



**Analysis of the impact of financial markets on economic growth:
(Russian Economy Case Study 2003-2017)**

MAHDI MOHAMMED TALI¹

تحليل تأثير الاسواق المالية في النمو الاقتصادي
(الاقتصاد الروسي حالة دراسية 2003-2017)

مهدي محمد تالي¹

mahdi.m@uokerbala.edu.iq

1. كلية الإدارة والاقتصاد، قسم الاقتصاد، جامعة كربلاء، العراق

1. College of Administration and Economics, Department of Accounting, University of Karbala, Iraq,



Article information

Article history: DD/MM/YY

Received: 19/9/2024

Accepted : 6/11/2024

Available online:5/12/2024

Keywords:

Financial markets, economic growth, economic analysis, bank credit, cointegration

تاريخ الاستلام: 2024/9/19

تاريخ قبول النشر: 2024/11/6

تاريخ النشر: 2024/12/5

الكلمات المفتاحية

الاسواق المالية، النمو الاقتصادي، التحليل الاقتصادي، الائتمان المصرفي، التكامل المشترك

Abstract

Research identifies the significant role that financial markets play in mobilizing savings, promoting investment opportunities, and facilitating the allocation of capital to high-growth sectors within the Russian economy. This is exemplified through the use of co-integration of non-stationary time series of financial indicators and Gross Domestic Product (GDP), estimating parameters of the Vector Error Correction Model (VECM), and determining the impact of bank credit on the GDP value. Most researchers believe that this impact is not solely on growth but also influences the structure of the financial sector and the development of bank credit. Credit extended to institutions is thought to contribute more to growth than credit provided to individuals. One of the practically significant studies is the quantitative evaluation of the influence of the type of financial market structure (whether bank-oriented or stock market-based) on growth. It highlights the effect of the proportion of bank credit volume and securities issuance on economic growth in Russia for the period from the first quarter of 2003 to the fourth quarter of 2017. This analysis is conducted using the Gretl software for modeling.

Citation: Tali, Mahdi Mohammed. (2024). Analysis of the impact of financial markets on economic growth:(Russian Economy Case Study 2003-2017), *Iraqi Journal for Administrative Sciences*, Vol. 20 (82), 77-97.

الافتباس: تالي، مهدي محمد. (2024). تحليل تأثير الأسواق المالية في النمو الاقتصادي: (الاقتصاد الروسي حالة دراسية 2003-2017)، *المجلة العراقية للعلوم الإدارية*، المجلد 20 (82)، 77-97.

المستخلص:

يحدد البحث الدور المهم الذي تلعبه الأسواق المالية في تعبئة المدخرات وتعزيز فرص الاستثمار وتسهيل تخصيص رأس المال للقطاعات ذات النمو المرتفع في الاقتصاد الروسي والتي تتمثل في استخدام التكامل المشترك للسلاسل الزمنية غير الثابتة للمؤشرات المالية والنتائج المحلي الإجمالي GDP، وتقدير معاملات نموذج VECM، وتحديد تأثير الائتمان المصرفي على قيمة الناتج المحلي الإجمالي GDP والتي يعتقد معظم الباحثين أن التأثير ليس فقط في النمو، ولكن أيضاً التأثير في هيكل القطاع المالي وتأثيره على تطور الائتمان المصرفي وان الائتمان الممنوح للمؤسسات والشركات يساهم أكثر من الائتمان الممنوح للأفراد في زيادة النمو. ومن الدراسات ذات الأهمية العملية هو التقييم الكمي لتأثير نوع هيكل السوق المالية (الموجه نحو المصارف او القائم على سوق الأوراق المالية) في النمو. وبيان تأثير نسبة حجم الائتمان المصرفي وإصدار الأوراق المالية على النمو في الاقتصاد الروسي للمدة من الربع الأول من عام 2003 إلى الربع الرابع من عام 2017. وذلك من خلال استخدام برنامج Gretl للنمذجة.

1. المقدمة: introduction

إن أهمية الأسواق المالية في الاقتصادات المعاصرة أخذت في التزايد، ويرجع ذلك إلى حد كبير إلى الأدوات المالية التي تحتويها هذه الأسواق، والتي تلعب دوراً حاسماً في تمويل قطاعات الأعمال المختلفة. بالإضافة إلى ذلك، تعمل الأسواق المالية على تنظيم وتوجيه المدخرات من المصادر المحلية والأجنبية، وتوجيهها نحو الاستثمارات المحلية والدولية. وقد ساهمت كل هذه العوامل في ظهور دور مميز للأسواق المالية في تحفيز حركة الإنتاج في قطاعي السلع والخدمات، وتنمية الاقتصادات الحديثة، وفي نهاية المطاف مما يؤدي إلى دفع عجلة النمو. لقد أولت الأدبيات النظرية والعملية أهمية كبيرة لفحص وظيفة الوساطة المالية كآلية مساعدة حاسمة للنمو الاقتصادي منذ أكبر عقدين من الزمن والاستمرار للبحث في هذه الدراسات. ويهتم العديد من الخبراء الروس والدوليين بالقضايا المحيطة بالتميز الاقتصادي في الاقتصادات الناشئة والرياضية للروابط السببية بين ديناميكيات تطور النظام المالي ووتيرة النمو الاقتصادي (King, Levine, 1993). (Alekhin, 2017). في البحث (Solodkaya, Tali, 2018)، تم إجراء دراسة تطبيقية شاملة لتأثير الأسواق المالية في النظام المالي على النمو الاقتصادي. حيث كشفت الدراسات الاقتصادية السابقة (Solodkaya, Tali, 2018) أن تأثير الائتمان المصرفي للنمو الاقتصادي في البلدان ذات مستويات مختلفة من التنمية الاجتماعية والاقتصادية والمالية. وحالياً، يعتقد معظم المؤلفين أنه ليس فقط الزيادة في النمو، ولكن أيضاً التغيير في هيكل القطاع المالي (العلاقة بين قطاعاته المختلفة) يمكن أن يكون له تأثير على النمو الاقتصادي. وإن التقييم الكمي لتأثير نوع هيكل السوق المالية (القائمة على سوق الأوراق المالية أو الموجهة نحو البنوك) على النمو الاقتصادي له أهمية عملية.

1.1 أهمية البحث: Importance of research

إن أهمية الدراسة من ندرة الأبحاث التي تبحث في العلاقة بين مستوى تطور الأسواق المالية ونشاطها، ومن ناحية أخرى، مدى دعمها للنمو الاقتصادي في روسيا الاتحادية، والأهمية العملية هو لتحليل تأثير الأسواق المالية في النمو الاقتصادي بالاقتصاد الروسي والتقييم الكمي لتأثير نوع هيكل السوق المالية (الموجه نحو المصارف وعلى سوق الأوراق المالية) في النمو الاقتصادي.

2.1 مشكلة البحث: Research problem

نسعى في هذا البحث إلى معالجة مشكلة فهم وتحديد التأثيرات المحددة لهيكل السوق المالية على النمو الاقتصادي في الاقتصاد الروسي. ومن خلال التحليل الرياضي القياسي الاقتصادي الدقيق. ويعتقد أغلب الكتاب أن التغييرات في بنية القطاع المالي - أي التفاعلات بين قطاعاته العديدة - فضلاً عن تسارع معدلات النمو قد تؤثر على التوسع الاقتصادي.

"الغرض فهم وتحديد تأثيرات هيكل السوق المالية على الاقتصاد الروسي"

- تحليل التفاعلات بين القطاعات المالية.
- يقترح أن التغييرات في هيكل القطاع المالي ومعدلات النمو المتسارعة قد تؤثر على التوسع الاقتصادي.

3.1 هدف البحث: Research objective

الهدف الأساسي من البحث هو:

1. هو نمذجة اقتصادية رياضية قياسية لتأثير نسبة حجم القروض المصرفية وإصدار الأوراق المالية بمعدل اقتصادي للنمو في روسيا للمدة 2003 - 2017.
2. تحليل العلاقة بين مؤشرات الاسواق المالية ومؤشرات النمو الاقتصادي في الاقتصاد الروسي للمدة (2003-2017).

4.1 فرضية البحث: Research hypothesis

هناك فرضيات ينطلق منها البحث:

1. وجود علاقة وطيدة بين الأسواق المالية والنمو الاقتصادي.
2. يعتبر الأسواق المالية مركزاً رئيسياً لجمع المدخرات من الأفراد والمؤسسات والشركات المحلية والأجنبية والتي تشكل الشريان الرئيسي لتدفق رؤوس الأموال إلى قطاعات الاستثمار.
3. أن الأسواق المالية تتعامل مع شركات مساهمة، والتي تتميز بحجمها الكبير وتنظيمها وقدرة بعضها على القيام بمشاريع كبيرة.

5.1 منهجية البحث: methodology

منهجية البحث باستخدام الادوات الاقتصادية من الاقتصاد الرياضي والقياسي لدراسة العلاقة بين السلاسل الزمنية غير الثابتة، بما في ذلك دراسة السببية على أساس أنموذج تصحيح الخطأ المتجه (VECM)، واختبار التكامل المشترك (إنجل-جرانجر).

