

آثر تغير معدل التضخم وسعر الصرف على تركيز الاستثمار في أذون الخزانة لدى البنوك التجارية-دراسة تحليلية لعينة من البنوك اليمنية

فطومة عوض ناصر سالم
قسم العلوم المالية والمصرفية-كلية الاقتصاد والعلوم السياسية-جامعة عدن
Nasserftoma1@gmail.com

المخلص

هدفت الدراسة إلى توضيح أثر تغير معدل التضخم وسعر الصرف على تركيز الاستثمار في أذون الخزانة البنوك التجارية، مع أخذ عينة من البنوك التجارية اليمنية متمثلة في البنك الأهلي اليمني وبنك اليمن والكويت للتجارة والاستثمار. وذلك من خلال استعراض تطور معدل التضخم وسعر الصرف، فضلاً عن رصد تركيز الاستثمار في أذون الخزانة لدى البنوك عينة الدراسة. واتبعت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي والمنهج القياسي لتحليل البيانات اقتصادياً وإحصائياً، وتوضيح طبيعة الأثر قيد البحث. توصلت الدراسة من خلال التحليل الاقتصادي إلى أن التغير في معدل التضخم وسعر الصرف لا يؤثر على حجم تركيز الاستثمار في أذون الخزانة لدى البنوك التجارية اليمنية عينة الدراسة، رغم ما يخلفه هذا التغير من أثر واضح في انخفاض القيمة الحقيقية للعوائد على تلك الأذون. ويعزى استمرار البنوك في زيادة تركيز استثماراتها فيها إلى غياب بدائل استثمارية أقل مخاطرة في البيئة المحلية. كما أظهرت نتائج التحليل القياسي تنبأً جوهرياً في أثر المتغيرات الكلية (معدل التضخم وسعر الصرف) بين البنكين؛ إذ بلغت القدرة التفسيرية لنموذج البنك الأهلي اليمني نحو 66.2% من التغير في تركيز الاستثمارات، بينما لم تتجاوز هذه النسبة 37.3% في نموذج بنك اليمن والكويت. ولم يثبت وجود أثر دال إحصائياً لمتغير (معدل التضخم) على تركيز الاستثمار في كلا البنكين عند مستوى معنوية 5%، ولم تُسجل دلالة هامشية إلا لدى بنك اليمن والكويت عند مستوى 10% بقيمة (0.067). وتدل هذه النتيجة على أن قرارات الاستثمار تتأثر بسياسات سعر الصرف والصدمات الخارجية بدرجة أكبر من تأثرها بمستوى التضخم.

الكلمات المفتاحية: التضخم، وسعر الصرف، وتركيز الاستثمار في أذون الخزانة.

Abstract:

This study aimed to clarify the impact of inflation rate and exchange rate changes on the concentration of investment in Treasury Bills among commercial banks, using a sample of Yemeni commercial banks represented by the National Bank of Yemen and Yemen Kuwait Bank for Trade and Investment. This was achieved by reviewing the trends of inflation and exchange rates, as well as monitoring the concentration of investment in Treasury Bills across the sampled banks. The study employed both the descriptive-analytical and econometric approaches to analyze the data economically and statistically, and to identify the nature of the relationship under investigation. Economic analysis revealed that changes in inflation and exchange rates do not have a significant effect on the level of concentration in Treasury Bill investment among the sampled Yemeni commercial banks, despite the clear erosion of the real value of returns on these instruments. The continued tendency of banks to increase their investment concentration in Treasury Bills is attributed to the lack of alternative investment options with lower risk in the local environment. Furthermore, econometric results indicated substantial variation in the influence of the macroeconomic variables (inflation rate and exchange rate) between the two banks: the

explanatory power of the model for the National Bank of Yemen reached 66.2% of the variation in investment concentration, while the corresponding figure for Yemen Kuwait Bank for Trade and Investment stood at only 37.3%. No statistically significant effect of inflation rate on investment concentration was found for either bank at the 5% significance level; marginal significance was recorded only for Yemen Kuwait Bank at the 10% level, with a p-value of 0.067. These findings suggest that investment decisions are more responsive to exchange rate policies and external shocks than to prevailing inflation levels.

Keywords: Inflation, Exchange Rate, Investment Concentration in Treasury Bills.

المقدمة:

يُعد استقرار مستوى الأسعار وتوازن سعر الصرف من الركائز الأساسية التي يقوم عليها الأداء السليم لأي اقتصاد وطني؛ حيث يشكل هذان المتغيران محور التفاعل بين السياسات المالية والنقدية، ويؤثران مباشرة في قرارات الأفراد والمؤسسات، وتوزيع الدخل، ومستويات المعيشة، وكفاءة أداء القطاعات الاقتصادية كافة – بما فيها القطاع المصرفي الذي يمثل العمود الفقري للنظام المالي والاقتصادي.

وتُعد قرارات البنوك الاستثمارية – ولا سيما توجهها نحو أدوات الدين الحكومي كأذون الخزانة – مؤشراً مهماً على كفاءة تخصيص الموارد المالية، ومدى مساهمة القطاع المصرفي في تمويل الأنشطة الاقتصادية المنتجة. وفي ظل الظروف الاستثنائية المعقدة التي يمر بها الاقتصاد اليمني، برزت ظاهرة تركيز استثمارات البنوك التجارية بشكل كبير في أذون الخزانة، على حساب مجالات الاستثمار والتمويل الأخرى، مما يثير تساؤلات جوهرية حول مدى تأثير هذا التوجه الاستثماري المتميز بالتغيرات المتسارعة في معدل التضخم وسعر الصرف، ومدى انعكاس تلك التغيرات على حجم ونمط استثمارات البنوك في هذه الأداة الحكومية.

المحور الأول: الإطار العام للبحث:

أولاً: مشكلة البحث:

يتمحور التساؤل الرئيسي لدراسة فيما هو أثر تغير معدلات التضخم وسعر الصرف على مستوى تركيز الاستثمار في اذون الخزانة لدى البنوك التجارية اليمنية؟

وينبثق من التساؤل الرئيسي عدة تساؤلات فرعية كما يلي:

- 1- ما هي الأثر لتغير معدل التضخم على تركيز الاستثمار في اذون الخزانة لدى البنوك التجارية اليمنية؟
- 2- ما هي الأثر لتغير سعر الصرف على تركيز الاستثمار في اذون الخزانة لدى البنوك التجارية اليمنية؟

ثانياً: أهمية البحث:

تبرز أهمية هذا البحث في إلقاء الضوء على أثر تغير معدل التضخم وسعر الصرف على تركيز الاستثمار في أذون الخزانة كأداة من أدوات الدين الحكومي لدى البنوك التجارية اليمنية، وذلك في ظل ظروف اقتصادية استثنائية يمر بها البلد. فمن ناحية، قد يؤدي ارتفاع معدل التضخم إلى تآكل العائد الحقيقي لهذه الأذون نظراً لثبات أسعار فائدها الاسمية.

ومن ناحية أخرى، تخلق تقلبات سعر الصرف مفاضلة لدى البنوك بين الاستثمار بالعملة المحلية والتحوط بالعملات الأجنبية، مما يثير تساؤلات جوهرية حول مدى استجابة نمط الاستثمار في أدون الخزانة للتغيرات في كل من التضخم وسعر الصرف، ومدى انعكاس ذلك على كفاءة تخصيص الموارد المالية لدى البنوك التجارية اليمنية.

ثالثاً: أهداف البحث:

يكمّن الهدف الأساسي للبحث في توضيح وتحليل أثر تغيرات معدل التضخم وسعر الصرف على مستوى تركيز الاستثمار في أدون الخزانة لدى البنوك التجارية اليمنية، ويتفرع منه عدد من الأهداف التفصيلية وهي:

- 1- التعرف على تطورات معدل التضخم وسعر الصرف في اليمن خلال الفترة الزمنية المحددة للدراسة.
- 2- توضيح نسبة استثمار البنوك التجارية اليمنية عينة في أدون الخزانة، ومدى تركيز هذا الاستثمار لديها.
- 3- قياس الأثر الاقتصادي لتغير معدل التضخم على حجم ونسبة تركيز الاستثمار في أدون الخزانة.
- 4- تحديد مدى تأثير تقلبات سعر الصرف المحلي مقابل العملات الأجنبية على قرارات البنوك في توجه أموالها نحو أدون الخزانة.
- 5- دراسة ما إذا كان هناك علاقة تكاملية أو سببية بين تغيرات المتغيرين المستقلين (التضخم وسعر الصرف) وتركيز الاستثمار في أدون الخزانة.

رابعاً: فرضيات البحث:

يتمثل فرض الدراسة الرئيسي، في أنه يوجد أثر لتغير معدلات التضخم وسعر الصرف على مستوى تركيز الاستثمار في أدون الخزانة لدى البنوك التجارية اليمنية. وتبع عدة فروض من الفرض الرئيسي، وهي على النحو الآتي:

الفرض الأول: يوجد أثر لتغير معدل التضخم على مستوى تركيز الاستثمار في أدون الخزانة لدى البنوك التجارية اليمنية.

الفرض الثاني: يوجد أثر لتغير سعر الصرف على مستوى تركيز الاستثمار في أدون الخزانة لدى البنوك التجارية اليمنية.

خامساً: منهجية البحث:

تعتمد منهجية الدراسة على الجمع بين التحليل الوصفي والقياسي، حيث يستعرض المنهج الوصفي الإطار النظري للدراسة وتوضيح البيانات والاحصائيات لمتغيرات الدراسة، والمنهج القياسي لتوضيح الأثر بين المتغيرين المستقلين والمتغير التابع.

سادساً: حدود البحث:

الحدود المكانية: البنوك التجارية اليمنية، اختيرت عينة تتمثل في (البنك الأهلي اليمني وبنك اليمن والكويت للتجارة والاستثمار).

الحدود الزمانية: يشمل البحث المدة من (2013 - 2023 م).

سابعاً: الدراسات السابقة:

1 - دراسة العابد (2024م): "تحليل أهم محددات التضخم في الجزائر دراسة قياسية من 1990-2021".

هدفت الدراسة الى تحليل التضخم وتحديد محدثاته في الجزائر خلال الفترة 1990 – 2021م باستخدام مؤشرات سعر الصرف الكتلة النقدية، وأسعار النفط من خلال تحليل المتحدييات البيانية. أظهرت النتائج ان التضخم في الجزائر خلال هذه الفترة تأثر بشكل كبير بتقلبات سعر الصرف، حيث كانت فترات انخفاض قيمة الدينار الجزائري مرتبطة بارتفاع معدلات التضخم. بالإضافة الى ذلك، أظهرت البيانات ان الكتلة النقدية كانت لها تأثير مباشر على التضخم فعندما زادت الكتلة النقدية نتيجة السياسات النقدية التوسعية، ارتفعت معدلات التضخم بشكل ملحوظ اما بالنسبة لأسعار النفط التي تعتبر مصدر الدخل الرئيسي للجزائر، فقد بينت الدراسة ان الفترات التي شهدت ارتفاعا في أسعار النفط العالمي أدت الى زيادة في الإيرادات الحكومية وبالتالي زيادة الانفاق العام، مما ساهم في ارتفاع التضخم، وهذا الربط بين المؤشرات المختلفة أظهر مدى تعقيد ظاهرة التضخم في الجزائر والحاجة الى سياسات اقتصادية متكاملة لسيطرة عليها.

