

أثر السياسة النقدية على سوق الأوراق المالية في الجزائر

د. بن شني عبدالقادر

أستاذ محاضر(ب) - جامعة مستغانم.

الملخص:

تهدف هذه الورقة البحثية الى دراسة اثر السياسة النقدية على سوق الأوراق المالية في الجزائر، امتدت فترة الدراسة من 1999-2014، و لدراسة هذا الأثر تم الاعتماد على عدد من المتغيرات (القيمة السوقية للتعبير عن النمو في سوق الأوراق المالية في الجزائر و عرض النقد للتعبير عن السياسة النقدية).

توصلت الدراسة الى وجود أثر سلبي بين السياسة النقدية و سوق الأوراق المالية في الجزائر. **الكلمات المفتاحية:** السياسة النقدية، سوق الأوراق المالية، السياسة النقدية و سوق الوراق المالية في الجزائر.

Abstract :

This paper aims to study the effect of monetary policy on the stock market in Algeria, during the period 1999-2014, to study this effect we have been relying on number of variables (market capitalization and money supply). The study found negative impact between monetary policy and stock market in Algeria.

Key words: monetary policy, stock market, monetary policy and stock market in Algeria.

المقدمة:

يعتبر سوق الأوراق المالية من بين أهم مكونات النظام المالي و الذي يمكن من خلاله توفير التمويل اللازم للعديد من الاستثمارات التي من شأنها أن تساهم في عملية النمو الاقتصادي لذا يجب العمل بشكل جدي على تطوير هذه السوق من خلال البحث عن أهم العوامل التي تساعد على نموها و تؤثر في تطورها، و تعتبر السياسة النقدية من بين هذه العوامل التي تعمل على نموها و تؤثر على نشاطها من خلال آلياتها.

من هذا المنطلق تبرز إشكالية دراستنا كمايلي: هل تؤثر السياسة النقدية المنتهجة من طرف البنك المركزي على أداء سوق الأوراق المالية في الجزائر؟، و ما هي طبيعة هذا الأثر؟.
فرضيات الدراسة:

لمعرفة أثر السياسة النقدية على سوق الأوراق المالية في الجزائر، تم الاعتماد على الفرضيات التالية:
H0 : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين السياسة النقدية و سوق الاوراق المالية في الجزائر.

H1 : يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين السياسة النقدية و سوق الأوراق المالية في الجزائر.
هيكل الدراسة:

لاختبار فرضيات الدراسة و الإجابة على إشكالية الدراسة، سيتم إعطاء مفاهيم عامة لكل من السياسة النقدية والأسواق المالية، بعد ذلك سيتم التعرف على أهم تطورات السياسة النقدية في الجزائر، و أداء السوق المالي فيها، و في الأخير نقوم بدراسة قياسية لتحديد أثر السياسة النقدية على سوق الأوراق المالية في الجزائر.

1- السياسة النقدية:

1-1- مفاهيم عامة حول السياسة النقدية:

اختلف مفهوم السياسة النقدية عبر الزمن، و يظهر ذلك جليا من خلال المدارس الفكرية التي حاولت إعطاء مفهوم شامل لهذه الظاهرة، فنجد أن المدرسة الكلاسيكية اعتبرت السياسة النقدية سياسة محايدة ولا تؤثر بأي صورة من الصور على مستوى التشغيل أو الإنتاج، أو حتى الأجور الحقيقية و أسعار الفائدة، و يقتصر دورها في خلق النقود اللازمة لإجراء المعاملات¹، في حين نجد أن المدرسة الكينزية اعتبرت أن السياسة النقدية ليست بالمحايدة، بل إن تغييرها يؤثر على مستوى الإنتاج الدخل و العمالة، كما أوضحت إمكانية نجاح السياسة النقدية في علاج مشكلات التضخم والكساد، وقد فسر عمل هذه السياسة من خلال التأثير على كمية النقود المعروضة عن طريق سياسة السوق المفتوحة، الأمر الذي ينعكس على سعر الفائدة باعتبار ظاهرة نقدية تتخذ بتلاقي قوى العرض والطلب، ومن ثم التأثير على الإنفاق الاستثماري والذي بدوره يؤثر على

¹ - محمد زكي الشافعي، مقدمة في النقود و البنوك، دار النهضة العربية، القاهرة، 1990، ص530.

الدخل الوطني، ومن ثم التأثير على مستوى النشاط الاقتصادي ككل، أما المدرسة النقدية فقد رأت بأن للسياسة النقدية أثر فعالا على مختلف الأنشطة الاقتصادية، بصرف النظر عما إذا كانت هذه السياسة انكماشية أو تضخمية.

وعليه يكمن مفهوم السياسة النقدية في مجموع الإجراءات التي تتخذها السلطات النقدية ممثلة في البنك المركزي من أجل تسيير حجم الكتلة النقدية لتحقيق الأهداف الاقتصادية، حيث يعمل البنك المركزي على التأثير في عرض النقود (من حيث كمية النقود و سرعة دورانها) من خلال أدوات السياسة النقدية للوصول إلى تحقيق مجموعة الأهداف الاقتصادية¹.

تهدف السياسة النقدية إلى تحقيق الاستقرار النقدي و الاقتصادي، المساهمة في تحقيق توازن ميزان المدفوعات و تحسين قيمة العملة، و العمل على تطوير المؤسسات المالية و المصرفية التي تتعامل بأدوات الائتمان المختلفة في كل من سوقي النقد و المال.

