

# دور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي دراسة حالة الجزائر \*

أ. نور الهدى دحماني \*\*

---

\* تاريخ التسليم: 2014 / 3 / 3 م ، تاريخ القبول: 2014 / 6 / 7 م.  
\*\* طالبة دكتوراه، أستاذة مساعدة/ كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير/ جامعة باجي مختار/ عنابة/ الجزائر.

## ملخص:

يؤدي سوق الأوراق المالية دوراً استراتيجياً ومهماً في تفعيل النمو الاقتصادي، ذلك أنه يساهم في توفير السيولة اللازمة لتمويل المشاريع ويعمل على تعبئة المدخرات والموارد المالية وتوجيهها نحو الاستثمارات الأكثر إنتاجية. مما يؤدي إلى رفع كفاءة تخصيص الموارد، وتسريع تراكم رأس المال المادي والبشري، وتعزيز خطى التقدم التقني. في هذا الإطار يهدف هذا البحث إلى دراسة العلاقة السببية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة (1999-2011)، باستخدام منهجية غرانجر ونموذج تصحيح الخطأ، وذلك لتحديد اتجاه العلاقة في المدى القصير والطويل.

وقد خلصت الدراسة إلى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، ووضح اختبار السببية المبني على نموذج تصحيح الخطأ وجود علاقة سببية باتجاه واحد من النمو الاقتصادي إلى سوق الأوراق المالية.

**الكلمات المفتاحية:** سوق الأوراق المالية، النمو الاقتصادي، معدل رسملة السوق، معدل قيمة التداول، اختبار التكامل المشترك، نموذج تصحيح الخطأ، اختبار السببية، العراقيل القانونية والاقتصادية.

## **The Role of the Stock Market in Economic Growth Algerian Case Study**

### ***Abstract:***

*The stock market plays a strategic and an important role in boosting economic growth. This market helps to ensure the necessary liquidity to fund projects. It also allows the mobilization of savings and financial resources in the direction of most productive investments. This market thus contributes to promoting a more efficient allocation of resources, accelerating the accumulation of physical and human capital and promoting technical progress.*

*This research aims to study the causal relationship between stock market and economic growth in Algeria from 1999 to 2011) using Granger causality and error correction model in order to determine the long run relationship and the direction of the causality in both short and long run.*

*The results of the study clearly show that there is a long run relationship between stock market and economic growth. The causality test based on error correction model indicates the existence of a unique causal relationship from economic growth to the stock market.*

**Key words:** *stock market, economic growth, market capitalization ratio index, value of shares traded ratio index, co- integration test, error correction model, causality test, legal and economic obstacles*

## مقدمة:

يحتل القطاع المالي في عصرنا الحالي أهمية بالغة في معظم دول العالم، وتعدُّ مؤشراتته انعكاساً للحالة الاقتصادية، وتعود جذور العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي إلى عام 1912م عندما حاول Schumpeter البحث في هذه العلاقة التي تعدُّ من أهم المواضيع التي لاقت اهتماماً معتبراً من قبل الباحثين والاقتصاديين في النظرية الاقتصادية. ويتمحور اهتمامهم حول تحديد اتجاه العلاقة السببية بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، حيث يرى بعض الاقتصاديين أن تطور النظام المالي بصفة عامة، وتطور سوق الأوراق المالية بصفة خاصة يساهم في زيادة معدلات النمو الاقتصادي من خلال قنوات عدة، إذ تعدُّ من أهم الوسائل التي تعمل على المواءمة بين الوحدات ذات الفائض المالي التي ترغب في استثمار أموالها والوحدات ذات العجز التي هي بحاجة لتلك الموارد المالية، وتساهم أيضاً بدرجة كبيرة في جذب الاستثمارات الأجنبية ورؤوس أموال المشروعات الكبرى. وبالتالي فإن السيولة التي توفرها تساهم في تعبئة المدخرات وتشجع على تحويل المدخرات نحو الاستثمارات طويلة الأجل التي تتميز بارتفاع عوائدها، الأمر الذي يعزز النمو الاقتصادي.

في حين يعتقد بعضهم الآخر أن النمو الاقتصادي هو الذي يؤدي إلى تطور سوق الأوراق المالية، حيث إن معدلات النمو الاقتصادي العالية سوف تخلق طلباً على العديد من الخدمات والأدوات والترتيبات المالية التي سوف تتطلب تطوير النظام المالي بما فيه سوق الأوراق المالية. وهناك اقتصاديون آخرون يرون أن سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي لهما تأثيرات مباشرة على بعضهما بعضاً.

والجزائر في إطار الإصلاحات الاقتصادية التي قامت بها، واستكمالاً لمتطلبات اقتصاد السوق أنشأت سوقاً للأوراق المالية (مع الإشارة إلى أنه في الجزائر يتداول مصطلح بورصة القيم المنقولة بدلاً من مصطلح سوق الأوراق المالية)، إلا أنها وعلى غرار أسواق الأوراق المالية العربية تواجه العديد من العراقيل التي تحول دون تحقيقها للأهداف المرجوة منها.

ويأتي هذا البحث لدراسة العلاقة التوازنية طويلة الأجل بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، من خلال اختبار التكامل المشترك وتقدير نموذج تصحيح الخطأ، ومن ثم تحديد اتجاه العلاقة السببية بين هذين المتغيرين الاقتصاديين في الجزائر خلال الفترة (1999-2011).

## إشكالية البحث:

هل توجد علاقة سببية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في الجزائر؟ وما هو اتجاهها؟ .

## فرضيات البحث:

- الفرضية الأولى: توجد علاقة توازنية ذات دلالة إحصائية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في الجزائر على المدى الطويل.
- الفرضية الثانية: توجد علاقة سببية ثنائية تتجه من سوق الأوراق المالية إلى النمو الاقتصادي ومن النمو الاقتصادي إلى سوق الأوراق المالية في الجزائر.
- الفرضية الثالثة: توجد علاقة سببية ذات اتجاه واحد من سوق الأوراق المالية إلى النمو الاقتصادي في الجزائر.
- الفرضية الرابعة: توجد علاقة سببية ذات اتجاه واحد من النمو الاقتصادي إلى سوق الأوراق المالية في الجزائر.
- الفرضية الخامسة: لا توجد علاقة سببية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في الجزائر.

## أهمية البحث:

تأتي أهمية البحث من أنها منسجمة مع الاهتمام الواسع بموضوع سوق الأوراق المالية ودورها في النمو الاقتصادي، أيضا تسليط الضوء على واقع سوق الأوراق المالية في الجزائر. ودراسة العلاقة التوازنية طويلة الأجل، وتحديد اتجاه العلاقة السببية بين هذين المتغيرين الاقتصاديين في الجزائر التي تعرف سوق أوراقها المالية نمواً بطيئاً جداً بسبب المعوقات التي تعرفها على مستويات عدة، وذلك في الفترة الزمنية الممتدة من 1999م إلى غاية 2011م.

## أهداف البحث:

يهدف البحث إلى تبيان الإطار النظري للعلاقة السببية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، والتأكيد على الدور الايجابي لسوق الأوراق المالية في تحفيز النمو الاقتصادي، كذلك التطرق إلى واقع سوق الأوراق المالية في الجزائر. ومن ثم القياس التجريبي لمعرفة

ما إذا كانت هناك علاقة توازنية طويلة الأجل بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، ومن ثم تحديد اتجاه العلاقة السببية بين هذين المتغيرين الاقتصاديين، في الجزائر خلال الفترة (1999-2011). وفي الأخير تبيان أهم العراقيل التي تواجه سوق الأوراق المالية في الجزائر واقتراح بعض الأساليب والطرق لتفعيلها حتى تؤدي الدور المنوط بها.

### حدود البحث:

يقتصر البحث على دراسة العلاقة التوازنية طويلة الأجل واتجاه العلاقة السببية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة الممتدة من 1999 إلى غاية 2011.

### محددات البحث:

تمت دراسة العلاقة التوازنية طويلة الأجل والعلاقة السببية بين معدل رسملة السوق ومعدل قيمة التداول فقط كمتغيرين لدرجة تطور سوق الأوراق المالية، وبين النمو الاقتصادي ممثلاً بنصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي.

### منهج البحث:

لقد اعتمدنا في هذا البحث على المنهج الوصفي التحليلي، وذلك من خلال عرضنا للإطار النظري للعلاقة السببية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، والتطرق إلى واقع سوق الأوراق المالية في الجزائر. كما تم الاعتماد على منهج التحليل الكمي عند قيامنا بالدراسة القياسية من خلال تطبيق اختبار التكامل المشترك، وتقدير نموذج تصحيح الخطأ واختبار السببية لغرانجر.

### الدراسات السابقة:

♦ دراسة **Atje Raymond & Boyan Jovanovic** عام 1993: قام كل من الباحثين باختبار فرضية أن سوق الأسهم له تأثير إيجابي على الأداء الاقتصادي في 40 دولة خلال الفترة (1980-1988)، وتوصلا إلى أن سوق الأسهم، وبالتحديد قيمة التداولات تؤثر تأثيراً كبيراً في النمو الاقتصادي (Raymond & Jovanovic, 1993, pp 640-632).

♦ دراسة **Ross Levine** عام 1996: قام ليفين بتقويم العلاقة بين أسواق الأوراق المالية والجهاز المصرفي والنمو الاقتصادي خلال الفترة (1976-1993) في عينة تضم

38 دولة، وبالتحديد دراسة تأثير سيولة سوق الأوراق المالية على معدلات النمو مقيسة بمتوسط دخل الفرد. وقد خلص ليفين في دراسته إلى أن سيولة سوق الأوراق المالية لها دور إيجابي وتساهم في زيادة معدلات النمو الاقتصادي، حيث إن الدول التي تتمتع بسيولة عالية قد حققت معدلات نمو أسرع من الدول التي لديها سوق أوراق مالية غير سائلة (Levine, 1996, pp 726-688).

♦ دراسة **Ross Levine & Sara Zervos** عام 1998: قام الباحثان بدراسة العلاقة بين تنمية أسواق الأوراق المالية ومعدلات النمو الاقتصادي في الأجل الطويل، وذلك باستخدام بيانات سلسلة زمنية مقطعية تشمل 41 دولة في الفترة (1976-1993). وقد خلصت الدراسة إلى نتيجة مفادها أن هناك علاقة طردية بين تنمية سوق الأوراق المالية ومعدل النمو الاقتصادي طويل الأجل (Levine & Zervos, 1998, pp 558-537)

♦ دراسة **Chee Keong Choong, et al**. عام 2011: أجريت هذه الدراسة على الاقتصاد الماليزي خلال الفترة (1978-2001)، استخدمت الدراسة أسلوب الاختبار الارتباطي المبني على نموذج الانحدار التلقائي لتوزيع الفترات المؤجلة، لاختبار العلاقة التكاملية بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي طويل الأجل وتحديد اتجاه السببية. وتوصلت الدراسة إلى نتيجة مفادها أن التنمية المالية تسبب النمو الاقتصادي على المدى القصير والطويل، حيث إن تسريع معدلات التطوير والتنمية المالية يؤدي إلى ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي (Choong, et al. 2001, pp 115-105).