6.1 أبعاد البحث: Research dimensions

- البعد الزمني: من الربع الأول من عام 2003 إلى الربع الرابع من عام 2017.
- البعد المكاني: الاقتصاد الروسي
- البعد القطاعي: الاسواق المالية والنمو الاقتصادي.

2. الإطار النظري للأسواق المالية في النمو الاقتصادي Theoretical framework for of financial markets on economic growth

بسبب التمويل الذي تقدمه الأسواق المالية لمجموعة واسعة من قطاعات الشركات والأرباح والمزايا التي توفرها لمقرضي هذا رأس المال، فإن الأسواق المالية لها تأثير كبير على معدلات النمو الاقتصادي. وبسبب تأثيرها الكبير على الاقتصاد العالمي وفائدتها في الاقتصادات المعاصرة، اكتسبت الأسواق المالية الاهتمام كمجال رئيسي للبحث في الاقتصاد. ولأنها تعمل كمركز لقطاعي الأعمال والمالية، فقد أصبحت تعكس صحة الاقتصاد من خلال عكس التغيرات في معدلات النمو الاقتصادي في مختلف الدول. مما يوفر القطاع المالي التمويل للسلع والخدمات التي ينتجها قطاع الأعمال.

حيث تؤثر الأسواق المالية بشكل كبير على النمو الاقتصادي، إذ توفر التمويل اللازم للمشاريع الإنتاجية، وتحفز الابتكار، وتعمل على تخصيص الموارد بكفاءة. ومع ذلك، فإن تحقيق هذا التأثير الإيجابي يعتمد على تنظيم الأسواق وإدارة المخاطر المرتبطة بها. تعد الأسواق المالية القوية والفعالة من الركائز الأساسية للاقتصاد المتقدم، وتساهم في تحقيق نمو اقتصادي طويل الأمد ومستدام.

1.2: مفهوم اسواق المال Definition of financial markets

ان اسواق المال هي احد الاسواق الثلاثة التي يتكون منها الاقتصاد الحديث وهما سوق السلع والخدمات وسوق الموارد، ويرتبط سوق المال بهذين السوقين عن طريق ما يوفره من رؤوس اموال لغرض انتاج السلع والخدمات اللازمة للاقتصاد، (فأسواق المال عبارة عن مؤسسات مالية يتم من خلالها تقديم المدخرون لا اموالهم للمقترضين) (Mankiw, 2001)، الطرف الاول وهم المقترضون الذين يمثلون قطاعي الخدمات والانتاج، في حين يمثل المقترضون قطاع الادخار. ومن أجل جمع الأموال اللازمة لعمليات الانتاج، يصدر المقترضون، وهم الشركات التي تصنع السلع والخدمات، أوراقاً مالية ويبيعونها في السوق المالية. ثم يقوم المقترضون، وهم المدخرون، بشراء هذه الأوراق المالية. ويحصل المنتجون على أرباحهم من القيمة الإضافية التي تولدها مبيعاتهم، أما المدخرون فيحصلون على دخلهم من العائدات التي يتلقونها من الاحتفاظ بهذه الأوراق المالية.

1.1.2: ادوات اسواق المال Financial Markets Tools

هي الأدوات التقليدية التي تستخدمها الأسواق المالية في ممارسة الأعمال من المشتقات والأوراق المالية وكذلك الأسهم والسندات وغيرها. وستحدث عن بعض منها.

1.1.1.2 الأسهم: Financial stocks

إن شراء الأسهم، التي تصدرها الشركات لتمويل متطلباتها طويلة الأجل، هو الطريقة الأكثر ربحية بالنسبة للمستثمرين للاستثمار في الأسواق المالية. وهي عبارة عن شهادات ملكية تدر أرباحاً سنوية بالإضافة إلى مكاسب رأس المال الناتجة عن التقلبات في قيمتها السوقية.

2.1.1.2: السندات Bonds

السندات هي شهادات قروض بفائدة ثابتة تتضمن مكاسب رأس المال من التقلبات في قيمتها السوقية بالإضافة إلى سعر فائدة سنوي أو ربع سنوي. بالإضافة إلى وجود خيار بيعها في سوق رأس المال قبل تاريخ الاستحقاق، يتم استرداد قيمتها عند تاريخ الاستحقاق. تعتبر السندات مصدرًا حيويًا لتمويل الشركات، وخاصة الشركات الكبيرة. نظرًا لتأثيرها الكبير على أحجام الائتمان المصرفي، فإنها تعتبر أيضًا أداة قيمة لإدارة المعروض النقدي، وخاصة في الدول المتقدمة حيث تُمارس عمليات السوق المفتوحة (open market operations) (Kidwell, 2003).

3.1.1.2 المشتقات Financial derivatives

تُعد المشتقات المالية عقودًا مالية تمنح مالكيها الحق في شراء أو بيع عقار معين أو أداة مالية أو أصل نقدي بسعر معين وبكمية معينة في إطار زمني معين. ولأنها تستند إلى قيمة أصل معين ولديها أسواقها الخاصة، فإنها تُعرف بالمشتقات المالية. وبدلاً من النظر إليها كمصدر للتمويل، يُنظر إليها كوسيلة لإدارة المخاطر.

2.2: الاستثمار في الاسواق المالية Investing in financial markets**1.2.2: ما هو الاستثمار: Definition of investment**

الاستثمار في المصطلحات الاقتصادية، يشير إلى تخصيص الموارد، وخاصة رأس المال، في أدوات مالية أو أصول أو مشاريع مختلفة على أمل تحقيق عوائد أو أرباح. الاستثمارات ضرورية لدفع النمو الاقتصادي، لأنها توفر الأموال اللازمة للشركات للتوسع والابتكار وزيادة الإنتاجية. (سالم، 2001).

2.2.2: مخاطر الاستثمار في الاسواق المالية: Risks of investing in financial markets

يواجه المستثمرون في الأسواق المالية المحلية والأجنبية مجموعة متنوعة من المخاطر، إلا أن الأهمية النسبية لكل خطر تتغير تبعاً للظروف الاقتصادية في الدولة. وتشمل هذه المخاطر احتمال حدوث ركود، أو تضخم، أو تقلبات في أسعار الفائدة، أو التخلف عن السداد، أو الاضطرابات السياسية.

3.2.2: نظرية محفظة الاوراق المالية: Stock portfolio theory

للاستثمار بنجاح وبطريقة معقولة في الأسواق المالية، يجب اختيار محفظة الاستثمار المثالية بناءً على الأسس العلمية الصحيحة لاختيار الأصول الاستثمارية الصحيحة من خلال الجمع بين الأوراق المالية أو مطابقتها لتحقيق هدف التنوع من خلال الاستثمار في أصول متعددة محفوفة بالمخاطر والتي تستند إلى مكونات أساسية.

4.2.2: مؤشر نوعية الاسهم في الاسواق المالية: Stock quality index in financial markets

من أجل اختيار الأسهم ذات العائدات القوية والشركات التي تتمتع بحالة مالية قوية، هناك العديد من المؤشرات المتاحة لتقييم جودة الأسهم في الأسواق المالية. حصة الأرباح الموزعة، ومعدل العائد على السهم، والأرباح لكل سهم، ومضاعف أو مضاعفات أرباح الأسهم، وأخيراً القيمة الدفترية للسهم هي الأكثر أهمية.

5.2.2: صندوق الاستثمار المشترك: Investment Fund Subscriber

هناك نوعان من الاستثمارات في الأسواق المالية: الاستثمار المؤسسي، الذي يشكل 90% من جميع الاستثمارات في الدول المتقدمة، والاستثمار الفردي، الذي يشكل 90% من جميع الاستثمارات في العالم العربي. يختلف هذان النوعان من الاستثمارات اختلافاً كبيراً عن بعضهما البعض لأن الاستثمار المؤسسي يتميز عادة بالخبرة والمعرفة والقدرة على الوصول إلى عدد كبير من المحللين، مما يسمح له بالتفوق على الاستثمار الفردي في عملياته الاستثمارية (Oostenveld, 2010). يعد انشاء صندوق للاستثمار المشترك من بين أكثر خيارات الاستثمار المؤسسي شهرةً، وعلى مدى العقود الثلاثة الماضية، نمت هذه الصناديق بشكل كبير، وخاصة في تسعينيات القرن العشرين، عندما

اجتذبت حصة أكبر من رأس المال من المستثمرين في جميع أنحاء العالم، وخاصة في الولايات المتحدة وأوروبا وآسيا، والاتحاد الروسي ودول أوروبا الشرقية وأميركا اللاتينية ودول شرق آسيا وأغلب دول الشرق الأوسط تبنت سياسات السوق الحرة في أعقاب سقوط جدار برلين وتفكك الاتحاد السوفييتي. حيث قامت هذه الدول بخصخصة الشركات المملوكة للدولة وأنشأت بورصات لتداول أسهم الشركات، وبالتالي استيعاب رؤوس أموال العديد من المستثمرين الذين وضعوا قدرًا كبيراً من مدخراتهم في صندوق الاستثمار المشترك. داخل المملكة العربية السعودية على سبيل المثال، أنشأت البنوك العديد من صناديق الاستثمار للتداول في الأسهم والعملات المحلية والدولية.

