالم وبخاصة في البلدان المتقدمة، وأشارت دراسات أخرى إلى أن استقلالية أكبر للبنك المركزي لن تؤدي حتماً إلى انخفاض معدل النمو بصورة أساسية في الأجل القصير، لذلك هناك جملة من الأسباب التي أدت إلى الدعوة إلى استقلالية البنك المركزي منها (محمد علي، 2006 : 304).

1 – إذا كانت السياسة النقدية غير مستقلة فإن الحكومة تستغل تحكمها بالسياسة النقدية من أجل إحداث تحسينات اقتصادية في الأمد القصير على حساب توازنات أخرى مهمة.

2 – تعمل الحكومة دائماً على خفض معدلات البطالة على حساب ارتفاع المستوى العام للأسعار.

3 – هناك اتجاه دولي نحو استقلالية البنوك المركزية يتمثل في إجبار بعض الدول لمنح البنوك استقلاليتها، وذلك من طرف صندوق النقد الدولي كشرط لتقديم العون المالي من جهة، ومن جهة أخرى هو ما نتج عن اتفاقية (Maastricht) في عام 1992، والتي ألزمت الدول الأعضاء بمنح بنوكها المركزية درجة أكبر من الاستقلالية لتتلاءم ومتطلبات هذه المعاهدة.

4- في عام 1993 عرضت لجنة برلمانية في بريطانيا مسألة استقلالية البنك البريطاني، واقترحت حينها استبعاد هيمنة الحكومة على أدائه لوظائفه النقدية مستندين بطرحهم هذا على الحجة التقليدية لأنصار الاستقلالية، وهي وجود علاقة عكسية بين الاستقلالية ومعدل التضخم.

5- يمكن للبنوك المركزية ذات الدرجة العالية من الاستقلالية مقاومة طلبات الحكومات لتمويل عجز الموازنة سواء عن طريق إصدار المزيد من النقود أو حيازة سندات الدين العام بينما لا تستطيع البنوك ذات الدرجة المنخفضة من الاستقلالية فعل ذلك (دحمان، 2006: 294).

وكذلك فإن استقلالية البنك المركزي ستؤدي إلى إبعاد التأثيرات عن إجراءات هذه البنوك فيما يتعلق بتحديد نفقاتها وإيراداتها ومن ثم فصل ميزانية البنك عن الموازنة العامة للدولة.

6- شهدت اقتصاديات معظم الدول ارتفاعاً في المستوى العام للأسعار، ولم يكن من السهولة السيطرة على هذا الارتفاع (التضخم الجامح)، وبفضل الاستقلالية استطاعت السيطرة أو تقليل حدة هذا النوع من التضخم فيما بعد.

7- يرى مايكل ايدجمان (ايدجمان 1999: 562): أن الاحتياطي المستقل يستطيع أن يمنع الرئيس أو الأعضاء الآخرين في الأجهزة التنفيذية من استخدام عرض النقود للأغراض السياسية، وعلى سبيل المثال قد يزداد عرض النقود (قبل الانتخابات) بمعدل أسرع لتنشيط الناتج والعمالة، وبما أن الأسعار تستجيب بسرعة أقل للزيادة في عرض النقود، فإن الزيادة سوف تحدث فقط بعد الانتخابات، وسوف تكون الزيادة في الناتج والعمالة لصالح أصحاب المناصب، وتكون التأثيرات طويلة الأجل على الاقتصاد غير مرغوب فيها بسبب ارتفاع الأسعار.

8- إذا فقد البنك المركزي استقلاله فإنه يفقد أيضاً بعضاً من مرونته بالنسبة للسياسة النقدية، فمن المفترض أن أحد مزايا السياسة النقدية المرنة هي أنها تتميز بفجوة انجاز قصيرة، فإذا كان البنك المركزي جزءاً من الأجهزة التنفيذية، فإن فجوة الانجاز تصبح أكثر طولاً وتصبح السياسة النقدية المضادة للدورات أقل فاعلية في تحقيق الاستقرار.

إن الآراء المؤيدة لاستقلالية البنك المركزي انطلقت من السلبيات التي يمكن أن يتركها ضعف استقلالية البنك المركزي في تحقيق أهدافه، والتي أهمها استقرار المستويات العامة للأسعار وتحقيق التوازن النقدي وبالتالي حصول اختلال على مستوى الاقتصاد في الأمد الطويل يمكن أن تنعكس على معدلات النمو في الناتج والدخل وانخفاض في مستويات الادخار والاستثمار.

4-1-3- الآراء الراضية لاستقلالية البنك المركزي:

تنطلق الآراء الراضية لاستقلالية البنك المركزي من الفكر الهيمني الذي يحاول تطويع أهداف السياسة النقدية بما يتلاءم ومصالح الحكومة، وأهدافها ومن هذه الآراء:

1- إن منتقدي البنك المركزي يقولون أن من غير المنطقي أن لا يحظى الأعضاء المنتخبون بالثقة لكي يحكموا على السياسة النقدية وللتأكيد في القول، فإن السياسة الاقتصادية تتضمن قرارات صعبة وتحتاج إلى وجهات نظر مطولة (ماير وآخرون 2002: 266).

2- اقتنع كثير من السياسيين ومستشاريهم الاقتصاديين (نتيجة للأفكار الكنزوية) أن للسياسة المالية وظيفة نافعة للحكومة مما يعني القبول في عجز الموازنة في حالة الكساد، أو عندما يكون مستوى التشغيل أقل من مستوى التشغيل الكامل (الحمدي، 2005: 26).

3 - عدم وجود الدراسات الكافية التي تثبت العلاقة بين درجة الاستقلالية وبين معدلات التضخم (العياش ، 1998 : 41) ، فقد لا تكون الاستقلالية للسلطة النقدية شرطا كافيا لتحقيق معدلات منخفضة من التضخم لدرجة تبني الاعتقاد بأن استقلالية أقل تعني معدلات تضخم عالية والعكس صحيح، فهناك بلدان مثل الأرجنتين ونيكارغوا وبيرو تعاني من معدلات عالية جدا من التضخم في الوقت الذي تتمتع السلطات النقدية باستقلالية أعلى من المتوسط، في حين أن هناك بلدان تنعم بمعدلات منخفضة من التضخم مثل اليابان والمغرب وقطر على الرغم من أن السلطات النقدية فيها تتمتع باستقلالية محدودة جدا، (Cukierman and others, p.370) .

4 - في كثير من الدول النامية يكون استقلال البنك المركزي ناصا قانونيا أكثر منه حقيقة واقعة، إن قراراته لا تزال تخضع أساسا لحاجة تمويل العجز المالي، كما لا تزال هناك بعض الهيمنة المالية وقد قامت العديد من الدول النامية بتخفيض العجز المالي للحكومة المركزية بدرجة كبيرة، إلا أن بعضا منها لا يزال يعاني التزامات طارئة، وتتضمن التزامات تكبدتها الحكومات المحلية والمنشآت العامة، أو تلك الناجمة عن عمليات عجز شبه مالية تهدد الموقف المالي الموحد للقطاع العام (با بكر، بدون سنة طباعة : 34) .

5 - يرى كثير من منتقدي استقلالية البنك المركزي أن أهداف السلطة النقدية يجب أن تكون متسقة مع أهداف السياسة الاقتصادية العامة للدولة، والتي تعدها وتنفذها الحكومة فإذا كانت السلطة النقدية مستقلة في أهدافها فقد تتعارض مع تلك الأهداف وأهداف السياسة الاقتصادية العامة؛ لأن للبنك المركزي أهدافا داخلية.

من ذلك نستنتج أن الآراء المؤيدة لاستقلالية البنك المركزي كانت تنظر بحيادية وموضوعية واعتدال أكبر من الآراء الراضية لاستقلالية البنك المركزي فالآراء الراضية لاستقلالية البنك المركزي كانت تجاري المصالح الشخصية وراء هذه الرفض للحكومة والسياسيين الذين يسيرون المؤسسات الاقتصادية لخدمة مصالحهم الشخصية. إن من أهم الأسباب التي أدت إلى المناداة باستقلالية البنوك المركزية هو عدم فاعلية السياسة النقدية وعدم كفاءتها خصوصا في مجال مكافحة التضخم عند تدخل الحكومة بدرجة كبيرة في رسم آليات السياسة النقدية، فالهدف الرئيسي إذن لفكرة الاستقلالية ينبع من اعطاء فاعلية أكبر للسياسة النقدية التي تعمل على تحقيق الاستقرار السعري (دحمان، 2006 : 294).

