

## أثر تحرير أسعار الفائدة على الاستثمار المحلي في الجزائر

دراسة قياسية خلال الفترة 2000-2020

## The Impact of interest rate liberalization on Algeria's domestic investment

Econometric study using ARDL 2000-

د. طلحاوي فاطمة الزهراء<sup>1</sup> ، أ.د. مدياني محمد<sup>2</sup><sup>1</sup> جامعة أحمد درايعية - أدرار (الجزائر)، Fat.talhaoui@univ-adrar.edu.dz<sup>2</sup> جامعة أحمد درايعية - أدرار (الجزائر)، mediani\_mohamed@univ-adrar.edu.dz

تاريخ النشر: 2022/09/30

تاريخ القبول: 2022/09/21

تاريخ الارسال: 2022/07/29

## ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار اثر تبني منهج التحرير المالي ممثلا في أسعار الفائدة على الاستثمار المحلي في الجزائر خلال الفترة (1990-2020) باستخدام منهجية الإنحدار الذاتي ذي الفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة (*ARDL*) بالاعتماد على بيانات سنوية للمتغيرات الاقتصادية التي تمثل التحرير المالي الى جانب معدلات الفائدة وتم تحديد هذه المتغيرات بناء على النظرية الاقتصادية والدراسات السابقة والمتمثلة في معدل الفائدة، القروض الموجهة للقطاع الخاص كنسبة من الناتج الداخلي الخام، الانفاق الحكومي؛ حيث تحققت معنوية معدل الفائدة على الودائع باتجاه عكسي مع الاستثمار المحلي في الأجلين القصير والطويل، في حين كان لكل من القروض الموجهة للقطاع الخاص والانفاق الحكومي اثر موجب على الاستثمار بعد ثبوت معنوية كل منهما على المدى الطويل فقط.

كلمات مفتاحية: أسعار الفائدة، التحرير المالي، الجزائر، نموذج القياس، الاستثمار المحلي.

تصنيفات JEL : E26، C01، E40.

## Abstract :

The purpose of this study is to test the impact of the adoption of the financial liberalization approach represented in interest rates on domestic investment in Algeria during the period (1990-2020). This analysis based on the autoregressive distributed lag (ARDL), using annual data on economic variables representing financial liberalization along with interest rates, these variables have been determined based on previous studies which consist the interest rate, loans to the private sector as a proportion of GDP, government expenditure; The empirical results revealed that the interest rate on deposits was reversed with domestic investment in short and long term, while both private sector loans and government spending had a positive impact on investment after their signification was established only in the long term..

**Keywords:** interest rate, financial liberalization, Algeria, econometric model, domestic investment.

**JEL Classification Cods:** E26, C01, E40.

## المقدمة:

عاشت الاقتصاديات الدولية تدخل الحكومات في الحياة الاقتصادية عشية الحرب العالمية الثانية وذلك بهدف اصلاح أنظمتها المالية من خلال تمويل العجز في الميزانية بتكاليف منخفضة على نهج الاقتصادي جون مينارد كينز من خلال زيادة الانفاق الحكومي من جهة وتحديد أسعار الفائدة عند معدلات منخفضة من جهة أخرى من أجل تشجيع الاستثمار بهدف الدفع بالنمو لاقتصادي الى مستويات اعلى، غير أن ذلك لم يكن مجد نفعاً بالعودة إلى الشروط الأساسية التي وضعها كينز والتي تتضمن ميكانيزمات خاصة لا بد أن تتوفر لدى القطاعات الاقتصادية الاستراتيجية لدى هذه الدول، ومن أهمها أن يكون هذا النهج مطبقاً على المدى القصير وهو ماغاب عن واضعي استراتيجيات التدخل الحكومي في الأنشطة الاقتصادية مما أدى إلى انعكاسات سلبية على الأنظمة المالية لهذه الدول مما جعل هذا المنهج - المقاربة الكينزية - محل انتقاد واسع من طرف المنظرين الاقتصاديين من ابعاد مختلفة.

ويعد القطاع المالي احد محطات البحث في مقاربة كينز الفكرية خصوصا ان اثار تحديد أسعار الفائدة تتجلى بشكل مباشر في هذا القطاع وتنتقل منه الى باقي القطاعات الاقتصادية فقد عرف تباطؤا في النمو وتراجعا في الأداء بعد ما عاش مرحلة طويلة من الكبح المالي ادن إلى ظهور اعمال لمنظرين اقتصاديين للخروج من تشبيط القطاع المالي والأجهزة البنكية التي تعد محركات للنمو الاقتصادي وركائز للتنمية الاقتصادية.

ثم جاءت أبحاث ماكنون وشاو لتبين ضرورة التخلي عن الكبح المالي بمبررات علمية خصوصا بعد الاسهاب الفكري في تفسير اثار الكبح المالي واقتراح بدائل ملائمة تتماشى والخصائص الاقتصادية لكل دولة ، حيث ينصب تفكير كل من ماكنون وشاو في التحليل الكلاسيكي المؤسس على الحرية الاقتصادية وتلت دراستهما أبحاث كل من Mathison 1980، Kapur 1976، Galibi1977، و Gaow 1995، وكلها دراسات تناقش الحد من الكبح المالي والرفع من القيود على الأنشطة الاقتصادية وتحرير القطاع المالي من وجهة نظر التحليل الكلاسيكي بينما جاءت أبحاث كل من Wingbergen1983 و Stiglitz (1994) لتناقش التحرير المالي من وجهة نظر الكينزيين.

يشمل التحرير المالي بعدين اساسين هما التحرير المالي الداخلي والتحرير المالي الخارجي؛ حيث يتمثل التحرير المالي الداخلي في الرفع من الإجراءات التقييدية على النظام البنكي، كتحرير أسعار الفائدة وتحرير القروض بالتخلي عن سياسات توجيه القروض او تخصيص الائتمان لقطاعات معينة. إلى جانب التخفيف من الاحتياطات الإلزامية وتحرير المنافسة البنكية، أما التحرير الخارجي فيتمثل في تحرير الأسواق المالية والتقليل من القيود التي تعيق حركة انتقال رؤوس الأموال خصوصا تلك الموجهة منها نحو الاستثمار. وتأخذ آليات تحرير أسعار الفائدة عدة أوجه وعدة مواطن كما تحتاج أطول فترة لتطبيق التحرير الكلي لها لان معدلات الفائدة هي الآلية التي ينتقل بها الأثر نحو الاستثمار والادخار والاستهلاك وباقي المتغيرات الاقتصادية الكلية التي تربطها علاقة مباشرة او غير مباشرة بمعدل الفائدة.