2 – دراسة مهراون وآخرون (2022): " قياس أثر فوائد أدون الخزانة على عجز الموازنة العامة في مصر "

تهدف الدراسة الى قياس أثر فوائد أدون الخزانة على عجز الموازنة العامة للدولة في مصر خلال الفترة 1991 – 2019، وتتناول الدراسة تحليل الآثار المترتبة على إصدار أدون الخزانة على عدد من المتغيرات الاقتصادية الكلية في مصر، وقياس أثر أدون الخزانة وخاصة فوائد أدون الخزانة على عجز الموازنة. وقد استخدمت الدراسة تحليل السلاسل الزمنية لدراسة هذا الأثر، وتوصلت الدراسة الى أن فوائد أدون الخزانة لها دور كبير في تفاقم عجز الموازنة للدولة في الاجلين القصير والطويل عند مستوى معنوية 5% وبالتالي تعتبر فوائد أدون الخزانة من العوامل الهامة التي تساهم في تفاقم عجز الموازنة في مصر، وبالتالي يجب أخذ فوائد أدون الخزانة في الاعتبار عند البحث في كيفية تقليص حجم العجز بالموازنة العاملة للدولة في مصر.

3 – دراسة هبة عوض الله وآخرون (2020): " العوامل المؤثرة في سعر الصرف في السودان دراسة تطبيقية للفترة 1998 – 2018 "

تناولت الدراسة العوامل المؤثرة على سعر الصرف للجنة السودانية خلال الفترة (1998 – 2018)، اتبعت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي والمنهج القياسي والاحصائي في الجانب التطبيقي. واعتمدت الدراسة على البيانات الثانوية، وتوصلت الدراسة الى ان هناك علاقة عكسية بين سعر الصرف ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي وهامس المراجعة، وجود علاقة طردية بين سعر الصرف ومعدل التضخم. ومن اهم توصيات الدراسة العمل على تحقيق معدلات تضخم متدنية وذلك باتخاذ السياسات التي تساعد على التقليل من معدلات التضخم حيث يتمكن البنك المركزي من الاحتفاظ على استقرار سعر الصرف والعمل على زيادة الإنتاج والإنتاجية وتحسين جودة السلع والخدمات المنتجة محليا التي تؤدي بدورها الى زيادة الناتج المحلي الإجمالي مما ينعكس إيجابيا على النمو الاقتصادي واستقرار سعر الصرف.

4 – دراسة بوشريط كمال (2018): " تغيرات سعر الصرف وأثره على المتغيرات الاقتصادية الكلية -دراسة حالة الجزائر "

تهدف الدراسة الى تحديد نماذج قياسية توضح علاقة سعر الصرف الاسمي للدينار الجزائري بأهم المتغيرات الكلية ومعرفة اتجاه سياسات الصرف التي يمكن أن تطبقها السلطات، ومدى فعاليتها في المدى القصير والمدى الطويل، واتبعت الدراسة التحليل

الاقتصادي لأهم المتغيرات الاقتصادية الكلية المستهدفة من الدراسة وأيضاً النماذج القياسية للمعطيات الإحصائية للفترة 1980 - 2014، هذا لإعطاء النماذج القياسية المقدرة مدلوليه أكثر. توصلت الدراسة الى ان سعر الصرف الدينار يعتبر متغير خارجي يمكن استخدامه كأداة للسياسة الاقتصادية، واستمرار مراقبة الصرف ساهم في بروز سوق الصرف الموازي، وسياسة تخفيض العملة يمكن ان يكون لها تأثير على الواردات في الاجل الطويل وليس في الاجل القصير بشرط عدم تحسن أسعار النفط. واوصت الدراسة الاستغلال المتواصل والمكثف لقطاع المحروقات في الأجل القصير، مع وضع استراتيجية متوسطة وبعيدة المدى تستهدف التنوع الاقتصادي، وإعادة النظر في سياسة دعم القوة الشرائية عن طريق تسقيف الأسعار التي تطل كل فئات المجتمع.

5- دراسة تيميزار (2016): "أثر تقلبات أسعار الصرف على أداء المالي للبنوك التجارية-دراسة حالة البنك الجزائري الخارجي خلال الفترة 2005 - 2010 "

تهدف الدراسة الى دراسة أثر تغيرات أسعار الصرف على أداء المالي للبنوك التجارية، والبنك الجزائري كعينة لهذه الدراسة، ولمعرفة وضعة المالي تم استخدام مؤشرات العائد على حقوق الملكية ومؤشرات العائد على الأصول، ولدراسة المتغيرات قمنا بتطبيق نموذج الانحدار الخطي البسيط على معطيات بنك الجزائر الخارجي خلال فترة 2005 - 2014، ولمعالجة إشكالية الموضوع واختبار الفرضيات تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي في الدراسة، وخلصت الدراسة الى ان النظام المصرفي الجزائري هو نظام صرف ثابت، بحيث تم تقييد قيمة الدينار الجزائري بسلة من العملات الأجنبية وأهمها الدولار والارو، وذلك من اجل مواكبة التغيرات الحاصلة في أسعار الصرف وتطورات الجهاز المصرفي.

6- دراسة خرباش (2012): "أثر خطر سعر الصرف على أداء محفظة الأوراق المالية - دراسة حالة بورصتي عمان والسعودية لفترة 2010 "

تهدف الدراسة الى معرفة أثر خطر سعر الصرف على أداء محفظة الأوراق المالية في بورصتي عمان والسعودية، ودراسة إمكانية تطبيق النظريات الحديثة في مجال إدارة المحافظ للأوراق المالية، كما يهدف البحث الى ابراز أهمية التنوع الدولي في تدني خطر سعر الصرف الذي يعد من المخاطر النظامية التي تتعرض لها الأصول المالية الداخلة في تكوين المحفظة عند مستوى معين من العوائد. وعلى هذا الأساس، تم اختيار عينة الدراسة من أسهم أفضل الشركات المدرجة في بورصتي عمان والسعودية خلال سنة 2010م، وخلصت الدراسة الى ان كل من عدد الأوراق المالية الداخلة في تكوين المحفظة، وكذا معاملات الارتباط فيما بينها، بالإضافة الى استراتيجية التنوع الدولي، تساهم في تدني المخاطر النظامية (خطر سعر الصرف) الى أدنى مستوى لها مع تحقيق مستوى مقبول من العائد.

7- AL-Maflehi, M. Q. M. A. (2025). *The impact of money supply on inflation: An analytical study of Yemeni economy (2000-2020)* [Doctoral dissertation, Dr. Babasaheb Ambedkar Marathwada University]

هدفت الدراسة الى معرفة أثر عرض النقود على التضخم في الاقتصاد اليمني خلال الفترة المدروسة 2000 - 2020، بالإضافة الى تحديد اهم العوامل المؤثرة على التضخم في الاقتصاد اليمني، كما هدفت الدراسة أيضاً الى قياس حجم الافراط النقدي وكذلك قياس الفجوة التضخمية في الاقتصاد اليمني خلال الفترة المدروسة، استخدمت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي والمنهج الكمي

القياسي لعرض وتحليل البيانات الثانوية الصادرة عن البنك المركزي اليمني والجهاز المركزي للإحصاء، وظهرت نتائج الدراسة المبينة على التحليل الوصفي تزايد حجم المعروض النقدي في الاقتصاد اليمني بشكل كبير كما أوضحت الدراسة ضعف ثقة المودعين وضعف الوعي المصرفي في البلد، كذلك بينت الدراسة وفقا لمؤشر المستوى العام للأسعار بأن الاقتصاد اليمني يعاني من التضخم حيث ارتفع المتوسط السنوي لمعدل التضخم من 10.89% خلال الفترة 2000 – 2007 الى 11.77 % خلال الفترة 2008-2020 ، كما أوضحت الدراسة وجود افراط كبير في عملية طباعة النقود من قبل لسلطة النقدية مما ساهم في زيادة الضغوط التضخمية ورفع مستويات الأسعار،

كما أظهرت الدراسة عدم وجود تأثير لدرجة انفتاح تجارة الواردات على التضخم في الاقتصاد اليمني وكذلك حددت الدراسة اهم المحددات لتضخم في اليمن في كلا من: سرعة دوران النقود، ومعدل الفائدة، وعجز الموازنة، وسعر الصرف، وعرض النقود. واوصت الدراسة بضرورة التنسيق بين السياسة المالية والسياسة النقدية للعمل على مكافحة التضخم، وتكثيف الجهود للسيطرة على معدل نمو عرض النقود بحيث يتوازن مع معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي.

ثامنا: ما يميز البحث عن الدراسات السابقة:

يتميز البحث عن الدراسات السابقة بكونه يجمع موضوع التضخم وسعر الصرف والاستثمار في أذون الخزانة في بحث شامل، حيث يوضح البحث اثر تغير معدل التضخم وسعر الصرف كمتغيرين تابعين في تركيز الاستثمار في اذون الخزانة كمتغير مستقل بينما تناولت الدراسات السابقة موضوع التضخم وكذلك موضوع سعر الصرف كمواضيع مستقلة ولا توجد دراسات تربط بين هذه المتغيرات مجتمعة مع تركيز الاستثمار في اذون الخزانة وخصوصا في السياق اليمني، لذلك تأتي هذه الدراسة لمحاولة سد الفجوة المعرفية، ولإلقاء الضوء على مدى تأثير تغيرات التضخم وسعر الصرف في توجيه استثمارات البنوك التجارية اليمنية نحو أذون الخزانة وتحديد طبيعة هذه التأثيرات واتجاهها.

المحور الثاني: الإطار النظري للدراسة:

أولا: التضخم (المفهوم والانواع والأسباب والآثار)

1 - مفهوم التضخم: يعتبر التضخم من أكبر المصطلحات الاقتصادية شيوعا، وعلى الرغم من شيوع استخدامه فإنه لا يوجد اتفاق بين الاقتصاديين بشأن تعريفه ويرجع ذلك الى انقسام الرأي. والتضخم في الاقتصاد هو أحد الامراض الاقتصادية والاجتماعية التي يصاب بها جسد الاقتصاد القومي ويحدث فيه اختلالات عامة، وعبرت أغلب تعريفات التضخم عن تأثيرها بالنظرية الكمية للنقود حيث أعطت تفسيرات سهلة ومبسطة عن التضخم من أبرزها "التضخم هو الزيادة المحسوسة في كمية النقود التي تؤدي الى ارتفاع مستمر في الأسعار". (جامع، 2018، ص:131).

تعكس ظاهرة التضخم بشكل عام، اختلالا أو ضغوطات يشهدها الاقتصاد، بما قد يعكس ارتفاع مستوى النقود (عرض النقود) في المجتمع مقارنة بمستوى المعروض من السلع والخدمات. كما قد يعكس ضغوطات تتعرض لها قيمة العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية وبالتالي ارتفاع كبير في أسعار السلع المستوردة. (رانيا الشيخ طه، 2021)

2 - أنواع التضخم: نوضح أنواع التضخم من حيث معدل ارتفاع الأسعار أي حسب حدته، ويتنوع التضخم باعتبار ارتفاع الأسعار او سرعتها الى ثلاث أنواع وهي: (العابد أنيس ، 2024 ، ص: 5 - 6)

أ - **التضخم الزاحف:** هذا النوع يسمى أيضا بالتضخم المتوسط والغير الجامح، حيث نجد انه منتشر في دول العالم في الوقت الحاضر، وهو تضخم ترتفع فيه الأسعار ببطء ولكن بشكل مستمر.