4-1-4- استعراض لدول رائدة في مجال الاستقلالية:

تميزت بعض البنوك المركزية باستقلالية عالية عن الحكومة خصوصا في البلدان المتقدمة، إذ يعتبر بنك المانيا المركزي (البوندزبنك) من أكثر البنوك المركزية استقلالية في العالم، سواء أكان من حيث التشريعات القانونية أو من خلال مؤشرات السياسة النقدية.

فقد منح القانون في المانيا البنك المركزي (البوندزبنك) درجة عالية من الاستقلالية القانونية والتي تعطيه الحرية الكاملة في صياغة السياسة النقدية وتنفيذها في ظل تأثره بضغوط رجال السياسة والحكومة نتيجة لتمتع اعضاء مجلس الادارة باستقلالية شخصية مرتفعة نسبياً، وفي ظل التزام مؤكد بتحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار كمسؤولية نسبية للسياسة النقدية (السدي، 2010 : 106) .

فالقانون الالمانى منح (البوندزبنك) استقلالية شخصية من حيث تعيين وإقالة كبار المسؤولين في البنك، فليس من حق الحكومة تعيين أو إقالة أحد من المسؤولين في (البوندزبنك).

كما منح القانون أيضا استقلالية الأدوات ، والمقصود بها هو أن بمقدور البنك استخدام أدوات سياسته النقدية بحرية كاملة، ودون تدخل من قبل أية جهة حكومية. كذلك وضع القانون حدوداً متشددة على التمويل المباشر المقدم من البنك المركزي إلى الحكومة، حيث نص على أن السلطات العامة لا يمكنها اللجوء إلى الاقتراض من البنك المركزي الألماني إلا لفترات قصيرة، وفي حدود معينة لا يجوز تخطيها، وجدير بالذكر أن هذه المادة قد تم تعديلها في عام 1994 (تصنيفاً لاتفاقية الوحدة الأوروبية)، وبموجب هذا التعديل أصبح ممنوعاً على البنك المركزي الألماني منح أية قروض للدولة أو الهيئات العامة الاتحادية والاقليمية (دحمان، 2006:294).

إن البنك المركزي للولايات المتحدة الأمريكية والذي يسمى نظام الاحتياطي الفيدرالي (Federal Reserve System) لا يقل استقلالية عن البنك المركزي الألماني من حيث الحرية الكاملة في رسم وتنفيذ سياسته النقدية، بمعنى أن الاحتياطي الفيدرالي الممثل في مجلس المحافظين هو صاحب القرار في مجال السياسة النقدية والسياسات الائتمانية والمصرفية، إذ لم يعرف الاحتياطي الفيدرالي منذ نشأته تأثيرات من الرئيس الأميركي أو الكونجرس أو الأحزاب السياسية فهو يتمتع باستقلالية ذات مستوى عالٍ (محمد علي ، 2006 :308).

تتبع الدرجة العالية من الاستقلالية التي يتمتع بها الاحتياطي الفيدرالي من عنصرين هما (دحمان، 2006:307):-
1- يتم تعيين اعضاء مجلس المحافظين عن طريق ترشيح الرئيس الأميركي لهم ويستلزم ذلك موافقة الكونجرس، ويتم التعيين لمدة 14 سنة، لا تجدد طبقاً للقانون وكذلك لا يمكن للرئيس أو الكونجرس إلغاء عضوية أي عضو من أعضاء المجلس طالما تمت الموافقة على تعيينه، وهذا يعني أنّ عضو مجلس المحافظين لن يكون بحاجة إلى اتخاذ قرارات ترضى عنها الحكومة أو الكونجرس (السيدي، 2010 : 111) .

2- إنَّ رأس مال بنوك الاحتياطي الفيدرالي تساهم فيها البنوك التجارية الأعضاء في نظام الاحتياطي الفيدرالي بحيث تقوم بنوك الاحتياطي الفيدرالي بإدارة الأموال المتاحة لتحقيق لها دخلاً مناسباً في حين باقي المؤسسات الحكومية تعتمد على الموازنة الحكومية لتمويل أنفاقها، والذي يتطلب موافقة الكونجرس مما يجعلها عرضة لمسايرة رغبات الكونجرس.

ومن البنوك المركزية التي اتصفت بانخفاض الاستقلالية التشريعية هو بنك اليابان، إلا أن إراءه في مجال استقرار الأسعار كانت أفضل بكثير من غيره من البنوك المركزية التي تتمتع بدرجة أعلى من الاستقلالية التشريعية خم المنخفض التي ميزت الاقتصاد الياباني كانت خير شاهد على صحة أن العلاقة بين الاستقلالية ومؤشرات التضخم ليست شرطاً مهماً في كل الأوقات، إذ تميز بنك اليابان في هذا المجال تبعاً لكون درجة الاستقلالية الفعلية للبنك المركزي تعتبر أكثر أهمية وتأثيراً على معدل التضخم من درجة استقلالية التشريعية (2006 : 294) .

غير أن ضعف استقلالية بنك اليابان التشريعية في الوقت نفسه كان يحقق معدلات تضخم منخفضة جاءت نتيجة لرغبة الحكومة في تحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار، وكانت ثمرة هذا التعاون معدلات تضخم كن لا يمكن تعميم هذه التجربة على اقتصاديات البلدان النامية.

(1) مؤشرات الاستقلالية التشريعية (ألمانيا، الولايات المتحدة الأمريكية، اليابان).

بنك اليابان	الاحتياطي الفيدرالي		
تجوز في حالات محددة نص عليها القانون	لرئيس الولايات المتحدة إذا توفر سبب قوي لذلك ، وإن لم يتم استخدام هذا الحق على مدى تاريخ الاحتياطي		إمكانية إقالة أعضاء
		لم ينص عليها القانون	إمكانية إعادة التعيين
يوجد وإن كان من حق وزير المالية والاقتصاد حضور اجتماعات مجلس السياسة والتقدم بمقترحاتهم ، وطلب تأجيل التصويت على أي من قرارات السياسة النقدية للاجتماع التالي	لا يوجد	لا يوجد	تمثيل الحكومة في مجلس
وزارة المالية	الاحتياطي الفيدرالي		من له الكلمة الأخيرة في أمور السياسة النقدية
جانز ، مع اقتصار الإقراض طويل الأجل على الظروف الاستثنائية	لا يجوز	لا يجوز	
يجوز	لا يجوز	لا يجوز	شراء الأوراق المالية الحكومية في السوق الأولية
غير موجودة	كاملة بشرط ألا تتجاوز نسبة الاحتياطي القانوني حدودا معينة نص عليها القانون	الاحتياطي القا معينة نص عليها القانون	الاستقلالية في استخدام أدوات السياسة النقدية
وكالة الفحص والإشراف المالي ، وليس لبنك اليابان أي دور	الاحتياطي الفيدرالي بالنسبة للبنوك ، وجهات أخرى للبنوك غير	المكتب الفيدرالي للإشراف	من يقوم بوظيفة الإشراف
45% -		للحكومة الفيدرالية	ملكية البنك
55% -			

المصدر : سهام محمد السيدي، استقلالية البنوك المركزية ودورها في فعالية السياسة النقدية في الدول العربية،الدار الجامعية ،الاسكندرية،2010 119 - 120.

4-2- درجة التنسيق بين السياستين النقدية والمالية:

تمارس قضية التنسيق بين السياستين المالية والنقدية دورا مهما في تحجيم ظاهرة الهيمنة المالية الحكومية، من خلال تحديد اهداف كل سياسة ، بحيث تتفاعل هذه الأهداف سويا لتحقيق أهداف السياسة الاقتصادية العامة، لقد تضمنت العديد من الأدبيات الاقتصادية مفهوم التنسيق بين السياستين.