يمكن تقسيم السياسة النقدية حسب الوضع الاقتصادي السائد إلى:

1. **السياسة النقدية الانكماشية:** يتم اللجوء الى هذا النوع عندما تكون معدلات التضخم مرتفعة، أي لعلاج الحالة التضخمية التي يعاني منها اقتصاد بلد ما، حيث يعمل البنك المركزي على كبح كمية النقود المتداولة عن طريق إحدى الإجراءات التالية: زيادة نسبة الاحتياطي القانوني، زيادة سعر إعادة الخصم، يقوم البنك المركزي ببيع الأوراق المالية، أو إقناع البنوك التجارية بتقليل الإقراض (الائتمان)، عن طريق هذه الإجراءات يقوم البنك المركزي بتخفيض عرض النقود، و ذلك من خلال تقليل السيولة لدى الأفراد ولدى الحكومة، فيؤدي ذلك إلى خفض الطلب الكلي وبالتالي إلى انخفاض أسعار السلع والخدمات وبذلك يتحقق الاستقرار الاقتصادي.

2. **السياسة النقدية التوسعية:** يلجأ البنك المركزي الى السياسة النقدية التوسعية عندما يكون هناك ركود أو انكماش في الاقتصاد (أي أن التدفق الحقيقي أكبر من التدفق النقدي)، حيث يقوم البنك المركزي إلى زيادة المعروض النقدي عن طريق إحدى الإجراءات التالية: التقليل من نسبة الاحتياطي القانوني، تخفيض سعر إعادة الخصم، يقوم البنك المركزي بشراء الأوراق المالية، أو إقناع البنوك التجارية بزيادة الإقراض، وبالتالي زيادة الطلب على السلع والخدمات.

¹ - أحمد محمد مندور، مقدمة في النظرية الاقتصادية الكلية، الدار الجامعية، مصر، 2003-2004، ص 224.

و عليه يستعين البنك بأدوات السياسة النقدية للتحكم في عرض النقود، و التي تنقسم إلى أدوات كمية تتمثل في التقنيات التي يستعملها البنك المركزي للتحكم في حجم الكتلة النقدية (سعر إعادة الخصم، الاحتياطي القانوني، عمليات السوق المفتوحة)، و أدوات نوعية أو كيفية (تأطير الائتمان، سياسة القروض الانتقائية، الإقناع الأدبي)¹.

1.1 السياسة النقدية في الجزائر:

مرت السياسة النقدية في الجزائر منذ الاستقلال الى يومنا هذا بعدة مراحل، حيث شهدت فترة الستينات غياب تام لآليات السياسة النقدية و عدم مرونة سعر الفائدة و ذلك راجع للوضع الاقتصادي السائد آنذاك و تم الاعتماد على ميزانية الدولة في تمويل مختلف الاستثمارات، و استمر الحال خلال فترة السبعينات بغياب آليات السياسة النقدية و استحواذ كل من وزارتي التخطيط و المالية على السلطة النقدية مستبعبدين بذلك البنك المركزي²، عرفت فترة الثمانينات بعض التطورات فيما يخص السياسة النقدية إلا أنها لم ترقى الى التطلعات المرجوة، فقد تم الفصل بين البنك المركزي كسلطة نقدية و البنوك التجارية في مجال السياسة الائتمانية و ذلك من خلال قانون القرض و النقد 1986.

في بداية التسعينات و مع صدور قانون النقد و القرض 10/90 بدأت تتضح معالم السياسة النقدية³، حيث منح هذا القانون البنك المركزي مهام تسيير النقد و الائتمان و اعتبر السلطة النقدية للدولة الجزائرية و بنك البنوك و آخر ملجأ للنظام الائتماني ككل الأمر الذي انعكس على فعالية السياسة النقدية، فمذ 1989 و الى غاية 1994 شهدت الاقتصاد الجزائري عدة إصلاحات من خلال عقد عدة اتفاقيات مع مؤسسات النقد الدولية مما أثر على السياسة النقدية المنتهجة خلال هذه الحقبة، فقد تميزت الفترة الممتدى من 1990-1993 بعدم فعالية السياسة النقدية، و في سنة 1994 تم العمل بالية الاحتياطي الإجباري، و في سنة 1995 تم إتباع سياسة

¹ - بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات و السياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ص 125.

² - بلعزوز بن علي، انعكاس الإصلاحات الاقتصادية على التوازن النقدي في الجزائر، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 31، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، 2003، ص 40.

³ - محمد لكصاسي، الوضعية النقدية وسير السياسة النقدية في الجزائر، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، 2004، ص 5-8.

نقدية صارمة¹ بمعدلات حقيقية بهدف تشجيع الادخار المحلي، كل تلك التطورات كان لها دور في تفعيل السياسة النقدية في الاقتصاد الجزائري، و مع صدور الأمر رقم 01-01 المؤرخ في 27 فيفري 2001 تم تدعيم سياسة إعادة الخصم و من ثم السياسة الائتمانية التي يمارسها البنك المركزي اتجاه البنوك التجارية .