3.2: مفهوم النمو الاقتصادي: Definition of Economic Growth

النمو هو ارتفاع معدل دخل الفرد لنتاج القومي الحقيقي مقسوماً على عدد السكان في البلد. والجدير بالذكر إن بعض الدول قد حققت معدلات عالية من النمو الاقتصادي ولكن ازدياد عدد السكان الكبير فيها أدى إلى انخفاض معدلات الدخل الفردية، مثل الصين. يمكن في بعض الأحيان أن يتم التعبير عن النمو الاقتصادي بمصطلح الإنتاجية، أو الكفاءة وهو زيادة المخرجات لكل وحدة من المدخلات (القوى العاملة، ورأس المال المادي) خلال مدة زمنية (Benson, 1963). وعرف النمو كل من (Paul, William) بأنه الزيادة في إجمالي الناتج المحلي الحقيقي المتوقع في ظل التشغيل الكامل للموارد المتاحة أو الناتج القومي لدولة ما (بول، ويليام، 2006). كما عرفه كل من (دومينيك سالفاتور، ويوجين ديوليو) بأنه "زيادة قدرة الاقتصاد على الإنتاج مقيسه بزيادة الناتج المحلي الإجمالي (GDP) المطلقة أو النسبية أو بدخل الفرد الواحد مع الزمن" (دومينيك، يوجين، 2001). فالنمو الاقتصادي يعكس التغيرات الكمية في الطاقة الإنتاجية ومدى استغلال هذه الطاقة، إذ تزداد معدلات النمو في الناتج المحلي كلما ارتفعت نسبة استغلال الطاقة الإنتاجية المتاحة وعلى مستوى جميع القطاعات الاقتصادية والعكس صحيح، ولا يمكن المحافظة على معدلات الزيادة في الناتج المحلي بعد بلوغ الاستغلال الكامل لطاقتها (اسماعيل، حربي، 2004). ففي كثير من الأحيان يزداد إجمالي الناتج المحلي في بلد ما إلا إن نمو السكان يكون بمعدل أعلى مما يؤدي إلى عدم ظهور هذه الزيادة في متوسط دخل الفرد (عبد الحميد، 1975). لذا فإن الدول التي يزيد عدد سكانها بمعدلات كبيرة مقارنة مع الناتج المحلي الإجمالي تعاني من التخلف، ومعظمها الدول النامية ولاسيما شديدة الفقر، وهذا لا يحدث في الدول الصناعية المتقدمة. ولوحظ أن أعلى معدل للنمو السكاني في الدول الأفريقية شبه الصحراوية بلغ (3%) وأدنى معدل يسود في الدول المتقدمة، إذ بلغ في الدول الأوروبية وفي دول الاتحاد السوفييتي السابقة (0.04%). ويعرف النمو أيضاً بأنه حدوث زيادة مستمرة في إجمالي الناتج المحلي أو إجمالي الناتج القومي، بما يحقق زيادة في متوسط نصيب الفرد من الدخل القومي الحقيقي. وبالتعمق في هذا المفهوم فإنه يتعين التأكيد على ما يأتي (محمد، 2007):

1.3.2: تحقيق زيادة في إجمالي الناتج المحلي مع زيادة في دخل الفرد الحقيقي (أي زيادة حقيقية وليست اسمية) أي إن معدل النمو لا بد أن يفوق معدل النمو السكاني. أي إن (معدل النمو الاقتصادي = معدل نمو الدخل القومي - معدل النمو السكاني).

2.3.2: زيادة متوسط دخل الفرد تكون لها صفة الاستمرارية (على المدى الطويل)، أي لا تكون زيادة مؤقتة تزول بزوال أسبابها.

وهناك فريق آخر من الاقتصاديين يعتقد بأن النمو هو التوسع في إمكانية الإنتاج ولكن هناك تقارباً فكرياً بين الاقتصاديين حول النمو من حيث أنه "ارتفاع معدل الدخل القومي أو معدل دخل الفرد أو الناتج" (سالم، 1988). إذن يعرف النمو الاقتصادي بشكل عام بأنه زيادة الدخل لدولة معينة، ويتم قياسه باستخدام النسبة المئوية لنمو الناتج المحلي الإجمالي، وتقرن النسبة في سنة معينة بسابقتها، وتعد الزيادة في رأس المال والتقدم التكنولوجي وتحسين مستوى التعليم الأسباب الرئيسية للنمو الاقتصادي.

4.2: عوامل تحقيق النمو الاقتصادي: Factors for achieving economic growth

1.4.2: الموارد البشرية: Human Resources

العنصر البشري ذو أهمية في عملية النمو وهو أداة التنمية ووسيلتها وغايتها، وان رفع المستوى المعاشي للمواطنين هو من الأهداف المهمة للنمو الاقتصادي، ويمكن قياس معدل النمو الاقتصادي بواسطة الدخل الفردي الحقيقي كما في المعادلة أدناه، ومنها يتبين أن معدل النمو الاقتصادي يزداد كلما حصلت زيادة في معدل الدخل الحقيقي للفرد. إذ يعتمد هذا الحد على الناتج القومي الإجمالي الحقيقي (علاقة طردية)، وعدد السكان (علاقة عكسية). ونلاحظ

أنه إذا كان معدل الزيادة في الناتج القومي الإجمالي الحقيقي أكبر من معدل زيادة السكان؛ كانت الزيادة في معدل النمو الاقتصادي أكبر (الدخل الفردي الحقيقي). أما إذا تضاعف كل من الناتج القومي الإجمالي الحقيقي وعدد السكان، فلا يحدث نتيجة ذلك تغير في الدخل الفردي الحقيقي. وتعد زيادة السكان من المشكلات الرئيسية التي تواجه عملية النمو الاقتصادي في البلدان النامية (عبد الوهاب, زكريا, 1987).

الناتج القومي الإجمالي الحقيقي

معدل الدخل الحقيقي للفرد =

عدد السكان

ومن المعادلة اعلاه نلاحظ أن مؤشر السكان مؤشر كمي مجرد إذ لا يأخذ بالحسبان الجانب النوعي لهذا المؤشر. إن نوعية العمالة الماهرة والجيدة التدريب ذا أهمية كبيرة، أي إن القدرات والمهارات والتدريب الجيد للقوى العاملة (عنصر العمالة) يمثل العنصر الأكثر أهمية في عملية النمو الاقتصادي (بيتر, ديفيد, 2008). إن الهدف الرئيسي لاستراتيجيات التنمية البشرية هو خلق عمالة منتجة وتوسيعها، وهنا يجب على الحكومات العناية بالتطوير ومواكبته والاهتمام بالتعليم والصحة والمهارات وتدريب العمال (طارق, 1996).

2.4.2: الموارد الطبيعية: Natural Resources

وهي من العناصر أو العوامل المهمة التي يعتمد عليها النمو الاقتصادي من حيث الكم والتنوع، ومن أهم هذه الموارد (بول, ويليام, 2001): الأرض ودرجة خصوبتها، والمعادن (النفط، الغاز الطبيعي) ...، والمياه... الخ، ومثال على ذلك الدول التي حققت نمواً اقتصادياً بالاعتماد على مواردها الوفيرة: كندا، والنرويج، وأمريكا، وروسيا التي أصبحت من الدول المتقدمة إنتاجاً وتصديراً. ويرى بعض الاقتصاديين أن عملية تحقيق النمو الاقتصادي لا ترتبط بالموارد الموجودة في الطبيعة، فاليابان وهونك كونك مثلاً لا تملك سوى موارد قليلة وأراضيها الخصبة قليلة جداً، ومع ذلك فإن ما حققته هاتان الدولتان يعرفه العالم، وبالمقابل هناك الكثير من الدول النامية التي تمتلك وفرة في الموارد الطبيعية ولكنها لم تحقق النمو الاقتصادي، وهذا يدل على أن الموارد الطبيعية ليست ذات قيمة بدون التنظيم والعمالة الماهرة ورأس المال (جيمس, 1999). وهناك دول استطاعت تحقيق النمو الاقتصادي عن طريق استثمارها وتركيزها على القطاعات التي تعتمد بصورة مباشرة على رأس المال ووفرة أيدي العمل الماهرة وذلك لكي تتخطى النقص في الموارد الطبيعية (اسماعيل, حربي, 2004). إما في الدول التي لا تستطيع الانتفاع من مواردها الطبيعية بكفاءة، فيرجع ذلك إلى عدم توفير المعرفة التكنولوجية ونقص رأس المال وانخفاض مستوى القدرات البشرية المتوفرة التي تعد ذات أهمية كبيرة في النمو الاقتصادي (فليج, 2006). إن الموارد الطبيعية في أي بلد ليست ثابتة كماً أو نوعاً، فمن الممكن أن يكتشف ذلك البلد مورداً جديداً أو يطور موارد طبيعية جديدة، وبالتالي يستطيع أن يحقق نمواً اقتصادياً في المستقبل (عبد الوهاب, زكريا, 1987).