فالزيادة في الأسعار تكون دائمة ومتتالية ولا تؤدي الى عمليات تراكمية او عنيفة في المدة القصيرة، فهي لا تتطور بشكل راسي، ولكن تأخذ الشكل التدريجي التصاعدي المستمر على المدى الطويل.

ب - **التضخم العنيف:** هذا النوع من التضخم يمكن ان ينشأ من التضخم الزاحف، ولكن يكون أكثر عنفا، وأقوى درجة، فيتواجد عندما تدخل حركة الارتفاع في الأجور والأسعار في حلقة من الزيادات الكبيرة والمتتالية، فإن معدل تضخمي بمقدار 5% سنويا لمدة أربع سنوات متتالية مثلا للحدود القصوى للتضخم الزاحف، وبحيث ان الاقتصاد إذا تجاوز تلك الحدود تكون بصدد التضخم العنيف، حيث تفقد النقود وظائفها الأساسية، خاصة ما يتعلق باعتبارها مخزنا للقيمة ووحدة الحساب.

ج - **التضخم الجامح:** هو ذلك التضخم الذي ترتفع فيه الأسعار بشكل كبير وقد عرفه الاقتصادي "كيغن" بأنه "الحالة التي ترتفع فيها الأسعار بمعدل يتعدى ال 50% شهريا و 1000% سنويا"، وعادة ما يوصف هذا النوع من التضخم بالمتطرف والذي يتحقق من خلال زيادات سريعة وحادة في الأسعار، بحيث ان قيمة النقود تنخفض بصورة سريعة اذ تكاد تفقد قوتها الشرائية بشكل كبير وخلال فترة زمنية قصيرة، وتزداد فيه سرعة تداولها ولذلك يتم التخلي عن النقود في مثل هذا النوع من التضخم وعد الاحتفاظ بها حتى يتم تجاوز الانخفاض السريع ولحاد في قوتها الشرائية وذلك بإنفاقها بأسرع ما يمكن والاحتفاظ بالأصول الأخرى غير النقدية، أي ان النقود تتوقف عن العمل كمستودع للقيمة.

3 - أسباب التضخم: ينشأ التضخم نتيجة لعدة أسباب نوضحها كما يلي:

أ - **تضخم ناشئ عن التكاليف:** ينشأ هذا النوع من التضخم بسبب ارتفاع التكاليف التشغيلية في المؤسسات الاقتصادية، كمساهمة إدارة الشركات في رفع روتب منتسبيها من لعمال ولا سيما الذين يعملون في الموقع الإنتاجية، إضافة الى ارتفاع تكليف مختلف مراحل الدورة الإنتاجية (التخزين، استغلال، توزيع ... الخ).

ب - **تضخم ناتج من تغيرات كلية في تركيب الطلب الكلي في الاقتصاد الوطني:** حتى لو كان هذا الطلب مفرطا او لم يكن هناك تركيز اقتصادي، اذ تكون الأسعار قابلة للارتفاع وغير قابلة للانخفاض على الرغم من انخفاض الطلب.

ج - **تضخم ناشئ عن ممارسة الحصار الاقتصادي اتجاه دولة أخرى:** حيث ينعدم الاستيراد والتصدير في حالة الحصار الكلي، مما يؤدي الى ارتفاع معدلات التضخم الذي يتجلى في انخفاض قيمة العملة الوطنية وارتفاع الأسعار بمعدلات كبيرة. (مكيد، وآخرون، 2017، ص: 73)

د - **زيادة الطلب الكلي (تضخم الطلب):** تحاول أغلب النظريات الحديثة تفسير التضخم بوجود إفراط في الطلب على السلع والخدمات، أي زيادة الطلب الكلي على العرض الكلي عند مستوى معين من الأسعار، ويستند هذا التفسير الى قوانين العرض والطلب، حيث أن السلعة يتحدد سعرها عند تعادل الطلب عليها مع المعروض منها، فإذا حدث إفراط في الطلب لسبب ما مع بقاء العرض على حالة (او زاد بنسبة أقل) يرتفع سعر هذه السلعة. (العبادي، وآخرون، 2000م، ص: 136)

(AL-Maflehi, 2024, 15-18) 4 - آثار التضخم الاقتصادية والاجتماعية:

أ - أثر التضخم على توزيع الدخل: تعد دخول أفراد المجتمع بمختلف شرائحه هي الأكثر تأثراً، وتختلف تلك الآثار من فرد الى آخر، كما تختلف معدلات الزيادة في الدخل النقدية بين أفراد المجتمع خلال فترات التضخم، فبعض الفئات يزيد دخلها بمعدل أكبر من معدل التضخم وهي فئات رجال الأعمال، في حين تزيد دخول فئات أخرى بمعدل اقل من معدل التضخم وهي فئة موظفي الدولة حيث يحصلون على علاوات لمواجهة ارتفاع الأسعار إلا أن هذه العلاوات لا تعادل الزيادة في معدل التضخم، في حين تظل دخول بعض الفئات ثابتة مثل أصحاب الإيجارات الثابتة المحددة بالقانون.

ب - أثر التضخم على ثروة الفرد: في أوقات التضخم تنخفض القيمة الحقيقية للثروة التي يحتفظ بها الأفراد في صورة نقود سائلة أو تلك التي يتم الاحتفاظ به في صورة ودائع في البنوك، فعلى الرغم من حصول أصحاب هذه الودائع على فائدة مقابل هذه الودائع إلا أن الفائدة تكون أقل من معدلات التضخم مما يؤدي الى انخفاض القيمة الحقيقية لهذه الودائع، وفي نفس الوقت ترتفع القيمة الرأسمالية للثروات التي تكون على شكل أصول عينية مثل الأراضي والعقارات حيث يستفيد أصحابها من ارتفاع قيمتها إذا تم بيعها في أوقات التضخم.

ج - أثر التضخم على الاستثمار: يؤثر التضخم بشكل سلبي على الاستثمار القومي من خلال اثره السلبي على (الادخار الاختياري ، وهيكل الاستثمار) ، حيث يعمل التضخم على انقاص حجم الادخار وذلك لأنه يترتب عليه تدهور القيمة الشرائية للنقود، وارتفاع الأسعار، وهذا يؤدي الى استمرار الافراد في زيادة طلبهم على السلع نظراً لتوقعها ارتفاع أسعارها في المستقبل، كذلك يؤثر سلبي على الاستثمار من خلال تأثيره على هيكل الاستثمار، فخلال فترات التضخم ترتفع أسعار السلع الرأسمالية من آلات ومعدات وارااضي ومباني...الخ، مما يؤدي الى ارتفاع التكاليف الاستثمارية لإقامة المشروعات الإنتاجية ، وبالتالي خلال فترات التضخم يتجه الاستثمار نحو الأنشطة الاستثمارية الخدمية والأنشطة سريعة الدولار في الاستثمار والمخزون.

د - أثر التضخم على احتياطي العملات الأجنبية وميزان المدفوعات: يؤثر التضخم بشكل سلبي على احتياطي الدولة من العملات الأجنبية من خلال تأثيره على الصادرات والواردات لدولة، ففي أوقات التضخم تصبح الأسعار المحلية أغلى نسبياً من الأسعار في الدول الأخرى، حيث تصبح صادرات الدولة أغلى نسبياً من وجهة نظر الأجانب مما يؤدي الى انفاض الطلب الخارجي عليها، وبالتالي تنخفض حصيلة الصادرات من العملات الأجنبية، ومن جهة أخرى أيضاً تصبح السلع أغلى بالنسبة للمواطنين داخل البلد وبالتالي يشجع ذلك على زيادة الواردات واستنزاف قدر كبير من العملة الأجنبية، ويترتب على ما سبق تزايد العجز في ميزان مدفوعات الدولة.

هـ - أثر التضخم على الحياة الاجتماعية: يؤثر التضخم بشكل سلبي في الحياة الاجتماعية، كتغيير القيم الاجتماعية من خلال انتشار نمط استهلاكي ترفي، والتأثير على التركيب الطبقي في المجتمع، حيث تؤدي ارتفاعات في مستويات الأسعار المحلية الى انخفاض القوة الشرائية للنقود، وعجز نظام الأجور عن الزيادة بنفس نسبة الزيادة في المستوى العام للأسعار، مما يتسبب في بروز العديد من الظواهر السلبية في المجتمع، منها نقشي ظاهرة الرشوة وانتشار الفساد المالي والإداري.

ثانياً: سعر الصرف (المفهوم والأنظمة والمحددات)

1 - مفهوم سعر الصرف: يعرف سعر الصرف بأنه "عدد الوحدات النقدية الذي تبادل به وحدة من العملة المحلية الى أخرى اجنبية". ويعرف أيضاً على أنه "عدد الوحدات من العملة الوطنية التي يلزم دفعها لشراء وحدة واحدة من العملة الأجنبية أو هو عدد الوحدات من العملة الأجنبية اللازمة لشراء وحدة واحدة من العملة الوطنية". (خرباش، 2012، ص:31) وهو وسيلة هامة للتأثير على

تخصيص الموارد بين القطاعات الاقتصادية وعلى ربحية الصناعات التصديرية وتكلفة الموارد المستوردة. وأيضا هو أداة ربط بين أسعار السلع في الاقتصاد المحلي وأسعارها في السوق العالمي والسعر المحلي للسلعة مرتبطان من خلال سعر الصرف. (طرش، 2005، ص: 96)

اما تقلب أسعار الصرف فيشير الى " ميل العملات الأجنبية الى الارتفاع أو الانخفاض في قيمتها، مما يؤثر على ربحية تداولات الصرف الأجنبي. والتقلب هو مقياس تغير هذه الأسعار وتكرار تلك التغيرات. وهناك العديد من الظروف التي يلعب فيها تقلب أسعار الصرف دورا، بما في ذلك التعاملات التجارية بين الأطراف في بلدين مختلفين والاستثمارات الدولية. كما يؤدي ارتفاع قيمة عملة الدولة الى خفض تكلفة السلع المستوردة، والتي تشكل في معظم الحالات جزءا كبيرا من مدخلات الإنتاج في دول الأسواق الناشئة، وبالتالي، عندما تنخفض قيمة العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية، تنخفض أسعار منتجات التصدير، وبالتالي يزيد حجم صادرات الدولة، بافتراض مرونة الطلب على هذه المنتجات من منظور كلي، بينما يؤثر على الشركات من منظور جزئي. وبالتالي، فإن لتقلبات سعر الصرف آثار على القطاع المالي وتحديدًا سوق الأوراق المالية اذ عندما يرتفع سعر الصرف ستتنخفض أسعار الأوراق المالية نتيجة لتوقعات التضخم، كما ستتحمل شركات الاستيراد الكبيرة تكاليف أعلى نتيجة لضعف العملة المحلية، مما سيؤدي الى انخفاض أسعار استثماراتها المالية وارباحها. (عبدالرزاق، وآخرون، 2025، ص: 802)

2 - أنواع سعر الصرف:

يمكن التمييز بين عدة أنواع لسعر الصرف نذكر منها ما يلي: (تيميزار، 2016، ص: 4)

أ - **سعر الصرف الاسمي:** يعرف سعر الصرف الاسمي على أنه وحدة من عملة أجنبية بدلالة وحدات من العملة المحلية، ويتم تحديده طبقا للطلب والعرض على ذلك السعر في سوق الصرف في لحظة زمنية معينة، ولهذا يمكن لسعر الصرف ان يتغير تبعا لنظام الصرف المعتمد في البلد، وينقسم سعر الصرف الاسمي الى قسمين: سعر الصرف الاسمي وهو المعمول به في المبادلات التجارية الرسمية، وسعر الصرف الموازي وهو المعمول به في الأسواق الموازية، ويتغير سعر الصرف الاسمي يوميا إما بالتحسن أي ارتفاع سعر صرف العملة المحلية بالنسبة للعملة الأجنبية، وإما بالتدهور، لذا فإن سعر الصرف الاسمي ينظر اليه على أنه يقيس الأسعار النسبية بين عملتين نقديتين .