وقد عاشت الجزائر مرحلة انتقالية نحو التحرير الاقتصادي بالتوجه نحو اقتصاد السوق، وهي المرحلة التي تستدعي المرور بالتحرير المالي ابتداءا بتحرير أسعار الفائدة بهدف تفعيل قنوات التأثير في الأنشطة الاقتصادية المختلفة وعلى رأسها الاستثمار، بحيث لا يمكن الحكم بصفة مطلقة على نجاح أو فشل سياسة ما بشكل عام ما لم يتم الوقوف على جزئيات هذه السياسة وادواتها.

وهو الواقع ذاته التي تعيشه الجزائر مع التحرير المالي اذ اضحى الحكم العام غير كاف لاصداره على نهج بالكامل في حين يتطلب الأمر الوقوف على كل مرحلة من مراحل التحرير المالي وابعاده لمعرفة مواطن الاختلال انطلاقا من اهم عنصر في التحرير المالي المتمثل في أسعار الفائدة وهو العنصر الذي تتمحور عليه الدراسة التي تهدف للبحث في آثار تحرير أسعار الفائدة على تفعيل الاستثمار المحلي في الجزائر؟

#### فرضيات الدراسة:

يشترط نهج التحرير المالي التدرج في إجراءات التحرير بدءا بتحرير أسعار الفائدة انتهاء بتحرير حركة انتقال رؤوس الأموال مع مراعاة مؤشرات الاستقرار الاقتصادي وإعطاء كل مرحلة من مراحل التحرير وقتها الكافي لتحقيق اثار إيجابية على القطاع المالي ومن ثم باقي القطاعات. وتسعى هذه الدراسة الى البحث في طبيعة الأثر الناجم عن تحرير أسعار الفائدة من منظور التحرير المالي على الاستثمار المحلي في الجزائر ومن ثم يمكن صياغة الفرضيات التالية:

- يهدف تحرير سعر الفائدة في الجزائر إلى تعبئة الادخار ومن ثم تشجيع الاستثمار
- تؤثر مؤشرات التحرير المالي إيجابيا على الاستثمار المحلي في الجزائر
- يتم تحرير الفائدة في الجزائر وفقا لإجراءات التحرير التدريجي التي اقراها كل من ماكنون وشاو.

#### هدف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى الوقوف على تحرير أسعار الفائدة سواء كانت أسعار الفائدة على الإقراض او الاقتراض في الادبيات الاقتصادية ومعرفة اثر هذا التحرير على الاستثمار المحلي في الجزائر خلال الفترة (1990-2020) التي تتميز بتطوير المنظمة القانونية؛ التي تنظم الاستثمار المحلي في الجزائر في محاولات متعددة لتشجيع الاستثمار المحلي من خلال القروض الموجهة للقطاع الخاص والتي بدورها تعد مؤشرا على التحرير المالي الداخلي.

#### أهمية الدراسة:

وتأتي هذه الدراسة في سياق الأبحاث التي تتطرق إلى موضوع التحرير المالي لكن بالتطرق إلى احد اول عناصره والمتمثل في معدل الفائدة سواء كان على الإقراض أو الاقتراض، حيث تأتي الدراسات بمختلف مصادرها لتقييم تحرير أسعار الفائدة على المتغيرات الاقتصادية المختلفة ومن ابرزها الاستثمار المحلي، حيث تعد معدلات الفائدة احدى اهم قنوات الانتقال من السياسة النقدية الى السياسة المالية أي من السوق النقدي نحو السوق الحقيقي، وبالتالي الوقوف على مدى تحقيق الأهداف المرجوة من التحرير المالي ومن تحرير أسعار الفائدة على وجه الخصوص.

#### منهج الدراسة

من أجل معالجة إشكالية الدراسة تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي، من خلال جمع الدراسات السابقة وتحليلها وتنظيمها من اجل الإحاطة بمختلف المفاهيم المتعلقة بتحرير أسعار الفائدة وعلاقته بالاستثمار المحلي، أما الجانب المتعلق بتحليل واختبار فرضيات الدراسة فقد تم الاعتماد على قواعد البيانات التابعة لصندوق النقد الدولي والبنك الدولي المتعلقة بالقطاع المالي خلال الفترة 1990-2020 حيث تعد بداية هذه الفترة التي اعتمدت فيها الجزائر تطبيق سياسات التوجه نحو اقتصاد السوق من خلال تحرير القطاع المالي والانفتاح على راس الال الخارجي من خلال تشجيع الاستثمار في مجالات مختلفة وقت تمت هذه

الدراسة بالاعتماد على الأساليب الإحصائية، والأدوات القياسية بالاستعانة ببرنامج Eviews . باعتماد النسخة 12 من اجل استخراج النتائج ثم تحليلها اقتصاديا بالاعتماد على النظرية الاقتصادية ومقارنة النتائج مع ما توصلت اليه الدراسات السابقة.

## 1- الدراسات السابقة

تختلف الدراسات السابقة التي تناولت موضوع تحرير أسعار الفائدة اختلاف زوايا ورؤى الباحثين في هذا الموضوع، فبالرغم من تأييد الاقتصاديين لنظرية التحرير المالي الذين سعوا من خلاله إلى تعزيز برامج الإصلاح الاقتصادي، غير أن هذا النموذج لاقى انتقادا كبيرا وتحفظا على تطبيقه كونه يفتح القطاع المالي على الأزمات المالية الداخلية والخارجية خصوصا عند مراعاة اختلاف الأنظمة المالية لدى الدول، بحيث لا يضمن هذا الاختلاف الحصول على نتائج إيجابية ولا يمكن اتخاذ نموذج مطبق مالم توجد مؤشرات اقتصادية أخرى تؤهله لذلك.