3.4.2: تراكم رأس المال المادي: physical capital accumulation

إن المكائن والمعدات والمباني والمخزون تؤثر بقوة على قدرة الإنسان على الإنتاج، أي إن كلا من رأس المال المادي والبشري (المعارف والمهارات) هي من العوامل الأساسية لنمو الطاقة الإنتاجية (جيمس, 1999). إن مصطلح تراكم رأس المال يدل على المكون المادي الناشئ من عملية الاستثمار ويتضح بصورة رئيسة بالإضافة المتحققة في الموجودات القائمة من المكائن والمعدات والأبنية ... الخ (وزارة التخطيط, 2009). إن تراكم رأس المال يمكن أن يضيف موارد جديدة ولكن السمة الأساسية هي وجود حالة من التناوب ما بين الاستهلاك الحالي والاستهلاك في المستقبل، فتقليل حجم الاستهلاك الحالي أي زيادة حجم الادخار وبالتالي الاستثمار، يؤدي إلى زيادة الاستهلاك في المستقبل (ميشيل, 2009). وهنا نميز بين رأس المال المادي ورأس المال البشري، إذ يمكن تقسيم رأس المال المادي إلى ثلاث أنواع هي:

النوع الأول: البنى التحتية ويشمل هذا النوع المشروعات ذات المنافع العامة ويدعى برأس المال الاجتماعي (بول, ويليام, 2001).

النوع الثاني: المكائن والمعدات التي تسهل النشاطات الإنتاجية في الصناعة والزراعة وإنتاج السلع والخدمات.

النوع الثالث: رأس المال الخزين وشمل كل أنواع السلع (السلع الوسيطة، والسلع قيد التصنيع والسلع الكاملة التصنيع) (محمد, 2010).

إن الدولة التي تخصص قدراً أكبر من مواردها باتجاه الاستثمار تحصل على قاعدة إنتاجية واسعة وبسرعة، أي زيادة معدل نموها الاقتصادي وبمعدل أسرع (جيمس, 1999).

4.4.2: التغيير التكنولوجي والابتكارات: Technological change and innovations

إن التقدم التكنولوجي والتطور التقني والابتكارات هي مرادفات تصب بالمعنى نفسه، وهي عمليات مستمرة ومتواصلة من التجديد والتطوير والتحسينات كبيرة كانت أو صغيرة (ميشيل, 2006). والتطور التقني يحدث عن طريق التكوين الرأسمالي والاستثمار في مجالات البحث والتطوير العلمي، أي نتيجة الاختراعات والاكتشافات العلمية التي يمكن تطبيقها والاستفادة منها تجارياً واقتصادياً، وإن هذا التقدم والتطور العلمي يحتاج إلى نفقات استثمارية، أي يتطلب تقليل الاستهلاك الحالي (جيمس, 1999). والتقدم يحدث بتطبيق طريقة أو طريقتين مما يلي (نزار, ابراهيم, 2006):

الطريقة الأولى: هي تنمية الملاكات العلمية للبلد والاستثمار في البحث والتطوير والابتكارات والتجارب العلمية.

الطريقة الثانية: وهي استيراد التكنولوجيا الحديثة من خلال التبادل التجاري الدولي أو من خلال الاستثمارات الأجنبية المباشرة. وهنا تبرز أهمية الادخار والاستثمارات الرأسمالية، وأهمية وجود المنظمين والمجددين القادرين على تكيف تطور التكنولوجيا مع حاجات المجتمع وهيكل الأسعار في البلد، أي إن شرط إدخال التكنولوجيا الحديثة مع شرط توفر عمالة ماهرة، هي التي تحقق نمواً اقتصادياً سريعاً للدول (جيمس, 1999). إن السبيل لتحقيق النمو الاقتصادي والازدهار للدول لاسيما الدول النامية هو نشر قيم التحفيز والابتكار، وجذب وتشجيع الاستثمارات داخل البلد.

2: تأثير الاسواق المالية في النمو الاقتصادي

Analysis of the impact of financial markets on economic growth

من خلال هيكل السوق المالي سوف نفهم العلاقة بين الاسواق المالية وإصدار الأوراق المالية كوسيلة لتمويل الاستثمارات. تعد أسواق الائتمان والأوراق المالية مكونين هيكليين للنظام المالي الحديث؛ فهي مصادر للاستثمار في رأس المال الثابت وتساهم في زيادة الناتج المحلي الإجمالي للبلاد. ويتمثل دور الوسطاء الماليين في خفض تكاليف المعاملات وإعادة توزيع المخاطر بين الوكلاء الاقتصاديين، ومراقبة أنشطة المؤسسات، وتوفير إمكانية الوصول إلى الأموال المقترضة لأفضل المقترضين، والتخلص من المشاريع التجارية غير الواعدة. وفي روسيا، تغلغل الائتمان المصرفي في الاقتصاد بشكل أعمق من سوق الأوراق المالية، التي تتخلف كثيراً عن المتوسط العالمي من حيث العمق والكفاءة. ولتحليل تأثير هيكل الاسواق المالية على النمو الاقتصادي، تم أخذ سلسلة زمنية من المؤشرات بعين الاعتبار:

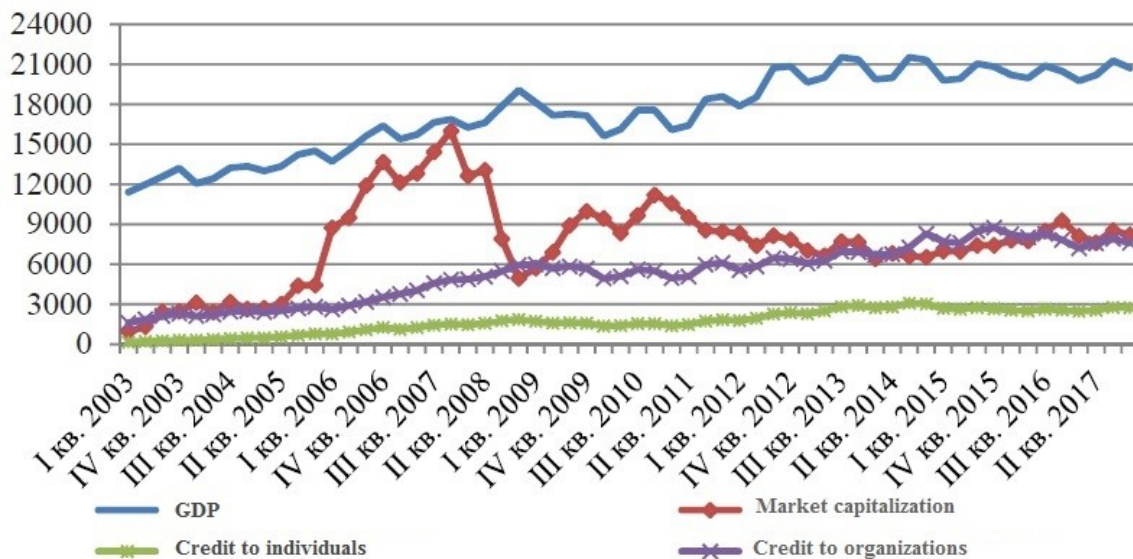
GDP – حجم الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، مليار روبل.

CR_FIZ – حجم الائتمان المصرفي بالروبل والعملات الأجنبية للأفراد، مليار روبل.

CR_ORG – حجم الائتمان المصرفي بالروبل والعملات الأجنبية للشركات، مليار روبل.

EXCHANGE – إجمالي القيمة السوقية المتداولة في بورصة موسكو أسهم، مليار روبل.

يوضح الشكل (1) الديناميكيات الفصلية لمؤشرات هيكل السوق المالية والنتاج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة في عام 2003-2017. مصدر البيانات للبنك المركزي الاتحادي الروسي



الشكل (1) ديناميكيات المؤشرات الاقتصادية الكلية والمالية، مليار روبل

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد الى نتائج برنامج (Gretl)

يعرض الرسم البياني العديد من المؤشرات الاقتصادية لروسيا من الربع الأول من عام 2003 إلى الربع الرابع من عام 2017، والتي تشمل:

1. الناتج المحلي الإجمالي (GDP): يُظهر الناتج المحلي الإجمالي، كما هو موضح بالخط الأزرق، اتجاهًا تصاعديًا ثابتًا طوال الفترة، مما يشير إلى النمو الاقتصادي بمرور الوقت، على الرغم من بعض التقلبات. وهذا أمر طبيعي لاتجاهات النمو الاقتصادي الطويلة الأجل ولكنه قد يعكس أيضًا الاستجابات للصدمات الخارجية، مثل الأزمات المالية العالمية أو السياسات الاقتصادية الداخلية.