♦ دراسة **Guglielmo Maria Caporal, et al**. عام 2004: قامت الدراسة باختبار فرضية وجود علاقة سببية بين تنمية أسواق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي خلال الفترة (1977-1998) في عينة تضم 7 دول معظمها من الدول النامية. من خلال استخدام أسلوب (ARDL)، واختبار السببية لغرانجر القائم على أسلوب تصحيح الخطأ. خلصت الدراسة إلى أن وجود سوق نشط للأوراق المالية يؤثر إيجاباً على النمو الاقتصادي طويل الأجل، وفعلاً إن التطور المالي يؤدي إلى النمو الاقتصادي (Caporal, 2004, pp 183-178)

♦ دراسة **صالح السحيباني عام 2007**: يدور موضوع هذه الدراسة حول دراسة علاقات الارتباط والسببية بين سوق الأسهم والنمو الاقتصادي في السعودية من خلال تحليل السلاسل الزمنية لاختبار مستوى العلاقة خلال الفترة (1985-2006). إذ تم تطبيق اختبار التكامل المشترك واختبار السببية لغرانجر على بيانات الناتج المحلي

الإجمالي وتلك التي تعكس نمو سوق الأسهم السعودي. وأوضحت نتائج الدراسة عدم وجود علاقة سببية بين إجمالي الناتج المحلي والقيمة السوقية للأسهم المدرجة، في حين وجدت علاقة متجهة من قيمة الأسهم المتداولة نحو إجمالي الناتج المحلي (www.aleq.com).

♦ دراسة مفيد ذنون يونس ومثنى عبد الرزاق الدباغ عام 2008: موضوع البحث يدور حول الأسواق المالية والنمو الاقتصادي في الدول النامية، تم دمج بيانات السلاسل الزمنية والمقاطع العرضية لعينة من الدول النامية خلال المدة (2002-1988)، تم تطبيق اختبار السببية لغرانجر والانحدار الذاتي للمتجهة (VAR) للوصول إلى العلاقة بين الأسواق المالية والنمو الاقتصادي. وتم التوصل إلى أن هناك علاقة سببية ثنائية وعلاقة قوية بين أسواق الأسهم المالية والنمو الاقتصادي في الدول ذات التطور المالي المتوسط والمرتفع، ولم تظهر هذه العلاقة في الدول ذات التطور المالي المنخفض. وأكدت نتائج اختبار الانحدار الذاتي كذلك النتيجة السابقة نفسها (يونس والدباغ، 2008، 281-304).

♦ دراسة دينا أحمد عمر عام 2009: تناول البحث أثر أسواق الأوراق المالية العربية في النمو الاقتصادي من خلال القياس التجريبي لتأثير العوامل المتحركة في سوق الأوراق المالية (معدل سعر الفائدة، السيولة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، معدل الائتمان الداخلي إلى القطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، رأس المال كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي) على ثلاثة مؤشرات للنمو الاقتصادي: (حصة الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، والادخار كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، والاستثمار كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي)، وذلك لإحدى عشرة دولة عربية خلال الفترة (1980-2004). وقد خلصت الدراسة إلى نتيجة مفادها أن العلاقة ضعيفة بين النمو الاقتصادي وسوق الأوراق المالية بناء على معطيات يتسم بها الاقتصاد العربي واعتبارات أخرى ذات علاقة بالنظام المالي (عمر، 2009، ص 55-67).

♦ دراسة خلف الله أحمد محمد عربي عام 2010: تمت دراسة دور سوق الخرطوم للأوراق المالية في النمو الاقتصادي، من خلال قياس أثر سوق الخرطوم للأوراق المالية في نمو الاقتصاد السوداني خلال الفترة الزمنية (1995-2005)، وذلك عن طريق اختبار العشوائية والانحدار المتعدد. ومن أهم النتائج المتوصل إليها في هذا البحث هيمنة خمس شركات كبرى على السوق، صنف إلى ذلك عدم كفاءة السوق. وأن هناك علاقة عكسية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، ويرجع ذلك إلى كبر حجم التعاملات في معظم

فترات البحث، وتم التوصل أيضا إلى أن السياسة النقدية لها تأثير إيجابي على النمو الاقتصادي (عربي، 2010، ص 1-26).

♦ دراسة أديب قاسم شندي عام 2013: قام الباحث بدراسة الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية مع التطرق إلى حالة سوق العراق للأوراق المالية، وذلك من خلال تقدير نموذج انحدار متعدد بين الناتج المحلي الإجمالي كمتغير تابع وبعض المتغيرات المستقلة: (المؤشر العام للسوق، ومؤشر القيمة السوقية، ومؤشر حجم التداول، وعدد الشركات، وعدد الأسهم). وخلصت الدراسة إلى نتيجة مفادها عدم وجود علاقة بين سوق العراق للأوراق المالية والتنمية الاقتصادية (شندي، 2013، ص 154-173).

### أولا- الإطار النظري للعلاقة السببية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي:

اختلفت آراء الاقتصاديين حول طبيعة العلاقة السببية واتجاهها بين التطور المالي بصفة عامة وسوق الأوراق المالية بصفة خاصة وبين النمو الاقتصادي. فقد قاد هذا الجدل الواسع إلى ظهور ثلاثة مناهج تناولت هذا الموضوع، الأول يسمى بمنهج التطور المالي المؤدي إلى النمو الاقتصادي، والثاني يعرف بمنهج النمو الاقتصادي المؤدي إلى التطور المالي، والثالث يسمى بمنهج التغذية التبادلية.

1. التطور المالي يؤدي إلى النمو الاقتصادي: أظهرت العديد من الدراسات أن سوق الأوراق المالية التي تعد من أهم ركائز النظام المالي تساهم في تحريك عجلة النمو الاقتصادي، وذلك من خلال عدة قنوات يمكن ذكر أهمها في ما يأتي:

■ توفير السيولة: تؤثر سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي من خلال خلق السيولة، إذ إن العديد من الاستثمارات المربحة تحتاج إلى التزام طويل الأجل بتوفير رأس المال. كذلك غالبا ما يحجم المستثمرون عن التخلي عن السيطرة على مدخراتهم لفترات طويلة، فتجعل سوق الأوراق المالية السائلة الاستثمار أقل خطراً وأكثر جاذبية لأنها تسمح للمدخرين بالحصول على أصول مالية مع إمكانية بيعها بسهولة ويسر إذا احتاجوا إلى استرداد مدخراتهم أو رغبوا في تغيير محافظهم للأوراق المالية. وفي الوقت نفسه تتمتع الشركات بإمكانية دائمة للحصول على رأس المال من خلال إصدار المزيد من الأسهم.

■ تعبئة المخدرات: تمثل سوق الأوراق المالية أداة مهمة لحشد المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات المنتجة (اندراس، 2006، ص 235). حيث تساهم سوق الأوراق المالية في تشجيع عمليات الادخار وتنمية الوعي الاستثماري في المجتمع، وذلك بتعبئة المدخرات

السائلة الصغيرة وتحويلها إلى رؤوس أموال توظف في المشروعات والاستثمارات الأكثر إنتاجية (شطناوي، 2009، ص 60-61).

■ جميع المعلومات ونشرها: تقوم سوق الأوراق المالية بتجميع المعلومات وتحليلها ونشرها عن الاستثمارات على نطاق واسع، مما يزيد من معدل الادخار، ويحسن من كفاءة توزيع الموارد على البدائل الاستثمارية المختلفة. كما تخفض من الباعث لدى المستثمرين على الإنفاق لاقتناء المعلومات نظراً لانعكاس تلك المعلومات بسرعة من خلال أسعار التداول. ويمكن القول إن تجميع المعلومات وتحليلها بل نشرها أصبح من مهمات الوسطاء الماليين في سوق الأوراق المالية، نظراً لما تتميز به تلك المؤسسات من اقتصاديات الحجم وتوافر الخبرات والقدرة على الحصول على المعلومات من مصادرها المتنوعة والمتعددة إضافة إلى تشعب المؤسسات المتعاملة وتعددها في سوق الأوراق المالية (شرف وآخرون، 2009، ص 188-189).

■ إحكام الرقابة على إدارة الشركات: تساهم سوق الأوراق المالية في إحكام الرقابة المالية على إدارة الشركات، حيث تقوم أجهزة الوساطة المالية بتقييم أداء المنشآت والمشاريع ورصد استثماراتها. علاوة على مساهمتها في التوجيه الإداري للشركات، والربط بين أداء الشركة والحوافز التي يحصل عليها المنظمون لتساعد على التوفيق بين مصالح المنظمين ومصالح الملاك (خطيب، 2008، ص 61).

■ جذب الاستثمارات الأجنبية: تمكن سوق الأوراق المالية من جذب الاستثمارات الأجنبية، وهذا باتباع طرق شتى أهمها منح عوائد مرتفعة ومغرية، وتبيان مكانة الشركات المقيدة لديها. حيث إن انضمام الشركة إلى هذه السوق يخلق لها مكانة خاصة بين الشركات، ويدل على أوضاعها الاقتصادية الجيدة ومركزها المالي المقبول. ومنه فإن تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية تعمل على الرفع من حجم السيولة على مستوى البلد المستقبل (زيدان ونورين، 2006، ص 4).

■ الرقابة على الاستثمارات: يعد دور سوق الأوراق المالية في الرقابة على الاستثمارات الوجه الآخر المكمل لدورها في تجميع المعلومات، فتوافر المعلومات من أجل اتخاذ القرار الاستثماري دون أن يصاحب ذلك توافر آليات الرقابة على تلك الاستثمارات قد يؤدي إلى إحجام المستثمرين عن الاستثمارات، وهو يعوق عملية النمو الاقتصادي. وتجنباً لذلك تقوم سوق الأوراق المالية من خلال مؤسسات التمويل البنكية بتوفير آليات الرقابة على الاستثمارات، وذلك من خلال الإفصاح عن آليات الرقابة ووضع الشروط

والتعهدات التي تكفل حماية أموال الفوائض إضافة إلى وجود جهات رقابية تتابع تنفيذ تلك الآليات والتعهدات، وتضع معايير الإفصاح عن ذلك بما يمكن أصحاب الفوائض من المتابعة الدورية لاستثماراتهم (شرف وآخرون، 2009، 189).