يعد شومبيتر 1911 من اول الباحثين الاقتصاديين الذين طرحوا فكرة الربط بين الوساطة المالية وأثرها على التطور المالي ومن ثم على النمو الاقتصادي وتأتي الأبحاث لتتعمق في موضوع الوساطة المالية وتتناول كل متغير على حده، حيث وبمراعاة اختلاف الباحثين بين مؤيد ومعارض الا ان نتائج الأبحاث أيضا لم تكن تتماشى وفلسفة الباحث في الموضوع، حيث تشير النتائج إلى انعكاسات تخالف توقعات ومنطلقات الباحث، وهو الامر الذي يفتح آفاق البحث ويضمن تراكما معرفيا لدى المفكرين كما يطرح النتائج للنقاش العلمي بغية الحصول على حلول عملية.

### 1-1- الدراسات السابقة التي اثبتت الأثر الإيجابي لتحرير أسعار الفائدة على الاستثمار المحلي

وتوصل كل من ماكنون وشاو إلى أن تحرير أسعار الفائدة يجعل المدخرين يحولون مدخراتهم من الأصول العقارية غير المنتجة إلى الأصول المالية وهو ما يضمن زيادة عرض الائتمان المقدم في الاقتصاد ومن ثم زيادة حجم الاستثمار (Ndebbio, U. 2004) ومن ابرز الاسهامات في موضوع تحرير أسعار الفائدة ما قدمه (Kapur, 1976) من خلال بحثه حول تحرير أسعار الفائدة وقد توصل إلى أن الدول التي تسعى لتحقيق اهداف التحرير المالي لا بد من رفع معدلات الفائدة على الودائع للتحكم في معدلات التضخم دون تخفيض في حجم المعروض النقدي لديها، أما (mathieson, 1979) فيبرر ضرورة الرفع في معدلات الفائدة بالقدرة على استقطاب رؤوس الأموال من الخارج في ظل الاقتصاد المفتوح إضافة إلى ان ارتفاع تكلفة الاقتراض في القطاع المالي المحلي سيؤدي بالمقترضين البحث عن قروض بتكاليف تمويلية منخفضة في الخارج وهو أيضا ما سيؤدي إلى زيادة التدفقات النقدية الى داخل الاقتصاد ولتفادي ارتفاع معدلات التضخم الناتجة عن حركة الأموال نحو الداخل يرى ضرورة تخفيض المعروض النقدي عكس ما جاء به (Kapur, 1976)، أما (Galibi, 1977) فقد تطرق لموضوع تحرير أسعار الفائدة من زاوية التمويل ، بحيث يقسم الاقتصاد الى قطاعين قطاع يعتمد على التمويل الذاتي واسماه بالقطاع التقليدي وقطاع يعتمد على التمويل الذاتي بالإضافة إلى القروض البنكية واطلق عليه مسمى القطاع الحديث وركز على الية انتقال المستثمرين من القطاع التقليدي إلى القطاع الحديث والمتمثلة في الرفع من معدلات الفائدة على الادخار التي تسمح بزيادة إنتاجية الاستثمارات كنتيجة لتحرير معدلات الفائدة، وهي النتيجة التي اثبتها (Fry, 1978) في بحثه حول العلاقة بين تحرير معدلات الفائدة الحقيقية والادخار في مجموعة من الدول النامية.

توصلت العديد من الدراسات الى وجود علاقة طردية بين تحرير أسعار الفائدة والاستثمار المحلي غير انها ذات مبررات مختلفة حيث توصل (Tajudeen, Egbetunde & all,2017) في دراستهم حول العلاقة بين تحرير أسعار الفائدة ومتغيرات التنمية المالية لمعرفة اثر تحرير الفائدة على النمو الاقتصادي في اقتصاديات افريقيا جنوب الصحراء للفترة 1980-2012 إلى أن الانفتاح التجاري واستقرار الأسعار لهما اثر معنوي على كل من أسعار الفائدة والتحرير المالي والنمو الاقتصادي في هذه العينة، كما توصلا الباحثان إلى أن تطور القطاع المالي له اثر موجب على أسعار الفائدة بحيث ينطوي التطور المالي على تحرير أسعار الفائدة وبالتالي سيؤدي التطور المالي إلى خفض أسعار الفائدة ومن ثم زيادة مستويات الاستثمار وبالتالي زيادة النمو الاقتصادي. ويعتبر كل من (De Melo & Taybout 1986) ان كفاءة الوساطة المالية من جانب العرض يتم قياسها بدراسة الهامش بين سعر الفائدة على الإقراض والاقتراض وذلك بهدف معرفة أثر تحرير أسعار الفائدة على الادخار والاستثمار في الأوروغواي خلال الفترة (1922-1932) واعتبر الباحثان أن تقليص هامش الفرق بين سعر الفائدة على الإقراض وسعر الفائدة على الاقتراض نتيجة تحرير أسعار الفائدة أدى الى تحسين كفاءة الوساطة المالية خصوصا بعد تطبيق التحرير التدريجي لسعر الفائدة وتقليص الاحتياطي الاجباري ما نتج عنه الرفع من المعروض الائتماني.