2. الائتمان للأفراد (CR_FIZ): يمثل هذا المؤشر الخط الأخضر، ويظل منخفضًا نسبيًا ومستقرًا عبر الفترة، مما يشير إلى أن الائتمان الممنوح للأفراد لم ينمو بشكل كبير مثل القطاعات الأخرى. قد يكون هذا بسبب ممارسات الإقراض المحافظة تجاه الأفراد أو مستوى منخفض نسبيًا من الطلب على الائتمان من الأسر.

3. الائتمان للمؤسسات (الشركات) (CR_ORG): الخط الأرجواني الذي يمثل الائتمان للمؤسسات والشركات أكثر تقلبًا من الائتمان للأفراد ويظهر نموًا معتدلًا بمرور الوقت. قد تعكس التقلبات الدورات الاقتصادية، فضلاً عن التغيرات في الطلب المؤسسي على الائتمان استجابة للظروف الاقتصادية. يبدو أن الائتمان للشركات يساهم بشكل أكبر في نمو الناتج المحلي الإجمالي، كما هو مذكور في البحث، لأن الائتمان التنظيمي يتماشى مع الاستثمارات الإنتاجية التي تدفع النمو.

4. القيمة السوقية (EXCHANGE): كما هو موضح بالخط الأحمر، تُظهر القيمة السوقية زيادة حادة منذ عام 2003، حيث بلغت ذروتها حوالي عامي 2007 و2008. وقد يشير هذا النمو السريع إلى ازدهار سوق الأوراق المالية أو الظروف الاقتصادية المواتية التي تجذب الاستثمارات. ومع ذلك، هناك انخفاض ملحوظ بعد عام 2008، مما يعكس على الأرجح تأثير الأزمة المالية العالمية، التي تسببت في انخفاضات كبيرة في أسواق الأوراق المالية في جميع أنحاء العالم. بعد الأزمة، تنقلب القيمة السوقية دون العودة إلى ذروتها قبل الأزمة، مما يشير إلى فترة من عدم الاستقرار أو النمو المعتدل في سوق الأوراق المالية.

حيث يسلط هذا التحليل الضوء على الأدوار والتأثيرات المختلفة للائتمان المصرفي والقيمة السوقية على النمو الاقتصادي في روسيا، مما يوفر رؤى حول التركيبة الهيكلية للأسواق المالية وتداعياتها على السياسة الاقتصادية.

ان مؤشر CR_FIZ محفظة الائتمان الصادرة للأفراد. وخلال الفترة من 2003 إلى 2017، ارتفعت قيمتها بنحو 94 مرة بالأسعار الجارية، أو 21.1 مرة بالأسعار الثابتة لعام 2003. ويمثل مؤشر CR_ORG محفظة الائتمان الصادرة للشركات والمؤسسات القانونية. وتبين أن معدل نمو الائتمان الصادرة للشركات كان أكثر اعتدالاً مقارنة بمعدل نمو الأفراد. وبالأسعار الجارية، ارتفعت قيمة الائتمان الصادرة 21.8 مرة، والأسعار الثابتة 4.9 مرة. وتعكس هذه الديناميكيات جودة مناخ الاستثمار في البلاد، والذي لا يزال غير مواتٍ، وبالتالي فإن ممثلي الشركات أقل حماساً بشأن الحصول على ائتمان لتطوير الأعمال. يحدد مؤشر EXCHANGE القيمة السوقية الإجمالية للشركات التي يتم إدراج أسهمها في بورصة موسكو. تحصل الشركات على رأس مال إضافي يمكن استخدامه لتنويع أعمالها واكتساب أصول ومعرفة وتقنيات جديدة حتى نهاية الربع الرابع من عام 2017. حيث بلغت قيمة المؤشر 36.4 تريليون روبل، بالأسعار الجارية (بزيادة 38.3 مرة مقارنة ببداية عام 2003). على الرغم من معدلات نمو القيمة السوقية المرتفعة إلى حد ما، فإن مستوى تطور سوق الأوراق المالية الروسية لا يزال أقل بكثير من المتوسط العالمي.

وتشير المقارنات الدولية إلى أنه حتى نهاية أغسطس 2017، بلغ إجمالي القيمة السوقية للأسهم في بورصة موسكو 0.59 تريليون دولار، في حين بلغ إجمالي القيمة السوقية للأسهم في بورصة موسكو 0.59 تريليون دولار. كيف يتجاوز إجمالي القيمة السوقية في أسواق الأسهم العالمية 80 تريليون دولار، أي المساهمة تبلغ القيمة السوقية العالمية لبورصة موسكو حوالي 0.74%. تم تأكيد المستوى المنخفض لتطور سوق الأوراق المالية الروسية من خلال بيانات التصنيف الخاصة بمائة شركة الأكثر قيمة في العالم من حيث القيمة السوقية. ويتضمن التصنيف لعام 2018 للأعوام السابقة من 2003 إلى 2017 (برابيس ووترهاوس كوبرز، 2018) بأدراج 54 شركة من الولايات المتحدة الأمريكية، و12 من الصين، و5 من المملكة المتحدة، بينما لا توجد شركات روسية في القائمة. حيث ان القيمة السوقية للشركات العالمية الرائدة الفردية يمكن مقارنتها بإجمالي القيمة السوقية لجميع أسهم بورصة موسكو في الجدول (1).

جدول (1) مقارنة القيمة السوقية لأكبر الشركات في العالم مع القيمة السوقية الإجمالية للأسهم في بورصة موسكو (2003-2017) (بوابة المستثمرين، البنك الدولي، 2018)

القيمة السوقية		اسم الشركة
مليار - روبل	مليار - دولار	
73 781.91	1068.86	Apple Inc / ابل
66 156.25	952.10	Amazon / امازون
57 777.03	829.78	Microsoft Corp / مايكروسوفت
52 672.02	814.76	Alphabet / الأبيدية
40 693.83	589.52	اجمالي القيمة السوقية للسوق الاوراق في موسكو Total Capitalization of Shares on the Moscow
36 345.93	528.64	بيركشاير هاثاواي إل إن سي Berkshire Hathaway Lnc
32 522.14	470.73	فيس بوك / Facebook
28 587.27	420.89	علي بابا / Ali baba
26 758.19	387.64	Tencent Holdings Ltd / تينسنت القابضة المحدودة
26 605.26	384.22	JPMorgan Chase & Co / جي بي مورجان تشيس وشركاه
25 411.58	368.4	Johnson & Johnson / جونسون أند جونسون

المصدر: الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على بورصة موسكو (بوابة المستثمرين، البنك الدولي، 2018) من 2003 إلى 2017

حيث تم تحليل النتائج من عام 2003 حتى نهاية الربع الرابع من عام 2017، التي تجاوزت القيمة السوقية للشركة الأكثر قيمة في العالم، شركة أبل، القيمة الإجمالية لسوق الأوراق المالية الروسية ارتفعت بأكملها بمقدار 1.8 مرة من عام 2003 إلى عام 2017. تم تأكيد الاستنتاج حول المستوى المنخفض نسبياً لتطور سوق الأوراق المالية في روسيا من خلال بيانات البنك الدولي حول نسبة القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المتداولة في البورصات إلى الناتج المحلي الإجمالي. ويبلغ إجمالي القيمة السوقية لجميع الأسهم المدرجة في بورصة موسكو 39.5% من الناتج المحلي الإجمالي، بينما يصل في الولايات المتحدة إلى أكثر من 160% (البنك الدولي، 2018) في البحث بين البلدان،

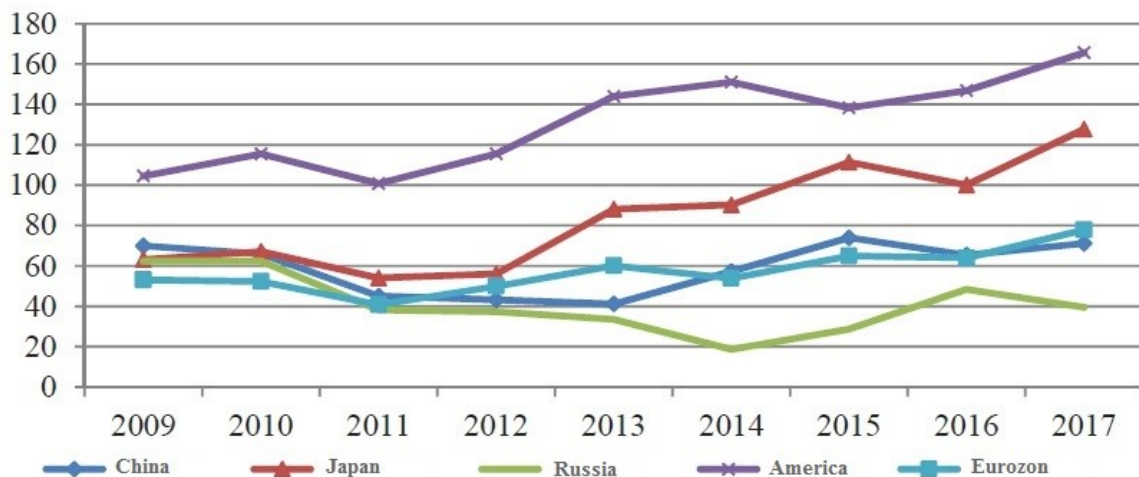
وللتوضيح أكثر يعرض الجدول (1) القيمة السوقية للشركات العالمية الكبرى (بالمليارات من الروبل والدولارات)، بما في ذلك شركات مثل Apple Inc. و Amazon و Microsoft Corp. و Alphabet وغيرها. بالإضافة إلى ذلك، يُظهر الجدول القيمة السوقية الإجمالية للأسهم في بورصة موسكو.