إذ يشير مفهوم التنسيق بين السياستين في تلك الحالة إلى التفهم المشترك من قبل القائمين على إدارة الدّين العام، والسلطتين المالية والنقدية لأهداف تلك السياسات، وذلك في ضوء التأثير المتبادل لأدواتهما المختلفة وأن يقوم القائمون على إدارة الدّين العام بتقديم رؤيتهم حول التكاليف والمخاطر التي تتلاءم مع المتطلبات التمويلية للحكومة وحجم الدّين العام، والعمل على الفصل بين إدارة الدّين واهداف السياسة النقدية، وإرساء مبدأ المساءلة عند تحقق التطور المالي، وتبادل المعلومات بين السلطات النقدية والمالية والقائمين على ادارة الدّين حول احتياجات الحكومة الحالية والمستقبلية من السيولة (The world Bank and the International Monetary Fund, 2003:6).

كما يرى (Begg) أن مفهوم التنسيق بين السياستين يشير إلى التدابير التي تضمن أن القرارات التي يتم اتخاذها من صانعي القرار بإحدى السياستين لا يترتب عليها آثار غير مباشرة، وغير مرجوة على السياسة الأخرى ، ويؤكد على أن أفضل صور التنسيق على الإطلاق هي تلك التي تنطوي على اشتراك صانعي القرار بكل من السياستين في تحديد أهدافهم الأمر الذي يؤدي إلى تعظيم النتائج المتحققة من السياستين معا (Iain Begg, 2002: 21-22).

يقدم (Markzalek) تعريفاً آخر حيث يعرف التنسيق بين السياستين على أنه الآلية التي يتم من خلالها التفاوض بين سلطتين تتمتع كل منهما باستقلالية عن الأخرى (البنك المركزي والحكومة) وذلك بغية تحقيق أفضل النتائج المرجوة من كليهما وخلق الإطار العام لتفعيل أداء كلتا السلطتين (Pawel Marszalek, 2003:48) .
(Bennet and Loayze) فقد أكدوا على ضرورة أن ينظر إلى قضية التنسيق بين سلطتين مستقلتين وليست كعلاقة بين سلطتين تعتمد كل منهما على أخرى ، حيث يسمح تمتع البنك المركزي باستقلالية في تحقيق الاستقرار في الأسعار وتحقيقه الانضباط المالي،(Bennett and Loayza, 2000 : 24) .
لذلك يمكن القول أنه كلما كبرت عناصر التنسيق بين السياستين كلما أدى ذلك إلى نتائج ايجابية على الاقتصاد والمجتمع تتمثل في استغلال أمثل للموارد الحقيقية والمالية، وتقلل من الآثار السلبية التي يمكن أن تنتج عن عملية عدم التنسيق.

4-2-1- أهمية التنسيق بين السياستين :

تنتقل أهمية التنسيق بين السياستين النقدية والمالية من ركيزة أساسية، هي أن درجة التنسيق العالية بين السياستين تعطي قدرة كبيرة لكلا السياستين في مواجهة الأزمات الاقتصادية التي قد تواجه الاقتصاد كالتضخم أو الانكماش، ويجنب التضارب بين أهداف كلا السياستين.

لقد أسهم ظهور فرضية الهيمنة المالية في تأكيد أهمية قضية التنسيق بين السياستين المالية والنقدية خلال عقدي الثمانينات والتسعينات من القرن الماضي، إذ حاول كل من (Sargent and Wallace) في دراستهما إبراز تأثير تزايد أثر المديونية الحكومية على فعالية السياسة النقدية، فقد أوضحوا أنه على الرغم من تأكيد فريدمان مساهمة السياسة النقدية في تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية العامة من خلال مساهمتها في السيطرة على التضخم، وعلى الرغم من توافر خصائص الاقتصاد النقدي من حيث الارتباط بين القاعدة النقدية والمستوى العام للأسعار، فقد تبقى قدرة السياسة النقدية على السيطرة على التضخم محدودة، فعلى سبيل المثال قد تؤدي إجراءات السياسة النقدية الهادفة إلى تخفيض التضخم من خلال الحد من النمو النقدي إلى رفع نسبة الدّين إلى الناتج المحلي الإجمالي،

حيث يتم التحول من التمويل النقدي إلى التمويل من خلال السندات الحكومية، الأمر الذي يؤدي إلى رفع مدفوعات الفائدة، وبالتالي إلى تزايد عجز الموازنة كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي في المستقبل، وبالتالي يحدث ارتفاع أكبر في النمو النقدي ومعدل التضخم في الأجل الطويل، وقد يساهم انخفاض المديونية الحكومية في استعادة فعالية السياسة النقدية في السيطرة على التضخم، إذا ما أدى إلى انخفاض معدل الفائدة الحقيقي بحيث يقل عن معدل النمو الاقتصادي، وبالتالي يؤدي الانخفاض في النمو النقدي إلى انخفاض معدل التضخم (كمال، 2010: 18).

إن أهمية التنسيق بين السياستين المالية والنقدية تبرز من خلال الآتي :-

1- عندما يواجه الاقتصاد حالة من الركود والبطالة فقد تلجأ السياسة المالية إلى زيادة الإنفاق العام من أجل زيادة (الإعانات) من أجل تشجيع الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري، وبالتالي خلق فرص عمل جديدة تستوعب جزء

كبير من البطالة في الوقت نفسه يجب أن تساند السلطة النقدية السلطة المالية في مكافحة الركود والبطالة من خلال أدوات سياستها (الكمية والنوعية)، فمثلا تقوم بخفض سعر الفائدة ، الذي يؤدي إلى زيادة الطلب على الائتمان لأغراض الاستثمار والاستهلاك، كذلك يؤدي خفض سعر الفائدة إلى عدم تشجيع ودائع الادخار، وبالتالي توجه هذه الموارد أما إلى الاستهلاك أو الاستثمار أو الائتين معاً.

كذلك تستطيع السلطة النقدية من تفعيل أدوات أخرى مثل الأدوات الكمية كعمليات السوق المفتوحة والاحتياطي القانوني وسعر اعادة الخصم، فيقوم البنك المركزي من خلال عمليات السوق المفتوحة بشراء الأوراق المالية وهذا يؤدي إلى توسع الاحتياطات النقدية ويزيد من قدرة البنوك على منح الائتمان وتحفيز عناصر الطلب الكلي ليقال من وطأة الضغوط الانكماشية ،

كذلك يمكن للبنك المركزي استخدام الاحتياطي القانوني كأحد الأدوات الكمية للسياسة النقدية لزيادة النشاط الاقتصادي فعندما يقوم البنك المركزي بخفض نسبة الاحتياطي القانوني فإن مقدار التسرب يقلل من الوديعة الابتدائية مما يؤدي إلى زيادة قيمة المضاعف النقدي ومن ثم يزداد حجم الودائع المشتقة فيتوسع الائتمان ومن ثم يتوسع حجم المعروض النقدي (الهيبي، 2005 : 212- 213).

كذلك يمكن للبنك المركزي استخدام سعر الخصم لزيادة النشاط الاقتصادي، إذ يقوم البنك المركزي بخفض سعر الخصم، والذي سيؤدي بدوره إلى تشجيع البنوك التجارية على طلب المزيد من السيولة من البنك المركزي ن طريق تحويل جزء من أصولها المالية إلى نقود قانونية طالما أن تكلفة الحصول عليها واطنة فتزداد احتياطاتها النقدية ومقدرتها على خلق النقود، من جهة أخرى زيادة احتياطاتها النقدية سيدفعها إلى خفض سعر الفائدة على القروض التي تمنحها إلى القطاع غير المصرفي مما يفضي إلى زيادة المعروض النقدي، وهذا بدوره سيقود إلى زيادة الإنفاق ، ومن ثم الإنتاج والدخل والاستخدام (إسماعيل ، 1990:591).

2- في معالجة التضخم، لا يمكن للسياسة النقدية أن تكون قادرة لوحدها على معالجة معدلات التضخم المرتفعة دون أن تكون هناك مساندة من السياسة المالية والسياسات الاقتصادية الأخرى لتحقيق الاستقرار الاقتصادي، إذ يقوم البنك المركزي (السلطة النقدية) بامتصاص الكمية الزائدة من المعروض النقدي أي تقليص حجم الإنفاق ومن ثم الطلب الكلي بالإضافة إلى تقليص حجم الائتمان المصرفي الذي تقدمه البنوك التجارية للأفرا والمشروعات مما يؤدي إلى تقليص حجم الإنفاق ومن ثم الطلب الكلي بالإضافة إلى تقليص حجم القروض

الحكومية الموجهة للأفراد والبنوك أو القيام بالاقتراض من الأفراد (عرض السندات الحكومية)، بهدف تخفيض حجم الكتلة النقدية المتداولة لدى الأفراد وبالتالي تخفيض الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري، وبالمقابل تقوم السلطة المالية وفي نفس المجال بالعمل على تخفيض حجم الإنفاق الحكومي وذلك بالتخفيض من حجم الدخول بالإضافة إلى زيادة حجم الإيرادات الحكومية من خلال الرفع من مقدار الضرائب المباشرة وغير المباشرة أو التخفيض من حجم الإعانا (2006 : 258).