ولقد ذهب كل من (Feyzioglu, T., Porter, N. & Takats, E. 2009) إلى أعمق من ذلك حيث لم تقف الدراسة عند كفاءة الوساطة المالية لتدرس كفاءة الاستثمار حيث يرى الباحثون أن تحرير أسعار الفائدة يرفع من تكلفة رأس المال وبالتالي زيادة عوائد الادخار ومن ثم زيادة كفاءة الاستثمار، وهو ما يتفق مع تحليل ماكنون الذي يربط بين سعر الفائدة ونمو العوائد، غير انه يشترط لتحقيق ذلك تدرجا في تطبيق إجراءات التحرير المالي خصوصا ما يتعلق بالتحرير المالي الداخلي انطلاقا من تحرير أسعار الفائدة وهو ما ركز عليه (hanson 2001)؛ عند قيامه بدراسة مقارنة بين اندونيسيا والهند من أجل تبرير نتائج تطبيق سياسة تحرير أسعار الفائدة حيث اتسمت الإجراءات المطبقة في اندونيسيا بالتسرع في التخلي عن تحديد أسعار الفائدة وتحرير حركة رؤوس الأموال مما جعلها عيش مشاكل عديدة على مستوى ميزان المدفوعات لديها، بينما اكتفت الهند بالتحرير التدريجي، وقد انعكس تحرير معدلات الفائدة إيجابا على القطاع المالي لكل من اندونيسيا والهند من خلال زيادة عبئة المدخرات وزيادة البنوك الخاصة وبالتالي ارتفاع الطلب على الائتمان، كما زاد النمو الاقتصادي لكلا البلدين بسبب تحسين إنتاجية الاستثمار، إضافة على ذلك تمكنت الهند من تحقيق معدلات مرتفعة في الائتمان المقدم للقطاع العمومي بينما بقي القطاع الخاص يحصل على تمويلا من القطاع غير البنكي. غير أن القطاع البنكي في اندونيسيا عاش مشاكل متنوعة تسببت فيها البنوك الحديثة وهو ما اضطر القائمين على السياسات الاقتصادية في اندونيسيا مراجعة سياسات التدرج في التحرير. أما عن الدراسات التي ادجت الاستثمار كمتغير وسيطي أي قناة لقياس اثر تحرير الفائدة على النمو الاقتصادي في نيجيريا مثل ما قدمه (Obamuyi, T.M.2009) ودراسة (Owusu, E.L,2011)، حيث توصلت الدراسات إلى وجود علاقة طردية بين معدل الفائدة والاستثمار من جهة والاستثمار والنمو الاقتصادي من جهة أخرى.

وفي احدث الاعمال في هذا السياق ماقدمه (Eugène & Yao,2018) قصد قياس اثر تحرير أسعار الفائدة على الوساطة المالية وتفعيل الاستثمار، حيث تمت دراسته على سبعة دول من دول الاتحاد الافريقي والنقدي لغرب افريقيا، باستخدام معدل الفائدة على القروض والاحتياطات الإجبارية كمؤشرات على الكبح المالي والاعتماد على طريقة مقدر وسط المجموعة المدجة

(PMG) في التقدير للبحث في وجود الأثر القصير والطويل الأجل لسياسة الكبح المالي على تفعيل الاستثمار في هذه الدول، وخلصت الدراسة إلى ان التدرج في تطبيق سياسة التحرير المالي بدءاً من أسعار الفائدة والاحتياطي الاجباري يزيد من كفاءة أداء القطاع البنكي خصوصاً فيما يتعلق بتمويل القطاع الخاص وتطور الوساطة المالية وتفعيل الاستثمار على المدى الطويل.

## 1-2- الدراسات السابقة التي اثبتت وجود اثر سالب او انعدام اثر تحرير أسعار الفائدة على الاستثمار المحلي

ورد الأثر السالب لتحرير أسعار الفائدة على الاستثمار في العديد من الدراسات باختلاف العينة وزمان اعدادها، ومبرراتها الاقتصادية، حيث يرى ( J. W. KABUBO & R. W. NGUGI, 1998 ) ان الاستثمار هو نتيجة توفر الموارد الأساسية التي يقوم عليها التصنيع وليست الوساطة المالية مبرارن ذلك بما اقره (روبينسون 1956)، ويذهب (Rana Ejaz Ali Khan & Qazi Muhammad Adnan Hye, 2014)، أن الاستثمار يتأثر بحجم السوق وكفاءته وليس بتحرير أسعار الفائدة. أما (Owusu, E.L. 2012) فيحلل من منظور كينزي أن تحرير أسعار الفائدة يؤدي إلى انخفاض الإنتاج نتيجة تراجع الاستثمار ويبرر كل من (Van Wijnbergen, S. 1983) و (Taylor, L. 1983) تراجع الاستثمار بعد تحرير أسعار الفائدة يعود للزيادة في عوائد الادخار الذي التي تؤدي بالأفراد تحويل مدخراتهم من الذهب أو النقد وحتى القروض إلى القطاع غير الرسمي، بحيث يرى (Gibson, H. and Tsakalotos, E. 1994) أن وجود القطاع غير الرسمي يحول دون تحقيق أثر موجب على الاستثمار بسبب تدني المعروض من القروض الموجهة للقطاع الخاص.

وفي محاولة ل( Stiglitz, J.E. 1994 ) لتبرير الإبقاء على تدخل الحكومات لتصحيح اختلالات الطلب والعرض حيث يدعم فرضيته بالإبقاء على سعر الفائدة في مستويات معينة تحقق التوازن لأن الزيادة في معدلات الفائدة على الاقراض ستؤدي إلى الزيادة في حجم الإقراض الا ان لذلك مستوى معين سينخفض عنده الطلب على القروض سببه نوعية المقترضين الذين يواجهون مخاطر عالية من جراء الاستثمار.

ووجد كل من (J.U.J. Onwumere & all, 2012)، وآخرون أن تأثير أسعار الفائدة على الادخار ومن ثم الاستثمار كان سالباً، بسبب السرعة وعدم تسلسل الإجراءات وهو ما أدرجه ماكنون وشاو ضمن شروط التحرير المالي المتمثلة في التدرج في تطبيق اجراءاته ومراعاة الاستقرار الاقتصادي الكلي في كل مرحلة والبدء بالتحرير الداخلي لأسعار الفائدة بين البنوك ثم الانتقال إلى تحرير الفائدة على القروض ثم تحرير الفائدة على الودائع والتدرج في التحرير لتمكين البنوك والافراد للتكيف مع تحرير أسعار الفائدة. أما (Fry, M.J. 1978) فيبرر الأثر السالب لتحرير معدلات الفائدة على الاستثمار بتراجع طلب القطاع الخاص على الائتمان ومن ثم تراجع الاستثمار. وفي دراسة (Mwega, F. and Ngola, S. 1991) توصل الباحثان إلى وجود اثر ضعيل على الادخار كما وجد ان ارتفاع أسعار الفائدة الناتج عن التحرير المالي يؤدي إلى تراجع الائتمان وهو ما جعلهم يقرون ان تحرير أسعار الفائدة له اثار لا تعدد ان تكون اثاراً تضخمية فحسب .