1. القيمة السوقية المرتفعة لشركات التكنولوجيا العملاقة الأمريكية: تحتل شركات مثل Apple Inc. و Amazon و Microsoft Corp. و Alphabet الصدارة من حيث القيمة السوقية، مما يعكس مكانتها المهيمنة في الاقتصاد العالمي. تتمتع Apple Inc. على وجه الخصوص بأعلى قيمة سوقية تبلغ 1,068.86 مليار دولار أمريكي، وهو ما يُظهر قيمتها الكبيرة والثقة القوية للمستثمرين في قطاع التكنولوجيا. ويسلط وجود هذه الشركات الضوء على الدور المركزي لقطاع التكنولوجيا في الاقتصادات الحديثة وإمكاناته في دفع النمو الاقتصادي.

2. المقارنة مع بورصة موسكو: يبلغ إجمالي القيمة السوقية للأسهم في بورصة موسكو حوالي 589.52 مليار دولار أمريكي، وهو أقل من القيمة السوقية الفردية للعديد من شركات التكنولوجيا الأمريكية مثل Apple و Amazon. يشير هذا إلى أن سوق الأسهم الروسية أصغر حجمًا نسبيًا عند مقارنتها بقيمة بعض الشركات العملاقة العالمية. كما يشير إلى أن الاسواق المالية الروسية أقل سيولة وقد لا تجتذب نفس مستوى الاستثمار الدولي مثل البورصات العالمية الكبرى مثل NYSE أو NASDAQ.

3. التنوع عبر القطاعات: تمثل الشركات المدرجة صناعات مختلفة، بما في ذلك التكنولوجيا (Apple) و (Amazon) و (Microsoft) و (Alphabet) والتمويل (Berkshire Hathaway) و (JPMorgan Chase & Co.) ووسائل التواصل الاجتماعي (Facebook) والرعاية الصحية (Johnson & Johnson). يؤكد هذا التنوع على أهمية القطاعات المختلفة في المساهمة في النمو الاقتصادي العالمي، حيث تتمتع التكنولوجيا والتمويل بقيمة عالية بشكل خاص.

4. أهمية الشركات العالمية في التأثير الاقتصادي: تشير القيمة السوقية المرتفعة لهذه الشركات المتعددة الجنسيات إلى أنها تتمتع بنفوذ كبير على الأسواق المالية العالمية ويمكنها التأثير على الاستقرار الاقتصادي. وقد يكون للتقلبات في قيم أسهمها تأثيرات كبيرة على معنويات المستثمرين وظروف السوق في جميع أنحاء العالم. وتم عرض قيم هذا المؤشر في الشكل (2).



الشكل (2) القيمة السوقية للشركات المحلية المدرجة، النسبة المئوية للناتج المحلي

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد الى نتائج برنامج (Gretl)

يُظهر في الرسم البياني مقارنة بين المؤشرات الاقتصادية في نمو الناتج المحلي الإجمالي عبر خمس دول: الصين، واليابان، وروسيا الاتحادية، والولايات المتحدة (أمريكا)، ومنطقة اليورو، من عام 2009 إلى عام 2017. وفيما يلي تفصيل اقتصادي ورياضي:

1. الولايات المتحدة (الخط الأرجواني): يُظهر الرسم البياني اتجاهًا تصاعديًا ثابتًا للولايات المتحدة، وخاصة من عام 2012 فصاعدًا. ويشير هذا الارتفاع إلى تحسن ثابت في المقياس الاقتصادي الذي يتم قياسه، والذي يمكن أن يُعزى إلى سياسات التعافي الاقتصادي في أعقاب الأزمة المالية في عام 2008. وقد يعكس النمو الثابت زيادة الناتج المحلي الإجمالي، أو السياسات الاقتصادية المستقرة، أو تعزيز الموقف في الاقتصاد العالمي.

2. اليابان (الخط الأحمر): تشهد اليابان زيادة تدريجية بدءًا من عام 2012 تقريبًا، مع ارتفاع أكثر حدة بحلول عام 2017. وقد يعكس هذا النمط الجهود المبذولة لتحفيز الاقتصاد، ربما من خلال سياسات تهدف إلى إنهاء الانكماش، أو تعزيز الاستهلاك المحلي، أو زيادة الصادرات. ويشير الخط المستقر والمتنامي نسبيًا في اليابان إلى تقدم معتدل ولكن ثابت في المقياس الاقتصادي المقاس.

3. منطقة اليورو (الخط الأزرق مع المربعات): تحافظ منطقة اليورو على اتجاه ثابت نسبيًا من عام 2009 إلى عام 2012، يليه زيادة طفيفة مع بعض التقلبات. ويشير هذا إلى تعافٍ بطيء بعد أزمة عام 2008، ربما تحت تأثير تدابير التقشف، أو التحديات الاقتصادية البنوية، أو عدم الاستقرار السياسي في بعض البلدان الأعضاء.

4. الصين (الخط الأزرق مع الماس): اتجاه الصين مستقر نسبيًا، مع زيادات طفيفة بمرور الوقت. وقد يشير هذا الاستقرار إلى النمو المتحكم فيه والمرونة الاقتصادية، على الرغم من أن معدل الزيادة أقل وضوحًا مقارنة بالولايات المتحدة. حيث إن السياسات الحكومية الصينية التي تركز على التنمية المستدامة قد تكون عاملاً في هذا التقدم المطرد.

5. روسيا الاتحادية (الخط الأخضر): يظهر خط روسيا تقلبات، مع انخفاضات ملحوظة بين عامي 2014 و2015، ويرجع ذلك على الأرجح إلى العقوبات الاقتصادية الخارجية، وانخفاض أسعار النفط، والتوترات الجيوسياسية التي تؤثر على الاقتصاد. وبعد عام 2015، هناك انتعاش بطيء، لكن الأداء الاقتصادي لروسيا يظل منخفضًا نسبيًا مقارنة بالمناطق الأخرى.

والتحليل الرياضي في معدلات النمو: يظهر أشد انحدار في الرسم البياني في خط الولايات المتحدة، مما يشير إلى أعلى معدل نمو في المقياس المقاس بمرور الوقت. كما تظهر اليابان زيادة معتدلة في الانحدار نحو النهاية، في حين تظهر خطوط الصين ومنطقة اليورو منحدرات أكثر تسطحًا، مما يشير إلى معدلات نمو أبطأ.

وفي التقلب: يظهر خط روسيا أكثر التقلبات وضوحًا، مما يشير إلى تقلب أعلى في المقياس الاقتصادي. وعلى النقيض من ذلك، فإن الخطوط الخاصة بالصين واليابان ومنطقة اليورو أكثر سلاسة نسبيًا، مما يشير إلى أداء اقتصادي أكثر استقرارًا. حيث يكون تحليل الاتجاه:

-الاتجاهات الخطية أو الأسية: تظهر الولايات المتحدة واليابان اتجاهات يمكن تركيبها مع نماذج النمو الخطية أو الأسية، مما يعكس نموًا ثابتًا أو متسارعًا بمرور الوقت.

-الاختلافات الموسمية: لا يظهر الرسم البياني تقلبات موسمية واضحة؛ بل يسلط الضوء بدلاً من ذلك على الاتجاهات طويلة الأجل، مما يشير إلى أن المقياس من المرجح أن يكون مرتبطًا بالنمو الاقتصادي الهيكلي وليس التغيرات الموسمية.

-المقارنة المقطعية: بحلول عام 2017، وصلت الولايات المتحدة إلى أعلى مستوى على الرسم البياني، مما يدل على مكانة رائدة في المقياس الاقتصادي مقارنة بالمناطق الأخرى. وتتبعها اليابان ومنطقة اليورو، في حين تظل الصين وروسيا في مرتبة أدنى، مما يشير ربما إلى مراحل مختلفة من التنمية الاقتصادية أو تأثيرات متفاوتة للظروف الاقتصادية العالمية.

