

التطورات النظرية الحديثة في موضوع الطلب علي النقود:

الدلائل التجريبية من الدول النامية

د. إيمان إبراهيم

قسم الاقتصاد والمالية العامة

- كلية التجارة جامعة طنطا



التطورات النظرية الحديثة في موضوع الطلب علي النقود : الدلائل التجريبية من الدول النامية

د. إيمان محمد إبراهيم

قسم الاقتصاد والمالية العامة - كلية التجارة جامعة طنطا

ملخص . برغم تأكيد النظرية الاقتصادية التقليدية والمسوح التجريبية علي أهمية العرض النقدي، كأداة من أدوات السياسة النقدية، غير أن الدراسات النقدية لم تتوقف . هذه الدراسة تتناول التطورات الحديثة في نظرية الطلب علي النقود، كما تناقش محدودات الطلب علي النقود في الدول النامية، وذلك من خلال تحليل النتائج التجريبية التي توصلت إليها الدراسات السابقة ذات الصلة. لقد توصلت الدراسة أولاً، إلي وجود علاقة قوية بين الطلب علي النقود ومحدداته كما تمثلها كلا من متغيرات المقياس *Scale variable* و متغيرات تكلفة الفرصة، مع ملاحظة أن هناك مراوحة بين ظهور سعر الفائدة والضخم، كلا منهما كممثل لتكلفة الفرصة في الدول النامية، مع وجود آثار ملحوظة للإحلال النقدي، وذلك لانفتاح معظم اقتصاديات الدول النامية علي العالم الخارجي. ثانياً، إلي وجود شكوك كثيرة حول استقرار دوال الطلب علي النقود في الدول النامية، الأمر الذي يعزى إلي وجود اثر للإصلاحات المكثفة، التي تعرض لها القطاع المالي منذ الثمانينات، بالإضافة إلي أثر التجديدات المالية *financial innovation* علي استقرار دوال الطلب علي النقود في الدول النامية ، الأمر الذي يشير التساؤل حول صلاحية العرض النقدي في امتصاص فائض السيولة المحلي.

المصطلحات الأساسية: الطلب علي النقود، الدول النامية، متغيرات المقياس *scale*، متغيرات تكلفة الفرصة البديلة، استقرار دوال الطلب علي النقود . الإصلاحات المالية، التجديدات المالية.

١ مقدمة

وفقاً ل Bitrus بشير الطلب علي النقود إلي الرغبة في الاحتفاظ بالنقود؛ بمعنى تفضيل النقود علي ما عداها من بدائل كشكل من أشكال الاحتفاظ بالثروة^١. إن ظهور الطلب علي النقود يرتبط بطبيعة الدور الذي تؤديه النقود كوسيط للتبادل ومخزن للقيمة، و يقوم الأفراد والشركات، تبعاً لذلك بالاحتفاظ بجزء من ثرواتهم في صورة نقود وجزء من ثرواتهم في صورة أصول. في البحث عن دوافع الأفراد والشركات للاحتفاظ بالنقود، تقوم هذه الدراسة بتمييز و توضيح إسهامات مدارس الفكر المختلفة منذ الثمانينات من القرن الماضي، موضحة كيف واجه الباحثون تحديات عمل نموذج للطلب علي النقود علي الجانبين النظري والتجريبي، وذلك في خضم التجديدات المالية التي كان لها أثر بالغ علي تقنيات الدفع و تخصيص المحفظة، كما تقوم هذه الدراسة بفحص الدلائل التجريبية من الدول النامية و فيما يتعلق بمحددات الطلب علي النقود في هذه الدول، و بالتركيز علي درجة استقرار دوال الطلب، خاصة في ظل التحرير المالي و التجديدات المالية التي ترتبط بالتحول، الذي يشهده العديد من دول العالم النامي، من نظام اقتصادي إلي نظام آخر، وبالتالي عن درجة ملائمة السياسات النقدية التي تنتهجها تلك الدول.

^١ Bitrus, Y. P, (2011), " The determinants of demand for money in developed and developing countries, *Journal of Economics and International Finance* . Vol.3(15), pp. 771. December, 2011.

بناء على ذلك، سوف يتم تقسيم هذه الدراسة إلى خمسة أجزاء: المقدمة ، نظريات الطلب على النقود ، الدلائل التجريبية ، استقرار دوال الطلب على النقود في الدول النامية، النتائج .

٢. نظريات الطلب على النقود

Theories of the Demand for Money

يمكن تحديد الغرض من نظرية الطلب على النقود في النظر إلى المتغيرات التي تدفع الناس إلى الاحتفاظ بجزء من ثروتهم في شكل نقدي بدلا من الاحتفاظ بها في شكل الأصول الأخرى . وفقا لـ Jhingan هناك أربعة مراحل فارقة في مداخل ثلاث لنظرية الطلب على النقود ١ :

- أ . المدخل الكلاسيكي the classical approach ; (١) نظرية كمية النقود لفيشر ; (٢) مدخل (كمبردج) الأرصدة النقدية
- ب . المدخل الكينزي the Keynesian approach
- ج . تطور المدخل الكينزي على يد توبن و بيمول وآخرون the post Keynesian approach
- د . نظرية كمية النقود الحديثة لفريدمان Friedman's Modern Quantity Theory Of Money
- ز . التطورات الحديثة في نظرية الطلب على النقود

أ . المدخل الكلاسيكي

the classical approach

(١) مدخل فيشر للطلب على النقود

تعد نظرية كمية النقود من أقدم نظريات الطلب على النقود، وتعمل النظرية على توضيح كمية النقود التي يحتفظ بها الأفراد عند مستوي معين للدخل الكلي ٢ ، إن أفضل شروح مدخل نظرية الكمية الكلاسيكية يقبع طي العمل الذي قدمه فيشر تحت عنوان " القوة الشرائية للنقود " (١٩١١) The Purchasing power of Money ، و الذي قدم من خلاله معادلة التبادل . تربط معادلة التبادل بين الدخل القومي الاسمي و بين كمية النقود و سرعة التداول و تأخذ الصورة التالية:

$$MV = PQ \quad (1)$$

حيث، M = كمية النقود ؛ V = سرعة التداول ، هي عدد مرات استخدام وحدة النقد سنويا لشراء السلع والخدمات ؛ P = المستوي السعري و Q = الناتج الكلي (و الدخل الكلي) .
إن معادلة التبادل، التي قدمها فيشر ليست أكثر من مطابقة، أي إنها صحيحة بالتعريف، ذلك أن كمية النقود في عدد مرات استخدامها في شراء السلع والخدمات تساوي كمية السلع والخدمات مضروبة في أسعارها.

^١ Bitrus, Y. P., Op. Cit, pp. 771-779.

2-Mishkin . F. S., "The Economics of Money , Banking , and Financial Markets ", Addison-Wesley, Columbia University . 1997, p544.

بفضل الافتراضات التي أسس عليها فيشر ; ثبات سرعة التداول في الأجل القصير ; ثبات مستوي الناتج عند وضع التوظف الكامل، فقد تحولت معادلة التبادل إلي نظرية كمية النقود المعروفة، و التي تعني أساسا بتفسير التغير في المستوي العام للأسعار .

ولأن نظرية كمية النقود تعني بتوضيح مقدار الأرصدة النقدية التي يمكن الاحتفاظ بها عند مستوي معين للدخل الكلي، فهي أيضا نظرية للطلب علي النقود. هذا الأمر يمكن توضيحه من خلال تعديل معادلة التبادل، وذلك بقسمة كلا من جانبيها علي V:

$$M = (1/V) PY \quad (2)$$

و لأن سرعة التداول ثابتة إلي حد كبير (افتراضا) ، فإنه يمكن التعبير عن المقدار (1/V) بالمقدار الثابت K ، فإذا كان سوق النقد في حالة توازن ، (العرض النقدي = الطلب النقدي) أو أن $MD = M$ ، فإن المعادلة (3) يمكن أن تأخذ الشكل التالي :

$$Md = KPY \quad (3)$$

حيث، $Md =$ الطلب علي النقود ؛ $K =$ جزء من النقود الحقيقية أو الدخل يرغب الأفراد في الاحتفاظ به في صورة نقود ؛ $p =$ المستوي السعري ، و Y هي الدخل الحقيقي الكلي .
و تقرر المعادلة (3) انه في حال ثبات المقدار K ، يكون مستوي المعاملات (الذي يتولد عن الدخل الكلي الاسمي PY) هو المتغير المباشر الوحيد في تأثيره علي كمية النقود المطلوبة Md من قبل الأفراد .

تكشف النتائج التي توصل إليها فيشر عن آراؤه فيما يتعلق بالنقود و في دورها في تسهيل التبادل و الي انعدام حرية الأفراد في الاحتفاظ بالقدر الذي يرغبونه منها، في تحليلاته، رأي فيشر أن الطلب علي النقود يعتمد علي مستوي المعاملات التي ترتبط بدورها بمستوي معين للدخل الكلي، و علي الطريقة التي تؤثر بها مؤسسات المجتمع في الطريقة التي يدير بها الناس معاملاتها، و التي تحدد سرعة التداول، و من ثم المقدار K.

(٢) مدخل (كمبردج) الأرصدة النقدية

أسفر التحليل الذي قام به مجموعة من الاقتصاديين الكلاسيك في كمبردج، و باستخدام نظرية كمية النقود، عن معادلة تتطابق معادلة الطلب النقدي التي قدمها فيشر ($Md = KPY$) . إن هذا التطابق لا يعني حدوث التطابق علي شموله بين كلا من مدخلي فيشر و كمبردج . ثمة فروق أساسية تضع حدا بينهما لذلك التطابق و تصنع من كل منهما خاصته التي لا يظهر فيها الآخر، فبدلا من النظر إلي مستوي المعاملات و إلي تأثير المؤسسات في الطريقة التي يدير بها أفراد المجتمع معاملاتهم فقط كمحددات أساسية للطلب علي النقود في جانب مدخل فيشر. يؤكد مدخل كمبردج علي خيارات الأفراد إذ يطرح السؤال التالي : ما هو حجم الأرصدة النقدية التي يرغب أفراد المجتمع في الاحتفاظ بها ؟ إن مدخل كمبردج، و في ظل مجموعة معينة من المعطيات يسمح بقدر أو آخر من المرونة ، فالأفراد يتمتعون بقدر ما من الحرية في الاحتفاظ بما يرغبونه من أرصدة نقدية . أنهم لا يخضعون

بالكامل للقيود المؤسسية التي تؤثر على طريقة إدارة معاملاتهم ، ذلك يعني أن مدخل كميردج لم يستبعد اثر سعر الفائدة على الطلب على النقود .