ب - **سعر الصرف الحقيقي:** يعرف على أنه عدد الوحدات من السلع الأجنبية اللازمة لشراء وحدة واحدة من السلع المحلية، وهذا يعني ان سعر الصرف الحقيقي يعتبر مفهوما حقيقيا يقيس الاسعار النسبية لسلعتين (القوة الشرائية)، له 1 فإن سعر الصرف الحقيقي سوف يعادل سعر الصرف الاسمي الذي يتعدل طبقا للاختلافات بين المستويات النسبية للأسعار المحلية مع المعدلات النسبية للأسعار الأجنبية.

ج - **سعر الصرف التوازني:** وهو سعر الصرف الذي يكون متسقا مع التوازن الاقتصادي الكلي، أي أن سعر الصرف التوازني يمثل التوازن المستديم لميزان المدفوعات عندما يكون الاقتصاد ينمو بمعدل طبيعي، فالصدمة الاسمية (النقدية) المؤقتة تؤثر على سعر الصرف الحقيقي وتبعده عن مستواه التوازني.

د - **سعر الصرف الفعلي الحقيقي:** من أجل ان يكون مؤشر سعر الصرف الفعلي الحقيقي ذا دلالة ملائمة على تنافسية البلد اتجاه الخارج، لابد ان يخضع الى التصحيح بإزالة أثر تغيرات الأسعار النسبية.

هـ - **سعر الصرف الفعلي:** يعبر سعر الصرف الفعلي عن المؤشر الذي يقيس متوسط التغير في سعر صرف عملة دولة ما بالنسبة لعدة عملات دول أخرى في فترة زمنية معينة، وبالتالي فإن مؤشر سعر الصرف الفعلي يساوي متوسط عدة أسعار صرف ثنائية، وهو يدل على مدى تحسن وتطور سعر صرف عملة ما بالنسبة لأسعار مجموعة من العملات الأخرى.

2 - أنظمة سعر الصرف: (هبة عوض الله وآخرون، 2020)

سعر الصرف الثابت: السعر الذي تقوم بتحديدته الحكومات على نحو مباشر من خلال تدخلها في سوق العملات للمحافظة على استقرار العملة والحيولة دون ارتفاع السعر أو انخفاضه عن المستوى المحدد، وعلى وفق هذا النظام يكون سعر العملة المحلية ثابتاً أو مرتبطاً عن طريق البنك المركزي بعملة أجنبية رئيسية أو بسلة من العملات الأجنبية، علماً بأن هذا النوع من الأنظمة يفرض على السلطات النقدية الاحتفاظ باحتياطيات كبيرة من العملات الأجنبية. ومن أنواع سعر الصرف الثابت:

أ - **سعر الصرف الثابت حسب قاعدة الذهب** ويتراوح بين (1%) على جانبي سعر التعادل: ساد هذا النظام في الفترة من (1994-1971) نتيجة اتفاقية (بروتون ودز) وهي الاتفاقية الدولية التي تم تحديدها في مدينة بريتون وودز بولاية نيو هامبشاير الأمريكية عام 1994 وتحدد على وفقها ربط العملات ببعضها البعض وتم ربطها بالذهب الذي يمكن تحويله إلى دولار لاسيما أنه كان العملة الوحيدة آنذاك القابلة للتحويل إلى ذهب والعكس صحيح.

ب - **سعر الصرف الثابت المرن مع وجود هوامش محددة على جانبي سعر التعادل:** ويقصد به إعلان الدولة التزاماتها بسعر صرف ثابت لعملتها مع إمكانية حركته داخل حدود محددة لا تتجاوز (5%) على جانبي سعر التعادل.

ج - **سعر الصرف الثابت مع وجود هوامش واسعة:** يعد هذا النوع مماثلاً مع (ب)، إذ تقوم الدولة بالالتزام بسعر التعادل مع تحديد هوامش واسعة لحركته بحدود (10% - 15%) أو أكثر حول سعر التعادل.

د - **سعر الصرف الثابت القابل للتعديل:** إن الدول تحدد سعر صرف محدد لعملتها مع إمكانية تغييره على نحو إرادي بين فترات زمنية معينة وفق مقتضيات وضعها الاقتصادي.

سعر الصرف الحر - العائم: السعر الذي يتحدد في السوق وفقاً للطلب والعرض كأى سلعة أخرى، علماً بأنه لا تكون هذه العملة محددة بعملة دولية أو بمعيار دولي كالذهب، إذ إن السلطة النقدية غير ملزمة بالتدخل في سوق الصرف من أجل مساندة عملتها الوطنية أو تتخذ قرارات اقتصادية تتعلق بسعر صرف عملتها وتكون غير محتاجة إلى الاحتفاظ باحتياطي كبير من العملات الأجنبية، ويكون التعويم على أنواع منها:

أ - **التعويم المدار - غير النقي:** إعطاء قدر كبير من المرونة لأسعار الصرف وفي الوقت ذاته تتدخل السلطة النقدية لتحديد حركته لمنع التقلبات في سعر الصرف من أن يتجاوز حداً معيناً، أي أن التدخل يكون موجهاً.

ب - **التعويم المستقل:** عدم ارتباط أي ارتفاع أو انخفاض لسعر صرف العملة الوطنية بأسعار صرف أي عملة أخرى ومن ثم يختلف التعويم الحر عن التهويم المدار في نقطتين:

الأولى: يحتاج التعويم المدار إلى احتياطيات رسمية لغرض التدخل في سوق الصرف.

الثانية: في التعويم الحر، يفترض ان يكون سعر الصرف التوازني مطابقا او يتطابق مع حالة التوازن في ميزان المدفوعات (اذ لا وجود لمثل هذه الفرضية) لاسيما في ظل التعويم المدار عن استعمال الاحتياطات من قبل السلطة النقدية قد يبتعد سعر الصرف التوازني عن حالة توازن ميزان المدفوعات.

3 - محددات سعر الصرف:

أ - **المعروض النقدي:** حركت الأسعار تعكس وبشكل أساسي التغيرات المهمة في كمية النقود، كما أن هناك علاقة وثيقة بين تغيرات كمية النقود والناتج. حيث يقول فريدمان "ليس هناك حالة حصل فيها تغير أساسي في كمية النقود بالنسبة لوحدة من الناتج دون أن ترافقه تغيرات مهمة في مستوى الأسعار بنفس الاتجاه والعكس، ويشير هنا الى أن الإفراط في الإصدار النقدي وتزايد كمية النقود تؤدي الى ارتفاع مستوى الأسعار، وبالتالي تصبح سلع الدولة المعنية أقل قدرة على منافسة سلع الدول الأخرى، وهذا ما يجعل الافراد يتجهون لاقتناء السلع الأجنبية ومنها ارتفاع الواردات وبالمقابل انخفاض الصادرات وبالتالي زيادة الطلب على العملات الأجنبية مع انخفاضه على العملة المحلية، وهذا ما يؤدي الى ارتفاع سعر صرف العملات الأجنبية (انخفاض قيمة العملة الوطنية). (الدليمي،

1990، ص 481)

ب - **أسعار الفائدة:** تعتبر رؤوس الأموال الساخنة المعدة للإقراض الدولي حساسة لتغيرات أسعار الفائدة حيث تتدفق الى المناطق ذات العائد المتوقع الأعلى، فالزيادة في أسعار الفائدة الحقيقية في البلد المحلي ستحفز راس المال الأجنبي للانسياب الى الداخل مؤدية الى ارتفاع قيمة عملته في سوق الصرف من خلال ارتفاع الطلب على العملة المحلية من قبل المستثمرين الأجانب. اما انخفاض سعر الفائدة المحلي فسيؤدي الى آثار معاكسة لما سبق. كذلك الحال عند ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية في الخارج يزيد في الطلب على العملات الأجنبية مقابل زيادة عرض العملة المحلية مما ينشأ عنه انخفاض قيمة هذه العملة المحلية بالنسبة لعملات الدول الأخرى التي شهدت ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية.

ج - **التضخم المحلي والأجنبي:** للتضخم علاقة واضحة بسعر الصرف من خلال التأثير المتبادل بينهما، فقيمة العملة المحلية مقابل العملات الأخرى تميل الى الانخفاض مقابل الارتفاع في الأسعار. فارتفاع أسعار السلع محليا مقارنة بمستوى الأسعار العالمية يؤدي الى زيادة كل من الاستيراد والطلب على النقد الأجنبي وانخفاض كل من الصادرات وعرض النقد الأجنبي مما يدفع سعر الصرف الى الارتفاع وانخفاض قيمة العملة الوطنية. فرفع سعر الصرف يؤدي الى ارتفاع الأسعار نتيجة ارتفاع أسعار السلع المستوردة المقومة بالعملة المحلية.

د - **ميزان المدفوعات:** تعتبر حالة ميزان المدفوعات من بين اهم العوامل التي تؤثر في سعر الصرف، فحالة العجز تترجم توجه البلد نحو زيادة الطلب على العملات الأجنبية مقابل انخفاض طلب الأجانب على عملته المحلية وهذا يعني انخفاض قيمة عملة هذا البلد أي زيادة سعر صرفها ومنه تصبح أسعار السلع المحلية اقل ثمنا بالعملة الأجنبية مما يشجع الصادرات في حين تصبح أسعار السلع المستوردة اعلى ثمنا بالعملة المحلية مما ينقص الواردات.