وفي دراسة (Turtelboom 1991)، تبحث في تطبيق تحرير أسعار الفائدة في الدول الافريقية توصل الباحث على انعدام وجود اثر أسعار الفائدة على كل من الادخار والاستثمار بالرغم من مساعي هذه الدول لتطبيق جملة من الإصلاحات تخص أنظمتها المالية الا ان الأسواق المالية والهياكل البنكية لهذه الدول لاتزال تعاني من التخلف وسيطرة البنوك العمومية على الأصول

البنكية بنسب مرتفعة. وهي النتائج ذاتها التي كان قد توصل اليها (hatia, RJ and Khatkhate, DR.1975) لعينة متكونة من 11 دولة افريقية.

## 2- الطريقة والأدوات

تهدف الدراسة القياسية إلى قياس أثار تحرير أسعار الفائدة على حجم الاستثمار المحلي بالجزائر؛ وقد تم الاعتماد على الدراسات السابقة في اختيار المتغيرات الاقتصادية التي تساعد في تفسير تغير حجم الاستثمار المحلي؛ وبالتالي يتوقف وضع نموذج مثالي للدراسة على قدرة هذا النموذج للإجابة على إشكالية البحث. وقد تم الحصول على بيانات متغيرات الدراسة من قاعدة بيانات صندوق النقد الدولي ومن قاعدة بيانات البنك الدولي للفترة 1990-2020 و المتمثلة فيما يلي:

LINV: اللوغاريتم الطبيعي لحجم الاستثمار المحلي،

LINTERDEP: اللوغاريتم الطبيعي لمعدلات الفائدة على الايداع

LCPS: اللوغاريتم الطبيعي للقروض الموجهة للقطاع الخاص

LG: اللوغاريتم الطبيعي للانفاق الحكومي

### 2-1- اختبار وجود علاقة بين اسعار الفائدة والاستثمار المحلي

بناء على ما ورد في الدراسات السابقة والمتعلقة بدراسة علاقة تحرير اسعار الفائدة وعلاقته بالاستثمار المحلي تم الاعتماد على منهجية الفجوات الزمنية المتباطئة التي تم تطويرها من طرف كل من (Pesaran et Al (2001) ، (Shinand and (1998) Sun، بحيث يسمح النموذج ARDL بالفصل بين تأثيرات الأجل القصير عن الأجل الطويل، وتحديد اثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع في المدين القصير والطويل وقياس هذا الأثر أيضا.

لبناء نموذج لقياس أثر التغير في أسعار الفائدة على التغير في الاستثمار المحلي في الجزائر خلال الفترة الممتدة من عام 2000 الى غاية عام 2020 نعتد الخطوات الموضحة فيما يلي:

### 2-1-1- اختبار استقرارية السلاسل الزمنية:

فيما يلي نتائج اختبار الاستقرارية لجميع السلاسل الزمنية للمتغيرات بالاعتماد على منهجية اختبار جذر الوحدة، باستخدام اختبار ديكي وفولر المطور ADF واختبار فيليبس وبيرون PP، وبالتالي اختبار فرضية عدم القائلة بوجود جذر الوحدة لمعرفة درجة استقراريه كل سلسلة زمنية.

الجدول(2-1): نتائج اختبار استقرارية السلاسل الزمنية PP و ADF

المتغيرات المستقلة			المتغير التابع	نوع الاختبار
LG	LCPS	LINTERDEP	LINV	
I(1)***	I(1)***	I(1)***	I(1)**	اختبار ديكي فولر المطور
I(0)**	I(1)***	I(1)***	I(1)***	اختبار فيليبس بيرون

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج Eviews12. \*\*\*مستوى معنوية 1%، \*\*مستوى معنوية 5%.

من خلال الجدول (2-1) نجد أن السلسلة الزمنية التي تمثل المتغير التابع LINV باستخدام كل من اختبار (ADF) و (PP) فهي مسقرة عند المستوى الأول، كما يمكن القول ان المتغيرات المستقلة ( LG ، LCPS ، LINTERDEP ) هي ايضا مستقرة بعد اجراء الفروق الاولى، مما يستوجب طرح فرضية وجود تكامل مشترك بينها وبين والمتغير المعتمد.

## 2-1-2- اختبار الحدود Bound Test

يُعدُّ اختبار وجود تكامل متزامن بين المتغيرات في الدراسة أولى مراحل بناء نموذج ARDL بحيث يسمح هذا الاختبار بالحكم على وجود أو عدم وجود علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات المدرجة. في حالة التحقق من وجود العلاقة يمكن تقدير المعلمات لهذا النموذج ومعرفة العلاقة بين المتغيرات في المدى الطويل، والحصول على معامل تصحيح الخطأ في الأجل القصير؛ ليتم أيضا الحصول على علاقة بين المتغيرات في الأجل القصير. ويتم الكشف عن وجود تكامل متزامن بين المتغيرات بحساب إحصائية (F) في اختبار والد (Wald Test)، على النحو التالي:

فرضية العدم: (عدم وجود تكامل مشترك بين المتغيرات)

الفرضية البديلة: (وجود علاقة توازنية في الأجل الطويل بين المتغيرات).