3. تحليل تأثير الاسواق المالية في النمو الاقتصادي:

The practical side: Analysis of the impact of financial markets on economic growth

لإجراء التحليل، تم استخدام بيانات وادوات رياضية وقياسية وإحصائية رسمية عن إجمالي القيمة السوقية للأسهم المتداولة في بورصة موسكو (بوابة المستثمرين، 2018)، وحجم الائتمان المصرفي (البنك المركزي للاتحاد الروسي).

2018)، والناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (دائرة الإحصاء الفيدرالية للاتحاد الروسي، 2018) للفترة من الربع الأول من عام 2003 إلى أن تم استخدام الربع الرابع من عام 2017. ($T = 60$). تم تنفيذ النمذجة الرياضية والقياسية باستخدام برنامج Gretl. تم تطبيق منهجية استخدام ادوات من الاقتصاد الرياضي والقياسي، بما في ذلك اختبار الثبات، وتحديد درجة التكامل؛ واختبار التكامل المشترك (التأكد من وجود علاقة التكامل المشترك)؛ وتحليل نسبة التكامل المشترك، واختبار السببية والاستجابة للصدمات باستخدام نموذج تصحيح الخطأ الموجه (VECM)؛ تنفيذ تحليل تباين خطأ التنبؤ لجميع المتغيرات هي سلاسل زمنية غير ثابتة. لاختبار فرضية جذر الوحدة (HRH)، تم استخدام اختبار ديكي فولر المعزز (اختبار ADF) للعثور على جذور الوحدة. حيث تم كشف الاختبار عن درجة التكامل $I = 1$. ولإثبات التكامل المشترك تم إجراء اختبار إنجل جرانجر. تم التأكد من أن جميع المتغيرات متكاملة، مما يؤكد العلاقة التوازنية طويلة الأمد بينها وصحة الارتباط. تم الحصول على علاقة تكامل مشترك واحدة، والتي تتوافق مع مرتبة التكامل المشترك

$I = r$ من المعروف (Novikov, 2016) أنه يمكن تمثيل نظام السلاسل الزمنية المتكاملة من الدرجة الأولى في شكل VECM مع وجود عدد كبير بما فيه الكفاية من المتغيرات في ممارسة الاقتصاد الرياضي والقياسي، فمن المعتاد استخدام ترتيب متأخر قدره 1 أو 2. وتبين أن الأفضل وفقاً لمعيار معلومات شوارتز هو ترتيب متأخر قدره 1. وبالنسبة لمرتبة التكامل المشترك $I = r$ وبفارق 1، تم الحصول على متجه التكامل المشترك، الذي يحدد معادلة التكامل المشترك التي تعبر بالشكل المعتاد عن علاقة توازن طويلة المدى بين المتغيرات وصحة ارتباطها:

$$\text{GDP} = 0,54353 \cdot \text{CR_FIZ} + 1,2549 \cdot \text{CR_ORG} - 0,045479 \cdot \text{EXCHANGE}.$$

(0,46455) (0,1953) (0,034582)

الانموذج هي انموذج انحدار خطي يصف العلاقة بين الناتج المحلي الإجمالي (GDP) وثلاثة متغيرات توضيحية: CR_FIZ و CR_ORG و EXCHANGE وفيما يلي تفصيل لكل متغير وما يشير إليه.

يعكس كل معامل في هذه المعادلة التغير المتوقع في الناتج المحلي الإجمالي لزيادة وحدة واحدة في المتغير المعني، مع ثبات جميع العوامل الأخرى. الأرقام الموجودة بين قوسين أسفل كل معامل هي أخطاء معيارية، والتي تشير إلى دقة تقديرات المعاملات.

1. CR_FIZ (Coefficient = 0.54353; Standard Error = 0.46455):

هذا المتغير يمثل "الائتمان للأفراد" ويشير معامل 0.54353 إلى أن زيادة وحدة واحدة في CR_FIZ مرتبطة بزيادة قدرها 0.54353 وحدة في الناتج المحلي الإجمالي، على افتراض ثبات المتغيرات الأخرى. ومع ذلك، يشير الخطأ المعياري المرتفع نسبياً (0.46455) إلى التباين المحتمل، مما يشير إلى أن التقدير قد لا يكون دقيقاً للغاية.

2. CR_ORG (Coefficient = 1.2549; Standard Error = 0.1953):

هذا المتغير يمثل "الائتمان للشركات". حيث يشير معامل 1.2549 إلى علاقة إيجابية قوية بين CR_ORG والناتج المحلي الإجمالي، مما يشير إلى أن زيادة وحدة واحدة في CR_ORG تؤدي إلى زيادة قدرها 1.2549 وحدة في الناتج المحلي الإجمالي. كما يشير الخطأ المعياري الأصغر (0.1953) إلى أن هذا التقدير أكثر دقة مقارنة بمعامل CR_FIZ، مما يشير إلى تأثير أقوى وأكثر موثوقية على الناتج المحلي الإجمالي.

3. EXCHANGE (Coefficient = -0.045479; Standard Error = 0.034582):

هذا المتغير "القيمة السوقية". حيث يشير المعامل السالب (-0.045479) إلى علاقة عكسية مع الناتج المحلي الإجمالي، مما يشير إلى أنه مع زيادة سعر الصرف (مما يعني انخفاض قيمة العملة المحلية)، ينخفض الناتج المحلي الإجمالي

قليلاً. وقد يعكس هذا تأثير تقلبات القيمة السوقية وسعر الصرف على تكاليف الاستيراد أو التضخم أو ثقة المستثمرين. والخطأ المعياري (0.034582) منخفض نسبياً، مما يشير إلى دقة معتدلة في التقدير.

وان التحليل الرياضي يشير الى:

- أهمية المعاملات: استناداً إلى حجم الأخطاء المعيارية بالنسبة لمعاملاتها الخاصة، فإن CR_ORG له التأثير الأكثر أهمية إحصائياً على الناتج المحلي الإجمالي بين المتغيرات الثلاثة، يليه EXCHANGE، بينما يظهر CR_FIZ عدم يقين أعلى في تأثيره.

- اتجاه التأثير: يتمتع كل من CR_FIZ و CR_ORG بمعاملات إيجابية، مما يعني أنهما يساهمان بشكل إيجابي في نمو الناتج المحلي الإجمالي، بينما يتمتع EXCHANGE بمعامل سلبي، مما يشير إلى أنه له تأثير سلبي على الناتج المحلي الإجمالي.

- حجم التأثير: معامل CR_ORG أكبر من معامل CR_FIZ، مما يشير إلى أن الائتمان للمؤسسات (الشركات) له تأثير أقوى على الناتج المحلي الإجمالي من الائتمان للأفراد.

وتفسر معادلة التكامل المشترك للأعوام من 2003 إلى 2017 بلغت 97% من التباين في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، حيث تؤدي الزيادة في حجم الائتمان المقدمة للأفراد والائتمان المقدمة للمؤسسات بمقدار وحدة واحدة إلى زيادة في الناتج المحلي الإجمالي بمقدار 0.54 و 1.25 وحدة على التوالي. تم ترك متغير EXCHANGE، الذي يميز القيمة السوقية في سوق الأوراق المالية في المعادلة للمقارنة من العام 2003-2017، على الرغم من أنه تبين أنه غير مهم. السبب وراء انخفاض تأثير البورصات هو المستوى الضعيف نسبياً لتطور سوق الأوراق المالية في الاقتصاد الروسي. فبينما يبلغ إجمالي القيمة السوقية في البورصات في البلدان المتقدمة والنامية 70% أو أكثر من الناتج المحلي الإجمالي، يبلغ هذا المستوى في روسيا حوالي 40% (انظر الشكل 2). تعكس معادلة التكامل المشترك العلاقة القائمة بين المتغيرات. وإن علاقة التوازن طويلة الأمد تكون مستقرة، بمعنى أنه بمجرد انقطاعها يتم استعادتها. من خلال الجمع بين العلاقات الثابتة طويلة المدى والديناميكية قصيرة المدى بين المتغيرات في سطر واحد، يتيح لنا VECM قياس الانحرافات عن التوازن في حالة الصدمات وسرعة تعافيتها لكي يعود النمو الاقتصادي "بشكل طبيعي" إلى التوازن مع المتغيرات في النتائج من برنامج Gretl، من الضروري أن تكون قيمة معامل التعديل EC1 في النطاق من 0 إلى -1. كلما اقتربت قيمة EC1 من -1، يتم تحقيق التوازن بشكل أسرع. إذا كانت هذه القيمة -1، فسيتم الوصول إلى التوازن في الربع الحالي. حيث مطلوب المزيد من الأرباع إذا اقتربت EC1 من الصفر. بالنسبة للمتغيرات الأربعة قيد النظر، أنتج VECM القيم التالية لعوامل التصحيح، والتي يتضح منها أن أقلها قابلية للتعديل هي مؤشر CR_ORG.