هـ - **ميزانية الحكومة والسياسة المالية:** ان للسياسة المالية آثار متباينة على سعر الصرف، فإذا اتخذت الحكومة سياسة مالية انكماشية لتحقيق فائض في الميزانية او لتقليل العجز المسجل فيها، فإنها ستؤدي الى انخفاض الطلب الكلي على السلع والخدمات وانخفاض مستوى النشاط الاقتصادي وهبوط معدل التضخم، مما ينجم عن ذلك انخفاض في الواردات وتوجه الميزان الجاري الى

تحقيق فائض، مما يعمل على رفع قيمة العملة المحلية. كمت ان هذه السياسة تدفع باتجاه خفض أسعار الفائدة الحقيقية المحلية مما يسمح بتدفق رؤوس الأموال الى الخارج، وبالتالي ارتفاع عرض العملة المحلية مولدا ضغوطا لخفض قيمتها التبادلية بزيادة سعر صرفها الأجنبي. (بوشريط كمال، 2018م، 47 - 49)

وقد تتحدد قيمة سعر الصرف بناء على عدة متغيرات تتحدد بدورها من خلال الاخبار والمعلومات التي تصل الى المتعاملين، خاصة مع تطور وسائل الاتصال وتكنولوجيا المعلومات وتوسع استعمال الانترنت، كالتوقعات حول سعر الفائدة، والسياسة النقدية المعتمدة وكل الاخبار المتعلقة بالبيئة الاقتصادية عموما. وكذلك أخبار الاحداث السياسية والأمنية وغيرها من المتغيرات ذات التأثير على توجهات تغيرات أسعار الصرف. وتأتي الاستجابة لهذه المتغيرات معتمدة على قوة تجارب السوق معها، فقد يكون بعض الأحيان حساسا وقويا وفي أحيان أخرى يكون اقل من ذلك لاختلاف استجابات المتعاملين، وهذه العوامل تندرج تحت العوامل الغير الاقتصادية المؤثرة في تغيرات سعر الصرف. (رشاد العصار وعليان الشريف، 2000م، ص: 46)

ثالثا: الاستثمار في اذون الخزنة (المفهوم والانواع والمخاطر)

1 - مفهوم الاستثمار في اذون الخزنة: تعد اذون الخزنة أحد أهم الأدوات التي تستخدم في توفير السيولة النقدية في الأجل القصير، حيث تلجأ الحكومات لإصدار اذون الخزنة لتمويل العجز في الموازنة العامة لدولة، وتعد اذون الخزنة أداة هامة لمواجهة التضخم وتمويل عز الموازنة العامة لدولة من خلال موارد حقيقية، وكذلك تعتبر اذون الخزنة أداة من أدوات تنشيط سوق المال والتحكم في حجم السيولة المتاحة للأفراد والبنوك، وبالتالي تلعب اذون الخزنة دورا ماليا ونقديا في اقتصاد الدول. (مهران، وآخرون، 2022م، ص: 575)

وتعرف اذون الخزنة بأنها "أداة استثمارية قصيرة الاجل يمكن تسهيلها بسهولة وبأقل كلفة، وتستخدم أساسا في تمويل العجز المؤقت بموازنة الدولة، حيث يكون البنك المركزي وكيلا عن الحكومة بإصدار هذه السندات وبيعها للمتعاملين بخصم من القيمة الاسمية، وتتراوح مدتها ما بين شهر وسنة. (قندوز، 2021، ص: 15)، حيث تعد اذون الخزنة الأداة الأكثر مرونة لتمويل العجز المؤقت في الموازنة العامة، حيث تمكن الحكومة من الحصول على سيولة سريعة لتغطية النفقات الجارية والاستثمارية دون اللجوء المباشر الى التمويل التضخمي او الاقتراض الخارجي بشروط قاسية. كما تساعد في تنظيم التدفقات النقدية للخزنة العامة على المدى القصير. (زكي، وآخرون (2019) ص: 321)

ويعرف الاستثمار في اذون الخزنة بأنه "عملية الاكتتاب او الشراء لهذه الأوراق المالية، حيث تباع بخصم عن قيمتها الاسمية، ويحقق المستثمر ربحه من خلال الفرق بين سعر الشراء والقيمة الكاملة التي يستردها عند انتهاء المدة، او بعائد دوري يعلن وقت الطرح. وتعد من أكثر الأصول امانا لارتباطها بالالتزام الحكومي، وتستخدمها البنوك التجارية كملاذ آمن لاستثمار الفوائض النقدية وإدارة السيولة. (محمد إبراهيم، 2021، ص: 151)

2 - أنواع اذون الخزنة:

تقسم اذون الخزنة الى عدة أنواع مختلفة ومتعددة باختلاف المعيار الذي تم استخدامه لتقسيم: (الظبي، ص: 20-21)

أ - أنواع اذون الخزنة بالنظر الى شكلها: بحسب هذا المعيار تقسم الى ثلاث أنواع:

اذون الخزنة الاسمية: يكتب فيها اسم المالك وتسجل باسمه في سجل خاص لدى البنك المركزي كما يكتب اسم المالك في قسائم الفوائد المستحقة عنها وهذه الاذون لا يمكن نقل ملكيتها الا بتغيير البيانات الخاصة به في هذا السجل.

اذون الخزنة لحاملها: فهي تحوي رقم السند فقط ولا يكتب فيها اسم مالكها لا هي ولا قسائم الفوائد المستحقة عنها وبالتالي تكون قابلة للتداول عبر التسليم باليد.

اذون الخزنة المختلطة: فهي خليط من الاذون الاسمية والاذون لحاملها ففي هذه الاذون تسجل الدولة أصل المبلغ باسم المكتتب في سجل خاص مثل الاذون الاسمية ولكنها قسائم فوائد لا يسجل فيها المالك بحث يمكن تداولها بليد مثل الاذون لحاملها.

ب - أنواع أذون الخزنة بالنظر الى التنافس فيها: وتقسم بحسب هذا المعيار نوعين:

اذون لخزنة التنافسية: إما أن تباع في مزاد يجريه البنك المركزي او عبر عطاءات يقدمها المكتتبين (عروض شراء) الى البنك المركزي وفي كلا الحالتين يتنافس المكتتبين فيما بينهم للحصول على اذون الخزنة عبر دفع مبلغ أكبر لشرائها.

اذون الخزنة الغير تنافسية: البنك المركزي يحدد سعر معين لأذون الخزنة ومن يرغب بشرائها فما عليه سوى تقديم عرض طلب الاكتتاب ودفع المبلغ المعين فلا يوجد تنافس بين المكتتبين عند شراء هذا النوع من الأذون.

ج - أنواع أذون الخزنة بالنظر الى أجل الاستحقاق: وتقسم بحسب هذا المعيار الى ثلاث انواع:

اذون الخزنة كاملة الاجل: هي أذون الخزنة التي يكون اجل استحقاقها عاما كاملا.

اذون الخزنة متوسطة الاجل: هي أذون الخزنة التي يكون اجل استحقاقها فيما بين سنة او تسعة أشهر.

اذون الخزنة قصيرة الاجل: هي أذون الخزنة التي يكون اجل استحقاقها ثلاثة أشهر.

3 - المخاطر المرتبطة بالاستثمار في اذون الخزنة

أ - مخاطر سعر الصرف: في كثير من الأحيان، يلجأ المستثمرون الى شراء سندات بعملات أخرى بخلاف عملاتهم المحلية. فعلى سبيل المثال، إذا قام مستثمر بريطاني (عملته المحلية هي الجنية الإسترليني) بشراء سند مقوماً بالدولار الأمريكي، فسنجد ان المستثمر يصبح لديه خوف من انخفاض قيمة الدولار الأمريكي مقابل الجنية الإسترليني حين تسلمه التدفقات النقدية الخاصة بالسند، حيث ان هذا الانخفاض معناه حصوله على مبلغ اقل من الجنية الإسترليني، وهو ما يعرف بمخاطر سعر الصرف.

ب - مخاطر التضخم: يتعرض المستثمر في السندات الى مخاطر انخفاض قيمة التدفقات النقدية التي تدرها السندات نتيجة التضخم، حيث ان اذون الخزنة تدر عوائد ثابتة خلال أجلها في الوقت، الذي يشهد فيه المستوى العام للأسعار تغيرات خلال نفس الفترة. فعلى سبيل المثال، إذا قام مستثمر بشراء سند بمعدل كوبون 5% في ظل معدل تضخم 3%، فإن القدرة الشرائية للمستثمر لم تزيد بنسبة 5% ولكنها زادة فقط بمعدل 2%.

فين حين تجدر الإشارة الى ان هناك نوعية من السندات تعرف بالسندات المرتبطة بالتضخم توفر حماية للمستثمرين من تلك المخاطر من خلال ربط التدفقات النقدية للسند بتغيرات مستويات التضخم صعودا وهبوطا. (احمد سامي واخرون، ص:35)

ج - مخاطر أسعار الفائدة: واحدة من أكبر المخاطر المرتبطة بالاستثمار في اذون الخزنة هي مخاطر أسعار الفائدة. أذونات الخزنة هي استثمارات قصيرة الاجل تستحق خلال سنة او اقل، ولذلك إذا ارتفعت أسعار الفائدة خلال هذا الوقت، فقد تنخفض قيمة أذون الخزنة. حيث ترتبط قيمة اذون الخزنة عكسيا بحركة أسعار الفائدة في السوق؛ فعند ارتفاع أسعار الفائدة تنخفض القيمة السوقية

للأذون المصدرة سابقا ذات العائد المنخفض، حيث تطرح إصدارات جديدة بعوائد أعلى. وكلما طالت فترة الاستحقاق زادت حساسية القيمة لهذه التغيرات وإن كانت المخاطر أقل مقارنة بالسندات طويلة الأجل. (الشريف ، عاطف محمد، (2020) ، ص: 213)

المحور الثالث: تحليل لتطور معدل التضخم وسعر الصرف وتركز الاستثمار في اذون الخزانة للمدة (2013- 2023) في البنوك عينة الدراسة: تم الاخذ عينة من البنوك التجارية اليمنية العاملة في القطاع المصرفي متمثلة في (البنك الأهلي اليمني وبنك اليمن والكويت للتجارة والاستثمار).

ويوضح الجدول التالي تطور معدل التضخم وسعر الصرف ونسبة تركيز الاستثمار في اذون الخزانة في البنوك التجارية اليمنية

العام	معدل التضخم %	سعر الصرف (ريال لكل دولار)	نسبة الاستثمار في اذون الخزانة من حافظة الأوراق المالية للبنك الأهلي اليمني	نسبة الاستثمار في اذون الخزانة من حافظة الأوراق المالية لبنك اليمن والكويت
2013	8.1	214.89	99.73	99.3
2014	13.9	214.89	99.71	99.4
2015	23.9	214.89	99.79	99.4
2016	11.9	241.41	99.79	99.4
2017	15.0	369.45	99.75	99.3
2018	27.6	538.38	99.72	99.5
2019	12.0	572.19	99.32	99.2
2020	19.6	735.21	99.83	99.5
2021	31.5	1032.51	98.60	99.4
2022	29.1	1119.14	86.56	99.3
2023	30.0	1378.19	83.08	99.3
المتوسط	14.89	602.83	96.91	99.4

عينة الدراسة للمدة (2013 - 2023 م)

المرجع: من اعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية للبنك الأهلي اليمني وبنك اليمن والكويت خلال فترة الدراسة، تقارير البنك المركزي اليمني 2015 - 2023، قاعدة بيانات البنك الدولي.