بعد القيام بدراسة الاستقرار وبالاعتماد على مصفوفة الارتباط الخطي للمتغيرات المدروسة، تم الوصول إلى النموذج الذي

يأخذ الصيغة التالية بفرض العلاقة بين المتغير التابع (Y) وملتجه المتغيرات المستقلة (X) (امين حواس، 2016، ص 214) :

$$\Delta Y = \alpha_0 + \beta_1 Y_{t-1} + \beta_2 X_{t-1} + \sum_{i=1}^n \theta_i \Delta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^m \phi_i \Delta X_{t-1} + u_t$$

وبعد اجراء اختبار الحدود (Bound Test) بالاعتماد على برنامج الايفيوز EViews تم التوصل إلى النتائج التالية:

الجدول(2-2): اختبار الحدود لمتغيرات نماذج الدراسة

12.12357		إحصائية المحسوبة F
الحد الأدنى	الحد الأعلى	القيم الحرجة
4,3	5.23	عند مستوى معنوية 1%
3.38	4.23	عند مستوى معنوية 5%
2,97	3,74	عند مستوى معنوية 10%
وجود علاقة تكامل مشترك تتجه من المتغيرات المستقلة إلى المتغير التابع		القرار

المصدر: من اعداد الباحثين اعتمادا على برنامج Eviews12

من خلال الجدول(2) الذي يوضح نتائج احتساب إحصائية (F)، نجد أنها أكبر من قيمة الحد العلوي للقيم الحرجة في النموذج عند مستويات معنوية 1%، 5%، و 10%. تشير النتائج إلى رفض فرضية العدم، وبالتالي تأكيد وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين كل من الاستثمار المحلي بالجزائر والمتغيرات المستقلة.

## 2-1-2- بناء نماذج الدراسة وتحليل النتائج:

نظرا لوجود علاقة التكامل المشترك بين متغيرات النموذج؛ فإن هذا التكامل ينطوي على علاقة طويلة الأجل بين تدفقات الاستثمار ومتغيرات الدراسة المستقلة المختارة. ويتم اختبار التكامل المشترك في إطار UECM. وبعد التقدير تم الحصول على النتائج التالية:

2-1-1-1- نتائج تقدير النموذج

الجدول (2-3): نتائج تقدير معلمات الأجل القصير لنموذج ARDL

ARDL(1;2;0;0)		
الاحتمالات	المعلمة المقدرة	المتغير
0.0002	-0.3783	D(LINTERDEP)
0.0017	0.3333	D(LINTERDEP (-1))
0.0000	-0.6325	CointEq(-1)*
0.0000	-1.0958	C

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج Eviews 12.

الجدول (2-4): نتائج تقدير معلمات الأجل الطويل وفق منهجية ARDL

EC = LINV - (-0.7027*LINTERDEP + 0.3494*LCPS + 1.2335*LG -0.0079 *@TREND)		
الاحتمالات	المعلمة المقدرة	المتغير
0.0000	-0.7026	LINTERDEP
0.0166	0.3493	LCPS
0.0030	1.2334	LG
0.5202	-0.0078	@TREND

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج Eviews 12.

من خلال الجدولين (2-3)، (2-4) تم الحصول على معادلتين الأجل قصير والأجل الطويل على الترتيب والجدير بالملاحظة معنوية معامل التصحيح أو ما يعرف بمعامل الخطأ  $CointEQ(-1)$ ، بمستوى دلالة أقل من 1%، وهو يعبر عن وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات التفسيرية المتمثلة في معدل الفائدة على الودائع والقروض الموجهة للقطاع الخاص والانفاق الحكومي والمتغير التابع المتمثل في حجم الاستثمار المحلي، أما عن قيمة هذا المعامل التي وصلت 63% فهي تكشف عن سرعة عودة حجم الاستثمار المحلي إلى قيمتها التوازنية في الأجل الطويل، بحيث يتم معالجة كل الاختلالات التي تحدث في المدى القصير  $(T-1)$  في سنة واحدة.

وقد بينت النتائج وجود أثر سالب لمعدلات الفائدة على الودائع على حجم الاستثمار المحلي على المدينين لقصير والطويل؛ إذ أن زيادة معدلات الفائدة بـ 1% يؤدي إلى انخفاض في حجم الاستثمار المحلي بـ 0.70% على المدى الطويل، ويتم تفسير ذلك اقتصادياً بانعدام مرونة حجم الاستثمار لأسعار الفائدة على الودائع؛ وهذا يتوافق مع نتائج كل من Edward (1990) و Jaspersen (2000) و Elizabeth (2002). حيث يفسر ذلك بنوعية المقترضين الذين يستثمرون الأموال في مشاريع استثمارية مستحدثة تنطوي على العديد من المخاطر وهو ما يجعل البنوك تتوخى الحذر وهو الواقع الذي عاشه القطاع البنكي في الجزائر بعد ازمتي بنك الخليفة والبنك الصناعي، كما أن الزيادة في أسعار الفائدة أما ستقلل من هامش ربح البنوك أو

ستزيد من تكاليف القروض الموجهة للاستثمار المحلي وبالتالي وبالرغم من ان الزيادة في معدل الفائدة على الودائع التي تؤدي الى زيادة تعبئة المدخرات لدى البنوك غير انها لن تحقق اثرا إيجابيا على الاستثمار المحلي في ظل غياب الإجراءات الحمائية لهامش ربح البنوك التجارية.

وبخصوص معلمة حجم القروض الموجهة للقطاع الخاص (CPS) المقدرة فلم تكن معنوية على المدى القصير بينما حققت معنوية احصائية في الأجل الطويل بإشارة موجبة؛ فهي تشير إلى وجود علاقة طردية بين حجم القروض وحجم الاستثمار المحلي بالجزائر، بيد أن الزيادة في حجم القروض بـ 1% تؤدي الى زيادة أقل (0.34%) في حجم الاستثمار المحلي، وان امكن التعبير عن التحرير المالي بهذين المتغيرين، فيمكن القول ان أثره لا يزال ضعيفا على استقطاب الاستثمارات المحلية. بالرغم من تبني الجزائر عدة برامج تنموية تخلت من خلالها عن التقييد بالأدوات الكمية للسياسة النقدية من أجل تحقيق مستويات نمو مستهدفة. كما ان هذه القروض لا تخضع للموارد المعبأة بقدر ما تخضع لقرارات السياسة المالية.