3- تحديد معدل الصرف، إن انتهاج سياسة مالية توسعية مقرونة بسياسة نقدية مقيدة ينتج عنه تأثير واضح على تحديد معدل الصرف وتؤدي السياسة المالية التوسعية إلى زيادة عرض السندات المحلية وهذا يؤدي إلى زيادة الثروة الصافية وعلى الجانب الآخر تؤدي السياسة النقدية المقيدة إلى تخفيض الاحتياطات النقدية وهو ما يؤدي إلى خفض الثروة الصافية ومن ثم من المتوقع أن يؤدي مزيج السياسة (النقدية- المالية) إلى عدم تغير مستوى الثروة الصافية

4- وبالتالي لن يكون هناك (أثر الثروة) على معدل الصرف في حالة تساوي معدل التغير في السياستين المالية والنقدية (الوكيل، 2006:328).

5- إن درجة التنسيق العالي بين السياستين النقدية والمالية يمهّد لبيئة استثمارية ناجحة؛ إذ يلعب استقرار سعر الفائدة والضرائب بكافة أشكالها دوراً في تحقيق معدلات مرتفعة من نمو الاستثمارات المحلية والأجنبية فعندما تكون هناك رغبات لزيادة معدلات الاستثمار تعمل السياسة المالية على تقديم حوافز للمستثمرين من خلال تقديم الإعفاءات، أو التخفيضات الضريبية، أو قد تصل إلى مستوى الإعانات بالمقابل تعمل السلطة النقدية على تقديم أسعار فائدة مخفضة لتقليل الكلفة على القروض الخاصة بالمستثمرين.

4-2-2- الآثار المترتبة على عدم التنسيق بين السياستين:

إن ضعف درجة التنسيق بين السياستين يمكن أن تكون له آثار سلبية على كلا السياستين بشكل خاص، وعلى مستوى الاقتصاد الكلي بشكل عام، فقد يؤدي ضعف التنسيق بين السياستين إلى أن تنفرد كل سلطة برسم يذ أهدافها بمعزل عن السياسة الأخرى مما يؤدي إلى تضارب الأهداف، فمثلاً عندما يشهد الاقتصاد انخفاض في الطلب الكلي (ركود)، ومستوى عال من البطالة تحاول السياسة المالية من خلال أدواتها (النفقات والإيرادات) إلى رفع مستوى الطلب الكلي إلى نقطة التوازن من خلال تخفيض الضرائب أو زيادة الإنفاق وما شابه، في الوقت نفسه تعمل السياسة النقدية من خلال هدف الإبقاء على مستوى الأسعار كما هو دون تغيير إلى تحجيم العرض النقدي من خلال أدوات سياستها الكمية والنوعية، وبالتالي فإن إجراءات السياسة النقدية سوف تؤدي إلى إضعاف ياسة المالية في تحقيق هدفها في رفع مستوى الطلب الكلي. إن حالات عدم التنسيق بين السياسات المالية والنقدية تفشل ذاتياً في تحقيق الاستقرار لمتغيرات الاقتصاد الكلي، وإن وجود التنسيق بين السياسة المالية والنقدية يزيد من مصداقية السياسة الاقتصادية الكلية، بينما يؤثر عدم التنسيق بين السياستين على السياسة المالية في المستقبل ويجعلها تتضمن الفشل الذاتي (Cohen 1989 : 339).

إن تفرد إحدى السياستين يمكن أن يؤدي إلى هيمنة سياسية أخرى لذلك فإن حالة عدم التنسيق يمكن أن تؤدي إلى أنواع أخرى من الهيمنة غير الهيمنة المالية منها:

1- **الهيمنة النقدية:** عندما تكون أسواق رأس المال والأسواق المالية غير متطورة ولا تتسم بالمرونة والقدرة على استيعاب المتطلبات المالية للحكومة لتمويل عجز الموازنة وكان البنك المركزي يتمتع باستقلالية عن الحكومة فإن البنك المركزي يهيمن على السلطة النقدية فهو يقوم بتحديد النمو في القاعدة النقدية، مستقلا عن الاحتياجات النقدية للحكومة، وإمكانيات تمويلها من أسواق المال المحلية والأجنبية.

وهذا الأمر يدفع بالحكومة إلى تخفيض عجز ميزانيتها إلى مستوى التمويل المتاح من أسواق المال المحلية والخارجية مع خطورة عدم سداد ما تقترضه من هذه الأسواق ؛ لأن عدم استهلاك هذه الديون يفقد المتعاملين في الأسواق المالية ثقتهم في السندات الحكومية والذي يؤدي بدوره إلى صعوبة تسويق أية ديون جديدة والاقتراض بمعدلات فائدة مرتفعة مما يجعل تكلفة الدين عند حد غير مرغوب فيه (مسعود، 2006: 268).

إن قدرة الحكومة في ظل وجود الهيمنة النقدية على الاقتراض تكون محدودة لوجود قيود وضعها البنك المركزي إضافة إلى عدم استجابة السلطة النقدية لأهداف الحكومة مما يدفع الحكومة- في هذه الحالة- إلى الإذعان لبعض أهداف السلطة النقدية لذلك فالحكومة تقوم بتعديل عجز موازنتها بين فترة وأخرى لأن البنك المركزي غير ملزم بتمويل هذا العجز.

2 - **استقلال كل سلطة عن الأخرى في رسم الأهداف** ، فعدم التنسيق قد يؤدي إلى أن تصوغ كل سلطة من السلطتين قرارات متضاربة مع أهدافها بالنسبة للقاعدة النقدية ، وحجم عجز الموازنة مما يعطي إشارات سلبية للمستثمر المحلي والأجنبي عن ضعف مصداقية كلا السياستين، وعدم استقرار البيئة الاقتصادية بشكل عام.

3-4- مدى تطور الأسواق المالية

تلجأ الحكومة غالبا إلى تمويل العجز في الموازنة حينما تكون الإيرادات أقل من النفقات بإصدار سندات جديدة غالبا ما تكون قصيرة الأجل (إذون الخزانه) لتمويل هذا العجز وتعرض هذه السندات في الأسواق الأولية (السوق النقدية) للحصول على التمويل اللازم من المؤسسات المالية أو الأفراد، خصوصا إذا كان البنك المركزي يتمتع بدرجة عالية من الاستقلالية عن الحكومة فإذا كان السوق المالي غير كفاء فإن عملية التمويل هذه لن تحقق أهدافها المطلوبة وبالتالي تبحث الحكومة عن مصادر أخرى لتمويل هذا العجز، لذلك فإن تطور وكفاءة السوق المالي تجنب وتحد كثيرا من محاولات الحكومة للتدخل والضغط على سياسة وأهداف البنك المركزي ما دامت الحكومة قادرة على تمويل هذا العجز من السوق المالي، إن وجود سوق مالي كفاء يتيح للحكومة مصدرا مهما من مصادر تمويل عجز موازنتها قائم على أسس صحيحة ويجنب الاقتصاد الآثار التضخمية التي يمكن أن يسببها الاقتراض من البنك المركزي كما يدعم أكثر جهود البنك المركزي في تحقيق درجة عالية من الاستقلالية.

4-3-1- مفهوم كفاءة السوق المالية:

قبل التطرق إلى مفهوم كفاءة السوق المالية يجب التطرق أولا إلى مفهوم السوق المالية كمدخل لدراسة كفاءة أداء هذه الأسواق، إذ تعرف الأسواق المالية بأنها الأماكن التي يتم فيها تداول الأصول المالية، أي يتم فيها تدفق الوحدات المدخزة إلى الوحدات المستثمرة، حيث تنتقل الأموال من تلك الوحدات التي تقوم بالادخار ولديها فائض مالي وليس لديها فرص استثمارية كافية لاستخدام هذه الأموال إلى الوحدات التي لديها فرص استثمارية ولكن لا تتوافر لديها الأموال لاستغلال هذه الفرص (التهامي، 1985: 9).