الجدول رقم(01): تطور الوضعية النقدية في الجزائر (1991-2014)

السنوات	النقود(M1)	الكتلة النقدية(M2)	معدل نمو الكتلة النقدية
1991	324.993	415.270	21.07
1992	369.719	515.902	24.23
1993	446.905	627.427	21.61
1994	475.834	723.514	15.31
1995	519.107	799.562	10.51
1996	589.100	915.058	14.44
1997	671.570	1081.518	18.19
1998	826.372	1287.9	19.08
1999	905.183	1789.350	12.36
2000	1048.184	2022.534	13.3
2001	1238.510	2473.516	22.3
2002	1416.341	2901.532	17.3
2003	1630.380	3354.422	15.6
2004	2160.581	3738.037	11.4
2005	2421.421	4157.585	11.2
2006	3167.640	4933.744	18.7
2007	4233.573	5994.608	21.5
2008	4964.928	6955.968	16
2009	4944.159	7173.052	11.95
2010	5756.460	8280.740	13.25
2011	7141.699	9929.188	10.42
*2012	7681.500	11015.100	19.45
*2013	8249.800	11941.500	9.83
*2014	9595.300	13677.100	14.53

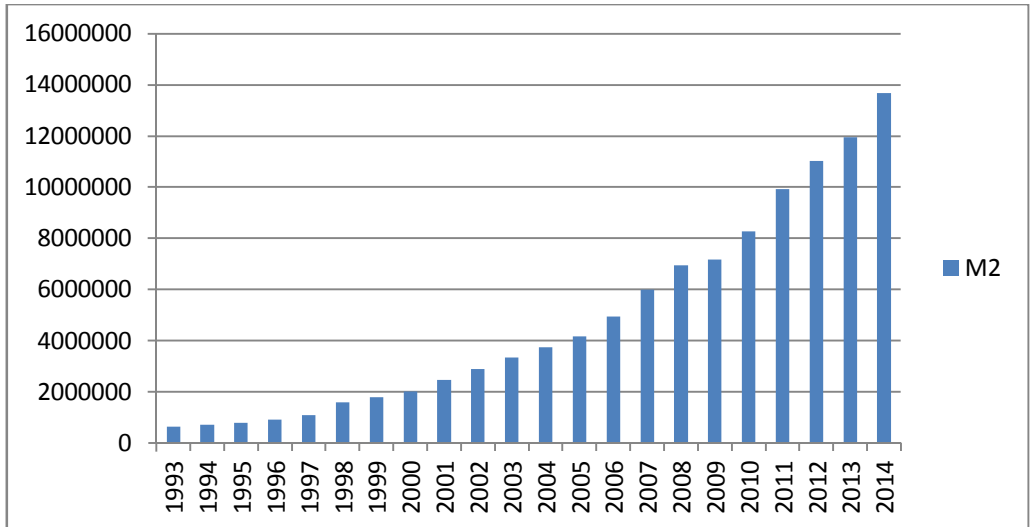
Source : Bulletin statistique de la Banque D'Algérie, Séries Rétrospectives, Statistiques Monétaire 1964-2011, hors série-juin 2012k p30-p47-62.

* بنك الجزائر، النشرة الإحصائية الثلاثية، الثلاثي الأول الوضعية النقدية، رقم 30، جوان 2015، ص 11. www.bank-of-algeria.dz
تم الاطلاع على الموقع يوم 2015/09/01

1 -AKDINFELER, Algérie poursuit la resifcation économique et la transition, bulletin, FMI, Publication du Fonds, Monétaire International , Août 1996, P , 251

من خلال الشكل رقم (01) و الذي يوضح تطور الكتلة النقدية في الجزائر في الفترة الممتدى من 1991 الى غاية 2014، نلاحظ أن حجم الكتلة النقدية عرفت نموا كبيرا خلال التسعينات و ذلك راجع إلى انتهاج السلطات المعنية أسلوب التمويل بالعجز مما انعكس على استقرار الاقتصاد الجزائري و استدعى ضرورة التحكم في حجم الكتلة النقدية، و هذا ما أدى الى إتباع سياسة نقدية تقشفية(توقيف التمويل بالعجز، تقليص حجم الإنفاق العام المقدم للمؤسسات العمومية...)، حيث أنخفض نمو الكتلة النقدية منذ سنة 1994- ليصل إلى 13.3% سنة 2000 ، غير أن سنة 2001 شهدت نمو في حجم الكتلة النقدية وصل الى 22.3% و ذلك راجع الى انطلاق المشاريع الاقتصادية تحت ما يسمى برنامج الإنعاش الاقتصادي بالإضافة الى زيادة الأرصدة النقدية الخارجية و ارتفاع حجم القروض المقدمة للاقتصاد. كما شهدت سنتي 2006-2007 نمو في حجم الكتلة النقدية و ذلك راجع الى الزيادة في تدفقات النقود القانونية بسبب عمليات السحب من البنوك، الاكتناز، تنامي السوق الموازية، كما عرفت الفترة الخيرة تذبذب في معدلات نمو الكتلة النقدية و ذلك راجع للأوضاع الاقتصادية الداخلية و الخارجية.

الشكل رقم (01): تطور الكتلة النقدية في الجزائر(1991-2014).



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعلومات في الجدول رقم (01).

2. سوق الأوراق المالية:

1.2. مفاهيم عامة حول سوق الأوراق المالية:

إن السوق الأوراق المالية لا يختلف عن مفهوم السوق بشكل عام فهو يجمع بين طرفين (أصحاب العجز المالي و أصحاب الفائض المالي) لتبادل الخدمات، فأسواق الأوراق المالية هي الوسيط الذي يعرض المدخرون الراغبون في الاستثمار من خلال مدخراتهم إما مباشرة أو من خلال وسطاء، على مؤسسات الأعمال و أصحاب المشروعات و الأشخاص الذين يحتاجون إلى اقتراض هذه الأموال.¹

سوق الأوراق المالية هو السوق الذي يتم فيه عمليات التداول بين المتعاملين (أفراد، مؤسسات، بنوك، صناديق الاستثمار) في الأوراق المالية (الأسهم و السندات) عن طريق السماسرة لمدة زمنية معينة تحت إدارة السوق.

من خلال التعاريف السابقة يمكن استنتاج مايلي :

لا يختلف سوق الأوراق المالية على مفهوم السوق بشكل عام.

تتمثل البضاعة أو السلعة التي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية في الأسهم و السندات.