إن أهم ما يميز مدخل كميردج عن مدخل فيشر هو في دراسة وتحليل سلوك الأفراد، فهو يشتغل على الدوافع وراء احتفاظ الناس بالنقود (وهو ما سيفعله كينز فيما بعد كما سنرى) ، فيرد ذلك إلي دور النقود كوسيط للتبادل ومخزن للثروة .

يتناول مدخل كميردج دور النقود كوسيط للمبادلة، محددًا أهم العوامل التي تؤثر على الطلب على النقود لإجراء المبادلات . ها هنا ، يتفق مدخل فيشر مع مدخل كميردج في أن الطلب على النقود يرتبط بمستوي المعاملات (الارتباط يختلف عن هيمنة المتغير و تفرده بالتأثير) ، و بالتالي بالدخل الاسمي (الذي يحدد مستوي المعاملات) و بصورة تناسبية .

رأي أصحاب مدخل كميردج إن قيام النقود بدور مخزن للثروة دال على تأثير الثروة على الطلب على النقود، فكلما زادت الثروة زادت احتياجات الأفراد إلي الاحتفاظ بقدر اكبر من الأصول من بينها النقود، ولأن الثروة في صورتها الاسمية تتناسب مع الدخل الاسمي، فقد اقتنع أصحاب مدخل كميردج أن مكون الثروة في الطلب على النقود يتناسب مع الدخل الاسمي .

أخيرا ، نأتي على إشكالية ثبات المقدار k ، حيث أن ثبات k يدل على ثبات التناسب، و حيث أن هناك معادلة واحدة للطلب على النقود لدي الفريقين لا اثنتين ، فذلك يعني إنهما يستبعدان سعر الفائدة كمؤثر على الطلب على النقود في الأجل القصير. و الحقيقة أن أصحاب مدخل كميردج لا يرون في المقدار K نفس الثبات الذي رآه فيشر. أنهم يتقبلون فكرة تعرضه للتغير في الأجل القصير، ذلك لأن قرار استخدام النقود كمخزن للثروة لا بد وان يتأثر بالعوائد المتوقعة على الأصول الأخرى، التي تلعب مع النقود دور مخزن للثروة، لذلك فان مدخل كميردج لم يستبعد وجود اثر لسعر الفائدة على الطلب على النقود ، كما فعل مدخل فيشر .

ب . المدخل الكينزي

the Keynesian approach

رغم اتساع مدخل كميردج بالنسبة إلي مدخل فيشر، حيث ذهب أصحاب معادلة الأرصد النقدية لأبعد مما ذهب إليه فيشر في توسيع مجال أو نطاق الطلب على النقود، إلا أن مدخل كميردج شأنه شأن مدخل فيشر ظل يعاني إغفال دور النقود كمخزن للثروة جاء كينز (وهو خريج كميردج أيضا) ليذهب إلي أبعد مما ذهب إليه فريق كميردج . لقد بدأ كينز تحليله للطلب على النقود بنفس السؤال الذي طرحه أصحاب مدرسة كميردج و هو لماذا يرغب الناس في الاحتفاظ بالنقود ؟ لكنه وان تبع أسلافه في أسلوب مداخلة موضوع الطلب على النقود ، فقد نظر إلي ما يؤثر على قرارات الأفراد في الاحتفاظ بالنقود بقدر اكبر من الإمعان والتحقيق والموضوعية . يفترض كينز أن هناك أسباب ثلاثة للاحتفاظ بالنقود : دافع الصفقات ، دافع الاحتياط ، و دافع المضاربة أو المحفظة .

الطلب علي النقود بدافع المعاملات

في التحليل الكلاسيكي، (سواء في بعديه التبادل لفيشر أو الأرصدة النقدية لمدرسة كمبردج) ترتبط فكرة قيام الأفراد بالاحتفاظ بالنقود بفكرة قيامها بدور وسيط التبادل، ذلك الذي يمكن استخدامه لتسوية المعاملات الحاضرة والأجلة . تأثر كينز بالفكر الكلاسيكي، مؤكدا علي وجود ارتباط بين الطلب علي النقود بدافع المعاملات و بين مستوي المعاملات التي يجريها أفراد المجتمع ، فإذا كانت المعاملات ترتبط بالدخل علي نحو من التناسب، فان الطلب علي النقود بدافع المعاملات لا بد وان يرتبط بالدخل تباعا علي غرار ذلك النحو من التناسب .

و رغم أهمية الدخل كمحدد أساسي للطلب علي النقود بدافع المعاملات، إلا أن كينز ذاته قد واجه حقيقة إن سعر الفائدة يدخل ضمن العوامل المؤثرة علي الطلب علي النقود بدافع المعاملات ، إلا انه لم يعول عليه كثيرا نظرا لضآلة أثره في هذا المجال .

الطلب علي النقود بغرض الاحتياط

ذهب كينز إلي ابعده مما ذهب إليه الكلاسيك بإدراكه أن الحاجة إلي النقود قد تتجاوز حد إجراء المعاملات المتوقعة أو المؤكدة و انه قد تنشأ الحاجة للاحتفاظ بالنقود لمواجهة أي احتياجات طارئة أو غير متوقعة (مثل المرض ، فقدان العمل ، السرقة) .

رأي كينز أن هناك تناسب طردي بين الأرصدة النقدية التي يحتفظ بها الناس بدافع الاحتياط وبين حجم المعاملات التي يودون إجرائها في المستقبل . هذه المعاملات تتناسب مع الدخل، إذن، فالأرصدة النقدية التي يحتفظ بها الناس بدافع الاحتياط ترتبط بالدخل بنفس الشكل من التناسب . إضافة إلي ذلك ، تحدث كينز عن وجود أثر لسعر الفائدة علي الطلب علي النقود بغرض الاحتياط، إلا أن أثره ضئيل بالمقارنة بأثر الدخل الحقيقي ، و لو انه كينز تحليله عند هذا الحد لصار الدخل هو العنصر الوحيد المحدد للطلب علي النقود في نظريته التي لن تكون قد أضافت الكثير لمعادلة كمبردج .

الطلب علي النقود بدافع المضاربة

رأي كينز، مثل إيسلافه الكلاسيك من خريجي مدرسة كمبردج أن النقود، بالإضافة إلي نورها كوسيط للمبادلة تقوم بدور مخزن الثروة . لقد أطلق كينز علي الدافع إلي احتفاظ الناس بالنقود كمخزن للثروة اسم دافع المضاربة، أما الطلب علي النقود بدافع المضاربة، فانه يشير إلي الأرصدة النقدية التي يحتفظ بها الأفراد أملا في تحقيق ربح من جراء تكوين صورة (أو توقع) أفضل عن الأجواء المستقبلية للسوق ١ .

شأنه شأن الكلاسيك من مدرسة كمبردج رأي كينز أن الثروة تجد أهم محدداتها في الدخل ، فإذا كان الأمر كذلك ، فان الطلب علي النقود بدافع المضاربة يكون مرتبطا بالدخل وبنفس الدرجة من الأهمية

غير أن كينز بعد دراسته للعوامل التي تؤثر علي حجم هذه الأرصدة وجد أن سعر الفائدة يلعب دورا حاسما في التأثير علي هذه الأرصدة، هاهنا يبدو الشقاق جليا بين كينز ومدرسة كمبرج التي أرادت أن تتعامل مع هذا المكون للطلب علي النقود علي أساس انه يتناسب طرديا مع الدخل .

و تختلف حدة الشقاق حول النتائج التي توصل إليها كينز بخصوص سعر الفائدة و أثره علي الطلب علي النقود بين أعضاء المدرسة الكلاسيكية ذاتها، فنجد أن الشقاق علي أتمه بين كينز و فيشر الذي رأي أن سعر الفائدة لا تأثير له علي الطلب علي النقود، و تضيق شقة الخلاف بين كينز وبين مدرسة كمبرج، التي لم تضع فقط في الاعتبار الآثار المحتملة و الممكنة لسعر الفائدة .

بناء علي التحليل الذي قدمه كينز، يلعب سعر الفائدة السوقي Market Interest Rate دورا حاسما في تحديد أسعار السندات ١، وبالتالي في الطلب علي النقود بدافع المضاربة . فعلي فرض أن سعر الفائدة اعلي من معدله الطبيعي (و ذلك وفقا لما تحدده خبرات الماضي) ، فان أسعار السندات تكون اقل من أسعارها المعتادة ، فإذا توقع الأفراد أن يعود معدل الفائدة إلي مستواه الطبيعي ، وبالتالي أسعار السندات ، فإنهم يقومون بشراء السندات أملا في تحقيق مكاسب رأسمالية ، وبالتالي تكون السندات أكثر جاذبية من النقود كلما كان سعر الفائدة عاليا ، أما إذا كان سعر الفائدة اقل من معدله الطبيعي ، فان أسعار السندات تكون أيضا اعلي من قيمتها الطبيعية ، فإذا توقع الأفراد عودة سعر الفائدة إلي معدله الطبيعي فإنهم يقومون بالتحول من السندات إلي النقود (بيع ما لديهم من سندات خوفا من تحقيق خسائر رأسمالية) . لذا فانه في ظل المضاربة يرتبط الطلب علي النقود عكسيا بسعر الفائدة.