كما يمكن تعريف السوق المالية على انها المكان الذي يتم فيه بيع وشراء الاوراق المالية ويتميز بسرعة تبادل المعلومات فيه والتي تؤدي الى سرعة ردود افعال المستثمرين فهي تمكن الافراد والشركات من الحصول على التمويل اللازم لنشاطاتهم (Cecchetti, 2010 : 84).

عملية تحويل الموارد المالية عملية مهمة جدا، حيث أن الوحدات الاقتصادية القائمة بالادخار تختلف غالباً عن الوحدات الاقتصادية القائمة بالاستثمار وأن كفاءة الأسواق في تحويل الموارد المالية يحدد مدى تقدم المجتمع ونموه ورفاهيته (أحميدي و الخلف، 1996: 28).

إذن فالسوق المالية عن مكان يجمع المدخرين مع المستثمرين، حيث يعرض المدخرين فائض الأموال التي بحوزتهم إلى المستثمرين أو المستهلكين من أشخاص، أو شركات، أو حكومة من أجل تمويل خططهم الاستثمارية أو الانفاقية، حيث تقدم المؤسسات المقترضة سندات أو أسهم بفائدة محددة لقاء حصولها على هذه

الأمر أسواق منتظمة تتداول فيها الأوراق المالية بانتظام، وتعرض من جانب قوى العرض وتطلب من جانب قوى الطلب بشكل يؤدي من خلال تفاعلها الى تحديد الاسعار العادلة لها التي يتم بها التعامل بيعا وشراء في ا () (2000 : 11-12).

المالية دورا مهما في تحريك النشاط الاقتصادي من خلال توجيه الموارد الاقتصادية الفائضة إلى فرص استثمارية جديدة، عن طريق توفيرها المكان الملائم للمدخرين والمستثمرين، وتوفير الأدوات والوسائل اللازمة لتسهيل عملي

2-3-4 :

سرعة استجابة الأسعار في تلك السوق، وبطريقة غير متحيزة للمعلومات المتاحة للمتعاملين فيه، وبذلك تصبح أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه دالة للمعلومات المتاحة (الصيرفي، 2006: 70).

كما يمكن القول بشكل عام بأن كفاءة عمل الأسواق المالية تعتمد على سهولة تداول الأدوات المالية حيث أنها تسهل انسياب الأموال من المدخرين إلى المقترضين وأن كفاءة عمل السوق تتطلب توافر المعلومات بأقل كلفة ممكنة وتنوع الأدوات المالية وقلة التقلبات في أسعارها فكلما كان الفارق بين سعر البيع وسعر الشراء بسيطا كانت التقلبات في الأسعار منخفضة مما يؤدي إلى زيادة التعامل (أحميدي و الخلف، 1996: 33).

يقال بأن سوق المال كفاء إذا كانت أسعار الأسهم والسندات تعكس أيضا وعلى الدوام أداء المستثمرين المزودين جيدا بالمعلومات، وآراء المحللين المستثمرين التي غالبا ما تكون شديدة التباين.

نستنتج من المفاهيم السابقة أن السوق المالي الكفاء، هو السوق الذي يتميز بالعناصر الآتية:

- 1 - استجابة سريعة لأسعار الأسهم والسندات للمعلومات المتوفرة للمستثمر لأن السوق الكفاء يوفر المعلومات لـ جميع المتعاملين في السوق.
- 2 - سهولة تداول الأدوات المالية سيسهل انسياب الأموال من المدخرين إلى المقترضين.
- 3 - انخفاض كلفة الحصول على المعلومات والبيانات عن أداء الأوراق المالية.
- 4 - عدم قدرة أي من المستثمرين التأثير على الأسعار وذلك لأن من سمات السوق كبرى من المستثمرين وهذا العدد الكبير لا يعطي لأي مستثمر القدرة على احتكار السوق.
- 5 - بما أن السوق المالية تتصف بصفات سوق المنافسة التامة فإن ذلك يعني عدم وجود قيود أو عراقيل لدخول المستثمر للسوق أو خروجه وكذلك تكون للمستثمر القدرة على شراء أو بيع أية كمية يرغب بها.

(Reilly) إلى بعض الشروط التي يجب توافرها في السوق المالية الفعالة ومنها 1979 , (163 - 162 : Reilly) :-

- 1 - وجود عدد كبير من المشاركين في السوق والذين يسعون إلى تعظيم أرباحهم ويعملون بشكل مستقل الواحد ع
 - 2 - قيام المستثمرين بتعديل أسعار الأوراق المالية بشكل سريع لتعكس أثر المعلومات الجديدة والمتعلقة بالأوراق المالية.
- (Rozeff) ، فقد أشار إلى بعض الشروط الأخرى ، التي منها (Rozeff, 1974, p.252) :-

- 1 - أن تكون كلفة المعاملات مهمة أو ت
 - 2 - أن تصل كافة المعلومات المتعلقة بالسوق إلى كل المستثمرين في نفس الوقت وبدون كلفة.
 - 3 - ألا يكون بمقدور أي مستثمر لوحده التأثير على أسعار السوق.
- وتزيد كفاءة السوق كلما كانت تكلفة البيع أو الشراء في السوق أقل وكلما ضاق الفرق بين أسعار طلبات للأسهم وكذلك كلما زاد عدد المستثمرين في السوق وارتفعت أحجام التداول وحيث أن كافة المعلومات في السوق الكفاء متوفرة لجميع المستثمرين في نفس الوقت فإن أي مستثمر لا يستطيع أن يحقق أي أرباح استثنائية إلا بقدر سرعته قبل غيره في اتخاذ قراراته الاستثمارية (الصيرفي، 2006: 71) ، لذلك يعمل السوق الكفاء بجعل الأرباح التي يمكن أن تحققها المضارب منخفضة إن لم تكن معدومة في هذا السوق بسبب الكفاءة المالية في وصول المعلومات إلى كافة المتعاملين في السوق على حد سواء ، كما أن وجود سوق نشط وعلى درجة عالية من السيولة وراق من شأنه أن يبسر على البنك المركزي التحكم في المعروض النقدي بسهولة من خلال عمليات السوق المفتوحة (السعيد و سمك، 2001: 3).
- إن كفاءة السوق المالي ليست مرادفاً لنشاطه لأن نشاط السوق غير مرتبط بالأسعار السائدة فيه وإنما يرتبط بحجم التداول ولكي يكون السوق المالي كفاء لابد من توفر شرطين على الأقل الأول هو أن تعكس الأسعار السائدة في السوق وبشكل تام جميع المعلومات المتاحة للمتعاملين فيه

(المنشورة وغير المنشورة) أما الشرط الثاني فهو أن تقدم تلك المعلومات بطريقة غير متحيزة (الصيرفي، 2006: 70).

4-3-3- :

تبرز أهمية وجود سوق للسندات الحكومي (قصيرة أو طويلة الأجل) من خلال كونه مصدرا مهما من مصادر تمويل الموازنة العامة للدولة يقوم على أسس غير تضخمية ويجنب البنك المركزي مهمة تمويل الموازنة والذي غالبا ما يؤدي إلى ضغوطات تضخمية.

لقد اتفق كل من صندوق النقد والبنك الدوليين على ضرورة أن يكون تطوير القطاع المالي في الدول المتقدمة ودول الأسواق الناشئة على حد سواء، إذ أصبح هناك اتجاها عالميا نحو تحديث الأسواق المالية المحلية ليتم تداول السندات الحكومية بها (كمال، 2010: 40).