سوق الأوراق المالية هو المكان الذي يلتقي فيه أصحاب الفائض المالي و أصحاب العجز المالي.

يشمل سوق الأوراق المالية المتعاملون كالسماسرة، المؤسسات، و مختلف الهيئات المهمة بعمليات تداول الأوراق المالية .

يعتبر التمويل عن طريق سوق الأوراق المالية تمويل طويل الأجل.

يعمل سوق الأوراق المالية وفقا لقواعد و نظم معينة.

تتمثل الوظيفة الأساسية لسوق الأوراق المالية في نقل الأموال من الأطراف التي تتوفر لديها فائض إلى الأطراف التي تعاني من عجز مالي فهي تساهم في تعبئة المدخرات و توظيفها مما يقلل من السيولة في الاقتصاد و يجد من ظاهرة التضخم، تساهم في تمويل خطط التنمية عن طريق طرح

¹ - نصيف نبيل عبد الإله الأسواق المالية من منظور نظام الاقتصاد الإسلامي مجمع الفقه الإسلامي عمان، 1995، ص 21.

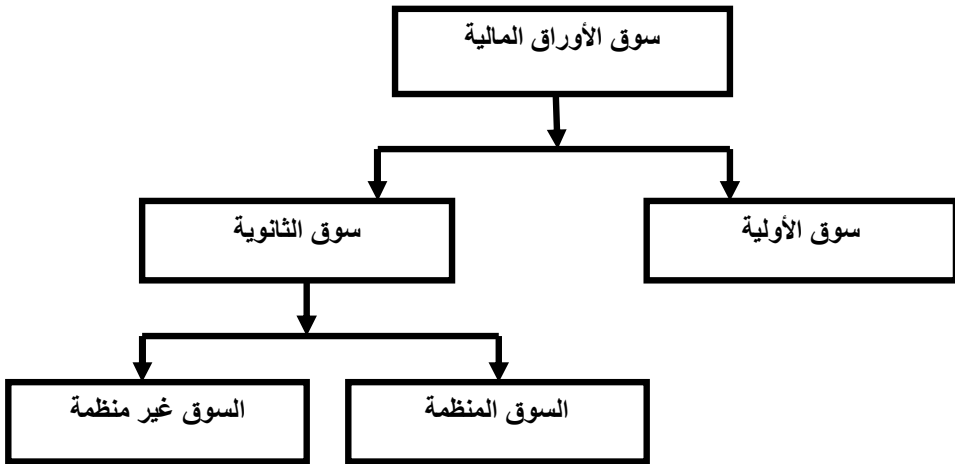
أوراق مالية حكومية.¹ ، كما تعمل على توفير السيولة الكافية للمستثمرين عند رغبتهم في تسهيل أوراقهم المالية و توفر لهم الأدوات المالية اللازمة للاستثمار.

من خلال الشكل رقم (02) نلاحظ أن سوق الأوراق المالية ينقسم إلى قسمين:

السوق الأولية (سوق الإصدار) وهي تمثل نقطة البداية حيث يتم فيها التعامل بالإصدارات الجديدة لأول مرة عن طريق ما يعرف بعملية الاكتتاب ، و تنشأ فيها علاقة مباشرة و أولية بين مصدر الورقة المالية والمكاتب بما.²

السوق الثانوية (سوق التداول) وهي السوق التي يتم فيها تداول الإصدارات القديمة التي تم إصدارها في السوق الأولية ، حيث يتم تداول الأوراق المالية بين حامليها و الراغبين في شرائها من غير المصدرين، و تنقسم بدورها إلى السوق المنظمة و غير منظمة.

الشكل رقم (02) : أقسام سوق الأوراق المالية.



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على المعلومات السابقة.

¹ - Guglielmo Maria Caporale, Peter G.A Howells, and Alaam. Soliman, "Stock Market Development and Economic Growth: The Causal Linkage. Journal of Economic Development 33, Volume 29, June 2004, P:30.

² - الزبيدي حمزة محمود، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2001، ص114.

2.2. سوق الأوراق المالية في الجزائر:

عرفت بورصة الجزائر عدة مراحل لإنشائها، فمنذ 1990 اتخذت الحكومة عدة إجراءات كان من بينها إنشاء شركة بتسمية مؤقتة " شركة القيم المتداولة"، و يعود الفضل صناديق المساهمة الثمانية في تأسيسها بتاريخ 09 نوفمبر 1990 برأس مال يقدر بمبلغ 320000 دج¹، يديرها مجلس الإدارة المتكون من 08 أعضاء حيث كل عضو يمثل أحد الصناديق المساهمة، مرت هذه شركة بمرحلة صعبة تتعلق بمهمتها ووظيفتها، و تم تعديل قوانينها و رفع رأسمالها في فبراير 1992 إلى 9.320.000.00 دج كما غير اسمها لتحمل بذلك اسم بورصة الأوراق المالية.

بدأت الانطلاقة الفعلية لبورصة الجزائر سنة 1993 وذلك راجع لعدة مشاكل بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25/24/1993 المتمم و المعدل لأمر المتضمن قانون التجارة و المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23/05/1993 المتعلق بسوق القيم المتداولة، و بناء على هذين المرسومين التشريعيين تم انطلاق عملية تأسيس بورصة الجزائر حيث نص المرسوم رقم 93-10 على إنشاء هيئة ممثلة للسلطات العمومية تتكفل بمهمة تنظيم و مراقبة البورصة و عملياتها.