و هكذا يربط كينز بين الطلب علي النقود بدافع المضاربة و بين عدم التأكد بخصوص سعر الفائدة المستقبلي ٢ ، إذ يري أن الخطر و عدم التأكد بخصوص التوقعات يمثلان جذور العلاقة السلبية بين سعر الفائدة و الطلب علي النقود بدافع المضاربة . إن من يتحولون من السندات إلي النقود يتوقعون إن سعر الفائدة المستقبلي سوف يزداد. إن الاعتقاد الأساسي هنا هو أن سعر الفائدة الحالي منخفضا للغاية. وان الأفراد الذين يتحولون من النقود إلي السندات يتوقعون أن سعر الفائدة سوف ينخفض ٣ . إن الاعتقاد الأساسي هنا هو أن سعر الفائدة الحالي مرتفعا للغاية ، لهذا فانه كلما كان سعر الفائدة اليوم مرتفعا ، فانه تقل كمية النقود التي يتم الاحتفاظ بها لدافع المضاربة والعكس .

في صياغة معادلته، كان كينز حريضا علي التفرقة بين القيم الحقيقية والقيم النقدية . إذ تتضمن معادلة الطلب علي النقود متغيرات حقيقية مثل الدخل الحقيقي Y و الأرصدة النقدية الحقيقية Md / p . هذه المعادلة أطلق عليها كينز دالة تفضيل السيولة و تشير دالة تفضيل السيولة إلي أن الطلب علي الأرصدة النقدية الحقيقية يعتمد علي الدخل الحقيقي و سعر الفائدة .

١ - د. الخضراوي ، فتحي ، " النظرية الاقتصادية الكلية " ، كلية التجارة - جامعة طنطا ، ١٩٩٧ ، ص ١٧٠ .

٢ - Bitrus, Y.P., " The determinants of the demand for money in developing countries", Journal of Economics and International Finance Vol.3(15), p772.

٣ - من خلال تقديمه الطلب علي النقود بدافع المضاربة قدم كينز وظيفة أخرى للنقود باعتبارها وسيلة لتخزين الثروة . لقد افترض كينز إن الناس تقوم بتخزين الثروة " المالية " إما في صورة نقود أو في صورة سندات .

$$M^d / p = f(i, Y)$$

لقد صار كينز بإدخاله سعر الفائدة إلى دالة الطلب علي النقود واحد من مؤسسي مدخل توازن محفظة الأوراق المالية للتحليل النقدي Portfolio Balance Approach to Monetary Analysis ، وتجدر الإشارة إلى إن هيكس قد أضاف أيضا إلى هذا المدخل باقتراحه أن يعامل الطلب علي النقود باعتباره مشكلة من مشاكل توازن الميزانية balance sheet equilibrium وان يتم تحليله تبعا لذلك علي أساس نظرية طلب السلع commodity demand theory .

ج . تطور المدخل الكينزي علي يد تسوين و بيمول و آخرون The post Keynesian approach

بعد كينز، و في فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية، صار التطور في النظرية النقدية في اتجاهات مختلفة، أو متباعدة. أحد هذه الاتجاهات كان في العمل علي تطوير و تصحيح و تفسير دوافع الاحتفاظ بالنقود علي نحو أدق مما قام به كينز . الإضافات في هذا الاتجاه يمكن تصنيفها وترتيبها علي الصورة التالية :

النقطة الأولى ، وتعلق بالطلب علي النقود بدافع المعاملات والاحتياط و كيفية تأثرهما بسعر الفائدة و تطوير نموذج لتحديد القدر الأمثل من الأرصدة النقدية التي يجب الاحتفاظ بها بدافع إتمام المعاملات . هذه النماذج تم تطويرها علي يد كلا من تسوين و بيمول .

أطلق (1951) Baumol علي منهجه في تحديد الكمية المثلي من الأرصدة النقدية التي يتعين علي الفرد الاحتفاظ بها بغرض إتمام المعاملات اسم المدخل النظري للمخزون the inventory-theoretic approach . في النموذج الذي قدمه قام بيمول بتطبيق تحليل إدارة المخزون The inventory management analysis علي الطلب علي النقود بدافع الصفقات ، فقد قام بيمول باستخدام أسلوب الأمثلية optimizing techniques ، الذي عادة ما تستخدمه المنشآت في تحديد القدر الأمثل من مخزون السلع الواجب الاحتفاظ به في تحديد الكمية المثلي من أرصدة المعاملات . في هذا النموذج ، يعتمد الطلب علي أرصدة المعاملات علي كلا من تكلفة السمسرة brokerage costs (تكلفة تحويل الثروة من نقود إلى سندات و العكس) و تكلفة الفرصة البديلة (العائد المضحي به كنتيجة للاحتفاظ بالثروة في صورة نقود (ودائع) بدلا من الاحتفاظ بها في صورة أوراق مالية) . وفقا لذلك، فان التكلفة الكلية يمكن التعبير عنها علي النحو التالي¹ :

$$\text{التكلفة الكلية} = \text{تكلفة السمسرة} + \text{تكلفة الفرصة البديلة}$$

¹ - Bitrus, Y. P., op, cit, pp 772-773.

$$TC = bn + (i - rd) M^d \quad (1)$$

حيث ، $b =$ إلتعاب السمسرة ، $n =$ حجم المعاملات ، $T =$ عدد المعاملات ، $i =$ سعر الفائدة ، $rd =$ معدل الفائدة علي الودائع ، $Y =$ الدخل ، $M^d =$ الأرصدة النقدية المطلوبة لإتمام المعاملات . و نظرا لان تكلفة السمسرة تساوي $(Y/T) b$ ، كما أن $M^d = T/2$ ، فان المعادلة (١) يمكن إعادة كتابتها علي النحو التالي :

$$TC = b (Y/T) + (i - rd) (T/2) \quad (2)$$

ولتحديد حجم الأرصدة التي يجب علي الفرد تحويلها من سندات إلي نقود (في كل مرة يتم فيها التحويل) عند المستوي الذي يجعل تكلفة التحويل عند أدنى نقطة لها ، فإنه يجب إيجاد المشتقة التفاضلية الأولى لدالة التكاليف الكلية TC بالنسبة لعدد المبادلات T و بعد مساواتها بالصفر والحل لقيمة T نحصل علي المعادلة التالية :

$$T = \sqrt{2bY/i - rd} \quad (3)$$

أن تحديد الحجم الأمثل للمعاملات T يفيد في تحديد الحجم الأمثل للطلب علي أرصدة المعاملات ، و حيث أن $M^d = T/2$ ، فان الطلب الأمثل علي أرصدة المعاملات يساوي :

$$M^d = \frac{1}{2} \sqrt{2b Y/i - rd} \quad (4)$$

من المعادلة السابقة (وتعرف باسم قاعدة الجذر التربيعي الشهيرة the famous square - root rule) يتبين أن الطلب علي الأرصدة النقدية بهدف المعاملات يتناسب طرديا مع قيمة الجذر التربيعي لكمية المعاملات و عكسيا مع الجذر التربيعي لتكلفة الفرصة البديلة. علي سبيل المثال، إذا زادت تكلفة الفرصة البديلة (العائد المضحي به) ، فان الأرصدة النقدية المثلي الواجب الاحتفاظ بها سوف تقل في هذه الحالة.

بالنسبة إلي توبن، فإنه قد توصل إلي أمثلة الأرصدة النقدية للمعاملات بدءا من مدخل كمبردج ، فقد لاحظ توبن أنه بالرغم من قيامه بتحديد حجم الأرصدة النقدية الواجب الاحتفاظ بها بما يعادل نصف متحصلات أو نفقات الفترة ، إلا انه قد اغفل تحديد الشكل الذي يمكن من خلاله الاحتفاظ بهذه الأرصدة. و يري توبن انه يمكن الاحتفاظ بالأرصدة النقدية للمعاملات في صورة سندات ، علي أن يتم تسهيل (تحويل) جزء من تلك الأرصدة (السندات) إلي نقود، و قد قام توبن بتحديد الحد الأمثل من التحويلات من سندات إلي نقود transfers علي أساس قاعدة التوازن الحدي ، حيث يتم تحديد هذه الأرصدة عند نقطة تساوي كلا من الإيراد الحدي والتكلفة الحدية لعملية التحويل. إن الإيراد الحدي بالنسبة لكل عملية تحويل (من النقود إلي السندات والعكس) هو الفائدة الإضافية المكتسبة نتيجة الاحتفاظ بقدر اكبر من الأوراق المالية واقل من الأرصدة النقدية، أما التكلفة الحدية فهي إلتعاب السمسرة أو تكلفة تحويل الثروة من الأوراق المالية إلي النقود. إن العدد الأمثل للتحويلات يحدد بدوره الطلب الأمثل علي النقود بدافع المعاملات. في هذا النموذج أيضا، يظهر التأثير السالب لسعر الفائدة علي عملية التحول من النقود إلي السندات والعكس، وفقا لتوبن، فإنه إذا كانت الفائدة المكتسبة

من التخلي عن السيولة اكبر من التكلفة الحدية لعملية التحول من النقود إلى سندات ، فإنه تقل الأرصدة النقدية الواجب الاحتفاظ بها من أجل إتمام المبادلات والعكس .

النقطة الثانية تتعلق بالطلب علي النقود بدافع المضاربة وتطوير نظرية محفظة الأوراق المالية علي يد توبن

بتقديم وظيفة النقود كمخزن للثروة علي ساحة التحليل النقدي، قدم كينز سعر الفائدة كواحد من العوامل التي تؤثر علي الطلب علي النقود . رغما عن ذلك، فإن التحليل الكينزي للطلب علي النقود بدافع المضاربة كان مجالاً لنقد واسع متعدد، فقد أوضح كينز أن الناس يحتفظون بالنقود كمخزن للثروة عندما يكون العائد المتوقع علي السندات أقل من العائد المتوقع علي النقود ويحتفظون بالسندات عندما يكون العائد المتوقع علي السندات اكبر من العائد المتوقع علي النقود. في التحليل الكينزي، تبعاً لذلك، ليس هناك مجال للاحتفاظ بمحفظة أوراق مالية متنوعة تضم كلا من السندات والنقود في وقت واحد إلا في حالة واحدة نادرة الحدوث، ذلك عندما يتساوي العائد المتوقع علي كلا من السندات والنقود، وحيث أن قيام الناس بتنويع محافظهم المالية هو الأمر الأكثر قبولاً لأنه الأكثر عقلانية، لذا فإن نظرة كينز إلي فكرة التنويع بوصفها أمراً نادر الحدوث يعد عيباً خطيراً في صلب نظرية الطلب علي النقود بدافع المضاربة (هذا الأمر تمت معالجته فيما بعد من قبل هاري ماركوز وجيمس توبن) إن الفكرة الأساسية في نموذج توبن للطلب علي النقود بدافع المضاربة هو أن اختيار الناس للأصول التي يحتفظون بها لا يمكن أن يبنين فقط علي أساس المقارنة بين العوائد المتوقعة لهذه الأصول كما تصور كينز، وإنما يجب أن يقوم أيضاً علي حساب المخاطر التي تحيط بهذه العوائد . بالنسبة إلي النقود، فإن العائد عليها مؤكد، و يفترض توبن انه يساوي الصفر، أما السندات فإن عوائدها محفوفة بالمخاطر، كما إنها تعاني الكثير من التقلبات ، حتى أن العائد من ورائها يمكن أن يكون سالباً في أحيان كثيرة ، فإذا افترضنا أن الناس تميل في الغالب إلي تجنب المخاطرة ، فإنه يكون طبيعياً أن نتوقع فكرة أنهم قد يفضلون الاحتفاظ بأصول أقل من حيث العائد والمخاطرة علي الاحتفاظ بأصول كبيرة العائد شديدة الخطورة .