ئيسية لإقامة سوق أولية فعالة للسندات الحكومية على ما يأتي(صندوق النقد الدولي

2000: 40):-

1. وضع الأهداف لإصدار الأوراق المالية وإدارة الدين.
 2. وضع توقعات أساسية لاحتياجات الحكومة من السيولة.
 3. إنشاء قنوات آمنة وذات كفاءة لتوزيع الأوراق المالية (مثل إقامة المزادات وإنشاء الاتحادات المالية والاستخدام الممكن للمتعاملين الرئيسيين) موجهة لخدمة احتياجات المستثمرين وبالتالي تخفيض تكلفة المعاملات.
 4. مد آجال استحقاق الأوراق المالية الحكومية بصورة تدريجية.
 5. دمج إصدارات الدين وإصدار أوراق مالية نمطية ذات آجال استحقاق تقليدية للوصول في النهاية إلى قواعد معيارية للسوق.
 6. التحرك نحو إيجاد عملية لإدارة الدين تتسم بالشفافية، ويمكن التنبؤ بتوجيهاتها من خلال وضع تواريخ معلنة سلفا للإصدارات والتوسع في الإفصاح عن احتياجات التمويل ونتائج المزادات على سبيل المثال.
- وجود سوق للسندات الحكومية ذو كفاءة عالية يساعد على إدارة السيولة العامة بكفاءة عالية ويتيح شروطا أسهل من تلك الشروط التي توفرها المصارف لعملية الإقراض كما أن وجود سوق كفاء للسندات الحكومية يسهم بشكل كبير في دعم سوق السندات بشكل عام، كما يمكن أن يكون هذا السوق معيارا تستند إليه الشركات والمؤسسات الأخرى لتسعير السندات التي تقوم بإصدارها.
- ولعل المحافظة على مصادر تمويل متنوعة كانت من أهم الدروس للإفادة من الأزمة المالية التي ضربت دول جنوب شرق آسيا عام 1997، فقبل الأزمة لم يكن هناك سبب يدعو إلى الشك بمتانة النمو الاقتصادي الإقليمي الذي توج ثلاثة عقود من الزمن معتمدا اعتمادا كبيرا على التمويل المصرفي في المنطقة ولم تكن هناك ثمة حاجة إلى مصدر بديل للتمويل مادامت نسبة القروض المصرفية المتعثرة ضئيلة مقارنة بالموجودات البنكية، إلا أنه عندما عصفت الأزمة المصرفية بالمنط 1997 ظهرت أهمية وجود سوق نشطة للسندات خاصة بعد أن انهارت المصارف ولم تعد تستطيع توفير التمويل المطلوب، ولم تتأثر كل من سنغافورة وهونج كونج بالأزمة

المصرفية التي تعرضت لها الدول الأخرى في منطقة جنوب شرق آسيا بفضل وجود سوق متقدم للسندات في هاتين الدولتين (سنقرط، بدون سنة طبع: 3).

4-4- برامج التثبيت الاقتصادي (Economic Stabilization Program)

شاع في السنوات الاخيرة مصطلح الاصلاح الاقتصادي الذي انتهجته الكثير من الدول خصوصاً الدول النامية نتيجة للمشاكل الاقتصادية التي كانت تعاني منها تلك البلدان والتي لم تكن قادرة على ايجاد الحلول لها عبر سياستها المحلية فلجأت اغلب البلدان ومن أجل الحصول على الدعم المالي إلى وصفات المؤسسات العالمية الدولية مثل صندوق النقد الدولي والبنك الدولي لحل مثل هكذا مشاكل.

وتعتمد اجراءات هذا الاصلاح في خلفيتها المرجعية النظرية على آراء وافكار النظرية الاقتصادية عموماً التي اهتمت بتحليل وتقييم المضمون الاقتصادي لسياسات التصحيح وصولاً إلى تحقيق الأهداف المتوخاة منها فتصحيح الاقتصاد الكلي يتألف من نوعين من السياسات يرتبط الجانب الاول منها بالاعتقاد الاساس للمدرسة الاقتصادية الكلاسيكية بأن الهيكل الاقتصادي يتسم بالمرونة والكفاءة العالية في توزيع الموارد الاقتصادية على وفق امثلية استخداماتها المختلفة ، وذلك عن طريق الاسعار التي يترتب عليها تحقيق التوازن في سوق السلع والموارد (2008 :58).

كذلك تعتمد حزمة من الاجراءات الاصلاحية الاقتصادية في خلفيتها المرجعية اراء وأفكار النظرية الاقتصادية التقليدية الجديدة (Neo-Classic Economic Theory) وتسعى هذه الاجراءات إلى سيادة بالجهاز

(النحيفي، 2002: 15).

دوليتان اجراءات الاصلاح هذه على الكثير من البلدان النامية، وهما البنك الدولي وصندوق النقد الدولي، إذ اختص صندوق النقد الدولي ببرامج التثبيت الاقتصادي فيما اختص البنك الدولي ببرامج التغيير الهيكلي.

وبما أن برامج التثبيت الاقتصادي ركزت بشكل كبير على الاصلاح المالي والنقدي فسوف يكون التركيز هنا على التثبيت الاقتصادي، إذ إن الدول التي تنتهج برامج الاصلاح عليها تطبيق حزمة من الاصلاحات النقدية والمالية كمرحلة اولى (التثبيت الاقتصادي) ثم تقوم بتطبيق حزمة من الاصلاحات في الهيكل ا المرحلة الثانية.

4-4-1- ماهية برامج التثبيت الاقتصادي

تعتبر هذه البرامج قصيرة الاجل والتي تطبق غالباً قبل برامج التكيف الهيكلي التي تأخذ وقتاً اطول للتطبيق على اعتبار أن الخطوة الاولى هي إزالة التشوهات وتحقيق الاستقرار في الجانب المالي والنقدي، ثم بعد ذلك احداث تغييرات في الهيكل الاقتصادي بشكل عام، فمنذ عام 1970 كبير

في اقراض البلدان النامية لكن هذه القروض كانت ترافقها شروط كثيرة هذه الشروط كانت تؤثر على السياسات الكلية لهذه البلدان (Sprinkle and Sawyer, 2009,P.518).

وتشير برامج التكيف الاقتصادي إلى حزمة السياسات التي تعنى بإدارة الطلب الاجمالي بحيث يتوافق هذا الطلب مع اجمالي الناتج المحلي والتدفقات العادية للموارد الخارجية، ويتطلب ذلك العديد من الاجراءات الاقتصادية يتصدرها تعديل سعر الصرف للعملة المحلية لازالة التشوهات المتأنية من المغالاة في تحديده، بحيث يقترب سعر الصرف الاسمي من نظيره الحقيقي، وكذلك تقييد الانفاق الحكومي بهدف تخفيض العجز في الموازنة العامة، وإلغاء سياسات الدعم السعري سواءً منها للمخرجات او المدخلات للقضاء على التشوهات التي تنتاب الاسعار في ظام السوق والتخفيف من قيود التجارة الخارجية والسعي نحو تحريرها (النجيفي، 1999:515).

وتعود برامج التثبيت الاقتصادي في متضمناتها النظرية إلى الافكار الاقتصادية النيوكلاسيكية لميزان المدفوعات، وتعتمد هذه الآراء على العديد من كتابات الاقتصاديين وفي مقدمتهم (J.Meade) وذلك في تحليل العلاقة بين تراكم الديون ومشكلاتها والاجراءات الضرورية التي يتطلب تنفيذها في الاقتصاد المحلي لتصحيح عدم التوازن في ميزان المدفوعات وهي مسألة ترتبط باجراءات المدى القصير، كما يعتمد الصندوق أيضا على التحليل النقدي (المنهج النقدي) في تفسير الاختلال في ميزان المدفوعات، وتعتمد الآراء في جزء منها على أنموذج (J.J.Polak) الذي يشير إلى العلاقة السببية بين اجراءات خلق النقود من جراء التسهيلات الائتمانية من جانب عجز الموازنة العامة وميزان المدفوعات من جانب آخر ايمانا من أن حجم السيولة المحلية دالة بحجم التغيير في الائتمان المحلي وصافي الاصول الاجنبية وصافي تدفقات رأس المال (النجيفي، 2002: 17).

يؤكد المنهج النقدي على أن الاختلال في ميزان المدفوعات ناتج عن الاختلال في السوق النقدية الناتج عن الاختلال بين عرض النقد والطلب عليه، وهذا الاختلال ينعكس كاختلال في ميزان المدفوعات ، فإذا كان هالك فائض في الطلب على النقود فإن الافراد سوف يزدون من إنفاقهم على السلع والخدمات الاجنبية مما يؤدي إلى حدوث عجز في ميزان المدفوعات ، أما إذا كان هناك فائض في عرض النقد فإن الافراد سوف يحتفظون بالارصدة المحلية عن طريق زيادة مبيعاتهم من السلع والخدمات إلى الاجانب مما يؤدي إلى حدوث فائض في ميزان المدفوعات.