أما معلمة حجم الانفاق الحكومي المقدرة فهي معنوية وذات إشارة موجبة وهي تعبر عن وجود علاقة طردية بين حجم الانفاق الحكومي وحجم الاستثمار المحلي في الجزائر على المدى الطويل فقط بحيث لم تثبت معنويتها على المدى القصير؛ إذ تساهم الزيادة بـ 1% في الانفاق الحكومي بزيادة أكبر (1.23%) في حجم الاستثمار المحلي وهو مايفسر ان الانفاق الحكومي موجه للانفاق الاستهلاكي بعيدا عن الانفاق الاستثماري من جهة، أو من خلال الاعتمادات المالية المخصصة في البرامج والمخططات التنموية التي تبنتها الجزائر خلال الفترة 2001-2014 من جهة أخرى، وتحمل الخزينة العمومية أعباء هذه المشاريع التنموية التي لم تحقق أهدافها المرجوة وبالتالي الزيادة في حجم الاستثمار الناتج عن زيادة الانفاق الحكومي لم تتعد ان تكون زيادة اسمية فحسب لان الانفاق الحكومي كانت له اثار تضخمية على الاستثمار، والا كان قد تجلى اثره على القروض الموجهة للقطاع الخاص.

ومن خلال الملحق (1) التي تتضمن الاختبارات التشخيصية يتأكد جودة ا جودة النموذج المستخدم في التحليل وخلوه من المشاكل القياسية

#### الخاتمة:

انطلاقا من الادبيات الاقتصادية التي تطرقت لعناصر التحرير المالي وبالتحديد تحرير أسعار الفائدة وفي محاولة للاختبار هذا التحرير على وبعد الاعتماد على النظرية الاقتصادية والدراسات السابقة من أجل ضبط وصياغة المتغيرات الاقتصادية التي تؤثر في الاستثمار المحلي إلى جانب معدل الفائدة التي تتوفر بياناتها للجزائر تم اختبار وجود علاقة في الأجل القصير والطويل باستخدام نموذج انحدار الفجوات الزمنية المتباطئة مرورا ومراعاة الخطوات المنهجية الضرورية لضمان سلامة النموذج قياسيا، وقد اسفرت النمذجة عن نتائج متباينة القيم غير أنها تعطي صورة على اثر تحرير أسعار الفائدة في الجزائر ومن أهم النتائج المتوصل إليها :

تؤثر أسعار الفائدة على الودائع سلبيا على الاستثمار المحلي وهو ما يجعل العائد على راس المال يبدو مرتفعا وهو دلالة على أنه ينطوي على مخاطر عالية يجعل البنوك تعزف عن منح القروض من جهة، ناهيك عن تضيق هامش ربح البنوك عند ارتفاع سعر الفائدة على الودائع في حين الإبقاء على نفس معدلات الإقراض محددة إداريا في مستويات معنوية، وهو يجعل البنوك تقوم

بدورها التقليدي المتمثل في الوساطة دون أي إجراءات احترازية أو حماية وهو ما يفند الفرضية الأولى أي ان تحرير أسعار الفائدة الذذي يستهدف تعبئة المدخرات لم يؤدي إلى تشجيع الاستثمار.

اما بخصوص الانفاق الحكومي في الجزائر فقد كان له اثر موجب على الاستثمار غير أنه لا يتعد ان يكون هذا الأثر تضخميا وهذا بالعودة الى طبيعة الانفاق الحكومي في الجزائر الذي يأخذ شكل الانفاق الاستهلاكي بنسب كبيرة وذلك تزامن مع البرامج التنموية التي تبنتها الجزائر خلال الفترة 1990-2019، والتي كانت تستهدف منها تحفيز النمو الاقتصادي لكن بالعودة إلى مؤشرات التحرير المالي المتمثلة في القروض الموجهة للقطاع الخاص فقد اثبتت الدراسة القياسية وجود أثر ضئيل جدا وهو ما يبين ان إجراءات التحرير المالي لاتزال تحت المستويات المستهدفة من خلال هذا التحرير وهذا بسبب تداخل السياسات الاقتصادية في الدون مراعاة اليات انتقال الاثار بين هذه السياسات وانعكاساتها على المتغيرات الاقتصادية مجتمعة خصوصا فيما يتعلق بالاستثمار المحلي وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثانية، اذا كان الحديث على المساعي في تحرير القطاع المالي في الجزائر الا ان غياب التدرج في تطبيق إجراءات هذا التحرير جعل من النتائج تكون دون المتوقع.

وفيما يتعلق بالقروض الموجهة للقطاع الخاص التي كان لها اثر ضئيل جدا على الاستثمار المحلي وهو ما يفسر عدم إنتاجية هذا التمويل او غياب دراسات الجدوى من هذه القروض، فبالرغم من انها مؤشر أساسي على تحرير القطاع المالي غير ان انعدام مرونة الجهاز البنكي والجهاز الإنتاجي امتص اثرها على الاستثمار المحلي في الجزائر وجعل الخزينة تتحمل فشل هذه القروض خصوصا ان مصادرها كانت تتمثل في البنوك العمومية باعتبار هذه الأخيرة تستحوذ على ما يفوق 90% من الأصول المالية في الجزائر .

ومن اهم ما توصلت اليه الدراسة هو التدرج في إجراءات التحرير المالي بدءا من تكييف الجهاز البنكي مع متطلبات تحرير أسعار الفائدة والبدء من تحرير أسعار الفائدة على الودائع مع مراعاة تطبيق الإجراءات الاحترازية التي تنص عليها لجان بازل 1،2،3، لحماية البنوك وحقوق المودعين ومن ثم تحرير أسعار الفائدة على الإقراض مع استخدام القروض الموجهة للقطاع الخاص في المجالات الاستثمارية المنتجة والاستراتيجية خصوصا فيما يتعلق بالاستثمار المحلي وانخفاض تكاليفه مقارنة بالاستثمار الأجنبي.