. لقد أظهر التحليل الذي قام به توبن أن تنويع المحفظة هو إجراء من شأنه تقليل الخطر الذي يحيط ببعض العوائد المتوقعة. و إذا كان الأمر كذلك ، فإن تصور توبن عن قيام الناس بتنويع الأصول التي تضمها المحفظة ما بين النقود والسندات هو الأقرب إلي الواقع في مجال توصيف سلوك الأفراد بالنسبة إلي ما قدمه كينز .

إن محاولات توبن، كما رأينا كانت جميعاً في اتجاه تصحيح و تطوير نظرية الطلب علي النقود بدافع المضاربة و المقدمة من قبل كينز، فإلي أي حد تراه قد نجح توبن في سد الثغرات التي تعاني منها النظرية ؟ يعتقد الكثيرون أن نجاح توبن ليس كاملاً، بل ويتساءلون حتى عن وجود أي طلب علي النقود بدافع المضاربة من عدمه. والسؤال المحير هو انه إذا كان هناك أصول تتميز، كالنقود، بانخفاض معدل الخطر و بضخامة العائد الذي تجلبه (أدون الخزنة وأرصدة السوق النقدي

money market mutual shares (فلماذا يفضل البعض الاحتفاظ بالنقود M1 كمخزن للثروة إن ؟ إن هذا اللغز قد يجد حلا في تطوير نماذج سلوك المستثمر "rate of return dominance" puzzle . ورغم أن نموذج توبن لم يوضح أسباب احتفاظ الناس بالنقود كمخزن للثروة ، إلا أنه ساعد في توضيح كيفية اختيار الناس بين الأصول ، كما أنه يعد خطوة هامة في تطوير مجال التمويل والذي يتعلق بتسعير الأصول وخيارات المحفظة .

د . فريدمان و نظرية كمية النقود الحديثة Friedman's Modern Quantity Theory Of Money

في مقالته الشهيرة التي قدمها عام ١٩٥٦ تحت عنوان " The Quantity Theory : A Restatement " ، قام فريدمان بتطوير نظرية للطلب علي النقود. و يختلف المدخل الذي اتبعه فريدمان عن ذلك الذي استخدمه كينز ، فبدلا من تحليل الدوافع التي تدفع الناس للاحتفاظ بالنقود كما فعل كينز ومن قبله أصحاب مدخل كمبردج ، رأي فريدمان أن النقود شأنها شأن أي أصل آخر، فالطلب عليها يتأثر بالعوامل التي تؤثر عي الطلب علي الأصول الأخرى. هذا يعني أن فريدمان قام بتطبيق نظرية خيارات المحفظة علي النقود The theory of portfolio choice ، مستندا في ذلك إلي النظرية العامة للطلب علي الأصول The general theory of asset demand .

وفقا لنظرية خيارات المحفظة، يعتمد الطلب علي النقود علي بعض العوامل مثل الموارد المتاحة للأفراد (الثروة) و العوائد المتوقعة علي الأصول الأخرى بالنسبة للعائد المتوقع علي النقود. رغما عن ذلك، فإن تحليل فريدمان يقرب من تحليل كينز في بعض الأحيان (علي سبيل المثال تناول فريدمان الطلب علي الأرصدة النقدية الحقيقية كما فعل كينز). إن نقطة البدء لدي فريدمان هي معادلة الأرصدة النقدية التي قدمها فريق كمبردج. إن نظرة واحدة إلي دالة الطلب علي النقود لدي فريدمان تفصح عن مدى ارتباطه بهذه المعادلة . هذه الدالة يمكن التعبير عنها علي النحو التالي ١ :

$$M^d / p = f (Y_p , r_b - r_m , r_e - r_m , \Pi_e - r_m) \quad (5)$$

حيث M^d / p = الطلب علي الأرصدة النقدية الحقيقية

Y_p = مقياس فريدمان للثروة والمعروف بالدخل الدائم

r_m = العائد المتوقع علي النقود

r_b = العائد المتوقع علي السندات

r_e = العائد المتوقع علي الأسهم

Π_e = العائد المتوقع للتضخم

1 Mishkin . F .S., "The Economics of Money , Banking , and Financial Markets " , Addison-Wesley , - Columbia University , 1997 , p544.

لأن الطلب علي أي أصل يرتبط طرديا بالثروة، فان الطلب علي النقود يرتبط طرديا بمفهوم الثروة لدي فريدمان ، الدخل الدائم. المصطلحات $r_e - r_m$ و $r_b - r_m$ تمثل كلا من العائد المتوقع علي السندات و العائد المتوقع علي الأسهم بالنسبة إلي النقود ; كلما زادت هذه العوائد، فان العائد المتوقع النسبي علي النقود ينخفض فينخفض الطلب علي النقود. ويعبر المصطلح $\Pi_e - r_m$ عن العائد المتوقع علي السلع بالنسبة إلي النقود. بصورة أخرى عن المكاسب الرأسمالية المتوقعة كنتيجة لارتفاع أسعار السلع وتساوي تلك المعدل المتوقع للتضخم ; كلما زاد $\Pi_e - r_m$ زاد العائد المتوقع للسلع بالنسبة إلي النقود فينخفض الطلب علي النقود .

ز . التطورات الحديثة في نظرية الطلب علي النقود

في الستينات و السبعينات، و من خلال كم متماسك وواسع من الأبحاث تم توسيع إسهامات توبن و بيمول، وبالارتباط مع الاتجاه المتنامي نحو تطوير الأسس الجزئية microeconomic foundations للاقتصاد الكلي ، قام الاقتصاديون في الثمانينات بتحويل مسار دراسات الطلب علي النقود .فبدلا من تحليل الأرصدة النقدية المرغوبة للوحدات الاقتصادية و بصورة منفصلة ١ ، إلي تقييم نظرية أوسع للطلب علي النقود علي أساس قرارات الاستهلاك والإنتاج الأنبية لدي الشركات والأفراد. وفيما يلي عرضا للنماذج التي قدمت في إطار هذا الاتجاه .

نماذج تداخل الأجيال

Overlapping – generations models

في هذا النموذج، يقدم الطلب علي النقود في سياق مشكلة تعظيم الاستهلاك والإنتاج الكلي للوحدة الاقتصادية an agent's overall production/consumption optimization problem . لقد طور (1977) Wallace و آخرون نموذج للطلب علي النقود في إطار تداخل الأجيال الذي قدمه (1958) Samuelsson's .

هذا النموذج يحاكي توبن في تأكيده علي دور النقود كمخزن للقيمة، غير انه غير مناسب لتفسير الطلب علي الأصول التي تؤدي مهام وسيط المبادلة. لقد تعرض هذا النموذج لانتقادات شديدة، فهو علي سبيل المثال لا يستطيع أن يفسر تفضيل الوحدات الاقتصادية للاحتفاظ بالنقود علي الرغم من وجود أصول أخرى تتشابه مع النقود من ناحية انخفاض مخاطر الاحتفاظ بها، إلا أنها تفوق النقود من ناحية العائد. إضافة إلي ذلك، فهو يفشل عند التقدير الإحصائي في تقديم تنبؤات يعند بها عن الطلب علي النقود - في حال عدم توافر هذه التقديرات من مداخل أخرى .

1 - , Duca.J.V., Vanhooose.D.D., " Recent developments in understanding the demand of money " , Journal of Economics and Business 56 (2004) ,p .252.

نماذج زمن التسوق Shopping - time models

لقد قدم هذا المدخل أولاً (Saving (1971) . يري Saving أن استخدام النقود يقلل من الزمن الذي تستغرقه عملية الاستهلاك، وبالتالي فإنه يساهم في توفير الوقت المتاح للعمل أو للأنشطة الترويحية الأخرى . و تمثل المنفعة التي تحصل عليها الوحدة الاقتصادية من جراء ذلك عائداً ضمناً .

بدلاً من اعتماد الأرصدة النقدية المرغوبة على مسار الدخل (المحدد خارج النموذج) في نموذج المدخل النظري للمخزون يصيغ نموذج زمن التسوق علاقة توازنية داخل محفظة الأوراق المالية بين كلا من الأرصدة النقدية الحقيقية والاستهلاك ، بينما يبقى سعر الفائدة ضمن المعطيات . بصورة أخرى ، يقوم نموذج زمن التسوق - في إطار الاقتصاد الكلي بإنتاج مسارين - يتم تحديدهما من داخل النموذج و بصورة مشتركة - لكلا من الأرصدة النقدية المرغوبة والاستهلاك عوضاً عن معالجة الخيارين بصورة منفصلة . الأمر الذي يمهّد لإبعاد الدخل من دالة الطلب على النقود ليحلل الاستهلاك - كمتغير للمقياس - بدلاً عنه . أيهما أفضل هذه مسألة متروكة للقياس .