2-4-4- الصندوق الخاصة بالسياسة المالية

هناك جملة من الشروط يجب أن تلتزم بها الدولة التي ترغب بالحصول على تمويل صندوق النقد الدولي، إذ تتخذ بهذا الصدد عدة اجراءات على وفق توجيه الصندوق الهدف منها الحد من الانفاق العام وذلك بهدف الحد من تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي (بعكس التوجهات الكنزمية)، وكذلك الحد من عناصر التسرب، الاجراء الاهم الذي يجب اتخاذه على وفق سياسة ادارة الطلب هو زيادة الايراد العام خاصة الايرادات الضريبية (Taxation System) بهدف زيادة كفاءة ادارته وزيادة الايرادات الضريبية والجبائية بشرط إلا تحد من دور النشاط الخاص وذلك بالاستفادة من مضاعف الضريبة (Taxmultiplier) (2004: 47).

إن ادارة الصندوق تعرض على المدين المطالب الآتية (عجام وآخرون، 2006:264) :-

- 1- إلغاء وتقليص العجز في الموازنة العامة للدولة بصورة تدريجية وذلك بهدف الحد من ظاهرة التضخم المحلي ويمكن الوصول إلى هذا الهدف بإتباع الطرق الآتية:
 - إلغاء الدعم على السلع التموينية الأساسية وجعل اسعارها خاضعة للعرض والطلب، أو طبقاً لنفقات الانتاج الفعلية.
 - التقليل من نسبة نمو الانفاق العام بشقيه الانفاق الجاري والانفاق التتموي الاستثماري.
 - تخفيض حجم التوظيف والتشغيل الحكومي مع رفع اسعار الخدمات العامة .
 - تجميد المرتبات والاجور.
 - زيادة اسعار بيع منتجات القطاع العام مع رفع اسعار الخدمات العامة وبخاصة اسعار الطا .
 - زيادة الضرائب على السلع والخدمات في الاقتصاد الوطني(ضرائب غير مباشرة).
 - 2- وضع حدود عليا للائتمان المصرفي المسموح به للقطاع الحكومي (القرض العام المحلي).
 - 3- زيادة اسعار الفائدة المصرفية (المدينة والدائنة) بهدف تشجيع الادخار وتقليص طلب القروض المصرفية.
- ان أهم توصيات الصندوق في هذا الشأن تكمن في الحد من عجز الموازنة العامة للدولة، عن طريق تخفيض مستويات الانفاق العام (استثماري واستهلاكي وحكومي) سواء ارتبط بفائض الطلب ام لم يرتبط.
- السياسة المالية على وفق برامج الاصلاح الاقتصادي تهدف أساساً إلى النشاط الاقتصادي عن طريق الحد من انفاقها العام وذلك بهدف ايجاد حالة التوازن الداخلي (Internal Equilibrium) (48: 2004).

3-4-4- إجراءات الصندوق الخاصة بالسياسة النقدية

لمدنية شروط الصندوق الخاصة بالسياسة المالية عليها في الوقت نفسه تطبيق الشروط الخاصة بالسياسة النقدية، فأغلب برامج التثبيت تتضمن سياسة نقدية متشددة خاصة فيما يتعلق بسقف نمو الاقراض المحلي عن طريق الجهاز المصرفي وغالبا ما تستخدم المنهج النقدي لميزان المدفوعات لشرح وتحديد قنوات تأثير السياسة النقدية على الطلب الكلي وبالتالي على ميزان (6: 2004).

ومن أهم الواجب اجرائها هي:

1- رفع سعر الفائدة الذي سوف يشجع الادخار ويقلص الانفاق ويسهم بالتالي في تخفيض الواردات مما يؤدي بدوره إلى تحسين الميزان التجاري، كما أن ارتفاع اسعار الفائدة يؤدي إلى جذب رؤوس الاموال وبالتالي حدوث فائض في ميزان المدفوعات (2004 :7) .

إن بداية عملية الاصلاح الاقتصادي في هذا المجال هو تحرير سعر الفائدة، وتحرير سعر الفائدة في هذه الحالة وإن كان يتحقق من خلال السوق إلا أنه يمكن أن يدار بوساطة أدوات سياسة نقدية مناسبة للوصول إلى السعر المرغوب فيه لتحقيق أهداف التوازن الاقتصادي ، وحث النشاط الاقتصادي لتحقيق النمو الاقتصادي المطلوب بحيث يصبح سعر الفائدة معبراً عن السعر الحقيقي في السوق، كذلك يتطلب الامر إزالة القيود المفروضة على تحديد الائتمان ومحاولة إزالة القواعد التحكمية والمستخدمه في تخفيض الائتمان وإزالة الدعم عن وحدات الانتاج العامة والخاصة، هذا الاتجاه يجب أن يقرب بتوحيد سعر الصرف وإزالة اسعار الصرف المتعددة.

2- المحافظة على الجدارة الائتمانية ورفع السقوف المحددة للائتمان الممنوح عبر الجهاز المصرفي.

3- التركيز على الأدوات غير المباشرة من أدوات السياسة النقدية مثل: (إعادة الخصم، عمليات السوق المفتوحة) (2004:47) .

4- ترشيد الاصدا .

ك الدولي تكون مجبرة لتحقيق

درجة عالية من الاستقلالية للبنك المركزي؛ لأن شروط السياسة المالية التي طبقها هذا البلد تفرض عليه أن يبحث عن مصادر جديدة لتمويل عجز موازنته مثل زيادة الضرائب و تقليل الدعم الحكومي و تقليص فرص العمل في القطاع الحكومي وما شابه ، مما يعني أن الحكومة لا تلجأ إلى البنك المركزي لتمويل هذا العجز وبالتالي تخفف الضغوط الموجهة من الحكومة إلى البنك المركزي اضافة إلى أن احد الشروط الاخرى هو يجب تخفيض العجز عن طريق تقليل الانفاق العام وترشيده هذا من جانب و من جانب آخر فإن من شروط الصندوق أن تكون السياسة النقدية مستقلة بأدواتها مثل تحديد سقوف للائتمان المحلي وترشيد الاصدار النقدي لأن الافراط فيه هو المسبب الرئيسي لعجز ميزان المدفوعات والموازنة العامة للدولة، كل ذلك سوف يعطي درجة عالية من الاستقلالية للبنك المركزي ويخفف من درجة هيمنة السياسة المالية على السياسة النقدية.

- الاستنتاجات والتوصيات:-

- :-

1- من خلال الاستعراض النظري تبين إن الهيمنة المالية الحكومية تظهر في البلدان النامية بشكل اكبر منها في البلدان المتقدمة وذلك بسبب عدم تطور الأسواق المالية وانخفاض استقلالية البنك المركزي وضعف درجة التنسيق بين السياستين المالية والنقدية وعلية فان درجة الاستقلالية العالية للبنك المركزي والاسواق المالية الكفوة والتنسيق العالي بين السياستين المالية والنقدية يمكن ان يفضي في النهاية الى انخفاض هيمنة السياسة المالية على السياسة النقدية.

2- الاستعراض التاريخي للهيمنة المالية أكد على أن استقلالية السلطة النقدية يتماشى مع التحليل الكلاسيكي والمدرسة النقودية النابع من عدم تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية اما مبدأ تسييس السياسة النقدية والهيمنة عليها يتماشى مع التحليل الكنزوي الذي يؤمن بضرورة تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية عند الازمات.

-التوصيات:-

1- ضرورة ايجاد سوق مالي متطور للسندات الحكومية يتسم بكل خصائص السوق المتطورة من اجل طرح السندات الحكومية فيه لتحقيق التمويل اللازم للحكومة من خلال زيادة شفافية هذا السوق ومصادقته.

2- اعطاء درجات أعلى من الاستقلالية للبنك المركزي من خلال التشريعات القانونية والصلاحيات الادارية، وأن يكون البرلمان الجهة الوحيدة التي تراقب وتحاسب البنك المركزي على اعتباره جهة مستقلة عن

3- ضرورة وجود مجلس اقتصادي أعلى يعمل على تنسيق السياستين المالية والنقدية، وزيادة درجة هذا التنسيق بينها إذ اثبتت الكثير من الدراسات ان درجة التنسيق العالية بين السياستين هو احد اسباب تحجيم ظاهرة الهيمنة المالية.