■ التحوط ضد التقلبات السعرية وعمليات المضاربة: تعمل سوق الأوراق المالية على توفير المعلومات والبيانات اللازمة عن المؤسسات المقيدة، من خلال التزامها بمعايير الشفافية والإفصاح، مما يساهم في تخفيف حدة المضاربة، وتحقيق قدر مناسب من الاستقرار في المستوى العام للأسعار وأسعار الفائدة الحقيقية، الشيء الذي ينعكس إيجاباً على معدلات الاستثمار والنمو الاقتصادي (عبد الحميد، 2010، ص 74).

وعموماً فإن من أهم الأدبيات التي تناولت هذا الموضوع نجد دراستي (Mackinnon، 1973) و (Shaw، 1973)، حيث توصلت كلا منهما إلى أن التطورات المالية لها أهمية كبيرة في تحفيز النمو الاقتصادي. فقد أكد أن السياسات التحريرية لأنشطة القطاع المالي تؤدي إلى تحسين نوعية الاستثمارات المالية وكميتها في القطاعات الاقتصادية. ويؤكد أيضاً (Spelmen، 1982) أن وجود النظام المالي المتطور المتمسم بالعمق والكفاءة والمصاحب لأدوات مالية متطورة من شأنه ترتيب آثار إيجابية مباشرة على القطاعات الحقيقية في الاقتصاد.

**2. النمو الاقتصادي يؤدي إلى التطور المالي:** يشير هذا المنهج إلى وجود علاقة سببية متجهة من النمو الاقتصادي إلى التطور المالي. إن هذه الفرضية تؤكد الدور السلبي لسوق الأوراق المالية، حيث يرى أنصار هذا المنهج أن القطاع المالي قد يكون مسؤولاً جزئياً عن التقدم الناجح في النمو الاقتصادي، ولكن يعد في الوقت نفسه مسؤولاً على الأقل عن تحفيز الأزمات التي تخفض النمو الاقتصادي. ويعتبرون سوق الأوراق المالية نتيجة للتنمية المجتذبة للمضاربين المحتملة في هذه الأسواق، ولا سيما عندما تزداد حساسية الخطر لدى المضاربين نتيجة للتوسع في الائتمان السريع، وبذلك ترتفع أسعار الفائدة بسرعة في حين تنخفض الاستثمارات، كذلك زيادة السيولة قد تضعف من الحافز على الرقابة على أداء الشركات، ومنه يزداد الضغط على النمو الاقتصادي.

ومن الاقتصاديين الذين دعموا هذا الرأي نجد (Robinson، 1952) الذي يعتقد أن النمو الاقتصادي هو الذي يؤدي إلى التطور المالي، كما أن التطور المالي حسب رأيه هو دالة موجبة في الثروة الحقيقية. حيث يؤدي النمو في متوسط الدخل الفردي إلى نمو متسارع في الأصول المالية ويعني هذا اتجاه السببية من الناتج المحلي إلى الأصول المالية (Levine، 1996، p 1).

**3. العلاقة التبادلية:** يرى أنصار هذا المنهج أن هناك علاقة تبادلية بين التطور المالي الذي تعدُّ سوق الأوراق المالية من أهم أسسه وبين النمو الاقتصادي، وأن كلاً منهما يسبب الآخر. حيث إن النمو الاقتصادي يعمل على تنمية نظام الوساطة المالية المربحة. وتأسيس نظام مالي كفاء يسمح بنمو اقتصادي أسرع، بالتخصص في جميع الموارد وتنويع المخاطر وإدارة السيولة وتقويم المشاريع ومراقبتها. كما يعمل النظام المالي على تحسين كفاءة توزيع رأس المال، وبذلك ترتفع الطاقة الإنتاجية للقطاع الحقيقي وفي الوقت نفسه إن الكفاءة التقنية ستزيد حجم القطاع المالي، لأن اقتصاديات الحجم موجودة في نشاطات الوساطة المالية. وكنتيجة لذلك فإن القطاع الحقيقي يمكن أن يمارس تأثيراً خارجياً على القطاع المالي من خلال حجم الادخار. لذا فإن التطور المالي والنمو الاقتصادي يؤثران إيجاباً على بعضهما بعضاً (يونس والديباغ، 2008، ص 287).

يفرق (Patrick، 1966) في هذه الحالة بين نوعين من التطورات المالية هما: العرض القائد والطلب التابع، العرض القائد الذي يكون فيه إيجاد أسواق الأوراق المالية وعرض الأصول والموجودات والخدمات التابعة لها سابقاً للطلب على هذه الأصول، ولذلك فالتطور المالي يقود النمو الاقتصادي. في حين يشير الطلب التابع إلى الوضع الذي يكون فيه إيجاد أسواق الأوراق المالية وعرض الأصول والموجودات والخدمات التابعة لها استجابة للطلب على تلك الخدمات من قبل المستثمرين والمدخرين في الاقتصاد. أي أن التطور المالي جزء من العملية التنموية، وبالتالي فهو يرى أن هناك علاقة سببية ذات اتجاهين بين أسواق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي (القدير، 2004، ص 6).

### ثانياً. تطور أداء بورصة الجزائر للقيم المنقولة:

لدراسة تطور أداء بورصة الجزائر للقيم المنقولة سوف يتم الاعتماد على مجموعة من المؤشرات:

**1. مؤشر حجم السوق:** هناك مؤشران يتبعان لقياس حجم السوق، متمثلان في مؤشر عدد الشركات المدرجة ومؤشر معدل رسملة السوق.

■ عدد الشركات المدرجة: إن عدد الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية له دلالة مهمة على التطور السريع للسوق (محمد، 2005-2006، ص 65)، والجدول رقم (1) يوضح تطور عدد الشركات في بورصة الجزائر للقيم المنقولة خلال الفترة (1999-2011).

### الجدول (١)

عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال (1999-2011)

السنوات	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
عدد الشركات	2	3	3	3	3	3	3	2	2	2	2	2	3

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على:

- تقارير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، المتاحة عبر الموقع الإلكتروني:

.www.cosob.org consulted the: 17/ 09/ 2013

يتضح من الجدول (1) أن عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر ضئيل جدا مقارنة مع عدد الشركات المدرجة في البورصات العربية والعالمية، حيث كانت توجد شركتان فقط على مستوى البورصة متمثلة في شركة صيدال والأوراسي عام 1999، ثم أدرج مجمع رياض سطيف لتصبح هناك ثلاث شركات مدرجة من عام 2000 إلى غاية 2005. ثم بعدها خرج مجمع رياض سطيف عام 2006 وذلك راجع لأسباب مرتبطة بصحته المالية، فانخفض بالتالي عدد الشركات إلى شركتين فقط إلى غاية عام 2010، بعدها سنة 2011 ثم انضمت شركة أليانس للتأمينات ليصبح هناك ثلاثة شركات مدرجة على مستوى البورصة.

■ مؤشر معدل رسملة السوق: وهو القيمة السوقية للأسهم المقيدة مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي، ويفترض المحللون الاقتصاديون أن معدل رسملة السوق يرتبط ارتباطاً وثيقاً مع القدرة على تعبئة رؤوس الأموال وتنويع المخاطر (محمد، -2005 2006، ص 65). والجدول (2) يوضح تطور معدل رسملة السوق في بورصة الجزائر خلال الفترة (1999-2011).

### الجدول (٢)

تطور مؤشر معدل رسملة السوق في بورصة الجزائر خلال (1999-2011) (الوحدة: مليار دج، %)

السنوات	رسملة السوق	الناتج المحلي الإجمالي	معدل رسملة السوق إلى الناتج المحلي الإجمالي
1999	175.19	2.3248	5903.0

السنوات	رسملة السوق	النتاج المحلي الإجمالي	معدل رسملة السوق إلى الناتج المحلي الإجمالي
2000	495.21	8.4098	5244.0
2001	720.14	6.4235	3475.0
2002	990.10	3.4455	2466.0
2003	100.11	5.5247	2115.0
2004	100.10	9.6135	1646.0
2005	400.10	1.7544	1378.0
2006	710.6	5.8463	0792.0
2007	460.6	6.9389	0687.0
2008	500.6	8.11042	0588.0
2009	550.6	3.10034	0652.0
2010	900.7	5.12049	0655.0
2011	967.14	8.14384	1040.0

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على:

- تقارير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، المتاحة عبر الموقع الإلكتروني:

www.cosob.org consulted the: 17/ 09/ 2013

- الديوان الوطني للإحصائيات، متاح عبر الموقع الإلكتروني:

www.ons.dz consulted the: 15/ 08/ 2013

عرفت بورصة الجزائر انخفاضاً في قيمة الرسملة السوقية، فمن خلال الجدول (2) تبين لنا أن رسملة السوق عرفت سنتي 1999، 2000 ارتفاعاً طفيفاً من 190175 مليار دج إلى 210495 مليار دج. خلال الفترة الممتدة من 2001 إلى غاية 2009 عرفت تراجعاً كبيراً، حيث وصلت إلى 6.0550 مليار دج عام 2009. خلال سنتي 2010 و 2011 ارتفعت رسملة السوق من 70900 مليار دج إلى 140967 مليار دج.

إن مؤشر معدل رسملة السوق والذي يعطى بنسبة رسملة السوق إلى الناتج المحلي الإجمالي الذي يعكس حجم السوق يعتبر منخفضاً جداً خلال الفترة (1999-2011)، فقد بلغ 0.5903% عام 1999 ثم أخذ ينخفض تدريجياً وكاد ينعدم تقريباً خلال باقي السنوات حيث وصل إلى 0.0655% عام 2010، ثم ارتفع قليلاً عام 2011 حيث قدر بـ 0.1040%.

2. مؤشر سيولة السوق: هناك مؤشران يستخدمان لقياس سيولة السوق هما: معدل قيمة التداول ومعدل الدوران.

■ معدل قيمة التداول: يمثل هذا المعدل نسبة قيمة الأسهم المتداولة في السوق مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي. وتشير هذه النسبة إلى حجم التعاملات في سوق الأوراق المالية بالنسبة لحجم الاقتصاد الوطني، وهي تعكس بشكل كبير مستوى السيولة في الاقتصاد الوطني (اندرأوس، 2006، ص 211). والجدول رقم (3) يوضح تطور معدل قيمة التداول في بورصة الجزائر خلال الفترة (1999-2011).