أن نموذج زمن التسوق يمنح الاقتصاد الكلي وسائل تكامل (أو دمج) النقود في إطار نماذج الامثلية optimizing models مجنباً إياه التعقيدات التي تكتنف عملية تفسير أسباب الاحتفاظ بالنقود في نماذج المخزون أو تفضيل السيولة التقليدية في ظل نماذج التوازن العام الديناميكية . إضافة إلى ذلك ، فهو يتلافى قصور التركيز على دور النقود كمخزن للقيمة في نماذج تداخل الأجيال . رغمًا عن ذلك ، فإن هذا النموذج يشتمل على تعقيدات الجمود nominal rigidities والمنافسة الاحتكارية التي باتت تنتشر في الكثير من دراسات الاقتصاد الكلي الحديثة . برغم أوجه القصور ، في جميع الأحوال ، يظل نموذج زمن التسوق مفضلاً عما عداه عندما تدعو الحاجة إلى استخدام النماذج الحركية .

نماذج الدفع مقدماً

Cash - in - advance models

ظهر قيد الدفع مقدماً من قبل (Clower (1967) كمحاولة لتضمين قيد فعال للطلب على النقود في نموذج غير توازني اقتصاد نقدي تسوده ملامح جمود الأجور والأسعار . و لكن بحلول الثمانينات سرعان ما غطت مداخل التوازن العام الحركية للاقتصاد الكلي على نظريات الاختلال . لقد كان العمل الذي قدمه (Lucas & Stokey (1983) باعثاً على استحداث العديد من أساتذة الاقتصاد الكلي لمدخل الدفع مقدماً في صياغة نماذج الطلب على النقود . في هذا النموذج ، يتم التعبير عن ضرورة استخدام النقود في إجراء المبادلات من خلال قيد ، بينما يظهر مسار الأرصدة النقدية المرغوب الاحتفاظ بها على نحو بواقى residual في مشكلة الامثلية الحركية dynamic optimization problem للوحدات الاقتصادية التي يشتمل عليها التحليل .

يرى البعض أن هذه الطريقة البسيطة لا تكفي للنهوض بالتحليل الدقيق لتفضيلات الوحدات الاقتصادية علي المستوي الماكرو ، كما أن معظم هذه النماذج لا يقدم التفسير الكافي نظرا لتجاهله بعض العوامل التي تؤثر علي الطلب علي النقود .

نماذج العودة إلي المخزون

A return to the inventory model

رغم المساهمات الحديثة التي عرضنا لها أنفا ، فإن النظرية الأساسية للطلب علي النقود لم تتغير كثيرا منذ السبعينيات حتى الآن ، هذا يرجع إلي أوجه القصور التي تعاني منها تلك النماذج ، والتي اشرنا إليها في حينه .

إن احد المساهمات الحديثة التي برزت مؤخرا وتقتصر العودة إلي مدخل المخزون للطلب علي النقود تقدم بها كل من (Alvarez , Atkeson , and Edmond (2003) . لقد قام هذا الفريق بتطوير إطار للامثلية الحركية يتم من خلاله استبعاد قيد الدفع مقدما علي افتراض أن كل وحدة اقتصادية يمكن أن تحول الأموال من حساب السمسرة brokerage account إلي حساب الودائع الجارية في فترات منتظمة ، و بالتالي تم دمج المدخل النظري للمخزون في نموذج أمثلية حركية .

هذا النموذج أيضا تعرض للنقد لان المسافات المثلي للتحويلات النقدية قد تظهر بوصفها جزء من مشاكل قرارات الوحدات الاقتصادية ، ذلك علي النقيض مما يفترضه Alvarez من أن هذه المشاكل هي من المصادر الخارجية وراء جمود الأجور والأسعار .

من العرض السابق ، تتضح الطبيعة التكاملية للتطور المعرفي، إن مداخلة كينز في تحليل الطلب علي النقود تتأثر أسلوب مداخلة كمبردج الكلاسيكي، مؤسسا عليه، و بالتركيز علي دور سعر الفائدة الذي أغفله مدخل كمبردج . في نفس الوقت، نري أن عمل فريدمان، والذي يمتد بسبب إلي التراث الكلاسيكي، مستخدما نظرية الكمية "الكلاسيكية" ، لا ينفصل عن أعمال معارضيه، فهو يتفق مع كينز في استخدام المتغيرات الحقيقية لا الاسمية، كما تعتمد المساهمات النظرية الحديثة في الطلب علي النقود علي أعمال كلا من بيموول وتوين . إن التأثيرات متبادلة بين المداخل المختلفة إلي حد قد يصعب معه قبول فكرة وجود المذهب الخالص ؛ مذهب كينزي خالص أو كلاسيكي خالص. إن المسار المعرفي للتطور في نظرية الطلب علي النقود يمضي مرتبطا بالسيرورة الزمنية للتاريخ فكلاهما يصعد في اضطراد نحو مزيد من العمق والاتساق.

بالرغم من سمات التكامل المعرفي التي نلمسها من آن لآخر هنا أو هناك، فإن لدينا علي أحسن تقدير نظريتان للطلب علي النقود ؛ نظرية تفضيل السيولة الكينزية ؛ نظرية الكمية الحديثة لفريدمان ، ثمة اختلافات أساسية بين الأطر التي تناول كلا منهما في نطاقها الطلب علي النقود. وهذه توطن اختلاف آخر في درجة استقرار دوال الطلب علي النقود لدي كلا منهما، فبحسب النتائج التي توصل إليها كلا منهما تكون دالة الطلب علي النقود لفريدمان هي الأكثر استقرارا، و هذا يرجع إلي خصائص محددات الطلب علي النقود لدي فريدمان :

- الدخل الدائم أكثر استقرارا من الدخل الجاري .
 - أن الانتشار the spread بين عوائد الأصول سوف يكون مستقرا فالتغير الذي تتعرض له هذه العوائد (زيادة ونقصانا) يحدث في نفس الوقت ، لذا فانه من المتوقع أن يؤدي التغير في سعر الفائدة في نموذج فريدمان إلي تأثير ضئيل أو حتى إلي عدم التأثير بأي شكل علي الطلب علي النقود .
- وهكذا، يكون الطلب علي النقود مستقرا، إذا كانت العوامل المؤثرة علي الطلب علي النقود مستقرة، هذا ما سنحاول التماسه في البحوث التطبيقية التي تناولت حالة الدول النامية.

٣ . الدلائل التجريبية

محددات الطلب علي النقود في الدول النامية

توجد تعريفات عديدة للنقود، فهناك التعريف الضيق m1 ويشير إلي العملة المتداولة خارج الجهاز المصرفي والودائع الجارية في البنوك التجارية. وهناك تعريفاً آخر أكثر اتساعاً، ذلك الذي قدمه فريدمان (١٩٥٦) m2 ويشمل بالإضافة إلي m1 الودائع الأجلية في البنوك التجارية . إن درجة اتساع مفهوم النقود يعتمد بدرجة كبيرة علي درجة تطور القطاع المالي ، انه كلما زاد تطور القطاع المالي، فان بعض الأصول التي تتصف بعدم سيولتها قد تصنف كنقود، وذلك يرجع إلي أن تطور القطاع المالي بذاته قد يؤدي إلي زيادة سيولة بعض الأصول غير السائلة، و من ثم يتم تصنيفها كنقود.

بناء علي ما سبق، يمكن القول إن الدول النامية، التي يمتلك معظمها أسواقاً مالية متخلفة وغير متنوعة ، تفتقر إلي أدوات السوق المالية و إلي أساليب السدفع payment technologies إلي حد يصير فيه القول بأن معظم المعاملات في هذه الدول تعتمد أساساً علي استخدام النقود بالمعني الضيق m1 أمراً مستساغاً. استناداً إلي ذلك ، يمكن القول أن هناك درجة أو أخرى من الاختلاف بين محتوى النقود الواسعة m2 في كلا من الدول النامية و المتقدمة، الأمر الذي يجب وضعه في الاعتبار عند المقارنة بين النتائج التي يتوصل إليها الباحثون في كلا من الدول النامية و المتقدمة .

بالنسبة إلي محددات الطلب علي النقود في الدول النامية، فانه يمكن التمييز بين مجموعتين من المتغيرات :

١. المتغيرات التي ترتبط بأثر الدخل أو الثروة، و يشار إليها بمتغيرات المقياس أو الدرجة scale variables .
٢. متغيرات تكلفة الفرصة، و ترتبط بالإحلال substitution بين الأصول (بدائل النقود) المختلفة، و القائم علي الجاذبية النسبية للأصول التي ينظر إليها كبدايل للنقود.

إن دالة الطلب النموذجية standard بالنسبة للدول النامية تشتمل على مستوي المعاملات the level of transaction ، متغيرات المقياس scale variable و الممثلة بالدخل أو الثروة ، و متغيرات تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالنقود ، و التوقعات some kind of expectations . هذه المتغيرات سوف نتناولها فيما يلي .

جدول (١)

ملخص تقديرات دوال الطلب علي النقود في مجموعة منتقاة من الدول النامية

| الدراسة | أسلوب الدراسة | استقرار الطلب | البلد / فترة الدراسة | المتغيرات الأكثر تأثيراً في الطلب علي النقود في الدول النامية |
|------------------------------------|-------------------------------|---------------|--------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Owoye and Onafowora (2007) | CUSUM, التكاملي ، CUSUMSQ | مستقر في m2 | نيجيريا (١٩٨٦:١ - ٢٠٠١:٤) | الدخل الحقيقي ، سعر الفائدة المحلي، معدل التضخم، سعر الفائدة الخارجي و القيمة المتوقعة للعملة المحلية |
| Abdullah, Ali and Matahir (2010) | ARDL | مستقر في m2 | ٥ دول أسيوية | الدخل، التضخم، سعر الفائدة، سعر الصرف، سعر الفائدة الخارجي |
| Valadkhani (2008) | Empirical panel investigation | مستقر في m2 | ٦ من دول المحيط الهادي الأسيوية (١٩٧٥-٢٠٠٢) | الدخل الحقيقي، التضخم، انتشار سعر الفائدة القصير، سعر الفائدة الأمريكي و سعر الصرف الحقيقي الفعال |
| Ozturk, Acaravci (2008) | (FGLS) | مستقر ، m2 | ثمانية من الدول التي تمر بمرحلة انتقال (١٩٩٤ - ٢٠٠٥) | الدخل ، تدهور سعر الصرف ، التضخم |
| Bashier & Dahlan (2011) | تكاملي جوهانسون جوسيلوس | مستقر ، m2 | الأردن ١٩٧٥ - ٢٠٠٩ | الدخل ، سعر الفائدة ، تدهور سعر الصرف |