-:

- المصادر باللغة العربية

- (1) احمد ابراهيم العلي ، التضخم والسياسة النقدية ، 2009.
-www. Iier. org/i/ uploadedfiles/publication /rea/
- (2) ألن بلايندر، استقلالية البنك المركزي، ترجمة مظهر محمد صالح، دار الحكمة، بغداد، 2008.
- (3) أحمد شعبان محمد علي، انعكاسات المتغيرات المعاصرة على القطاع المصرفي ودور البنوك المركزية – دراسة تحليلية تطبيقية لحالات مختارة من البلدان العربية، الدار الجامعية، 2006 300.
- (4) امية طوقان، دور البنوك المركزية في ارساء السياسة النقدية، مؤتمر مستجدات العمل المصرفي في سورية في ضوء التجارب العربية والعالمية، 2005.
- (5) بلقاسم العباس، التثبيت والتصحيح الهيكلي، مجلة جسر التنمية، العدد الواحد والثلاثون، السنة الثالثة، 2004.
- (6) بن عبدالفتاح دحمان، استقلالية السلطة النقدية-دراسة حالة بنك الجزائر،مجلة مصر المعاصرة، مجلد97 482 2006.
- (7) توماس ماير وآخرون ، النقود والبنوك والاقتصاد ، ترجمة السيد أحمد عبدالرزاق وأحمد بديع ، دار المريخ ، 2002.
- (8) جيمس جوارتيني و ريجارد استروب ،الاقتصاد الكلي الاختيار العام والخاص، ترجمة وتعريب عبد الفتاح عبدالرحمن وعبد العظيم محمد، ، 1999.
- (10) دواسي سعود، السياسة المالية ودورها في تحقيق التوازن الاقتصادي – حالة الجزائر 1990 – 2007 اطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006.
- (11) سالم توفيق النجيفي، الفقر وسياسات التكيف الاقتصادي والتغير الهيكلي في الاقتصادات الزراعية العربية(النظرية والتجارب)، بيت الحكمة، العدد الاول، السنة الاولى، 1999.
- (12) سالم توفيق النجيفي، سياسات التثبيت الاقتصادي والتكيف الهيكلي واثرها في التكامل الاقتصادي العربي، بيت الحكمة، بغداد، 2002.
- (13) سامر سنقرط، سوق السندات في الأردن ودور البنوك في تطويره، جمعية البنوك الأردنية، عمان، بدون سنة 3.
- (14) سهام محمد السيدي، استقلالية البنوك المركزية ودورها في فعالية السياسة النقدية في الدول العربية،الدار الجامعية، الاسكندرية، 2010.

- (15) صلاح الدين جودة، بورصة الأوراق المالية، ط1، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، 2000 .
- (16) صندوق النقد الدولي والبنك الدولي، المبادئ التوجيهية لإدارة الدين العام، أعدها خبراء صندوق النقد الدولي 2000.
- (17) عادل فليح وطلال محمود كداوي، اقتصاديات المالية العامة، ج1 1988.
- (18) عبد الجبار هاني عبد الجبار، تقويم آثار برامج التصحيح الاقتصادي في المملكة المغربية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة بغداد، 2004.
- (19) عبد الحافظ عبداللطيف حسين علي، التحولات في السياسة النقدية بين مرحلتي التقييد والتحرر النقدي في العراق، اطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية الادارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية، 2008.
- (20) عبد الرحمن عبدالله الحميدي وعبد الرحمن عبدالمحسن الخلف، النقود والبنوك والاسواق المالية، دار الخريجي للنشر والتوزيع، الرياض، 1996.
- (21) عبد القادر يوسف الجبوري، التاريخ الاقتصادي، مؤسسة دار الكتب للطباعة والنشر، 1980.
- (22) عبد المنعم التهامي، التمويل : مقدمة في المنشأة والأسواق المالية، مكتبة عين شمس، القاهرة، 1985 .
- (23) عقيل عبد محمد الحمدي، اثر الدولار في السياسة النقدية في بلدان نامية مختارة، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة البصرة، 2005.
- (24) عوض فاضل إسماعيل، نظرية الإنفاق - دراسة في جوانبه القانونية والمالية والاقتصادية- النهرين، 2002.
- (25) غسان العياش، المصرف المركزي والدولة في التشريع العربي والدولي، اتحاد المصارف العربية، بيروت، 1998 37.
- (26) كمال مشرف وهاشم ابو عرار، النقود والمصارف، منشورات جامعة .
- (27) مايكل ايدجمان، الاقتصاد الكلي النظرية والسياسة، ترجمة وتعريب محمد إبراهيم منصور، دار المريخ، الرياض، 1999 562 .
- (28) محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006.
- (29) محمد صالح القرشي، اقتصاديات النقود والبنوك والمؤسسات المالية، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- (30) نادية عبد المنعم، الخصخصة وأثارها على التنمية.
- .Alolabor.org/final/images/stories/Alo/magazine/83/83/-.
- (31) نشأة الوكيل، التوازن النقدي ومعدل الصرف - دراسة تحليلية مقارنة لسوق النقود وسعر الصرف - 2006.

(32) هالة حلمي السعيد ونجوى عبدالله سمك، دراسة تحليلية لسوق السندات في جمهورية مصر العربية، سلسلة دراسات اقتصادية: مركز البحوث والدراسات الاقتصادية والمالية، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، العدد 2001 17 .
(33) هيل عجمي جميل و رمزي ياسين ، النقود والمصارف ، دار وائل ، عمان ، 2009 .

- المصادر باللغة الانكليزية

- (1) Alex Cukierman and others , Measuring The independence of central Banks Affects Policy Outcomes.
- <http://www.cedeplar.ufmg.br/economia/disciplinas/ecn933a/crocco/Operacao>
- (2) Bilin Neyapt, "Budget Deficit and Inflation: The Roles of Central Independence and Financial Marker Deveb Pment, contempary Economic Policy, vol, 21, No. 4, October 2003.
- (3) Daniel cohen, Monetary and Fiscal Policy in on open Economic with or with out 1989. Eupen Economic Rivew n33 Policy Coordination
- (4) Frank k. Reilly, Investment Analysis and portfoll management , II Linois :the – Dryden Press 1979.
- (5) Frederic S.Mishkin ,What Shoud Central Banks DO ? ,Federal Reserve Bank of ST Louis,2000.
- (6) Herman Bennett and Norman Loayza, Policy Biases when the monetary and Fiscal Authorities Have Different objectives, central Bank of Chile,working paper No. 66, March 2000.
- (7) Iain Begg, Running Econmic and Monetary Union : The challenges of policy co-ordination, in Europe : Government and money, The federal Trist for Education and Research, 2002.
- (8) M. D.Gadea and Others, Beating Fiscal Dominance. The Case of Spain, 1874-1998, Faculty of Economics and Business-University of Zaragoza, Working paper(8), 2008.
- (9) Mercedes Da Costa and Victor Olivo , OP, Cit ,P.4. Bilin Neyapt, "Budget Deficit and Inflation: The Roles of Central Independence and Financial Marker Deveb Pment, contempary Economic Policy, vol, 21, No. 4, October 2003.

- (¹⁰) Michael S. Rozeff ,Money and stock prices Journal of Financial Economics, sept 1974.
- (11) Paul R.Masson and Others ,The Scope For Inflation Targeting in Developing Countries ,International monetary Fund, Working Paper NO. 130, October 1997.
- (12) Pawel Marszalek, Coordination of monetary and Fiscal policy, The poznon university of Economices, Volume 3, Number 2, 2003.
- (13) Rogerio L. R. Werneck Tax Reform on The Brink of Fiscal Dominance Apolitical Economy Model Department of Economics PUC-Rio Catholic University of Rio de Janeiro Rua Marques de Sao Vicente 225 - Rio de Janeiro 22453-900, RJ, 2005.
- (¹⁴)Stephen G. Cecchetti, Money- Banking and Financial Markets,2nd ed, McGraw – Hill , 2010.
- (⁵) The staffs of the world Bank and the International Monetary Fund, "Guidelines for public Debt Management: Accompanying Documents and Selected case Studies, 2003. <http://imf.org/eternd/np/mae/pdebt/2002/eng/102402.htal>
- (¹⁶)W.Charles Sawyer and Richard L.Sprinkle, International Economics,3 nd ,Pearson Edition,USA,2009.