### الجدول (3)

تطور معدل قيمة التداول في بورصة الجزائر خلال (1999-2011) الوحدة: (دج، %)

السنوات	القيمة المتداولة	الناتج المحلي الإجمالي (مليار)	نسبة قيمة التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي
1999	690.079.108	2.3248	0033.0
2000	160.039.720	8.4098	0175.0
2001	905.217.533	6.4235	0125.0
2002	345.060.112	3.4455	0025.0
2003	700.257.17	5.5247	0085.0
2004	000.430.8	9.6135	2807.0
2005	200.188.4	1.7544	0001.0
2006	350.755.32	5.8463	0161.0
2007	515.248.14	6.9389	1886.0
2008	845.414.21	8.11042	0707.0
2009	895.891.13	3.10034	2722.0
2010	965.985.11	5.12049	0001.0
2011	435.118.185	8.14384	0012.0

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على:

- تقارير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، المتاحة عبر الموقع الإلكتروني:

.www.cosob.org consulted the: 17/ 09/ 2013

- الديوان الوطني للإحصائيات، المتاح عبر الموقع الإلكتروني:

.www.ons.dz consulted the: 17/ 09/ 2013

من خلال الجدول (3) يتضح لنا أن قيمة التداول عام 1999 كانت تقدر بـ 10800 دج، ثم ارتفعت إلى 160.039.720 دج عام 2000 وذلك بسبب زيادة حجم التعامل في سندات سونطراك، أسهم رياض سطيف وصيدال من جهة، وكذلك دخول أسهم الأوراسي من جهة أخرى. ثم أخذت تنخفض تدريجيا من سنة 2001 إلى غاية سنة 2005 حيث قدرت خلال هذه الأخيرة بـ 200.188.4 دج، وذلك راجع إلى انسحاب مجمع رياض سطيف من البورصة بسبب المشاكل المالية التي واجهته. ثم بعدها أخذت ترتفع وتنخفض من سنة 2006 إلى غاية سنة 2010، بعدها ارتفعت سنة 2011 إلى 435.118.185 دج.

أما بالنسبة لمعدل قيمة التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي لبورصة الجزائر منخفض جدا ومتذبذب بين الارتفاع والانخفاض، وهذا يعني انخفاض مستوى السيولة للبورصة، فهو لم يتجاوز في أحسن الأحوال 2807.0% وذلك عام 2004.

■ معدل الدوران: يشير معدل الدوران إلى القيمة الكلية للتعاملات في سوق الأوراق المالية مقسومة على قيمة رأس مال السوق. ويكمل معدل الدوران معدل رأس مال السوق، فقد تكون السوق صغيرة ونشطة لارتفاع معدل الدوران. ومن ناحية أخرى يكمل معدل الدوران معدل التداول، ففي حين يوضح معدل التداول حجم المعاملات في سوق الأوراق المالية بالنسبة لحجم الاقتصاد الوطني، فإن معدل الدوران يقيس حجم المعاملات بالنسبة لحجم السوق. فالسوق الصغيرة التي تتميز بارتفاع درجة السيولة ينخفض بها معدل التداول بينما يرتفع بها معدل الدوران (اندراس، 2006، ص 211). والجدول (4) يوضح تطور معدل الدوران لبورصة الجزائر خلال الفترة (1999-2011).

#### الجدول (4)

تطور معدل الدوران في بورصة الجزائر خلال (1999-2011) الوحدة: (دج، %)

السنوات	القيمة المتداولة	الرسلة السوقية (مليار)	معدل الدوران
1999	690.079.108	175.19	5636.0
2000	160.039.720	495.21	3497.3
2001	905.217.533	720.14	6224.3
2002	345.060.112	990.10	0196.1
2003	700.257.17	100.11	1554.0
2004	000.430.8	100.10	0834.0
2005	200.188.4	400.10	0402.0

السنوات	القيمة المتداولة	الرسكلة السوقية (مليار)	معدل الدوران
2006	350.755.23	710.6	3540.0
2007	515.248.14	460.6	2205.0
2008	845.414.21	500.6	3294.0
2009	895.891.13	550.6	2120.0
2010	965.985.11	900.7	1517.0
2011	435.118.185	967.14	2368.0

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على:

- التقارير السنوية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، المتاحة عبر الموقع الالكتروني:

.www.cosob.org consulted the: 17/ 09/ 2013

بالنسبة لمعدل دوران الأسهم لبورصة الجزائر كان يقدر بـ 5636.0% عام 1999، ثم ارتفع عامي 2000، 2001 حيث كان يقدر بـ 3479.3%، 6224.3% على التوالي. ثم أخذ ينخفض طيلة الفترة الممتدة من 2000 إلى غاية 2005 حيث كان يقدر خلال هذه الأخيرة بـ 0402.0%، ارتفع عام 2006 إلى 3540.0% ثم انخفض عام 2007 إلى 2205.0%. ارتفع عام 2008 فقدر بـ 3294.0%، ثم انخفض عامي 2009، 2010 حيث قدر بـ 2120.0%، 1517.0% على التوالي. وهو مؤشر ضعيف جدا يدل على انخفاض تداول الأسهم في بورصة الجزائر، حيث يقل معدل الدوران عن الواحد الصحيح. ثم سجل تحسن طفيف عام 2011 حيث قدر بـ 2368.1% وهذه المعدلات تعكس هي أيضا انخفاض سيولة بورصة الجزائر وأن القدرة على التعامل في الأوراق المالية أي بيعها و شراءها لا تتم بسهولة.

**3. مؤشر درجة التركيز:** نقصد بها ما إذا كان حجم التداول للسوق مركزا في عدد محدود من الشركات المقيدة أو موزعا على عدد كبير منها. ولقياس درجة التركيز، نحسب نصيب أكبر عشر شركات من إجمالي رأس المال السوقية أو إجمالي قيمة التداول.

إن عدد الشركات المدرجة ضئيل جدا مقارنة مع باقي الأسواق العربية، فإذا كانت الجزائر تضم ثلاث شركات عام 2011 فإن سوق الأوراق المالية لتونس، المغرب، الأردن، فلسطين تضم 57، 76، 247، 46 شركة على التوالي (www.amf.org).

هذه الوضعية تبين أن فرصة المستثمر لتنويع الأصول المالية داخل محافظته

الاستثمارية عملاً بمبدأ ماركويتز القائل بأن التنوع من شأنه أن يخفف المخاطر العامة ويجنب المخاطر الخاصة، أيضاً الإلغاء الكلي للمخاطر الخاصة بالمنشأة في حالة التنوع الأمثل، تصبح محدودة جداً وهو ما ينعكس سلباً على سيولة السوق كما أنه يؤدي إلى زيادة احتمال حدوث خلل في التوازن بين العرض والطلب نتيجة وجود عدد محدود من الأسهم (ريحان وحداوي، 2013، ص 57).

### ثالثاً: الدراسة القياسية لعلاقة سوق الأوراق المالية بالنمو الاقتصادي في الجزائر

#### 1. منهجية الدراسة

نهدف من خلال هذه الدراسة القياسية إلى دراسة العلاقة طويلة الأجل بين سوق الأوراق المالية كمؤشر للتطور المالي والنمو الاقتصادي من خلال استخدام اختبار التكامل المشترك وتقدير نموذج تصحيح الخطأ. ثم تحديد اتجاه العلاقة السببية بين هذين المتغيرين في الأجلين القصير والطويل من خلال إدخال طريقة غرانجر التقليدية لاختبار السببية في نموذج تصحيح الخطأ، وذلك في الجزائر خلال الفترة (1999-2011). سوف يتم التعبير عن سوق الأوراق المالية وفق مؤشر معدل رسملة السوق ومعدل قيمة التداول، والنمو الاقتصادي ممثلاً بمؤشر نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي.

والجدول (5) يوضح تطور نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي ومؤشرات بورصة القيم المنقولة في الجزائر خلال الفترة (1999-2011).

#### الجدول (5)

تطور نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي ومؤشرات بورصة القيم المنقولة في الجزائر خلال الفترة (1999-2011) (الوحدة: دولار أمريكي، %)

VM	SMC	GDP <sub>c</sub>	السنوات
0033.0	5903.0	616.1	1999
0175.0	5244.0	794.1	2000
0125.0	3475.0	781.1	2001
0025.0	2466.0	815.1	2002
0085.0	2115.0	131.2	2003
2807.0	1646.0	624.2	2004
0001.0	1378.0	112.3	2005
0161.0	0792.0	509.3	2006

VM	SMC	GDP <sub>C</sub>	السنوات
1886.0	0687.0	005.4	2007
0707.0	0588.0	967.4	2008
2722.0	0652.0	952.3	2009
0001.0	0655.0	567.4	2010
0012.0	1040.0	244.5	2011

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على:

- بيانات البنك العالمي، المتاحة عبر الموقع الإلكتروني:

.www.worldbank.org consulted the: 10/ 09/ 2013

- بيانات مستخرجة من الجدول الثاني والثالث.

حيث أن: GDPC: نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، SMC: معدل رسملة السوق، VM: معدل قيمة التداول.

تم بناء النماذج الاقتصادية لهذه الدراسة اعتمادا على النظريات الاقتصادية المثبتة، حيث أثبتت العديد من الدراسات التطبيقية وجود علاقة سببية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي. في هذا السياق، ستتم دراسة إمكانية وجود علاقة طويلة الأجل بين هذين المتغيرين الاقتصاديين وكذلك تحديد اتجاه العلاقة السببية بينهما على المدى القصير والطويل. إلا أن التحليل على المدى الطويل يضعنا أمام مشكلة عدم استقرار السلاسل الزمنية، ففي حال غياب صفة الاستقرار فإن الانحدار الذي نحصل عليه بين متغيرات السلسلة الزمنية غالبا ما يكون زائفا.

تمكن عملية المفاضلة من تصحيح السلاسل الزمنية وإعادة طابع الاستقرار لها، ولكن في هذه الحالة يحتمل أن يتم فقدان كافة المعلومات المتعلقة بسلوك هذه المتغيرات على المدى الطويل. في مثل هذا الوضع، يتم استخدام اختبار التكامل المشترك الذي جاء به انجل وغرانجر عام 1987 (بن معزو وحمادة، 2013، ص 72)، إن هذا الاختبار يقدم دعما للنظرية الاقتصادية من خلال رصد العلاقات بين المتغيرات الاقتصادية في إطار إحصائي، فمن منظور اقتصادي بعض المتغيرات تتحرك بانتظام بمرور الوقت على الرغم من أنها تتسم بشكل منفرد بالتذبذب العشوائي، لذا فإن تحليل التكامل المشترك يعد إحدى الأدوات الهامة عند دراسة العلاقات بين المتغيرات الاقتصادية على المدى الطويل (www.aleq.com).