| | | | | |
|---------------------------------|---------------------------------|------------------------------|-------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Valadkhan, Alauddin (2003) | (SUR) | مستقر ، m2 | ثمانية من الدول النامية ١٩٧٩- ١٩٩٩ | الدخل، انتشار سعر الفائدة، التضخم، سعر الفائدة الأمريكي |
| Yu, Tha Gan (2009) | EG- ECM | مستقر ، M1,M2 | خمسة دول أسيوية ١:١٩٨٧الي ٤:٢٠٠٧ | الدخل الحقيقي، سعر الفائدة ، التضخم ، معدلات الإقراض |
| Pradhan, Subramanian(2003) | three-step testing procedure | غير مستقر | الهند | وجود أثر للإصلاحات المالية علي العلاقة طويلة الأجل بين الطلب علي النقود و محدداته |
| Kumar, Singh (2009) | (GETS),(JML),CUSUM, CUSUMSQ | مستقر في m1 | بلدان جزيرة المحيط الهادي | الدخل الحقيقي، سعر الفائدة الاسمي |
| Alkwani, Al- towajjari(1998) | التكامل ، (ECM) | مستقر في m1 | المملكة العربية السعودية ١٩٩٧-١٩٧٧ | الدخل الحقيقي،سعر الفائدة ، التضخم ،سعر الصرف |
| Bahman-Oskooee, Wang (2007) | ،CUSUM, ARDL CUSUMSQ | ،M1مستقر ، مستقر m2غير | الصين | الدخل الحقيقي ، سعر الفائدة ، التضخم، سعر الصرف |

١ - متغيرات المقياس أو المدى

the scale variables

مستوي الدخل

بصفة عامة، يعتبر حجم المعاملات التي يتطلب الأمر تنفيذها في أي مجتمع من أهم محددات الطلب علي النقود، كما يعتبر مستوي الدخل أو الناتج المحلي الإجمالي (GDP) مؤشر جيد لحجم المعاملات. بناءا علي ذلك ، وعلي فرض ثبات العوامل الاخرى، فإنه من المتوقع أن يزداد الطلب علي النقود كلما زاد مستوي الدخل و زادت الحاجة إلي النقود، وأن ينخفض الطلب علي النقود عندما ينخفض مستوي الدخل وتقل الحاجة إلي النقود. إضافة إلي ذلك، و فيما يتعلق بحالة الدول

النامية، يكتسب الدخل الحقيقي أهمية فائقة بالنسبة إلي غيره من المتغيرات الأخرى، التي تؤثر في الطلب علي النقود (انظر الجدول ١). السبب في ذلك يرجع إلي عدم وجود أسواق مالية متطورة، ما يعني غياب أدوات السوق المالي ، و تقنيات الدفع ، والتي يمكن أن يستخدمها الأفراد، عوضا عن النقود، في تمويل العمليات التي يرغبون القيام بها، الأمر الذي يؤدي إلي احتفاظ الأفراد في هذه الدول بنسبة كبيرة من دخولهم في شكل نقدي . و يتوقع الكثيرون، تبعا لذلك أن تكون المرونة الداخلية للطلب علي النقود كبيرة، متجاوزة الواحد الصحيح .

لقد وجدت دراسة Anoruo(2002), Akinlo(2005), Owoye and Onafowora(2007), Nwafor et al (2007) أن المرونة الداخلية للطلب علي النقود تساوي ٥٧ و ١٠٩ و ٢٠٦ و ٤٠٥ علي التتابع في نيجريا، بينما وجد كل من Darrat(1986), Nell(2003), Drama & yao (2010) أن المرونة الداخلية للطلب علي النقود تساوي ٨ و ١٠٤ و ١٠٣ و ٥٣ في كينيا وجنوب إفريقيا و كوت ديفوار ، كما وجدت دراسة Abbas Valadkhani (٢٠٠٨) أن قيمة المرونة الداخلية للطلب علي النقود في ستة من الدول الآسيوية هي علي التوالي ١,٦٢، ١,٦٢، ١,٤٣٧، ٢,٧٦٣، ١,٣١٥، ١,١٦١ وذلك في الصين ، اليابان، ماليزيا ، الفلبين، سنغافورة ، فيجاي .

علي الجانب الأخر، يري (Arrau et al,1991) أن زيادة المرونة الداخلية للطلب علي النقود عن الواحد الصحيح، إنما يرجع إلي خصائص دالة الطلب التقليدية traditional money demand specifications و التي لا تشمل صراحة علي اثر الابتكارات المالية . إن تلك الدوال تعاني مشكلات سوء التوصيف، ، ويعد سوء التوصيف هو السبب الرئيسي في ظهور ما يسمى بظاهرة النقود المفقودة " missing money" Episodes . إن مشكلة سوء التوصيف تعبر عن نفسها في صور شتي، احدي هذه الصور هو المبالغة في التقديرات " تظهر صورة المبالغة في التقديرات في شكل تضخم المقدرات المبطة للمتغير التابع بصورة غير معقولة (هذا يعني كبر فترات إبطاء التعديلات المقدره implausibly long adjustment lags) ، وقد تتجاوز الواحد الصحيح (هذا يعني عدم استقرار الطلب علي النقود حركيا) . من صور سوء التوصيف، أيضا زيادة المرونات طويلة الأجل للدخل و الفائدة متجاوزة الواحد الصحيح (هذا بسبب طول فترات إبطاء التعديلات المقدره) ، أو أن يكون الأثر الفوري للمرونة الداخلية للطلب شديد الانخفاض (أحيانا غير معنوي ولا يختلف عن الصفر)^١ يظهر سوء التوصيف ، أيضا في ارتباط الأخطاء ببعضها . أو تقلب قيم المعلمات مع تغير فترات الدراسة . وفقا للدراسة التي قدمها (Arrau et al,1991) ، فإن النقود المفقودة هي الابتكارات المالية التي يتم تجاهلها في دوال الطلب التقليدية . و أن زيادة المرونة الداخلية للطلب عن الواحد الصحيح يعد احد تجليات هذه المشكلة، (انظر جدول ٢).

¹ - Judd, J. P & Scadding, J. L. (1982). The Search for a Stable Money Demand Function: A Survey of the Post-1973 Literature, *American Economic Association*, Vol. 20, No.3. p. 996.

جدول (٢)

المرونة الداخلية للطلب علي النقود في بعض البلاد الأفريقية

| الدولة | الجزائر | بتسوانا | بوروندي | للكامبيرون | كوت ديفوار | مصر | نيجريا | زامبيا | غانا | زامبيا |
|------------------------|---------|---------|---------|------------|------------|------|--------|--------|------|--------|
| المرونة الداخلية للطلب | 1.07 | 3.07 | 0.91 | 0.75 | 2.44 | 1.15 | 0.66 | 2.41 | 0.39 | 0.23 |
| t-stat | 4.8 | 3.6 | 2.4 | 2.9 | 5.7 | 3.1 | 3.0 | 3.2 | .08 | 0.5 |

المصدر: Akinkunmi.M.A., "Money Demand In Developing Countries: A Dynamic Panel Approach", UMI Number: 3125001, 2004, Proquest information and learning Company.

٢- متغيرات تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالنقود the opportunity cost of holding money
سعر الفائدة

يرجع الفضل إلي كينز في تقديم سعر الفائدة، بوصفه أحد العوامل المؤثرة علي الطلب علي النقود (الطلب علي النقود بدافع المضاربة) . و تشير نظرية تفضيل السيولة إلي وجود علاقة عكسية بين معدل العائد علي الأصول المالية (كما يعبر عنها سعر الفائدة) والطلب علي الأرصد النقدية الحقيقية، فكلما زاد سعر الفائدة كانت رغبة الأفراد في الاحتفاظ بالنقود أقل والعكس صحيح. إن سعر الفائدة المحلي يمثل تكلفة الفرصة للاحتفاظ بالنقود (أو تكلفة الفرصة للاحتفاظ بالسيولة)، فإذا زاد سعر الفائدة زادت الرغبة في الاحتفاظ بالأصول المالية، مثل أذون الخزانة، السندات... الخ، والعكس صحيح.

في الدول النامية، ونظرا لانخفاض مستويات الدخل يقل الطلب علي النقود بغرض المضاربة، ويقل تأثير سعر الفائدة علي الطلب علي النقود تبعاً لذلك. من ناحية أخرى، و نظراً لقلّة الأصول المالية التي يعرضها السوق المالي (غير المتطور) ، إضافة إلي ارتفاع تكلفة الصفقات فيها تقل جاذبية الأصول المالية ، فيميل الناس غالباً للاحتفاظ بثروتهم في شكل نقود .

من الناحية العملية، فإن سعر الفائدة لا يعبر عن تكلفة الفرصة البديلة في الدول النامية. أن إمكانية الإحلال بين النقود و بين الأصول المالية محدودة، ذلك لطبيعة الأسواق المالية غير المتطورة، كما تحول عملية التحديد المركزي لسعر الفائدة و ثباته لفترات طويلة في هذه الدول من دراسة تأثير التغير في سعر الفائدة علي الطلب علي النقود.

إضافة إلي ما سبق، تستخدم سعر الفائدة في الدول النامية بوصفها أداة تموية أكثر من كونها أداة من أدوات التثبيت، التي تستخدم طي برامج التثبيت والتعديل الهيكلي، فيتم تخفيض سعر الفائدة عن السعر السوقي بهدف تحفيز الاستثمار والنمو، الأمر الذي يؤثر سلباً علي تخصيص المدخرات، و يؤدي إلي هروب التدفقات الرأسمالية الخارجية .

إن النموذج الذي تشكله خصائص الأسواق المالية بالدول النامية يجعل من سعر الفائدة، كهدف للسياسة، أداة غير مؤثرة. تبعاً لذلك، يمكن القول أنه إذا كانت الأسواق المالية ضعيفة، فإن فعالية السياسات التي تستخدم سعر الفائدة سوف تكون محدودة.