يوضح الجدول تطور معدل التضخم وسعر الصرف في الاقتصاد اليمني خلال المدة (2013- 2024) ونسبة تركيز الاستثمار في اذون الخزانة في البنك الأهلي اليمني وبنك اليمن والكويت خلال المدة (2013 - 2023) حيث نلاحظ ان معدل التضخم كان في ارتفاع مستمر بمعدل إيجابي خلال مدة الدراسة تجاوز فيها في العام (2021) نسبة 31% وقد زادت حدة الارتفاع في معدل التضخم والارتفاع في المستوى العام للأسعار في الاقتصاد اليمني من العام 2015 بسبب ما شهدته اليمن من انهيار اقتصادي وساسي بسبب الحرب والعديد من الاختلالات في المؤشرات الاقتصادية الكلية في البلد وكذلك الحال بالنسبة لسعر الصرف الذي شهد انهيار كبير امام العملات الأجنبية حيث فقدت العملة قيمتها وقوتها الشرائية بفعل التضخم وانهيار سعر الصرف حيث وصل سعر صرف دولار الأمريكي الواحد الى (1378 ريال يمني) خلال العام 2023م ، ويتضح من خلال الجدول بأنه يوجد تركيز في محفظة البنك للأوراق المالية على نوع واحد من الاستثمار في ورقة مالية معينة يتم إصدارها من مصدر واحد. وتمثل

حسابات اذون الخزانة في البنك الأهلي اليمني أداة دين عام تصدر عن البنك المركزي اليمني نيابة عن وزارة المالية. وهي تعرض بصافي القيمة ويتحدد الايراد منها بفترة الاستحقاق ومعدل العائد كما يجدها البنك المركزي اليمني/ عدن. وتعتبر اذون الخزانة التي تستحق خلال فترة لا تزيد عن ثلاثة أشهر من تاريخ إصدارها، جزءاً من النقدية وشبه النقدية وفقاً للمنشور الدوري للبنك المركزي اليمني رقم (2) لسنة (2002م) بشأن قواعد اعداد وعرض البيانات المالية واسس التقييم للبنوك (المعدلة). ونلاحظ من خلال ان تركيز البنك للاستثمار في اذون الخزانة لدى البنوك عينة الدراسة كبير جداً حيث ان النسبة تتجاوز 99% من محفظة الأوراق المالية للبنك وبالتالي يمكن القول بانه الاستثمار الوحيد للبنك اما بالنسبة للاستثمار في شهادات الإيداع او في استثمارات أخرى لا تكاد تذكر، وطبعاً الأسباب الأساسية هي اعتبار اذون الخزانة الاستثمار الآمن والخالي من المخاطرة ونتيجة لغياب سوق للأوراق المالية في اليمن وغياب التداول. ومن أهم الأسباب لتركز الاستثمار في اذون الخزانة هو نتيجة لغياب بدائل آمنة والخيارات الأخرى محفوفة بمخاطر أعلى بكثير (تعثر القروض، وتجميد الأصول، قيود التحويل) يلجأ البنوك الى توجيه الجزء الأكبر من الموارد الى الاذون وكذلك لان اذون الخزانة تحسب كأصول ذات وزن مخاطري صفري، وتستخدم للعمليات مع المركزي؛ يشترط الاحتفاظ بنسبة منها للوفاء بمعايير السيولة، في المقابل تعد أيضاً عائد أفضل مقارنة بالبائتات المحلية وأيضاً عدم وجود سوق أسهم او أدوات استثمارية منظمة أخرى. وأيضاً توجد دوافع خاصة بالمخاطر مثل تجنب مخاطر الائتمان نتيجة لانهايار النشاط الاقتصادي اليمني وتعثر التسديد والعائد وان كان اقل فهو مضمون من الحكومة.

وتوضح تقارير البنك الأهلي اليمني من خلال قائمة المركز المالي ان حجم تمويل الاستثمار في اذون الخزانة من اجمالي الودائع تجاوز (60%) خلال سنوات الدراسة وهذا يدل على زيادة تركيز الاستثمار في اذون الخزانة بنسبة اكبر حتى من الاستثمار في القروض حيث ارتفعت ارصدة الاستثمار في الأوراق المالية المحلية (اذون الخزانة) الى 1829.1 مليار ريال نهاية ديسمبر 2022م مقابل 1732 مليار ريال في نهاية ديسمبر 2021م بزيادة قدرها 97.1 مليار ريال ومعدل نمو 5.6 %، حيث بلغ متوسط حجم الاستثمار في اذون الخزانة من المحفظة الاستثمارية للبنك الأهلي اليمني خلال سنوات الدراسة (99.9%) وبلغ متوسط نسبة اذون الخزانة من اجمالي الأصول (58.8%) وأيضاً بلغ متوسط الاستثمار في اذون الخزانة من حجم الودائع لدى البنك الأهلي اليمني (66.6%) وهذه النسب تعد مرتفعة وتوجه الجزء الأكبر من مصادر تمويل البنك اتجاه اذون الخزانة نتيجة للأسباب سابقة الذكر.

ونلاحظ من خلال الجدول السابق ان الاستثمار في اذون الخزانة بالنسبة للمحفظة الاستثمارية لبنك اليمن والكويت فقد تم تخصيص الجزء الأكبر من مصادر تمويلها في الاستثمار في اذون الخزانة وبالتالي شكلت اذون الخزانة جانب كبير من أصول البنك بحسب ما تظهره قوائم المركز المالي للبنك حيث تجاوزت 50% من أصول البنك في العام 2013م وفي باقي الأعوام تجاوزت 40% من اجمالي أصول البنك، حيث بلغ متوسط نسبة الاستثمار في اذون الخزانة من اجمالي أصول البنك خلال فترة الدراسة نسبة (42.9%)، في المقابل وجه جزء كبير من قيمة الودائع كمصدر تمويل أساسي للاستثمار في البنك نحو الاستثمار في اذون الخزانة بلغ في العام 2013م (61.5%) وبلغ في العام 2020م (56.6%) من قيمة ودائع البنك وهذه نسب كبيرة حيث بلغ نسبة متوسط الاستثمار في اذون الخزانة بالنسبة لحجم الودائع في البنك خلال فترة الدراسة (50.6%)، وبالتالي فان النسب الكبيرة هذه تدل على ان البنك يبحث عن الاستثمار الأكثر امان وذو العائد الثابت ولكن في ظل الاقتصاد اليمني الذي يعاني من تقلبات مستمرة وتدهور

ملحوظ في قيمة العملة وانخفاض في قيمتها الحقيقية مع ارتفاع معدلات التضخم عانت أيضا عوائد الاستثمار في اذون الخزنة من خسائر في قيمتها الحقيقية .

تستنتج الباحثة ان الاستثمار في الأوراق المالية عبر البنوك التجارية اليمنية يتركز بشكل أساسي في أدوات الدين العام المتمثلة في (اذون الخزنة) نظرا لغياب بورصة أوراق المالية نشطة في اليمن ومخاطر التركيز التي تعرضت لها البنوك اليمنية نتيجة لتوجيه جزء كبير من أموال التمويل باتجاه هذا النوع من الاستثمار على اعتبار ان اذون الخزنة أداة استثمارية حكومية آمنة وعالية العائد تطرح بأجال مختلفة وتعد خيار مفضل للبنوك التجارية وتوفر فوائد ثابتة ، ولكن الوضع مختلف في الاقتصاد اليمني في ظل أوضاع اقتصادية متدهورة وارتفاع في معدل التضخم وسعر الصرف واجهة البنوك خطر الانخفاض في القيمة الحقيقية للاستثمار في اذون الخزنة في اليمن، وخطر سيولة أيضا حيث لم تحصل البنوك اليمنية على العائدات المالية من استثمارها في اذون الخزنة في البنك المركزي اليمني في صنعاء منذ سيطرة جماعة الحوثي على صنعاء عام 2014م ولا زالت إدارة البنك المركزي بصنعاء ترفض الافراج عن العائدات المالية المستحقة للبنوك اليمنية، وتسبب عدم تسديد تلك العائدات الى البنوك بأزمة سيولة حادة، حيث عجزت بعض البنوك عن الإيفاء بالتزاماتها المالية اتجاه العملاء . وفي ظل بيئة تضخم مرتفع ومتقلب وسعر صرف منهار وغياب آلية تعديل تلقائي للعائد من الاستثمار في اذون الخزنة نلاحظ ان البنوك لازالت مستمرة في استثمارها في اذون الخزنة رغم خسارتها الحقيقية، ويرتفع العائد الاسمي ببطء لا يلحق بالمخاطر وبالتالي يتحول السوق الى نطاق ضيق قصير الاجل للحد من المخاطر وبالتالي تبقى البنوك ملزمة قانونا بامتلاك أصول آمنة وللمحد من مخاطر تآكل القيمة الحقيقية للعوائد بفعل التضخم وانخفاض قيمة العملة تركز البنوك في الآجال القصيرة لأذون الخزنة أي أكثر من 90% من الاستثمارات تتركز في 3 - 6 أشهر، وبالتالي تتخفف الطلبات على آجال سنة فأكثر لان مخاطر التضخم وتدهور الصرف تتضاعف مع الوقت. وبالتالي نلاحظ ان البنوك التجارية اليمنية تزيد من حيازتها لأذون الخزنة رغم أن العائد الاسمي غالبا لا يغطي الريال مقابل الدولار فهي تختار "الخسارة الأقل" بدلا من تجميد السيولة او تعثر القروض، اذ عندما زادت معدلات التضخم وسعر الصرف، زاد التركيز في اذون الخزنة قصيرة الاجل ولم يحدث انسحاب كامل؛ لعدم وجود بديل استثمار مقبول.

المحور الرابع: الإطار القياسي لتأثير معدل التضخم وسعر الصرف على تركيز الاستثمار في اذون الخزنة للمدة 2013-2023م:
لقياس الأثر لتغير معدل التضخم وسعر الصرف على تركيز الاستثمار في اذون الخزنة لدى البنوك التجارية اليمنية واختبار فرضيات البحث،

أولا : نوضح مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة :

المتغير	معدل التضخم	سعر الصرف	نسبة اليمن والكويت	نسبة الأهلي اليمني
معدل التضخم	1.000	0.759	0.280	-0.564
سعر الصرف	0.759	1.000	-0.141	-0.810
نسبة اليمن والكويت	0.280	-0.141	1.000	0.348
نسبة الأهلي اليمني	-0.564	-0.810	0.348	1.000

توضح مصفوفة الارتباط وجود علاقات متفاوتة القوة والاتجاه بين متغيرات الدراسة. فقد ظهر ارتباط موجب قوي بين معدل التضخم وسعر الصرف، إذ بلغ معامل الارتباط (0.759)، مما يعني أن ارتفاع معدل التضخم يتزامن بدرجة مرتفعة مع ارتفاع سعر الصرف خلال فترة الدراسة. وبالنسبة إلى العلاقة بين معدل التضخم ونسبة تركيز الاستثمار في بنك اليمن والكويت، فقد بلغ معامل الارتباط (0.280)، وهي علاقة موجبة ضعيفة إلى متوسطة، بما يشير إلى أن ارتفاع التضخم يرتبط بارتفاع محدود في نسبة تركيز الاستثمار في البنك، دون أن تعني هذه العلاقة بالضرورة وجود أثر سببي.

أما العلاقة بين سعر الصرف ونسبة تركيز الاستثمار في بنك اليمن والكويت، فقد جاءت سالبة وضعيفة، حيث بلغ معامل الارتباط (-0.141)، مما يشير إلى اتجاه عكسي محدود بين المتغيرين.

وفي المقابل، أظهرت النتائج وجود ارتباط عكسي قوي جدًا بين سعر الصرف ونسبة تركيز الاستثمار في البنك الأهلي اليمني، حيث بلغ معامل الارتباط (-0.810). وتشير هذه النتيجة إلى أنه كلما ارتفع سعر الصرف اتجهت نسبة تركيز الاستثمار في البنك الأهلي اليمني إلى الانخفاض بدرجة قوية. كما ظهر ارتباط سالب متوسط نسبيًا بين معدل التضخم ونسبة تركيز الاستثمار في البنك الأهلي اليمني، إذ بلغ (-0.564)، وهو ما يشير إلى اتجاه عكسي متوسط القوة بين المتغيرين.