وبالتالي سوف يتم في المرحلة الأولى تطبيق اختبار جذر الوحدة لمعرفة ما مدى استقرار السلاسل الزمنية المستعملة في البحث وتجنب النتائج المزيفة نتيجة لعدم استقرارها، من خلال استعمال اختبار ديكي- فولر الموسع، وبعد إثبات أن السلسلتين مستقرتين، نتحول إلى اختبار التكامل المتزامن أو المشترك باستعمال اختبار جوهانسن. في المرحلة الثانية نستعمل نموذج تصحيح الخطأ لمعرفة متى تقترب السلسلة من التوازن في المدى الطويل وتغيرات السلسلة الديناميكية المشتركة في المدى القصير. ثم نقوم بإجراء اختبار غرانجر للسببية لمعرفة اتجاه العلاقة السببية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي خلال فترة الدراسة.

### 1.1 اختبار استقرار السلاسل الزمنية:

تتصف كثير من السلاسل الزمنية بخاصية عدم الاستقرار بسبب وجود جذر الوحدة، وذلك راجع إلى ارتباط المتوسط والتباين والتغاير بالزمن، وبالتالي فإن الانحدار المتحصل عليه من هذه السلاسل سيكون زائفاً. ولذلك يتطلب قبل البدء في الدراسة القياسية القيام باختبار سكون السلاسل الزمنية المستخدمة، ومن أهم الاختبارات اختبار جذر الوحدة باستخدام اختبار ديكي- فولر الموسع، وقد تم الاستغناء عن اختبار ديكي- فولر البسيط نظراً لعدم أخذه بعين الاعتبار الارتباط الذاتي في الخطأ العشوائي وهذا يؤدي إلى عدم اتسام تقديرات طريقة المربعات الصغرى للمعادلة بالكفاءة.

تتلخص اختبارات ديكي- فولر الموسع في الثلاث نماذج الآتية:

(Bourbonnais, 2003, p 234)

■ النموذج III: يحتوي هذا النموذج على حد ثابت واتجاه زمني، ويعطى بالصيغة الآتية:

$$\Delta Y_t = \gamma Y_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi Y_{t-j+1} + C + b_t + \mu_t \quad \dots (1)$$

■ النموذج II: يحتوي هذا النموذج على حد ثابت فقط، ويعطى بالصيغة الآتية:

$$\Delta Y_t = \gamma Y_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi Y_{t-j+1} + C + \mu_t \quad \dots (2)$$

■ النموذج I: لا يحتوي هذا النموذج على حد ثابت ولا على اتجاه زمني، ويعطى

$$\Delta Y_t = \gamma Y_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi Y_{t-j+1} + \mu_t \quad \dots (3)$$

بالعلاقة الآتية:

يتم حساب الإحصائية (T) ومقارنتها مع القيمة الحرجة عند مستوى المعنوية، فإذا كانت القيمة المطلقة للإحصائية (T) أقل من القيمة المطلقة للقيمة الحرجة، فإننا نقبل الفرضية الصفرية أن السلسلة غير مستقرة لاحتوائها على جذر وحدوي، وإذا كان العكس فإننا نقبل الفرضية البديلة أن السلسلة مستقرة لعدم احتوائها على جذر وحدوي. مع الإشارة إلى أنه إذا كانت القيمة المطلقة للإحصائية (T) أقل من القيمة المطلقة للقيمة الحرجة على مستوى النموذج III فإننا ننتقل إلى النموذج II، وإذا كانت النتيجة نفسها ننتقل إلى النموذج I. وإذا لم تتحقق الاستقرارية عند المستوى الأصلي ننتقل إلى دراستها عند أخذ الفرق الأول (عطية، 2005، ص 262-265).

## 2.1 اختبار التكامل المشترك لـ جوهانسن

يتفوق هذا الاختبار على اختبار انجل-جرانجر للتكامل المشترك نظراً لأنه يتناسب مع العينات صغيرة الحجم، وكذلك في حالة وجود أكثر من متغيرين، والأهم من ذلك أن هذا الاختبار يكشف عما إذا كان هناك تكامل مشترك بين السلسلتين الزمئيتين، أي يتحقق التكامل المشترك فقط في حالة انحدار المتغير التابع على المتغيرات المستقلة. وهذا له أهمية في نظرية التكامل المشترك حيث تشير إلى أنه في حالة عدم وجود تكامل مشترك فإن العلاقة التوازنية بين المتغيرات تظل ماثراً للشك (العبدلي، 2007، ص 24).

يتم اختبار وجود توازن طويل الأجل بين السلسلتين المستقرتين على الرغم من وجود اختلال في المدى القصير من خلال اختبار التكامل المشترك بين المتغيرات باستخدام منهجية جوهانسن أو جوهانسن-جوسليوس المستخدمة في النماذج التي تتكون من أكثر من متغيرين، والتي تعتبر أفضل حتى في حالة وجود متغيرين فقط، لأنها تسمح بالأثر المتبادل بين المتغيرات موضع الدراسة، ويفترض أنها غير موجودة في منهجية انجل-جرانجر ذات الخطوتين.

ويقوم هذا الاختبار على تقدير النموذج الآتي:

$$\Delta Y_t = A_0 + A_1 \Delta Y_{t-1} + A_2 \Delta Y_{t-2} + \dots + A_p \Delta Y_{t-p+1} + \pi Y_{t-1} + \varepsilon_t \dots (4)$$

ولتحديد عدد متجهات التكامل المشترك اقترح جوهانسن إجراء اختبار الأثر، حيث يختبر فرضية عدم القائلة بأن هناك على الأكثر  $q$  من متجهات التكامل المشترك مقابل الفرض البديل ( $q=r$ )، وبحسب بالصيغة الآتية:

$$\lambda_{trace} = -n \sum_{i=r+1}^k \ln(1 - \lambda_i) \dots (5)$$

حيث أن:

$\lambda_i$ : القيمة الذاتية رقم لمصفوفة التباين- التباين المشترك الذي يسمح بحساب القيم الذاتية،  $k$ : عدد المتغيرات،  $r$ : رتبة المصفوفة. ويكون اختبار جوهانسن على الشكل الآتي: (سلامي وشيخي، 2013، ص 127)

■ رتبة المصفوفة  $\pi$  تساوي الصفر ( $r=0$ ) أي:  $H_0:r=0$  ضد الفرضية  $H_1:r>0$ ، إذا رفضنا  $H_0$ ، نمر إلى الاختبار الموالي (إذا كانت الإحصائية  $\lambda_{trace}$  أكبر تماما من القيمة الحرجة لجوهانسن فإننا نرفض  $H_0$ )؛

■ رتبة المصفوفة تساوي الصفر ( $r=1$ ) أي:  $H_0:r=1$  ضد الفرضية  $H_1:r>1$ ، إذا رفضنا  $H_0$ ، نمر إلى الاختبار الموالي (إذا كانت الإحصائية  $\lambda_{trace}$  أكبر تماما من القيمة الحرجة لجوهانسن فإننا نرفض  $H_0$ ) وهكذا.

إذا رفضنا  $H_0$  في نهاية المطاف، واختبرنا بعدها الفرضية  $H_0:r=k-1$  ضد الفرضية  $H_0:r=k$  فإن رتبة المصفوفة هي  $r=k$ ، وفي هذه الحالة لا توجد علاقة تكامل مشترك باعتبار أن المتغيرات هي  $I(0)$ .

### 3.1 تقدير نموذج تصحيح الخطأ:

يمكننا نموذج تصحيح الخطأ من فحص وتحليل سلوك المتغيرات على المدى القصير من أجل الوصول إلى التوازن على المدى الطويل. تعتبر طريقة Granger من أكثر الطرق استخداما لاختبار السببية، وقد أوضح (Engel & Granger، 1987) و (Granger، 1988) كيف يمكن إدخال طريقة غرانجر التقليدية لاختبار السببية في نموذج تصحيح الخطأ، حيث أن الميزة الهامة في هذه الطريقة أنها لا تكشف السببية من خلال اختبار غرانجر فقط وإنما تكشف قنوات إضافية من خلال التكامل المشترك.

بالتالي إذا كانت المتغيرات التي تتكون منها ظاهرة ما تتصف بخاصية التكامل المشترك فإن السببية يجب أن تكون موجودة على الأقل في اتجاه واحد. ويصبح النموذج الأكثر ملاءمة لتقدير العلاقة بينها هو نموذج تصحيح الخطأ، حيث بالطبع إذا كانت المتغيرات لا تتصف بهذه الخاصية فإن هذا النموذج لا يصبح صالحا لتفسير سلوك هذه الظاهرة. ويمكن إنجاز نموذج تصحيح الخطأ تبعا للخطوات التالية: (بن معزو وحمانة، 2013، ص 73-74)

لنفترض بأنه لدينا متغيران  $X_t$  ،  $Y_t$  ، وقدرنا العلاقة بينهما باستخدام الصيغة

$$Y_t = \widehat{\alpha}_0 + \widehat{\alpha}_1 X_t + \varepsilon_t \quad \dots (6) \quad \text{الآتية:}$$

عندئذ يمكننا الحصول على متغير جديد يسمى بحد تصحيح الخطأ والذي يتمثل في

$$\varepsilon_t = Y_t - \widehat{\alpha}_0 - \widehat{\alpha}_1 X_t \quad \text{حيث يمكننا كتابة:}$$

باستخدام هذا الحد يمكن صياغة نموذج تصحيح الخطأ على النحو الآتي:

$$\Delta X_t = \alpha_0 + \alpha_1 e_{t-1} + \sum_{i=1}^n \alpha_i \Delta X_{t-1} + \sum_{j=1}^n \alpha_j \Delta X_{t-j} + \varepsilon_t \quad \dots (7)$$

حيث أن  $e_{t-1}$  يمثل حد تصحيح الخطأ في المعادلة رقم (7) ، ويشير إلى معامل سرعة التعديل من الأجل القصير إلى الأجل الطويل. وإذا كانت معلمة حد تصحيح الخطأ معنوية وسالبة فإن ذلك يدل على وجود علاقة توازنية بين المتغيرات على المدى الطويل.