تم تحديد المحاور الكبرى لسير القيم المنقولة في الجزائر عن طريق الهيئات العاملة ببورصة القيم المنقولة و المتمثلة في لجنة تنظيم و متابعة عمليات البورصة² (تم تشكيلها في فيفري 1996) (COSOB) و التي تشكل سلطة سوق القيم المنقولة ، و لجنة تسيير بورصة القيم (SGBV) مكلفة بالسهر على ضمان السير الحسن للعمليات المتداولة في البورصة .

كان الافتتاح الرسمي والفعلي لبورصة الجزائر يوم الأربعاء 17 ديسمبر 1997، تم إصدار أول قيمة منقولة بالجزائر بتاريخ 2 جانفي 1998، متمثلا في القرض السندي لسوناطراك.

تتضمن بورصة الجزائر ثلاث عناصر أساسية أسندت لها وظائف بالغة الأهمية ويتعلق الأمر بـ:

1. شركة تسيير بورصة القيم المنقولة:

¹ - شمعون شمعون: "البورصة - بورصة الجزائر" الأطلس للنشر، 1993 ص.19.

² - المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 ، الجريدة الرسمية ، العدد 34 ، الصادر بتاريخ 23 ماي 1993.

هي شركة ذات أسهم تقوم بتسيير المعاملات التي تجري حول القيم المنقولة في البورصة ويتم تنفيذ مهام الشركة تحت إشراف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبته (COSOB).

2. لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB) :

تقوم هذه اللجنة بحماية المستثمر من خلال الرقابة والتأكد من صحة المعلومات التي تقدمها الشركات و ضمانا للشفافية و السير الحسن، ومن أجل تمكينها من تحقيق مهامها، حُولت هذه اللجنة بالسلطات التالية: السلطة التنظيمية، سلطة الإشراف والمراقبة، السلطة التأديبية والتحكيمية.

3. الوطاء في عمليات البورصة:

يتضمن سوق المال في الجزائر حالياً سبعة وطاء في عمليات البورصة يمثلون البنوك العمومية التالية: بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR ، وبنك التنمية المحلية BDL ، وبنك الجزائر الخارجي BEA ، والبنك الوطني الجزائري BNA ، والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط-بنك-CNEP Banque ، والقرض الشعبي الجزائري CPA ، والبنك الخاص BNP Paribas El dajazair.

تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة سوق لسندات رأس المال وسوق لسندات الدين.

1. سوق سندات رأس المال: تتكون سوق سندات رأس المال من:

1.1. السوق الرئيسية: الموجهة للشركات الكبرى. ويوجد حالياً أربع (04) شركات مدرجة في

تسعيرة السوق الرئيسية، وهي¹:

مجمع صيدال(القطاع الصيدلاني.)، مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي(قطاع السياحة)، أليانس للتأمينات(قطاع التأمينات.)، أن -سي -روبية: (قطاع الصناعات الغذائية).

2.1. سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: أنشأت سنة 2012 تعمل على توفير التمويل

اللازم للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لمباشرة مشاريعها الاستثمارية.

2. سوق سندات الدين: تتكون سوق سندات الدين من:

¹ - شركة تسيير بورصة القيم المنقولة SGBV ، الجزائر، www.sgbv.dz يوم 2015/02/09

1.2. سوق سندات الدين: تصدرها الشركات ذات الأسهم والهيئات الحكومية والدولة، ويوجد سند واحد مدرج في تسعيرة هذه السوق، و هو خاص بشركة ش.ذ.أ دحلي التي من المقرر أن يحل تاريخ استحقاق سندها في سنة 2016.

2.2. سوق كتل سندات الخزينة العمومية¹ (OAT) : تأسست هذه السوق سنة 2008 خصصت للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية، وتحتوي حاليا 27 سند للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة بإجمالي أكثر من 320 مليار دينار جزائري، يتم التداول على سندات الخزينة التي تتنوع فترات استحقاقها بين 7 و 10 و 15 عاماً من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة "المتخصصين في قيم الخزينة" بمعدل خمس حصص في الأسبوع.

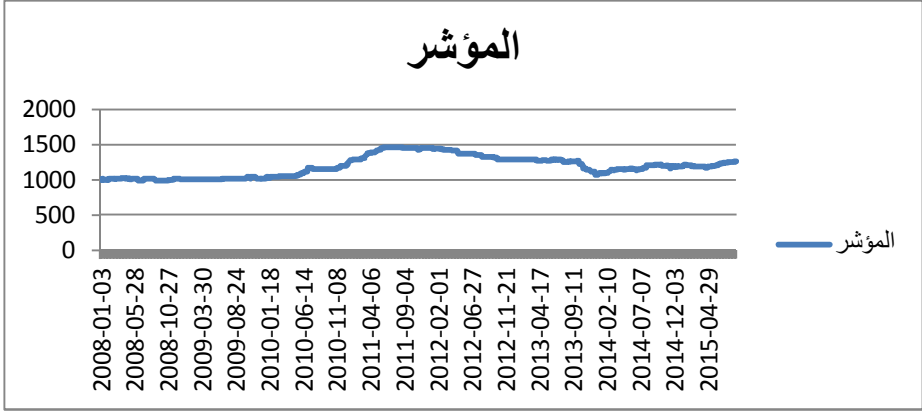
- وضعية سوق الأوراق المالية في الجزائر:

مؤشر السوق:

من خلال الشكل رقم (03) و الذي يوضح تطور مؤشر بورصة الجزائر، نلاحظ ان مؤشر السوق يتميز بالثبات على العموم و هو يعكس بشكل أفضل تحركات أسعار الأسهم في السوق مما يعني أن أسعار الأسهم تتغير في حدود ضيقة، فالمؤشر يعكس حالة السوق و يظهر إذا كان مستوى السوق قد ارتفع أو انخفض، و عليه فإن سوق الأوراق المالية في الجزائر سوق غير نشط.