أما العلاقة بين نسبة تركيز الاستثمار في بنك اليمن والكويت ونسبة تركيز الاستثمار في البنك الأهلي اليمني، فقد بلغت (0.348)، وهي علاقة موجبة ضعيفة إلى متوسطة، بما يعني وجود اتجاه مشترك محدود بين نسبتي التركيز في البنكين.

ثانياً: نتائج نموذج الانحدار لبنك اليمن والكويت

المتغير	المعامل (β)	الخطأ المعياري	قيمة t	Sig.	الدالة عند 5%
الثابت	99.2749	0.068	1462.620	0.000	دال
معدل التضخم	0.0099	0.005	2.123	0.067	غير دال
سعر الصرف	-0.0002	0.000096	-1.940	0.088	غير دال
مؤشرات جودة النموذج	$R^2 = 0.373$	$R^2 = 0.216$	$F = 2.381$	$Sig(F) = 0.154$	غير دال
Durbin-Watson	3.093	—	—	—	—

تشير نتائج نموذج الانحدار الخاص ببنك اليمن والكويت إلى أن النموذج يفسر نحو 37.3% من التباين في المتغير التابع، وفقاً لقيمة معامل التحديد $R^2 = 0.373$ ، في حين بلغت قيمة معامل التحديد المعدل $Adjusted R^2 = 0.216$ ، بما يعني أن القدرة التفسيرية للنموذج بعد أخذ عدد المتغيرات وحجم العينة في الاعتبار انخفضت إلى 21.6%. وتدل هذه النتيجة على أن هناك نسبة من التغير في المتغير التابع يمكن تفسيرها من خلال معدل التضخم وسعر الصرف، بينما تعود النسبة المتبقية إلى عوامل أخرى لم تدخل في النموذج.

وبالنسبة إلى المعنوية الكلية للنموذج، فقد بلغت قيمة $F = 2.381$ عند مستوى دلالة $Sig(F) = 0.154$ ، وهي أكبر من مستوى الدلالة المعتمد (0.05)؛ وبالتالي فإن النموذج ككل غير دال إحصائياً عند مستوى 5%. وهذا يعني أنه لا توجد أدلة إحصائية كافية للقول بأن معدل التضخم وسعر الصرف، مجتمعين، يفسران تغيراً معنوياً في المتغير التابع لبنك اليمن والكويت.

أما على مستوى المتغيرات المستقلة، فقد أظهر معدل التضخم معامل انحدار موجباً بلغ $\beta = 0.0099$ ، بما يشير إلى وجود علاقة موجبة؛ أي أن ارتفاع معدل التضخم يرتبط بارتفاع المتغير التابع وفق اتجاه النموذج. كما بلغت قيمة $t = 2.123$ ، ومستوى الدلالة $p = 0.067$ ، وهو أكبر من 0.05، ولذلك فإن هذا الأثر غير دال إحصائياً عند مستوى 5%. ومع ذلك، يمكن الإشارة إلى وجود دلالة هامشية عند مستوى 10% لأن $0.10 > 0.067$ ، إذا كان مستوى 10% مقبولاً في الدراسة.

وفيما يتعلق — سعر الصرف، فقد بلغ معامل الانحدار $\beta = 0.0002$ ، وهو معامل سالب يشير إلى علاقة عكسية بين سعر الصرف والمتغير التابع؛ أي أن ارتفاع سعر الصرف يرتبط بانخفاض المتغير التابع وفقاً لاتجاه النموذج. وبلغت قيمة $t = 1.940$ ، ومستوى الدلالة $p = 0.088$ ، وهي أكبر من 0.05، ومن ثم فإن أثر سعر الصرف غير دال إحصائياً عند مستوى 5%، مع وجود دلالة هامشية عند مستوى 10%.

وبالنسبة إلى الثابت، فقد بلغ 99.2749، وكان دالاً إحصائياً عند $p < 0.001$ ، إلا أن دلالة الثابت لا تمثل أهمية تفسيرية رئيسية في اختبار فرضيات الدراسة، وإنما تعبر عن القيمة المتوقعة للمتغير التابع عندما تكون قيم المتغيرات المستقلة مساوية للصفر. وأخيراً، بلغت قيمة $\text{Durbin-Watson} = 3.093$ ، وهي أعلى من القيمة المثالية القريبة من 2، وتشير إلى احتمال وجود ارتباط ذاتي سالب في البواقي.

ثالثاً : نتائج نموذج الانحدار للبنك الأهلي اليمني

المتغير	المعامل (β)	الخطأ المعياري	قيمة t	Sig.	الدلالة عند 5%
الثابت	103.1027	3.254	31.686	0.000	دال
معدل التضخم	0.0842	0.224	0.376	0.717	غير دال
سعر الصرف	-0.0131	0.005	-2.849	0.021	دال
مؤشرات جودة النموذج	$R^2 = 0.662$	$R^2 \text{ المعدل} = 0.577$	$F = 7.825$	$\text{Sig}(F) = 0.013$	دال
Durbin-Watson	1.048	—	—	—	—

تشير نتائج نموذج الانحدار الخاص بالبنك الأهلي اليمني إلى أن النموذج يتمتع بقدرة تفسيرية جيدة نسبياً، حيث بلغت قيمة معامل التحديد $R^2 = 0.662$ ، مما يعني أن 66.2% من التباين في المتغير التابع يمكن تفسيره من خلال متغيري معدل التضخم وسعر الصرف. كما بلغت قيمة معامل التحديد المعدل $\text{Adjusted } R^2 = 0.577$ ، أي أن النموذج يفسر نحو 57.7% من التباين بعد أخذ عدد المتغيرات المستقلة وحجم العينة في الاعتبار، وهي نسبة تشير إلى قدرة تفسيرية مقبولة إلى جيدة للنموذج. أما بالنسبة إلى المعنوية الكلية للنموذج، فقد بلغت قيمة اختبار $F = 7.825$ ، بمستوى دلالة $\text{Sig}(F) = 0.013$ ، وهي أقل من مستوى الدلالة المعتمد (0.05). وعليه، فإن نموذج الانحدار دال إحصائياً عند مستوى 5%، مما يشير إلى أن متغيري معدل التضخم وسعر الصرف مجتمعين لهما قدرة معنوية في تفسير التغير في المتغير التابع للبنك الأهلي اليمني.

وبالنسبة إلى معدل التضخم، فقد بلغ معامل الانحدار $\beta = 0.0842$ ، وهو موجب، مما يشير إلى وجود علاقة طردية بين معدل التضخم والمتغير التابع وفقاً لاتجاه النموذج. إلا أن قيمة $t = 0.376$ ومستوى الدلالة $p = 0.717$ ، وهي أكبر بكثير من 0.05، ولذلك

فإن أثر معدل التضخم غير دال إحصائياً. وبناءً عليه، لا توجد أدلة إحصائية كافية على أن التغير في معدل التضخم يؤثر بصورة معنوية في المتغير التابع للبنك الأهلي اليمني.

في المقابل، أظهر سعر الصرف أثراً عكسياً ودالاً إحصائياً، حيث بلغ معامل الانحدار $\beta = -0.0131$ ، وبلغت قيمة $t = -2.849$ ، ومستوى الدلالة $p = 0.021$ ، وهو أقل من 0.05. وهذا يعني أن ارتفاع سعر الصرف يرتبط بانخفاض المتغير التابع، مع ثبات معدل التضخم، وأن هذا الأثر دال إحصائياً عند مستوى 5%. ومن حيث التفسير الاقتصادي، فإن النتيجة تشير إلى أن تقلبات سعر الصرف تمثل عاملاً أكثر أهمية من التضخم في تفسير التغير في المتغير التابع للبنك الأهلي اليمني خلال فترة الدراسة. أما الثابت، فقد بلغ 103.1027، وكان دالاً إحصائياً عند $p < 0.001$ ، ويشير إلى القيمة المتوقعة للمتغير التابع عندما تكون قيم المتغيرات المستقلة مساوية للصفر. ولا تعد دلالة الثابت محوراً أساسياً في تفسير فرضيات الدراسة.

وبالنسبة إلى قيمة $\text{Durbin-Watson} = 1.048$ ، فهي أقل من القيمة المرجعية القريبة من 2، مما يشير مبدئياً إلى احتمال وجود ارتباط ذاتي موجب في البواقي.

النتائج المبنية على التحليل القياسي:

1. بينت الدراسة وجود علاقات ارتباط متقاوطة القوة والاتجاه بين متغيراتها، حيث ظهرت أقوى علاقة طردية بين معدل التضخم وسعر الصرف (معامل ارتباط 0.759)، وأقوى علاقة عكسية بين سعر الصرف ونسبة تركيز الاستثمار في البنك الأهلي اليمني (معامل ارتباط -0.810).

2. أظهرت الدراسة أن نموذج الانحدار الخاص ببنك اليمن والكويت يفسر حوالي 37.3% من التباين في المتغير التابع ($R^2 = 0.373$)، إلا أن هذه القدرة التفسيرية تنخفض إلى 21.6% عند الأخذ بعين الاعتبار عدد المتغيرات وحجم العينة ($R^2 \text{ المعدل} = 0.216$).

3. وضحت الدراسة أن نموذج الانحدار لكل لبنك اليمن والكويت غير دال إحصائياً عند مستوى دلالة 5%، حيث بلغت قيمة اختبار ($F = 2.381$) ومستوى دلالتها ($\text{Sig}(F) = 0.154$) وهو أكبر من 0.05، مما يعني عدم وجود أدلة كافية على تفسير المتغيرات المستقلة مجتمعة للتغير في المتغير التابع.

4. بينت الدراسة أنه في نموذج بنك اليمن والكويت، فإن كلاً من معدل التضخم ($\beta = 0.0099$)، وسعر الصرف ($\beta = -0.0002$)، $p = 0.088$ غير دالين إحصائياً عند مستوى 5%، مع الإشارة إلى وجود دلالة هامشية لكليهما عند مستوى 10%.

5. أظهرت الدراسة أن نموذج الانحدار الخاص بالبنك الأهلي اليمني يتمتع بقدرة تفسيرية مرتفعة، حيث بلغ معامل التحديد ($R^2 = 0.662$) ومعامل التحديد المعدل (0.577)، وكان النموذج ككل دالاً إحصائياً عند مستوى 5% ($\text{Sig}(F) = 0.013$).

6. وضحت الدراسة أنه بالنسبة للبنك الأهلي اليمني، فإن سعر الصرف له تأثير عكسي دال إحصائياً عند مستوى 5% على المتغير التابع ($\beta = -0.0131$)، $p = 0.021$ ، في حين أن تأثير معدل التضخم ($\beta = 0.0842$)، $p = 0.717$ غير دال إحصائياً.

7. بينت الدراسة وجود احتمال للارتباط الذاتي السالب في بواقي نموذج بنك اليمن والكويت، حيث بلغت قيمة دوربين-واتسون (3.093) وهي أعلى من القيمة المثالية (2)، بينما بلغت قيمة دوربين-واتسون لنموذج البنك الأهلي اليمني (1.048).