علي الجانب التطبيقي، توصل بعض الباحثين إلى وجود آثار هامة لسعر الفائدة علي الطلب علي النقود في الدول النامية، علي سبيل المثال وجدت دراسة (Bashier & Dahlan (2011) أثراً سالباً ومعنوياً لسعر الفائدة علي الطلب علي النقود في الأردن، حيث يعتبر سعر الفائدة ممثلاً لتكلفة الفرصة البديلة .

و تشير دراسة (Abbas Valadkhani (٢٠٠٨) ، التي تناولت محددات الطلب علي النقود في ستة دول أسويوية أن سعر فائدة واحد لا يمكن أن يعتبر ممثلاً كافياً لتكلفة الفرصة البديلة ، خاصة في ظل التحرر المالي financial deregulation and innovation الذي تشهده دول العالم . لقد استخدمت الدراسة متغير انتشار سعر الفائدة interest rate spread (بدلا من سعر الفائدة و ذلك لأنها الأقدر علي تجسيد عمليات إحلال الأصول المالية، و لقد توصلت الدراسة إلي وجود علاقة عكسية بين الطلب الحقيقي علي النقود وبين متغيرات تكلفة الفرصة البديلة و تشمل معدل انتشار سعر الفائدة ، و معدل التضخم، و سعر الفائدة الأمريكي الحقيقي، و سعر الصرف الفعال الحقيقي . من ناحية أخرى، توصلت دراسة (Ozturk, Acaravci (2008 عن ثمانية من الدول التي تمر بمرحلة انتقال إلي عدم وجود تأثير لسعر الفائدة علي الطلب علي النقود.

نظراً للنتائج التي توصلنا إليها سابقاً، والتي تشير في الإجمال إلي عدم قدرة سعر الفائدة علي تجسيد عمليات إحلال الأصول المالية ، يضاف إلي ذلك فشل أسعار الفائدة المنظمة الحكومية في أن تعدو مرآة عاكسة للعوائد الفعلية البديلة و المتاحة، كذلك و استناداً إلي النتائج التطبيقية التي توصلت إليها معظم الدراسات السابقة، فإنه لا يمكن النظر إلي سعر الفائدة بوصفه ممثلاً لتكلفة الفرصة البديلة في الدول النامية، كما أنه لا يمكن قبول فكرة أن سعر الفائدة يمكن إسقاطه بالكلية من دوال الطلب علي النقود في هذه الدول علي اعتبار أنه لا يمثل تكلفة الفرصة البديلة فيها. الأمر يمكن توضيحه، إذا صارت فكرة اختلاف درجة الإصلاح المالي الذي تقوم به تلك الدول منذ التسعينات و حتى الآن محل تقدير . عندئذ قد نتوقع أن يزداد تمثيل سعر الفائدة لتكلفة الفرصة البديلة، كلما زادت الإصلاحات المالية في البلد النامي موضع الدراسة والعكس.

المعدل المتوقع للتضخم

من حيث انتهياً في الجزئية السابقة والمتعلقة بسعر الفائدة، ينظر الكثيرون، عوضاً، إلي معدل التضخم باعتباره ممثلاً لتكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالنقود في الدول النامية. يرجع الفضل إلي فريدمان في تقديم معدل التضخم في دالة الطلب علي النقود. وفقاً لنظرية خيارات المحفظة، يعتمد الطلب علي النقود إلي جانب الثروة علي العوائد المتوقعة علي الأصول الأخرى، بالنسبة للعائد المتوقع علي النقود. ويعبر معدل التضخم عن العائد المتوقع علي السلع بالنسبة إلي

النقود. بصورة أخرى عن المكاسب الرأسمالية المتوقعة كنتيجة لارتفاع أسعار السلع وتتساوي تلك مع المعدل المتوقع للتضخم ; كلما زاد معدل التضخم يزداد العائد المتوقع للسلع بالنسبة إلي النقود فينخفض الطلب علي النقود . بصورة أخرى، تزداد مخاطر الاحتفاظ بالنقود في الفترات التي يميزها عدم استقرار المستوي السعري (و المصحوب بحالة من عدم التأكد) ، وحيث يزداد الطلب المضطرب panic demand علي السلع و الأصول الحقيقية والبديلة يقل التفضيل النقدي علي نحو العموم.

علي الجانب التجريبي، وجدت دراسة (2004) Akinkunmi ، عن محددات الطلب علي النقود في ٣٦ دولة نامية ، قدرا من الاتساق بين المرونات المقدره لدالة الطلب علي النقود الخاصة بكل دولة علي حدة ، و المرونات المقدره لدالة الطلب علي النقود لكل دول المجموعة (panel) و ذلك بالنسبة للنتائج المتوقعة حول للتضخم ، فكانت المعاملات سالبة و تبلغ علي مستوي كل المجموعة 1- . أيضا ، توصلت دراسة (2003) Valadkhani & Alauddin إلي وجود علاقة عكسية بين الطلب الحقيقي علي النقود و معدل التضخم في ثمانية من الدول منخفضة ومتوسطة الدخل، بذلك، فقد عد التضخم أحد المحددات الشارحة للطلب علي النقود في الدول النامية .

لقد أظهرت النتائج التي توصلت إليها دراسة (2008) Ozturk , Acaravci عن عشرة من الدول التي تمر بمرحلة انتقال أن الطلب علي النقود يستجيب عكسيا للزيادة في معدل التضخم في الأجل الطويل . تأخذ هذه الدراسة في الحسبان أثر التغيير في الأسواق المالية نحو المزيد من التحرر المالي deregulation و الدولار .

أما دراسة (1971) Raq, Chaudhry ، فقد بحثت عن محددات الطلب علي النقود في الدول النامية (حيث النشاط الرئيسي هو الزراعة)، والتي يتواجد بها أسواق منظمة (سلع ونقود) والدول النامية التي لا يوجد بها أسواق منظمة . لقد توصلت الدراسة، التي تناولت الهند وباكستان نموذجا، إلي أهمية معدل التضخم في شرح تغيرات الطلب علي النقود خاصة في القطاعات غير المنظمة unorganized sector ، حيث تقل، في هذا النموذج، أهمية سعر الفائدة كثيرا في التأثير علي الطلب علي النقود .

و تؤكد دراسة (2001) Yu, Gan علي أهمية متغيرات تكلفة الفرصة (من بينها التضخم) في شرح التغيير في العرض النقدي m1,m2 في خمسة دول آسيوية ، كما وجدت دراسة Kumar (2010) ، والتي كانت تحاول قياس اثر الإصلاحات المالية التي تقوم بها الدول النامية في إطار التحرير المالي الذي يرتبط ببداية الثمانينات من القرن السابق، إن الطلب الحقيقي علي النقود يرتبط عكسيا بالمعدل المتوقع للتضخم في عشرين دولة نامية (افريقية وآسيوية) .

استنادا إلي النتائج التي توصلت إليها الدراسات السابقة، فإنه لا يمكن بحال ادعاء أن المعدل المتوقع للتضخم هو متغير تكلفة الفرصة البديل لسعر الفائدة في كل الدول النامية، فهناك حالات كثيرة تشير إلي معنوية و أهمية سعر الفائدة في شرح تغيرات الطلب الحقيقي علي النقود في بعض الدول النامية، خاصة في ظل التحرر المالي، علي سبيل المثال دراسة كلا من Rao and Singh (2005)

(2008) Takeshi and Hamori عن الهند، كما أن هناك حالات تظهر عدم معنوية وعدم أهمية المعدل المتوقع للتضخم، والذي يعبر عن تكلفة الفرصة البديلة ممثلة في معدل العائد على الأصول الحقيقية على سبيل المثال، دراسة (2007) Tang عن خمسة دول آسيوية خلال الفترة 1960-2005 . لقد وجدت الدراسة علاقة بين النقود الواسعة M2 و بين التضخم في ثلاثة دول فقط من دول المجموعة وهي سنغافورة والفلبين و ماليزيا، في حين توصلت الدراسة إلي عدم وجود تكامل بين النقود الواسعة والتضخم في كلا من تايلاند و اندونيسيا .

أن وجود بعض الحالات التي تشير إلي عدم استجابة الطلب على النقود للتغير في معدل التضخم لا يمكن أن يقلل أبداً من فكرة وجود ارتباط كبير على الإجمال بين الطلب على النقود والمعدل المتوقع للتضخم في الدول النامية التي تواجه أسواقاً مالية غير متطورة . إن هذا الأمر يمكن توضيحه فقط في إطار فكرة وجود قوانين احتمالية أو قوانين الأعداد الكبيرة .

سعر الصرف

نظراً لانفتاح معظم الاقتصاديات النامية على العالم الخارجي، فإن دالة الطلب النقدي النموذجية لا بد وأن تعدد اثر العوامل المالية والنقدية الخارجية، كما تعبر عنها سعر الفائدة الخارجية وسعر الصرف. على ذلك، يمكن استنتاج إن توقعات الأفراد حول أسعار الفائدة الخارجية و أسعار الصرف يمكن أن تمارس أثراً ملموساً على الطلب على النقود في الدول النامية.

إن توقعات زيادة أسعار الفائدة الخارجية، على سبيل المثال من شأنه أن يحفز السكان على زيادة ما يحتفظون به من أصول أجنبية على حساب ما يحتفظون به من أرصدة نقدية بالعملة المحلية ، كما نتوقع أن يمارس التغير في أسعار الصرف أثراً جوهرياً على قرارات محفظة الأوراق المالية لصالح أيّاً من الأصول المحلية أو الأصول الأجنبية، فإذا سادت التوقعات بخصوص تحسن منتظر في قيمة العملة المحلية، على سبيل المثال فإن هذا سوف يؤدي إلي تعديل مكونات المحفظة لصالح الأصول المحلية على حساب الأصول الأجنبية والعكس . على ذلك نتوقع وجود علاقة سالبة بين توقعات الأفراد حول أسعار الفائدة الخارجية و أسعار الصرف وبين الطلب على النقود.