## المصادر والمراجع

### المراجع باللغة العربية:

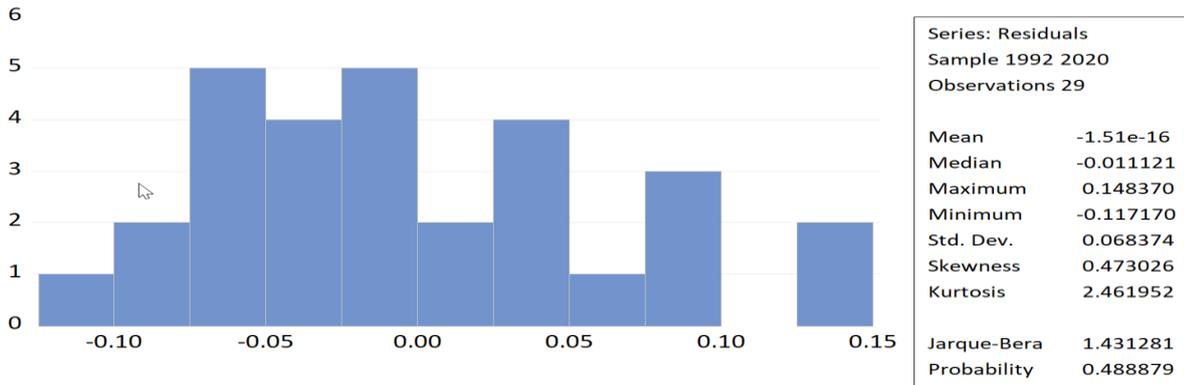
- 1- أمين حواس، فاطمة الزهراء زرواط (2016)، واردات السلع الرأسمالية والنمو الاقتصادي في الصين بمنهجية ARDL، مجلة الاقتصاد والإحصاء التطبيقي، العدد 25 (1).
- 2- تفرات يزيد واخرون(2019)، الاستثمار المحلي مسار لتحقيق التنمية المحلية على ضوء الأوضاع الاقتصادية الراهنة في الجزائر - دراسة نظرية تحليلية-، مجلة دفاتر بواذكس، المجلد 8 العدد 1، ص 48-67.
- 3- نعيمة شلابي(2012)، دور الاستثمار المحلي في تحقيق التنمية دراسة حالة الجزائر، مجلة البحوث والدراسات العليا، المجلد 6 العدد 2 ص 241-265.

- 4- Bhatia, RJ and Khatkhate, DR. (1975). Financial Intermediation, Savings Mobilization, and Entrepreneurial Development: The African Experience, *IMF Staff Papers*, Vol.22(1):

- 5- De Melo, J., & Tybout, J. (1986). The effects of financial liberalization on savings and investment in Uruguay. *Economic Development and Cultural Change*, 34(3), 561-587.
- 6- Feyzioglu, T., Porter, N. & Takats, E. (2009). Interest Rate Liberalisation in China. Working Paper No. 171, International Monetary Fund, Washington DC, USA
- 7- Fry, M.J. (1978), "Money and Capital or Financial Deepening in Economic Development", *Journal of Money, Credit and Banking*; 10(4) 132-158.
- 8- Fry, M.J. (1989). Financial Development: Theories and Recent Experience. *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 5, Pp. 13-28.
- 9- Galbis, V. (1977). Financial intermediation and economic growth in Less Developed
- 10- Countries: A Theoretical Approach. *Journal of Development Studies*, 13, Pp.58-72.
- 11- Gibson, H. and Tsakalotos, E.(1994), "The Scope and Limits of Financial Liberalization in Developing Countries: A Critical Survey", *Journal of Development Studies*, 30(3) pp. 578-628.
- 12- Hanson, J. A, (2001), "Indonesia and India: Contrasting Approaches to Repression and Liberalization," in *Financial Liberalization*, ed. by Caprio, Honohan, and Stiglitz (Cambridge: Cambridge University Press)
- 13- Kapur, B.K. (1976). Alternative Stabilisation policies for Less Developed Countries, *Journal of Political Economy*, Vol. 84 (4): 777-795.
- 14- Mathieson, D.J. (1980). Financial Reform & Stabilisation Policy in a Developing Economy. *Journal of Development Economics*, Vol. 7, No. 3, Pp. 359-395.
- 15- Mwega, F. and Ngola, S. (1991), "The Role of Interest Rates in the Mobilization of Private Savings in Africa: A Case Study of Kenya", *Ife Journal of Economics and Finance*, 1(1), pp. 1-14.
- 16- Ndebbio, U. (2004). Financial Deepening, Economic Growth & Development: Evidence from Selected sub-Saharan Countries. African Economic Research Paper, Vol. 142
- 17- Obamuyi, T.M. (2009). Government Financial Liberalization Policy and Development of Private Sector in Nigeria: Issues and challenges, [www.growinginclusivemarkets.org](http://www.growinginclusivemarkets.org)
- 18- Owusu, E.L. (2011). Interest Rate Liberalisation and Economic Growth in Nigeria: evidence based on ARDL- bounds testing approach: University of South Africa (UNISA).
- 19- Owusu, E.L. (2012). Financial Liberalisation and Economic Growth in ECOWAS Countries. Department of Economics, University of South Africa.
- 20- Stiglitz, J.E. (1994). Economic Growth Revisited. *Industrial and Corporate Change*, Vol. 3(1): 65-110.
- 21- Taylor, L. (1983). *Structuralist Macroeconomics: Applicable Models for the Third World*. New York: Basic Books
- 22- Van Wijnbergen, S. (1983). Interest rate management in LDCs. *Journal of Monetary Economics*, Vol.12: 443-52.
- 23- YAO, S. P., & Eugène, K. (2018). Interest Rate Liberalization and Credit Supply to the Private Sector in WAEMU: Evidence from Pooled Mean Group Estimation. *Journal of Finance*, 6(1), 11-18.

الملاحق:

الاختبارات التشخيصية للنموذج



**Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:**  
Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

F-statistic	1.225169	Prob. F(2,19)	0.3159
Obs*R-squared	3.312759	Prob. Chi-Square(2)	0.1908

**Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey**  
Null hypothesis: Homoskedasticity

F-statistic	1.173448	Prob. F(7,21)	0.3590
Obs*R-squared	8.153926	Prob. Chi-Square(7)	0.3192
Scaled explained SS	3.125449	Prob. Chi-Square(7)	0.8732