#### 4.1 اختبار السببية لـ غرانجر:

يستخدم هذا الاختبار من أجل تحديد اتجاه العلاقة السببية بين متغيرات الدراسة، حيث يظهر اتجاه السببية هل كان أحاديا، أم تبادليا أي أن كلا المتغيرين يسبب الآخر، وقد لا تكون هناك علاقة سببية بينهما. أشار غرانجر إلى أنه إذا كانت هناك سلسلتان زمنيّتان متكاملتان فلا بد من وجود علاقة سببية باتجاه واحد على الأقل، وحسب مفهوم غرانجر فإنه إذا كان المتغير  $X_t$  يسبب المتغير  $Y_t$  فهذا يعني أنه يمكن توقع قيمة  $Y_t$  بشكل أفضل باستخدام القيم الماضية لـ  $X_t$ ، ويتطلب اختبار غرانجر للسببية تقدير العلاقتين التاليتين:

(Lambelet, 2001, p 7– 8)

$$Y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^{n1} \beta_i Y_{t-i} + \sum_{i=1}^{n2} \varphi_i X_{t-i} + \mu_{1t} \quad \dots (8)$$

$$X_t = \delta_0 + \sum_{i=1}^{n3} \omega_i X_{t-i} + \sum_{i=1}^{n4} \theta_i Y_{t-i} + \mu_{2t} \quad \dots (9)$$

حيث أن  $n1$ ،  $n2$ ،  $n3$ ،  $n4$  هي عدد الفجوات الزمنية لكل متغير تفسيري، بحيث يمكن أن تكون كلها مختلفة أو تكون متساوية. ثم نقوم باختبار الفرضيتين التاليتين:

$$H_0: \sum_{i=1}^{n2} \varphi_i = 0$$

$$H_1: \sum_{i=1}^{n2} \varphi_i \neq 0$$

## 2. نتائج الدراسة القياسية:

### 1.2 نتائج اختبار استقرار السلاسل الزمنية:

#### الجدول (6)

#### نتائج اختبار ديكي- فولر الموسع (ADF)

القيم الحرجة عند مستوى معنوية 5%			VM	SMC	GDP <sub>C</sub>		
VM	SMC	GDP <sub>C</sub>					
-87.3	-87.3	-87.3	-85.3	-79.0	-81.2	النموذج III	السلسلة الأصلية
-14.3	-14.3	-14.3	-83.3	-31.4	-14.0	النموذج II	
/	/	-97.1	/	/	84.1	النموذج I	
/	/	-93.3	/	/	-96.3	النموذج III	سلسلة الفروق الأولى
/	/	/	/	/	/	النموذج II	
/	/	/	/	/	/	النموذج I	

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews 6.0.

وضحت النتائج المبينة في الجدول (6) أن السلسلة الزمنية لنصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي مستقرة عند أخذ الفرق الأول، حيث يلاحظ أن القيمة المطلقة للإحصائية (T) أقل من القيمة المطلقة للقيمة الحرجة عند المستوى، لذا نقبل فرض عدم وجود جذر الوحدة. لذلك تم أخذ الفرق الأول أين القيمة المطلقة للإحصائية (T) أكبر من القيمة المطلقة للقيمة الحرجة عند مستوى معنوية 5% أي تم قبول الفرضية البديلة بعدم وجود جذر الوحدة. بالتالي السلسلة متكاملة من الدرجة الأولى.

أما بالنسبة للسلسلتين الزميتين معدل رسملة السوق ومعدل قيمة التداول مستقرتين عند المستوى، حيث يلاحظ من خلال الجدول أن القيمة المطلقة للإحصائية (T) أكبر من القيمة المطلقة للقيمة الحرجة عند مستوى معنوية 5% أي أن السلسلتين متكاملتين من الدرجة صفر. وعليه نرفض فرض عدم القائل بأن هناك جذر وحدة.

## 2.2 نتائج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك:

### الجدول (7)

#### نتائج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك

الاحتمال**	القيم الحرجة مستوى معنوية 5%	إحصائية الأثر Trace statistic	جذور أيقن Eigen value	فرضيات عدد المتجهات المتكاملة
0001.0	7970.29	1616.50	9295.0	لا شيء ×
0067.0	4947.15	9837.20	8127.0	على الأكثر 1 ×
1099.0	8414.3	5554.2	2073.0	على الأكثر 2

\* تشير إلى رفض الفرضية العدمية عند مستوى معنوية 5%.  
\*\* تبني القيم المعيارية ماكينون- هوج- ميشيلس (1999).  
المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات برنامج Eviews 6.0.

يتضح من خلال الجدول (7) أن قيمة إحصائية الأثر أكبر من القيمة الحرجة عند مستوى معنوية 5% بالنسبة للفرضية العدمية القائلة بعدم وجود علاقة للتكامل المشترك وبالتالي يتم رفضها، كما أن قيمة الاحتمال تقدر بـ 0001.0 وهي أقل من 5% مما يؤكد رفض الفرضية العدمية. ونفس الملاحظات تنطبق على الفرضية القائلة بوجود علاقة واحدة للتكامل المشترك على الأكثر. بالتالي يؤكد اختبار جوهانسن للتكامل المشترك وجود علاقة توازنية على المدى الطويل بين المتغيرات.

### 3.2 نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ:

يتم تقدير نموذج تصحيح الخطأ بطريقة الخطوتين لأنجل وجرانجر وفق مرحلتين:

■ تقدير نموذج العلاقة التوازنية على المدى الطويل، ويسمى انحدار التكامل المشترك.

$$GDP_{Ct} = a_0 + a_1 SMC_t + a_2 VM_t + \varepsilon_t \quad \dots (10)$$

والذي يفترض وجود علاقة تكاملية مشتركة بين نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي وكلا من معدل رسملة السوق ومعدل قيمة التداول. من خلال مخرجات برنامج Eviews 6.0 تم تقدير العلاقة طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة وفق معادلة انحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى كما يأتي:

$$GDP_C = 4481.416 - 6013.368 SMC - 1282.829 VM + \varepsilon_t \quad \dots (11)$$

$$(9,6828) \quad (-4,0424) \quad (-0,5124)$$

$$R^2 = 0,63 \quad F = 8,61$$

■ بعد التأكد من سكون بواقي انحدار التكامل المشترك باستخدام اختبار ديكي- فولر الموسع، يتم تقدير نموذج تصحيح الخطأ باستخدام البواقي المقدرة في انحدار التكامل المشترك، ويرمز له بـ  $ECT_t$ :

$$ECT_t = GDP_{Ct} - (\widehat{a}_0 + \widehat{a}_1 SMC_t + \widehat{a}_2 VM_t) \quad \dots (12)$$

ويضاف كمتغير مستقل مبطاً لفترة واحدة في نموذج علاقة المدى القصير بجانب فروق المتغيرات الأخرى، كما يأتي:

$$\Delta GDP_{Ct} = b_0 + \sum_{i=1}^n b_{1i} \Delta GDP_{Ct-i} + \sum_{i=0}^n b_{2i} \Delta SMC_{t-i} + \sum_{i=0}^n b_{3i} \Delta VM_{t-i} + \lambda ECT_{t-1} + \varepsilon_t \quad \dots (13)$$

والجدول (8) يوضح نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ.

الجدول (8)

نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ

المتغير	المعامل	الخطأ المعياري	إحصائية (t)	الاحتمال
الثابت	4965.350	9037.162	1515.2	0636.0
تفاضل معدل رسملة السوق	064.2064	436.2402	8591.0	1453.0
تفاضل معدل قيمة التداول	-166.4131	7432.810	-6542.1	1367.0
معلمة حد تصحيح الخطأ	-3044.0	1955.0	-5569.1	0158.0
معامل التحديد		40.0		
إحصائية فيشر		79.1		
إحصائية درين- واتسون		86.1		

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات برنامج Eviews 6.0.

من خلال الجدول (8) يتضح أن النموذج معنوي بشكل عام، لدينا إحصائية درين- واتسون معنوية عند مستوى 5%، كدلالة على خلو النموذج من الارتباط التسلسلي في إدراج المتغير التابع مبطاً لفترة واحدة كمتغير تفسيري. نجد أن معلمة حد تصحيح الخطأ معنوية عند مستوى 5%، وقيمة معلمة حد تصحيح الخطأ سالبة حيث قدرت بـ -3044.0- أي أن سرعة تعديل الاختلال في النموذج المقدر تقدر بـ 44.30% سنوياً. بالتالي يمكن القول أنه عندما ينحرف نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي خلال المدى القصير

في الفترة (1 - t) ، عن قيمته التوازنية في المدى الطويل، فإنه يتم تصحيح ما يعادل 44.30% من هذا الاختلال في الفترة (t) .

وهذا ما يؤكد معنوية العلاقة التوازنية طويلة الأجل بين سوق الأوراق المالية ممثلة بمعدل رسملة السوق ومعدل قيمة التداول، وبين النمو الاقتصادي ممثلاً بنصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي. كما بلغت قيمة معامل التحديد 40.0 وهو ما يدل على جودة توفيق النموذج ومقدرته في تفسير التغيرات في نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي كمؤشر للنمو الاقتصادي. كذلك لدينا قيمة معامل التحديد أقل من قيمة إحصائية درين- واتسون وهو ما يدل كذلك على معنوية النموذج.

#### 4.2 نتائج اختبار غرانجر للسببية:

قبل القيام باختبار غرانجر للسببية، يجب تحديد عدد درجات التأخر، ويتم ذلك اعتماداً على معياري Akaike و Schwarz حيث نختار درجة التأخر p التي تحقق أقل قيمة للمعيارين السابقين.

بالاستعانة ببرنامج Eviews 6.0 تم اختيار درجة التأخر رقم (2) عند تحديد العلاقة بين معدل رسملة السوق والناتج المحلي الإجمالي، ودرجة التأخر رقم (1) للعلاقة بين معدل قيمة التداول ونصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي.

#### الجدول (9)

##### نتائج اختبار غرانجر للسببية

قيمة الاحتمالية	قيمة فيشر المحسوبة	
8049.0	2268.0	D (GDPC) SMC
0945.0	9227.3	(SMC D (GDPC
6303.0	2503.0	D (GDPC) VM
2825.0	3277.1	(VM D (GDPC

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات برنامج Eviews 6.0.

من خلال نتائج اختبار غرانجر للسببية الموضحة في الجدول (9) ، يتبين لنا أن معدل رسملة السوق كمؤشر لحجم السوق لا يسبب ولا يؤثر في نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي كمؤشر للنمو الاقتصادي وذلك عند مستوى معنوية 10%، حيث أن قيمة الاحتمال مساوية لـ 8049.0 وهي أكبر من 10.0. أما نصيب الفرد من الناتج المحلي

الإجمالي يسبب ويؤثر في معدل رسملة السوق، حيث قيمة الاحتمال تساوي 0945.0 وهي أقل من 10.0.