على الجانب التجريبي، تشير دراسة (2007) Tang إلي وجود علاقة عكسية بين سعر الصرف والطلب على النقود في ثلاثة فقط من دول العينة و هي سنغافورة وماليزيا والفلبين، في حين لم تجد الدراسة أثراً ملموساً للعلاقة بين سعر الصرف والطلب النقدي في اندونيسيا و تايلاند، كما وجدت دراسة (2008) Ozturk, Acaravci عن ثمانية من الدول التي تمر بمرحلة انتقال transition أثراً سالباً للتدهور في سعر الصرف على الطلب على النقود في هذه الدول، مما يعني وجود إحلال نقدي في هذه الدول، كذلك تشير دراسة (2011) Bashier & Dahlan إلي وجود تأثير ضعيف ولكنه معنوي وسالب لتدهور سعر الصرف على الطلب على النقود في الأردن. الأمر الذي يعني ضعف الإحلال النقدي في الأردن.

بناءً على ما سبق، يمكن تقرير وتعميم فكرة إن الطلب على الأرصدة الحقيقية في الدول النامية يواجه، في ظل الانفتاح على العالم الخارجي قدراً أو آخر من الإحلال النقدي .

٤ . استقرار دوال الطلب على النقود

يمثل الاستقرار في الطلب على النقود أحد أكثر القضايا المهمة تردداً في السياسة الكلية على جانبيها كلا النظري و التطبيقي . إن استقرار دوال الطلب يعني إمكانية التنبؤ بأثر النقود على النشاط الاقتصادي، ومن ثم يعني إمكانية استخدام العرض النقدي كأداة من أدوات السياسة الاقتصادية، كذلك يعني أن استخدام سعر الفائدة كأداة للسياسة النقدية هو أمر غير مناسب .

رغم أن ذلك، تشير البيانات، بداية من السبعينات وتحديداً من عام ١٩٧٣ إلى انهيار استقرار النقود الضيقة m1 . في الثمانينات، ومع ذلك، تزداد الأمور سوءاً، ومع زيادة مشاكل النقود الضيقة يتحول صانعي السياسة إلى النقود الواسعة m2 . على الرغم من ذلك، فإن استقرار m2 ، ذاته ينهار في التسعينيات، وهو ما دفع البنك الفيدرالي إلى التوقف عن استخدام m2 في ١٩٩٢، بعدما توقف، قبل ذلك عن استخدام m1 في ١٩٨٧ . وكما تغير اهتمام السياسة النقدية خلال الثمانينات من m1 إلى m2 ، فقد تحول في السنوات الحديثة من m2 إلى m3 .

إن عدم استقرار الطلب على النقود الضيقة والواسعة الذي عرفته الدول المتقدمة بداية من السبعينات يرتبط بالتغيرات غير المحدودة الراجعة إلى الإصلاحات المالية . الإصلاحات عملت على تشجيع المنافسة، أدت إلى ظهور بدائل جديدة للنقود (وهو ما يعرف بالابتكارات المالية و التي تشمل على زيادة استخدام البطاقات الائتمانية credit cards و النقود الإلكترونية، حسابات رأس المال النقدية money market accounts ، NOW accounts) ، و إلى زيادة سيولة الودائع الزمنية و أدت، بالتالي إلى زيادة حركة رأس المال العالمي^١ .

ما يعرف بحالة النقود المفقودة missing money كانت تمثل مشكلة لصناع السياسة الذين يعتمدون على هذه الدوال للتنبؤ بأثر السياسة النقدية، والتي غيرت من التعريف الوظيفي working للنقود على الرغم من أن التعريف الرسمي لم يتغير .

في السنوات الحديثة، وفي ظل برامج التكيف والتعديل الهيكلي قام العديد من الدول النامية بإصلاحات شاملة في القطاع المالي. وفي إطار التحول من نظام إلى آخر . إن التغييرات الناتجة عن هذه العمليات يجب وضعها في الاعتبار عند تقدير الطلب على النقود، و من ثم، يجب إدماج تلك الآثار في خواص specification دالة الطلب على النقود . و تؤكد دراسة Pradhan, Subramanian (2003) عن الهند على أن التحرير المالي و إن وسائل الدفع المستحدثة تؤثر على استقرار دالة الطلب على النقود، كما تشير دراسة (Bashier & Dahlan (2011 إلى عدم استقرار

١ - Abdullah, h., Ali, J. & Matahir, H. (2010). Re-Examining the demand for Money in Asean-5 Countries, *Asian Social Science*, vol. 6, No. 7; July 2010,p.146.

دوال الطلب علي النقود في معظم الدول النامية ، وان العرض النقدي، بناءا علي ذلك يفقد تأثيره في مجال إدارة السياسة النقدية .

رغما عن ذلك، يؤكد الكثير من الباحثين علي استقرار دوال الطلب علي النقود في العديد من الدول النامية، علي سبيل المثال، تشير دراسة (Bahmani-Oskooee and Yongqing Wang (2007) Takeshi and Hamori (2008) , Valadkhani (2008) إلي استقرار الطلب علي النقود في كل من الصين، الهند، و دول المحيط الهادي الأسيوية، الأمر الذي يؤدي إلي تضارب النتائج السياسية في كلا من الحالتين.

٥. النتائج

توضح نظرية الطلب علي النقود مختلف العوامل التي تحدد الطلب علي النقود في كلا من البلدان النامية و المتقدمة علي حد سواء، والتي يمكن حصرها في مجموعتين من المتغيرات : متغيرات المقياس *scale variable* ، و متغيرات تكلفة الفرصة *the opportunity cost of holding money* ، من الدلائل التجريبية عن الدول النامية، واستنادا إلي التطور في نظرية الطلب علي النقود يمكن ادعاء أن :

- توضح النظرية الاقتصادية المواصفات العامة *specification* لدالة الطلب علي النقود، و التي تربط بين الطلب الحقيقي علي النقود و بين محددات الطلب علي النقود . رغما عن ذلك، فإن دالة الطلب علي النقود النموذجية *standard* تتجاهل درجة تطور القطاع المالي ، حيث تتجاهل تلك الدوال أثر الإصلاحات المالية التي تقوم بها الدول النامية، و التجديسات المالية (وسائل الدفع المستحدثة)، الأمر الذي يعبر عن نفسه في صورة تضخم *over predication* في قيم المعلمات المقدره و في مرونة الأجل الطويل لكل من الدخل وسعر الفائدة .

- هناك مراوحة بين متغيرات التضخم و سعر الفائدة في تمثيل تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالأرصدة النقدية، وهو ما يمكن تفسيره باختلاف حجم الإصلاحات المالية التي تضطلع بها البلدان النامية منذ التسعينات من القرن السابق وحتى الآن .

- هناك تعارض بين ما انتهت إليه الدراسات السابقة بخصوص وجود استقرار في دوال الطلب علي النقود في الدول النامية من عدمه، و هو ما يثير الشك بخصوص إمكانية استخدام العرض النقدي كهدف وسيط لتحقيق أهداف السياسة النقدية في تلك الدول.

Abdullah, h., Ali, J. & Matahir, H. (2010). Re-Examining the demand for Money in Asean-5 Countries, *Asian Social Science*, vol. 6, No. 7.

Bahmani-Oskooee, M & Wang, Y.(2007). How Stable Is The Demand For Money In China?, *Journal Of Economic Development*, Vol. 32,N. 1.

Bashier, A. & Dahlan, A. (2011). The Money Demand Function for Jordan: An Empirical Investigation, *international Journal of Business and Social Science*, vol.2, No. 5.

Bitrus, Y. P. (2011). The determinants of the demand for money in developed and developing countries, *Journal of Economics and International Finance*, vol.3(15).

Chukwu, J. O., Agu, C. C. & Onah, F. E. (2010). Cointegration and Structural Breaks In Nigerian Long-Run Money Demand Function, *International Research Journal of Finance and Economics*, ISSN 1450-2887 Issue. 38.

Duca, J. V & Vanhoose, D.D. (2004). Recent developments in understanding the demand for money, *Journal of Economics and Business*. 56.

Judd, J. P & Scadding, J. L. (1982). The Search for a Stable Money Demand Function: A Survey of the Post-1973 Literature, *American Economic Association*, Vol. 20, No.3.

Khan, M. S & Agenor, P. R.(1996). Foreign currency deposits and the demand for money in developing countries, *Journal of development Economics*, Vol. 50.

Kumar, S. (2011). Financial reforms and money demand: Evidence from 20 developing countries, *Economic Systems*, 35.

Kumar, S. (2011). Financial reforms and money demand: Evidence from 20 developing countries, *Economic Systems*, Vol. 35.

Pradhan, B. K & Subramanian, A. (2003). On the stability of money in a developing economy: Some empirical issues, *Journal of Development Economics*, Vol. 72.

Raq, R & Chaudhry, G. R. (1971), Demand for Money in Developing Economies with Special Reference to Pakistan and India, *Pakistan Economic and Social Review*, vol. 9, No. 1.

Sriram, S.S.(2000). A Survey of Recent Empirical Money Demand Studies, *IMF Staff Papers*, vol.47, No. 3.

Tahir, J. (1995). Recent Development In Demand For Money Issues: Survey of Theory & Evidence With Reference To Arab Countries, *Economic Research Forum*, Working Paper 9530.

The central Bank Of Egypt, Demand for Broad Money (M2) in Egypt: Stability Testing and Monetary Policy Implications, *Economic Review*, Vol. 50, No. 3.

Ozturk, I. & . Acaravci, . (2008) . The Demand For Money In Transition Economies, *Romanian Journal of Economic Forecasting*, 2 .

Owoye, O & Onafowora, O.A. (2007). M2 Targeting, Money Demand, and Real GDP Growth in Nigeria: Do Rules Apply?, *Journal of Business and Puplic Affairs*, vol.1, Issue.2.

Valadkhani, A. (2008). Long- and Short- Run Determinants of the Demand for in the Asian- pacific Countries: An Empirical Panel Investigation, *Annals of Economics And Finance*,9-1.

Valadhani, A & Alauddin, M. (2003). Demand for M2 in Developing Countries: An Empirical Panel Investigation, *Queensland University of Technology*, Discussion Papers In Economics, Finance And International Competitiveness, Discussion Paper No. 149.

Yu, H & Gan, P-T. An Empirical Analysis of the Money Demand Function in Asean-5, *International Research Journal of Finance and Economics*, ISSN 1450-2887, Issue. 33.