الاستنتاجات:

1. أظهر التحليل الاقتصادي للبحث وجود علاقة طردية بين كل من ارتفاع معدل التضخم وتدهور سعر الصرف وبين زيادة تركيز استثمارات البنوك التجارية اليمنية عينة الدراسة في أدون الخزانة.
2. أوضح التحليل الاقتصادي انه رغم وجود أثر لارتفاع معدل التضخم في تآكل القيمة الحقيقية لعوائد الاستثمار في أدون الخزانة الا ان البنوك التجارية اليمنية لازالت مستمرة في تركيز الاستثمار في أدون الخزانة نتيجة لغياب البديل الاستثماري المناسب والاقلة مخاطرة مما يجعل أدون الخزانة الخيار الأقل سوء.
3. توصل البحث الى انه في ظل ثبات الفائدة، كلما زاد التضخم بمقدار نقطة مئوية واحدة، انخفض العائد الحقيقي بنفس المقدار، وعندما يتجاوز التضخم مستوى الفائدة الثابت، يصبح العائد الحقيقي سالبا، أي ان البنك يخسر قوة شرائية رغم تحصيله الفائدة الاسمية.
4. أظهرت النتائج لتحليل القياسي تبانياً جوهرياً في أثر المتغيرات الكلية (معدل التضخم وسعر الصرف) بين البنكين. فقد بلغت القدرة التفسيرية لنموذج البنك الأهلي اليمني 66.2% من التغير في تركيز الاستثمارات، بينما لم تتجاوز القدرة التفسيرية لنموذج بنك اليمن والكويت 37.3% وتنخفض إلى 21.6% بعد التعديل. وهذا يدل على أن عوامل أخرى غير متضمنة في النموذج هي المسيطرة على أداء بنك اليمن والكويت.
5. تبين أن نموذج الانحدار الخاص ببنك اليمن والكويت غير دال إحصائياً عند مستوى معنوية 5% إذ بلغت قيمة 0.154. وعليه فإن الاعتماد على متغيري (التضخم وسعر الصرف) لتفسير سلوك الاستثمار في هذا البنك يمثل قصوراً منهجياً ولا يوجد دليل إحصائي على دلالة تأثيرهما المشترك.
6. كان نموذج البنك الأهلي اليمني دالاً إحصائياً عند مستوى 5% بقيمة 0.013. وظهر (سعر الصرف) كمتغير وحيد ذي دلالة إحصائية عند 5% بقيمة 0.021 وبالعلاقة عكسية. أي أن ارتفاع سعر الصرف وانخفاض قيمة العملة المحلية يقترن بانخفاض معنوي في نسبة تركيز الاستثمار في هذا البنك، مما يعكس حساسيته العالية لتقلبات سعر الصرف مقارنة ببنك اليمن والكويت.
7. لم يثبت وجود أثر دال إحصائياً لمتغير (معدل التضخم) على تركيز الاستثمار في كلا البنكين عند مستوى 5%. وسجلت دلالة هامشية فقط لبنك اليمن والكويت عند مستوى 10% بقيمة 0.067. وهذا يشير إلى أن قرارات الاستثمار تتأثر بسياسات سعر الصرف والصدمات الخارجية بدرجة أكبر من تأثرها بمستوى التضخم.
8. أشارت قيمة إحصائية دوربين-واتسون البالغة 3.093 في نموذج بنك اليمن والكويت إلى وجود ارتباط ذاتي سالب قوي في البواقي. وبُعد هذه القيمة عن القيمة المثلى 2 يرجح وجود خطأ في مواصفة النموذج أو إغفال متغيرات زمنية مهمة. لذلك يجب التعامل مع نتائج هذا النموذج بحذر استدلائي كبير.

التوصيات:

1. على البنوك التجارية اليمنية دراسة مستوى التركيز في الاستثمار في أدون الخزانة وتنويع آجال الاستحقاق بين قصير ومتوسط لتقليل من تأثير التغيرات المفاجئة في معدل التضخم وسعر صرف العملة.
2. قيام البنوك بحساب العائد الحقيقي بشكل دوري (شهرياً على الأقل) ومقارنته بمستوى التضخم حيث عند ملاحظة ان العائد أصبح سالب لابد من البحث عن بدائل استثمارية تحافظ على القوة الشرائية.

3. على البنوك التجارية اليمنية البحث عن بدائل استثمارية وتمويلية آمنة ومجدية قادرة على تحمل التضخم وتقلبات الصرف، ويمكن ربط التسديد بتحركات سعر الصرف لتقليل من المخاطر.
4. ضرورة إعادة مواصفة النموذج التفسيري لبنك اليمن والكويت من خلال إدخال متغيرات مستقلة إضافية إلى جانب (التضخم وسعر الصرف). ومنها حجم الودائع وأسعار فائدة الإيداع والإقراض ومؤشرات الربحية والسياسات الائتمانية الداخلية، وذلك لضعف القدرة التفسيرية وعدم دلالة النموذج الحالي.
5. عطاء أولوية لإدارة مخاطر (سعر الصرف) في البنك الأهلي اليمني. ويتم ذلك من خلال تبني أدوات تحوط فعالة وتنويع محفظة الاستثمارات بالعملات الأجنبية وربط قرارات تركيز الاستثمار بمؤشرات أسواق الصرف الآجلة، باعتبار سعر الصرف المتغير الوحيد ذا الأثر المعنوي والسالب.
6. معالجة مشكلة الارتباط الذاتي عند إعادة تقدير نموذج بنك اليمن والكويت باستخدام أساليب تقدير تصحيحية مثل Cochrane-Orcutt أو بإدخال المتغيرات المتباطئة. والهدف من ذلك تحسين كفاءة المقدرات وزيادة موثوقية النتائج.
7. إعادة النظر في الدور التفسيري لمتغير (التضخم) في سياق تركيز الاستثمار المصرفي. ويفضل استبداله أو دعمه بمتغيرات نقدية ذات أثر أكبر مثل عرض النقد بمعناه الواسع M2 أو مؤشرات الثقة الاقتصادية، في ضوء عدم دلالاته الإحصائية في كلا البنكين.
8. إجراء اختبار سببية غرانجر بين (سعر الصرف) ونسبة تركيز الاستثمار في البنك الأهلي اليمني. فعلى الرغم من قوة الارتباط العكسي البالغة 0.810 إلا أن ذلك لا يثبت وجود علاقة سببية بالضرورة وقد يكون هناك متغير وسيط. وسيوفر الاختبار أساساً أدق لصياغة سياسات استباقية.

المراجع:

- 1 - رشاد العصام، عليان الشريف (2000): "المالية الدولية"، دار المسيرة للنشر، عمان، ص: 46.
- 2 - عبد الناصر العبادي، وآخرون (2000): "مبادئ الاقتصاد الكلي"، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2000م، ص: 136.
- 3 - عوض فاضل الدليمي (1990): "النقد والبنوك"، دار الحكمة، الموصل، العراق، ص: 481.
- 5 - الطاهر لطرش (2005): "تقنيات البنوك"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الخامسة، ص: 96.
- 6 - الشريف، عاطف محمد (2020): "أسواق الأوراق المالية وادواتها الاستثمارية، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص: 213.
- 7 - زكي، رمضان محمد (2019): "المالية العامة والنظم المالية المقارنة"، الدار الجامعي، الإسكندرية، ص: 321.
- 8 - محمد إبراهيم (2021) "الأسواق المالية والنقدية" دار لفكر الجامعي، الاسكندرية، ص: 151.
- 9 - رانيا الشيخ طه (2021): "التضخم أسبابه، وآثاره، وسبل معالجته"، سلسلة كتيبات تعريفية، العدد (41)، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، دولة الامارات العربية المتحدة.
- 10 - عبد الكريم قندوز (2021): "الاسواق المالية"، سلسلة كتيبات تعريفية، العدد 11، صندوق النقد العربي، ابو ظبي، الامارات العربية المتحدة، ص: 15

- 11 - احمد سامي، وليد جمعة: "مبادئ الاستثمار في السندات" سلسلة كتيبات تعريفية، العدد 35، صندوق النقد العربي: ص:35.
- 12 - بوشريط كمال (2018): "تغيرات سعر الصرف وأثره على المتغيرات الاقتصادية الكلية - حالة الجزائر"، أطروحة دكتوراة، جامعة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، ص: 47 - 49.
- 13 - العابد أنيس (2024): "تحليل أهم محددات التضخم في الجزائر دراسة قياسية من 1990 - 2021م، رسالة ماجستير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير قسم العلوم الاقتصادية، 2024م، ص: 5 - 6.
- 14 - منية خرباش (2012): "أثر خطر سعر الصرف على أداء محفظة الأوراق لمالية - دراسة حالة بورصتي عمان والسعودية لفترة 2010"، رسالة ماجستير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، كلية العلوم الاقتصادية، قيم علوم التسيير، الجزائر، ص: 31.
- 15 - - تيمزار (2016): "أثر تقلبات أسعار الصرف على أداء المالي للبنوك التجارية - دراسة حالة البنك الجزائري الخارجي خلال الفترة 2005-2014" رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة - كلية العلوم الاقتصادية قسم العلوم الاقتصادية الجزائر: 4.
- 16 - هبة محمد السيد (2024): "أثر ارتفاع معدل التضخم على صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في مصر"، المجلة العلمية لكلية الدراسات الاقتصادية والعلوم السياسية، جامعة الإسكندرية، المجلد العاشر - العدد العشرين - يوليو 2025م.
- 18 - هبة عوض الله وآخرون (2020): "العوامل المؤثرة في سعر الصرف في السودان دراسة تطبيقية للفترة (2018 - 1998م)، المجلة الالكترونية الشاملة متعددة التخصصات، العدد 31، مايو 2020، المملكة العربية السعودية.
- صالح جامع (2018): "محددات التضخم في السودان في الفترة 1990-2014"، مجلة جامعة بخت الرضا العلمية، جامعة كركري - قسم الاقتصاد، العدد الثالث والهروش - مارس - 2018، ص: 31.
- 16 - علي مكيد، علاء الدين عشيظ (2017): "أثر السياستين المالية والنقدية في التضخم: حالة الاقتصاد الجزائري (1990 - 2015)"، مجلة البحوث الاقتصادية عربية، جامعة يحي فارس، المدينة، العدد 78 - 79، ص: 73.
- 17 - حسنى حسن مهران، وآخرون (2022): "قياس أثر فوائد أدون الخزانة على عجز الموازنة العامة للدولة في مصر"، جامعة دمياط، كلية التجارة، المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية، المجلد الثالث - العدد الثاني - يوليو، ص: 575.
- 18 - محمد عبدالرزاق، وآخرون (2025): "تأثير سعر الصرف في أسعار الأسهم وانعكاسها على الفا وبيتا السهم" جامعة بغداد - كلية الإدارة والاقتصاد - قسم إدارة الأعمال، المجلة الاكاديمية العلمية العراقية، ص: 802.
- 19 رامي الطبي: "أذونات الخزانة - مفهوما ومشروعيتها في الفقه والقانون"، بحث منشور، وزارة العدل، المعهد العالي للقضاء، الجمهورية اليمنية، ص: 20 - 21.
- 20- AL-Maflehi, M. Q. M. A. (2025). *The impact of money supply on inflation: An analytical study of Yemeni economy (2000-2020)* [Doctoral dissertation, Dr. Babasaheb Ambedkar Marathwada University]