بالنسبة لمعدل قيمة التداول كمؤشر لسيولة السوق لا يسبب ولا يؤثر في نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي عند مستوى معنوية 10%، حيث أن قيمة الاحتمال مساوية لـ 6303.0 أكبر من 10.0. وكذلك لا توجد علاقة سببية في الاتجاه المعاكس حيث قيمة الاحتمال تساوي 2825.0 أكبر من 10.0.

#### رابعاً - العراقيل التي تواجه بورصة الجزائر للقيم المنقولة وسبل تفعيلها:

##### 1. عراقيل بورصة الجزائر للقيم المنقولة:

هناك عدة عراقيل تواجه بورصة الجزائر نذكر منها:

##### 1.1 العراقيل القانونية:

طبقاً للقانون المتضمن شروط القيد ببورصة الجزائر نجد أنه يشترط وجوب إصدار الأوراق المالية من الشركات ذات الأسهم، إلا أن أغلب مؤسسات القطاع الخاص في الجزائر شركات ذات شخص واحد. إضافة إلى ذلك الإطار التشريعي البطيء، حيث أن تأسيس بورصة الجزائر كان في التاريخ الذي تم فيه إنشاء لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، إلا أن تعيين أعضائها لم يكن إلا بتاريخ 27 ديسمبر 1995، أما التنصيب الرسمي فلم يتم إلا في شهر فيفري 1996. كما أن شركة إدارة القيم المنقولة انعقدت جمعيتها التأسيسية بتاريخ 21 ماي 1997 رغم أن المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 25 ماي 1993 قد نص صراحة على إنشائها. الشيء نفسه يمكن ذكره عند التطرق للوسطاء في عمليات البورصة حيث نجد صدور نظام Cosob رقم 96-03 المؤرخ في 3 جوان 1996 المتعلق بهم، إلا أن تأسيس معظم شركات الوساطة كان سنة 1999 (زيدان ونورين، 2006، ص 4).

##### 2.1 العراقيل الاقتصادية:

■ ضيق نطاق السوق ومحدوديته: يتمثل ضيق نطاق السوق في قلة الشركات المدرجة، حيث يتضح من خلال مؤشرات بورصة الجزائر التي تم التطرق إليها سابقاً، قلة المؤسسة المقيدة فيها هذا ما أدى إلى تقليص الفرص الاستثمارية. إضافة إلى انخفاض القيمة السوقية وقلة نسبة الأسهم المتداولة، كذلك انخفاض سيولة السوق يعكسه انخفاض معدل الدوران وضعف حركة التداول.

بالإضافة إلى ذلك ضعف تمويل بورصة الجزائر للقيم المنقولة من الأسهم، حيث أنه يطغى عليها تزايد لجوء المتعاملين إلى التعامل في السندات وعدم وجود طرق لتحفيزهم على التعامل بالأسهم.

■ ضآلة الطلب على الأدوات المالية: تعاني بورصة الجزائر من انخفاض الطلب على الأدوات الاستثمارية نتيجة لتدني معدل الدخل والادخار الفردي وانخفاض الوعي الاستثماري لدى الكثير من الأفراد، خاصة في الأدوات المالية الجديدة المطروحة للتداول وتفضيل المستثمرين حيازة الموجودات الثابتة كالعقارات والمعادن النفيسة. ومن الأسباب الأخرى لانخفاض الطلب على الأوراق المالية، نجد السوق الموازي، أو ما يعرف باقتصاد الظل، حيث يشكل في الجزائر قطبا لاجتذاب المستثمرين والمدخرين، إذ يجدون فيه ما يبحثون عنه على النحو الذي يحقق لهم تجميع أموالهم بشكل أسرع من الاستثمار في البورصة (بوكساني وأوكيل، 2010، ص 5-6).

■ الضغط الجبائي: ما يميز النظام الجبائي الجزائري هو تعدد أنواع الضرائب من جهة وارتفاع معدلاتها من جهة أخرى، فمثلا نسبة الضريبة على أرباح الشركات تعادل 30% من الأرباح الإجمالية، هذه النسبة تؤدي إلى تخفيض نسبة الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين ومن ثمة تخفيض التوزيعات التي توزع على المساهمين زيادة على الضريبة على الدخل الإجمالي التي تخضع لها مرة أخرى التوزيعات عند تحويلها إلى حسابات المساهمين، وعليه فإن كل هذه الضرائب تعزم من مردودية الأموال المستثمرة في الأوراق المالية (بوكساني وأوكيل، 2010، ص 10).

■ ضعف نظام المعلومات: يعاني المستثمرون في بورصة الجزائر من قلة مصادر المعلومات وصعوبة الحصول عليها، خاصة المعلومات المتعلقة بالمؤسسات المدرجة. حيث ينتظر المستثمر سنة كاملة لكي يستطيع التحصل على التقارير السنوية والبيانات المالية الخاصة بهذه المؤسسات وكذا أسعار أسهمها، حتى يتمكن من اتخاذ قرار الاستثمار المناسب. إضافة إلى عدم وجود سمسرة وصناع سوق يتعاملون في هذا المجال ووجود قصور في مهنة تدقيق الحسابات.

### 3.1 العراويل الثقافية والدينية:

تعتبر البورصة مفهوما دخيلا على المجتمع الجزائري، حيث لا يدركون طريقة التعامل فيها وما هي الأدوات المالية المتاحة فيها وخصائصها، وعدم وجود إعلام متخصص في هذا المجال وسع هذه الهوة، هذا ما جعل المدخرين يلجؤون إلى الاستثمار في العقارات

والعملات واللجوء إلى البنوك للحصول على التمويل اللازم لمشاريعهم بدءاً من استثمارهم في الأوراق المالية على مستوى البورصة.

ويجب الإشارة إلى أن السياسة السليمة لتجنيد الادخار العائلي ينبغي أن تأخذ بعين الاعتبار النظام القيمي للمجتمع، حيث هناك بعض التحفظ من طرف أفراد المجتمع فيما يخص توظيف الفائض من أموالهم في الأدوات المالية خاصة السندات باعتبارها ذات عائد يحتوي على فائدة والذي يعتبر محرماً من الناحية الشرعية باعتباره ربا.

## 2. سبل تفعيل بورصة الجزائر للقيم المنقولة:

فيما يأتي بعض الاقتراحات التي نرى أن تطبيقها قد يساهم في تفعيل بورصة الجزائر:

### 1.2 اقتراحات تمس الجانب التشريعي والتنظيمي:

يجب العمل على استكمال الإطار التشريعي من خلال سن القوانين والتشريعات وآلية العمل المناسبة ويأتي في مقدمة التشريعات قانون الشركات، قانون سوق الأوراق المالية، اللوائح التنفيذية إضافة إلى قوانين وأنظمة الاستثمار والضريبة المتعلقة بتداول الأوراق المالية والقوانين العامة ذات الصلة والتأثير غير المباشر على السوق (بوكساني وأوكيل، 2010، ص 13).

### 2.2 اقتراحات تمس الجانب الاقتصادي:

■ تحفيز الطلب في بورصة الجزائر من خلال النظر في تخفيض سعر الفائدة في إطار نظرة شاملة لعناصر السياسة النقدية وأدواتها وإعادة هيكلة الحوافز الضريبية لصالح المستثمرين المؤسسين (خطيب، 2008، ص 156).

■ ترسيخ قواعد الإفصاح والشفافية من خلال العمل على إلزام الشركات بنشر تقاريرها المالية اليومية، الأسبوعية والشهرية وفي نهاية السنة المالية، كذلك العمل على إعداد ونشر القوائم المالية الختامية في وقت مناسب حتى يتمكن المستثمرون من اتخاذ قرار الاستثمار (زيدان ونورين، 2006، ص 18).

■ التوسع في برامج الخوصصة التي تعتبر من أهم المتطلبات التي يمكن من خلالها تعزيز العرض والتداول في الأوراق المالية، حيث تعمل على توسيع قاعدة الملكية عن طريق نشر ملكية الأسهم بين عدد كبير من المستثمرين، كما تؤدي إلى توسيع نطاق سوق الأوراق المالية من خلال زيادة عدد الشركات المدرجة وزيادة السيولة.

- تشجيع تأسيس مؤسسات تهتم بجمع المعلومات المالية حول المؤسسات المدرجة وتحليلها.
- الانفتاح المدروس على رؤوس الأموال الأجنبية لتفادي تسرب رؤوس الأموال المحلية وتفادي المضاربة.
- العمل على تطوير المعايير المحاسبية بما يتماشى والمعايير الدولية.
- العمل على طرح أدوات مالية جديدة مثل المشتقات المالية وكذلك توسيع قاعدة المستثمرين.
- فتح المجال أمام الهيئات التابعة للقطاع للتعامل كوسطاء في البورصة.

### 3.2 اقتراحات تمس الجانب الثقافي والديني:

- العمل على إرساء الثقافة البورصية لدى الأفراد بهدف تشجيعهم على توجيه مدخراتهم نحو الاستثمار في الأوراق المالية، ذلك عن طريق وسائل الإعلام المختلفة وشبكات الاتصال العالمية.
- العمل على إدراج الأوراق المالية الإسلامية في البورصة حتى يتم دخول عملاء جدد ظلوا لعوامل عديدة مبتعدين عنها ومشككين فيها، هذا ما يساهم في تنشيط البورصة ولكن بشرط توفر الأطر القانونية والتنظيمية لإدراجها.
- اشتراط شهادة جامعية لها صلة بالمجال بالنسبة للأشخاص الذين يتحملون المسؤوليات في الهيئات الثلاثة: شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها والمؤتمن المركزي (فلاحي، 2004، ص 19).

### الخاتمة:

ارتبط تطور سوق الأوراق المالية بالتطور الاقتصادي الذي تمر به الدول، خاصة الدول الرأسمالية التي عملت بشكل مستمر على تعزيز فعالية الأدوات الاستثمارية واستحداث طرق جديدة لتعبئة المدخرات من خلال سوق الأوراق المالية، حيث ساهمت هذه الأخيرة في رفع معدلات النمو الاقتصادي في تلك الدول بنسب عالية. بصفة عامة، وبالرغم من اختلاف آراء الاقتصاديين حول دور سوق الأوراق المالية، إلا أنها تساهم مساهمة فعالة في تفعيل النمو الاقتصادي من خلال قيامها بعدة وظائف منها توفير السيولة، تخصيص الموارد، متابعة أداء الشركات وتوفير المعلومات المالية الضرورية.