¹ - شركة تسيير بورصة القيم المنقولة SGBV، مرجع سابق.

الشكل رقم (03): تطور مؤشر بورصة الجزائر



المصدر: شركة تسيير بورصة القيم المنقولة SGBV ، الجزائر، يو 2015/09/01.

القيمة السوقية:

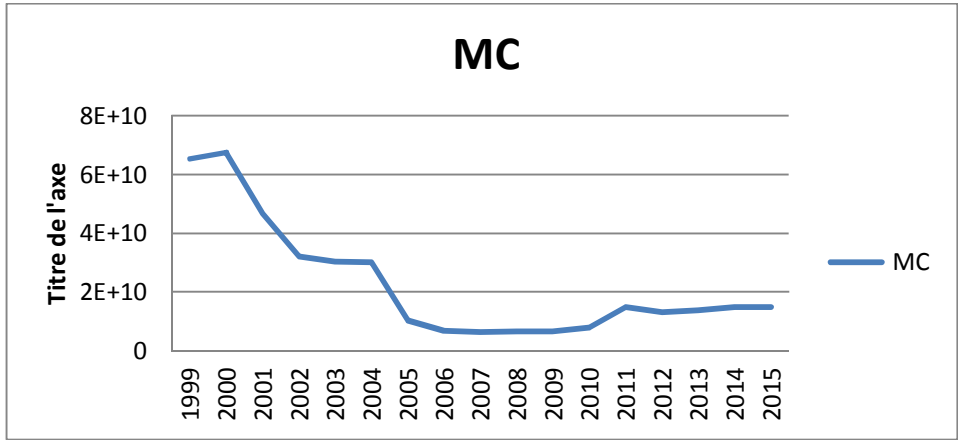
الجدول رقم(02): القيمة السوقية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي

السنوات	القيمة السوقية (MC)	PIB /MC
1999	65275000000	2,016
2000	67395000000	1,634
2001	46720000000	1,105
2002	31990000000	0,707
2003	30360000000	0,578
2004	30100000000	0,490
2005	10400000000	0,138
2006	6710000000	0,079
2007	6460000000	0,069
2008	6500000000	0,059
2009	6550000000	0,066
2010	7900000000	0,066
2011	14967744130	0,103
2012	13028721575	0,082
2013	13819991460	0,083
2014	14793245795	0,083
2015/08/31	14933052520	

المصدر: شركة تسيير بورصة القيم المنقولة SGBV ، الجزائر، يو 2015/09/01.

من خلال الشكل رقم(04) و الذي يمثل القيمة السوقية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي نلاحظ أن بورصة الجزائر غير قادرة على توفير التمويل اللازم للاقتصاد و بذلك فهي لم تحقق الهدف الرئيسي لإنشائها و المتمثل في توفير التمويل و يمكن إرجاع ذلك الى حداثة إنشائها و قلة الشركات المدرجة فيها و عدم تنوع فرص الاستثمار.

الشكل رقم (04): القيمة السوقية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على البيانات في الجدول رقم(01).

حجم التداول :

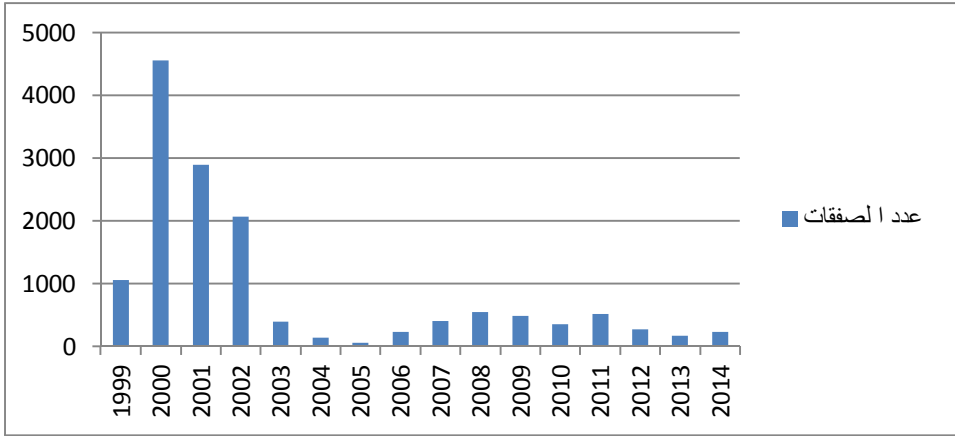
الجدول رقم (03): تطور حجم التداول (1999-2014).

حجم التداول	القيمة المتداولة دج	عدد الصفقات	السنوات
35348	108079690	1056	1999
323490	720039160	4559	2000
361445	533217905	2898	2001
80161	112060345	2071	2002
39693	17257700	393	2003
22183	8432615	141	2004
13487	4188200	64	2005
76010	149391910	234	2006
130443	960417115	410	2007
184110	1218511505	545	2008
143563	896650625	488	2009
117729	670069575	361	2010
252954	321222985	520	2011
167827	673186960	277	2012
127589	101027990	177	2013
71089	1331017445	229	2014

المصدر: شركة تسيير بورصة القيم المنقولة SGBV، الجزائر، يوم 01/09/2015.

من خلال الشكل رقم (05) و الذي يوضح عدد الصفقات المبرمة خلال الفترة الممتدى من 1999-2014 نلاحظ أن هناك انخفاض في عدد الصفقات المبرمة، و ذلك لانخفاض أسعار أسهم الشركات المدرجة أضف إلى ذلك انتهاء مدة القرض السندي لسونطراك بحلول عام 2003.