نظرا لأهمية سوق الأوراق المالية في النشاط الاقتصادي، عملت الجزائر على إنشاء بورصة للقيم المنقولة التي جاءت في إطار الإصلاحات التي قامت بها في مطلع الثمانينات، ولكن بالرغم من مرور عدة سنوات إلا أن عملها لم يرق إلى التطلعات المنشودة من وراء إنشائها ويتضح ذلك من خلال تتبع مؤشرات تطورها. هذا راجع إلى عدة وجود عدة عراقيل سواء على الصعيد التشريعي، الاقتصادي، الثقافي والديني.

## نتائج الدراسة:

توصلت الدراسة إلى النتائج الآتية:

1. بالرغم من وجود اختلاف بين الاقتصاديين والمفكرين حول طبيعة العلاقة السببية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، لا يمكن صرف النظر عن الدور الهام الذي تقوم به سوق الأوراق المالية في تحريك عجلة النمو الاقتصادي وزيادة معدلاته من خلال تسريع تراكم رأس المال، رفع كفاءة توزيع الموارد وغيرها من الوظائف التمويلية والاقتصادية.

2. يتضح من خلال مؤشرات أداء بورصة الجزائر للقيم المنقولة في الفترة (1999-2011) أنها تتميز بصغر الحجم وقلة السيولة.

3. بناء على نتائج الدراسة القياسية تم التوصل إلى أن:

■ السلسلة الزمنية لنصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي مستقرة عند أخذ الفرق الأول، أما السلسلتان الزمنتان لمعدل رسملة السوق ومعدل قيمة التداول فمستقرتان عند المستوى.

■ فيما يتعلق بالتكامل المشترك، أظهرت نتائج الاختبار وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة، مما يؤكد وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي. بالتالي تم قبول الفرضية الأولى للبحث.

■ تشير نتائج اختبار التكامل المشترك إلى وجود علاقة سببية على المدى الطويل على الأقل باتجاه واحد بين سوق الأوراق المالية ممثلة بمعدل رسملة السوق ومعدل قيمة التداول، وبين النمو الاقتصادي ممثلا بنصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي.

■ أثبتت نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي. وأن نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي

يتعدّل نحو قيمته التوازنية في كل فترة زمنية بنسبة من اختلال التوازن المتبقي من الفترة (t-1) تعادل 44.30%.

■ أظهرت نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ أن لمعدل رسملة السوق تأثير إيجابي على نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، وأن لمعدل قيمة التداول تأثير عكسي على نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي في الجزائر خلال المدة (1999-2011).

■ أظهرت نتائج اختبار غرانجر للسببية وجود علاقة سببية في اتجاه واحد من النمو الاقتصادي ممثلاً بنصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي نحو سوق الأوراق المالية ممثلة فقط بمعدل رسملة السوق في الجزائر خلال المدة (1999-2011). وبالتالي تم قبول الفرضية الرابعة ورفض كلا من الفرضية الثانية، الثالثة والخامسة.

### توصيات الدراسة:

من خلال هذه الدراسة والنتائج المتوصل إليها، يمكن تقديم التوصيات الآتية للنهوض ببورصة الجزائر للقيم المنقولة:

1. العمل على إحداث تغييرات في القوانين والتشريعات التي تخص بورصة الجزائر والشركات الاقتصادية، خاصة فيما يتعلق بشروط الإدراج.
2. تسريع عملية خصخصة المؤسسات العمومية خاصة التي تتميز بمركز مالي جيد، من خلال فتح رأس مالها أمام المتعاملين في البورصة.
3. العمل على طرح أدوات مالية جديدة مثل المشتقات المالية وتوسيع قاعدة المستثمرين.
4. إرساء الثقافة البورصية لدى أفراد المجتمع من خلال مختلف الوسائل الإعلامية وكذلك شبكة الاتصال العالمية.
5. العمل على ربط بورصة الجزائر للقيم المنقولة ببورصات عالمية للاستفادة من تجاربها.
6. ضرورة إعطاء الأهمية الكافية للدراسات القياسية فيما يخص أسواق الأوراق المالية، هذا من شأنه أن يساهم في اتخاذ القرارات المستقبلية المناسبة.

## المصادر والمراجع:

### أولاً - المراجع العربية:

1. السحيباني صالح (2007) : سوق الأسهم والنمو الاقتصادي: علاقات الارتباط والسببية، ورقة عمل مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر الدولي حول الخدمات المالية في المملكة العربية السعودية، متاحة عبر الموقع الإلكتروني:  
[www.aleq.com/2007/06/29/article\\_98335.html](http://www.aleq.com/2007/06/29/article_98335.html) Consulted .the: 07/05/2014
2. العبدلي عابد بن عابد (2007) : محددات الطلب على واردات المملكة العربية السعودية في إطار التكامل المشترك وتصحيح الخطأ، مجلة مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، العدد (32)، جامعة الأزهر، القاهرة، مصر، ص 1-56.
3. القدير خالد بن حمد عبد الله (2004) : تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز للاقتصاد والإدارة، المجلد (18)، العدد (1)، جدة، السعودية، ص 13-22.
4. اندراوس عاطف وليم (2006) : أسواق الأوراق المالية- بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها-، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر.
5. بن معزو محمد زكريا، حمادة كمال (2013) : العلاقة طويلة الأجل بين التحرير المالي والنمو الاقتصادي في الجزائر- 1970-2010: مقارنة قياسية-، مجلة التواصل في الاقتصاد والإدارة والقانون، العدد (35)، عنابة، الجزائر، ص 66-82.
6. بوكساني رشيد، أوكيل نسيم (2010) : مقومات تطوير بورصة الجزائر، حوليات جامعة قالمة للعلوم الاجتماعية والإنسانية، العدد (5)، قالمة، الجزائر، ص 1-18.
7. خطيب شذا جمال (2008) : العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، الطبعة الأولى، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
8. ریحان الشريف، حمداوي الطاوس (2013) : بورصة الجزائر-رهانات وتحديات التنمية الاقتصادية-، مجلة التواصل للعلوم الإنسانية والاجتماعية، العدد (34)، عنابة، الجزائر، ص 41-62.

9. زيدان محمد، نورين بومدين (2006): دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر - المعوقات والآفاق- ، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات- دراسة حالة الجزائر والدول النامية- ، جامعة بسكرة، الجزائر، يومي 21-22 نوفمبر.
10. سلامي أحمد، شيخي محمد (2013) : اختبار العلاقة السببية والتكامل المشترك بين الادخار والاستثمار في الاقتصاد الجزائري خلال الفترة (1970-2011) ، مجلة الباحث، العدد (13) ، ورقلة، الجزائر، ص 121-134.
11. شرف سمير وآخرون (2009): دور السوق المالية في تفعيل النمو الاقتصادي والتجارة الخارجية. مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد (31) ، العدد (1) ، اللاذقية، سوريا، ص 185-202.
12. شطناوي زكريا سلامة عيسى (2009): الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
13. شندي أديب قاسم (2013) : الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية- سوق العراق للأوراق المالية دراسة حالة- ، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية والإدارية، العدد الخاص بمؤتمر الكلية، بغداد، العراق، ص 154-173.
14. عبد الحميد عبد المطلب (2010) : اقتصاديات الاستثمار في البورصة، الطبعة الأولى، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، مصر.
15. عربي خلف الله أحمد محمد (2010) : دور سوق الخرطوم للأوراق المالية في النمو الاقتصادي، ص 1-26، ورقة عمل متاحة عبر الموقع الإلكتروني: [www.alnoor.se/article.asp?id=66978](http://www.alnoor.se/article.asp?id=66978) Consulted the: 07/ 05/ 2014
16. عطية عبد القادر محمد عبد القادر (2005): الحديث في الاقتصاد القياسي بين النظري والتطبيقي، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.
17. عمر دينا أحمد (2009) : أثر أسواق الأوراق المالية العربية في النمو الاقتصادي، مجلة تنمية الريف، المجلد (31) ، العدد (96) ، الموصل، العراق، ص 55-67.

18. فلاح صالحي (2004) : بورصة الجزائر بين المعوقات الاقتصادية والقانونية وإمكانية تطويرها لتفعيل الاستثمار، الملتقى الدولي الأول حول أهمية الشفافية ونجاعة الأداء للاندماج الفعلي في الاقتصاد العالمي، الجزائر، 31 ماي إلى 2 جوان.
19. محمد أميرة حسب الله (2005-2006) : محدد الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية- دراسة مقارنة (تركيا، كوريا الجنوبية، مصر) -، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.
20. يونس مفيد ذنون، الدباغ مثنى عبد الرازق (2008): الأسواق المالية والنمو الاقتصادي في الدول النامية، مجلة تنمية الرافدين، المجلد (30) ، العدد (91) ، الموصل، العراق، ص 281-304.

## ثانياً - المراجع الأجنبية:

1. *Bourbonnais Regis (2003) : Econométrie, 5 éme édition, Dunod, Paris, France.*
2. *Caporal Guglielmo Maria, Howells Peter G A and Soliman Alaa M (2004) : Stock Market Development and Economic Growth: The Causal Linkage, Journal Of Economic Development, Volume (29) , Number (1) , pp 178-183.*
3. *Choong Chee Keong, Yusop Zulkornain, Law Siong Hook and Venus Liew Khim Sen (2001) : Financial Development and Economic Growth in Malaysia: The Stock Market Perspective, Investment Management and Financial Innovation, Volume (2) , Number (2) , pp 105- 115.*
4. *Levine Ross (1996) : Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda, Journal of Economic Literature, Volume (35) , Number (2) , pp 688- 726.*
5. *Levine Ross. and Zervos Sara (1998) : Stock Market Development, Banks, and Economic Growth, The American Economic Review, Volume (88) , Number (3) , pp 537- 558.*
6. *Raymond Atje and Jovanovic Boyan (1993) : Stock Market and Development, European Economic Review, Volume (37) , Number (2- 3) , pp 632- 640.*

## ثالثاً - المواقع الالكترونية:

1. الديوان الوطني للإحصائيات، المتاح عبر الموقع الالكتروني: [www.ons.dz](http://www.ons.dz)
2. بيانات البنك العالمي، المتاحة عبر الموقع الالكتروني: [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)
3. تقارير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، المتاحة عبر الموقع الالكتروني:  
[www.cosob.org](http://www.cosob.org)
4. شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، المتاحة عبر الموقع الالكتروني:  
[www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz)
5. صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق المال العربية، 2011، المتاحة عبر الموقع الالكتروني:  
[www.amf.org](http://www.amf.org)
6. Lambelet Jean Christian (2001) : Cours de modèles mac- roéconomique. available on the web site: [www.hec.unil.ch/modmacro/receil.pdf](http://www.hec.unil.ch/modmacro/receil.pdf)