الشكل رقم (04): عدد الصفقات المبرمة (199-2014)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على البيانات في الجدول رقم (02).

3. دراسة قياسية لأثر السياسة النقدية على سوق الأوراق المالية في الجزائر:

يعتبر السوق المالي جزء من النشاط الاقتصادي و هو بذلك يتأثر بنوعية السياسات المتبعة، و تعتبر السياسة النقدية إحدى هذه السياسات التي قد يكون لها تأثير على أداء السوق المالي¹، و عليه أي تغير في عرض النقد سيكون له انعكاس على السوق المالي سواء بتشجيع حركة بيع و شراء الأسهم أو الامتناع عن ذلك، و قد اختلف الاقتصاديون في تحديد اثر التغير في عرض النقد على سوق الأوراق المالية، حيث يرى الاقتصادي فريدمان و شوارتز (Friedman and Chwart) أن هناك أثر ايجابي بين عرض النقد و أسعار الأوراق المالية، فزيادة المعروض النقدي (مع افتراض ثبات المطلوب منها) سيؤدي الى انخفاض أسعار الفائدة مما يشجع على القيام بالاستثمار و بالتالي زيادة الإنتاج و انخفاض البطالة الذي سيؤدي الى خلق الدخول و بالتالي زيادة الطلب الذي

¹ - بشير الزغي، تأثيرات العوامل الاقتصادية الكلية في المؤشر العام لأسعار السهم في سوق عمان، مجلة دراسات العلوم الإدارية، مجلد 27، جامعة الأردن، 2000، ص 327.

ينعكس على زيادة الطلب على المنتجات و بالتالي زيادة أرباح الشركات الذي بدوره ينعكس على ارتفاع مستوى الأوراق المالية و الذي يؤدي الى زيادة القيمة السوقية¹.

في حين يرى بعض الاقتصاديين أمثال كيران (Keran) أن هناك أثر سلبي بين عرض النقد و أسعار الأوراق المالية، حيث يفسر ذلك بأن زيادة عرض النقود قد يكون له كذلك أثر سلبي يتمثل في احتمال حدوث تضخم يؤدي في النهاية إلى زيادة في الحد الأدنى للعائد الذي يطلبه المستثمرون و بالتالي انخفاض الأسعار.

وعليه من خلال دراستنا نطرح التساؤل التالي: هل تؤثر السياسة النقدية المنتهجة من طرف البنك المركزي على أداء سوق الأوراق المالية في الجزائر؟ و ما هي طبيعة هذا الأثر؟.

1.3. البيانات:

للإجابة على إشكالية الدراسة المتمثلة في تحديد أثر السياسة النقدية على سوق الأوراق المالية في الجزائر و اختبار فرضيات الدراسة تم الاعتماد على سلسلة زمنية تحوي 16 مشاهدة سنوية تغطي الفترة (1999-2014)، تم الحصول على البيانات من بورصة الجزائر و البنك المركزي الجزائري.

2.3. متغيرات الدراسة:

تضمنت الدراسة المتغيرات التالية: القيمة السوقية (MC) للتعبير عن النمو في سوق الأوراق المالية، عرض النقد (M₁) للتعبير عن السياسة النقدية.

3.3 منهج الدراسة:

لدراسة أثر السياسة النقدية على سوق الأوراق المالية في الجزائر تم الاعتماد على نموذج الانحدار الخطي البسيط، الذي يوضح لنا العلاقة بين متغيرين فقط، حيث تكون الصياغة العامة لهذه العلاقة الخطية كمايلي:

حيث أن:

¹ -Mohammad Salam Al-Shiab, The Influence of Monetary and Fiscal policies on The Capital Market : a Vector Autoregressive(VAR) Model, Journal of Administration and Economic Sciences, Qassim University, Vol1 N0 2,2008, p2

y_i : القيمة الفعلية للمتغير التابع.

x_i : القيمة الفعلية للمتغير المستقل.

β, α : القيم الفعلية لمعاملات الانحدار.

μ_i : حد الخطأ

$i = 1, 2, 3, \dots, n$

n : عدد المشاهدات.

لتقدير معاملات النموذج البسيط في المعادلة نستخدم طريقة المربعات الصغرى.

و عليه سيكون النموذج المعتمد عليه في الدراسة كمايلي:

حيث أن:

MC : القيمة السوقية (سعر السهم مضروباً في عدد الأسهم المتداولة)

M_1 : عرض النقود (وتتألف من مجموعة وسائل الدفع: الأوراق النقدية، العملة المعدنية، الودائع الموجودة

في البنوك والمؤسسات المالية، وفي الخزينة العامة، إضافة إلى الشيكات البريدية وصناديق الادخار)

β, α : القيم الفعلية لمعاملات الانحدار.

μ_i : حد الخطأ

4.3. نتائج الدراسة:

من خلال الجدول رقم (05) و الذي يوضح الارتباط بين كل من القيمة السوقية و السياسة النقدية،

نلاحظ أن هناك ارتباط قوي و سالب بين كل من القيمة السوقية و عرض النقود (M_1) و ذو دلالة

إحصائية عند مستوى أقل من 1%.

الجدول(05): معامل الارتباط بين القيمة السوقية و السياسة النقدية

SIG	MC	
0.001	-0.750	M_1

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج SPSS.

يوضح الجدول رقم (06) نتائج التحليل الإحصائي بين القيمة السوقية (MC) و عرض النقود M_1 ، حيث نجد قيمة R^2 0.563 مما يعني أن النموذج يفسر 56.3 % .

جدول رقم (06): نتائج التحليل الإحصائي.

SIG	MC	
0.001	-0.789	M_1
0.563		
-0.750		r

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج SPSS.

من خلال نتائج تحليل الانحدار الإحصائي يمكن استنتاج معادلة الانحدار الخاصة بأثر عرض النقد (M_1) بالقيمة السوقية (MC):

$$MC = 6.986 - 0.789M_1 + 0.01 \dots\dots\dots(01)$$

من خلال المعادلة رقم (01) تم التوصل إلى النتائج التالية:

- إن معامل (M_1) (-0.789) و قد بلغت قيمة (t) (-4.247) و هي ذات دلالة إحصائية عند مستوى اقل من 1% ، و هذا يعني وجود أثر سالب ذو دلالة إحصائية بين السياسة النقدية و سوق الأوراق المالية، فزيادة عرض النقد انعكس بالسلب على أداء سوق الأوراق المالية في الجزائر و يمكن إرجاع ذلك الى ارتفاع معدلات التضخم كما أن هذه الزيادة في عرض النقد لم توجه الى سوق الأوراق المالية أي لشراء الأوراق المالية حيث أن معظم الشركات الناشطة في الاقتصاد الجزائري ليست مدرجة في بورصة الجزائر و عليه فإن لن يكون هناك طلب على الأوراق المالية مما يؤدي الى تراجع أسعارها و عليه ستنخفض القيمة السوقية و التي تعكس النمو في سوق الأوراق المالية، كما أن ارتفاع معدلات التضخم يؤدي إلى زيادة في الحد الأدنى للعائد الذي يطلبه

المستثمرون و بالتالي انخفاض أسعار الأوراق المالية ، و هذا يعني رفض الفرضية العديمة القائلة بعدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية بين السياسة النقدية و سوق الأوراق المالية في الجزائر.

الخاتمة

إن نجاح الأسواق المالية يعتمد على تنوع فرص الاستثمار (الأوراق المالية) التي تسمح للمستثمر أن يختار الشكل الذي يناسبه، و قدرتها على توفير السيولة اللازمة عند الطلب، و هذا ما لا ينطبق على سوق الأوراق المالية الجزائري الذي يضم عدد قليل من المؤسسات، كما أن الوعي الاستثماري ضعيف فمازالت ثقافة الاكتناز مهيمنة على أفكار الفرد واعتماد المؤسسات على تمويل الذاتي، كل ذلك ساعد في وجود أثر سلبي لزيادة عرض النقد على هذه السوق ، فكما سبق الإشارة إليه فإنه يمكن أن يكون للسياسة النقدية أثر ايجابي على السوق المالي كما يمكن أن يكون لها أثر سلبي، و لقد تم التوصل في دراستنا إلى أن زيادة عرض النقد قد انعكس بالسلب على سوق الأوراق المالية في الجزائر، و ذلك راجع إلى أن الزيادة في عرض النقد لم تنعكس على زيادة القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية الجزائري، حيث يفضل العديد من المستثمرين التوجه للمشاريع الاستثمارية غير المالية: كالبناء، الأشغال العمومية...، ذلك أنها تضمن أرباحا سهلة وتجنب المخاطر، وكذلك أدت هذه الزيادة إلى ارتفاع معدلات التضخم الذي انعكس على ارتفاع معد العائد المطلوب على الاستثمار مما أدى إلى انخفاض أسعار الأوراق المالية.

قائمة المراجع

1. أحمد محمد مندور، مقدمة في النظرية الاقتصادية الكلية، الدار الجامعية، مصر، 2003-2004.
2. بشير الزغبي، تأثيرات العوامل الاقتصادية الكلية في المؤشر العام لأسعار السهم في سوق عمان، مجلة دراسات العلوم الإدارية، مجلد 27، جامعة الأردن، 2000.
3. بلعوز بن علي، محاضرات في النظريات و السياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004.
4. بلعوز بن علي، انعكاس الإصلاحات الاقتصادية على التوازن النقدي في الجزائر، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 31، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، 2003.
5. الزبيدي حمزة محمود، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2001.
6. شمعون شمعون: "البورصة - بورصة الجزائر" الأطلس للنشر، 1993.
7. محمد زكي الشافعي، مقدمة في النقود و البنوك، دار النهضة العربية، القاهرة، 1990.
8. محمد لكصاسي، الوضعية النقدية وسير السياسة النقدية في الجزائر، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، 2004.
9. نصيف نبيل عبد الإله الاسواق المالية من منظور نظام الاقتصاد الإسلامي مجمع الفقه الإسلامي عمان، 1995.
- المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 ، الجريدة الرسمية ، العدد 34 ، الصادر بتاريخ 23 ماي 1993.
- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة SGBV ، الجزائر.
- بنك الجزائر، النشرة الإحصائية الثلاثية، الثلاثي الأول الوضعية النقدية، رقم 30، جوان 2015.

1. Akdinfeler, Algérie poursuit la resification économique et la transition, bulletin, FMI, Publication du Fonds, Monétaire International , Août 1996.
 2. Guglielmo Maria Caporale, Peter G.A Howells, and Alaam. Soliman, "Stock Market Development and Economic Growth: The Causal Linkage. Journal of Economic Development 33, Volume 29, June 2004.
 3. Mohammad Salam Al-Shiab, The Enfluence of Monetary and Fiscal policies on The Capital Market : a Vector Autoregressive(VAR) Model, Journal of Administration and Economic Sciences, Qassim University, Vol1 NO 2,2008.
- Bulletin statistique de la Banque D'Algérie, Séries Rétrospectives, Statistiques Monetaire1964-2011, hors série-juin 2012k p30-p47-62.

- مواقع الانترنت:

www.sgbv.dz

www.bank-of-algeria.dz