Correction vectors EC1:

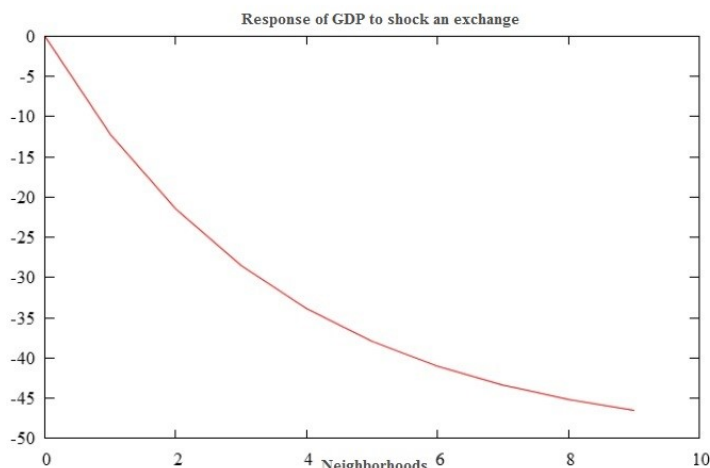
GDP -0,16763

EXCHANGE -0,065880

CR_FIZ 0,018689

CR_ORG 0,047329

وبعد اختلال التوازن، يمر كل متغير بجزئه من الطريق إلى التوازن عند نقطة جديدة في الربع الحالي. وفي الوقت نفسه، لا يمكن لمتغير واحد أن يحدد ديناميكيات متغير آخر إلا على المدى القصير، وهو ما يجب أخذه أيضاً في الاعتبار عند تحليل السببية. ولتقييم حجم تأثير الصدمات على التغيرات في النمو الاقتصادي، يحتوي VECM على وظيفة لتخطيط الاستجابات الاندفاعية لصدمات المتغيرات في اعوام البحث. على وجه الخصوص، بالنسبة لقيمة الناتج المحلي الإجمالي، تم الحصول على الوظائف التالية للاستجابة الاندفاعية لصدمات المتغيرات (الشكل 3، 4).



الشكل (3) استجابة الناتج المحلي الإجمالي لصدمة البورصة

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد الى نتائج برنامج (Gretl)

يوضح الرسم البياني في الشكل 3. دالة الاستجابة النبضية للناتج المحلي الإجمالي استجابة لصدمة في القيمة السوقية للأوراق المالية وسعر الصرف على مدى فترة 10 أرباع. غالبًا ما يستخدم هذا النوع من التحليل لفهم التأثير الديناميكي لصدمة خارجية (تغيير مفاجئ غير متوقع) في متغير واحد على آخر بمرور الوقت. فيما يلي تفصيل للتداعيات الاقتصادية والرياضية:

- التأثير السلبي الفوري: عند النقطة الأولية (الربع 0)، تؤدي الصدمة السلبية في سعر الصرف (ربما ارتفاع قيمة العملة الأجنبية أو انخفاض قيمة العملة المحلية) إلى انخفاض فوري في الناتج المحلي الإجمالي. ويتضح ذلك من الانخفاض الحاد في بداية الرسم البياني، وكذلك تشير هذه النتيجة إلى أن سعر الصرف له تأثير سلبي مباشر وفوري على الناتج المحلي الإجمالي، والذي قد يكون بسبب زيادة تكاليف السلع المستوردة والتضخم، مما يقلل من الاستهلاك والاستثمار المحليين.

- التأثير السلبي المستمر بمرور الوقت: حيث يظهر الاتجاه النزولي على مدار الأرباع أن التأثير السلبي للقيمة السوقية للأوراق المالية وصدمة سعر الصرف على الناتج المحلي الإجمالي يستمر لفترة طويلة.

-يشير هذا التأثير المستمر إلى أن الصدمة الأولية لها تأثيرات مطولة على الاقتصاد، ربما من خلال انخفاض القدرة الشرائية، وزيادة تكاليف الإنتاج، وانخفاض ثقة الشركات والمستهلكين.

- التأثير الهامشي المتناقص: في حين يتعمق التأثير السلبي على الناتج المحلي الإجمالي بمرور الوقت، يتباطأ معدل الانخفاض مع تقدم الأرباع، مما يشير إلى تأثير هامشي متناقص. وبحلول الربع الثامن إلى العاشر، يبدأ التأثير في الاستقرار، وقد يشير هذا إلى أن الاقتصاد يتكيف تدريجيًا مع القيمة السوقية للأوراق المالية وصدمة سعر الصرف، مع تكيف الشركات والمستهلكين مع بيئة سعر الصرف الجديدة.

- التعديل الاقتصادي الطويل الأجل: يشير الرسم البياني إلى أنه في حين أن القيمة السوقية للأوراق المالية وصدمة سعر الصرف لها تأثير دائم، إلا أنها تستقر في النهاية، مما يعني تعديلًا أو استقرارًا طويل الأجل في الناتج المحلي الإجمالي. هذا أمر طبيعي في النماذج الاقتصادية، حيث تتكيف الأسواق والوكلاء تدريجيًا مع الظروف الجديدة، مما يقلل من التأثير التدريجي للصدمة الأولية.

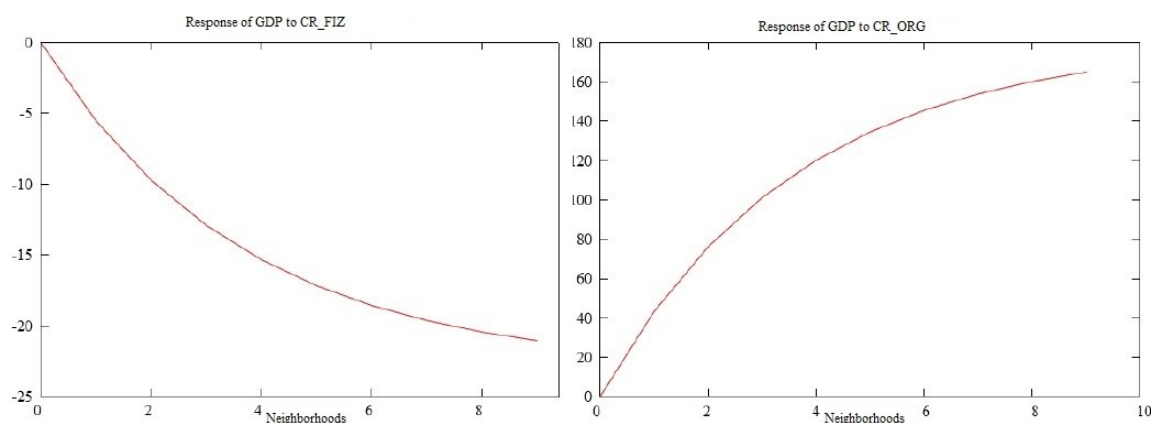
بينما التحليل الرياضي يشير الى:

- اضمحلال استجابة النبضة: حيث يوضح الرسم البياني استجابة متدهورة بشكل كبير، حيث يصبح تأثير القيمة السوقية للأوراق المالية وصدمة سعر الصرف على الناتج المحلي الإجمالي أقل حدة بمرور الوقت. يمكن غالبًا نمذجة هذا النمط

باستخدام نموذج الانحدار الذاتي (AR) أو نموذج الانحدار الذاتي المتجهي (VAR)، حيث يكون للقيم السابقة تأثير متناقص على النتائج الحالية.

- التقارب نحو توازن جديد: يشير الرسم البياني إلى أن تأثير الصدمة على الناتج المحلي الإجمالي يتقارب نحو مستوى توازن جديد، وإن كان لا يزال سلبيًا. يشير هذا إلى أنه في الأمد البعيد، يتكيف الاقتصاد مع تغير للقيمة السوقية للأوراق المالية وصدمة سعر الصرف ولكنه يستقر عند مستوى ناتج محلي إجمالي أقل مما كان عليه قبل الصدمة، مما يعكس تأثيرًا دائمًا على الناتج المحلي الإجمالي.

- حجم التأثير: يوضح المحور Y في الرسم البياني حجم التأثير، حيث انخفض الناتج المحلي الإجمالي بنحو 45 وحدة بحلول نهاية الأرباع العشرة. ويوضح هذا مدى شدة للقيمة السوقية للأوراق المالية وصدمة سعر الصرف على الناتج المحلي الإجمالي، مما يشير إلى أن استقرار سعر الصرف أمر بالغ الأهمية للنمو الاقتصادي.



الشكل (4) استجابة GDP إلى CR_FIZ & CR_ORG

المصدر: من اعداد الباحث بالاستناد الى نتائج برنامج (Gretl)

يوضح الرسمان البيانيان (4) دالات الاستجابة النبضية (IRF) للناتج المحلي الإجمالي استجابة للصدمة في متغيرين مختلفين على مدى فترة 10 أرباع:

- الرسم البياني الأيسر: استجابة الناتج المحلي الإجمالي لصدمة في (CR_FIZ) الائتمان للأفراد.

حيث ان التأثير السلبي الأولي: تؤدي الصدمة (الزيادة) في الائتمان للأفراد إلى انخفاض الناتج المحلي الإجمالي بمرور الوقت. ويشير هذا إلى أن زيادة الائتمان للأفراد قد لا تساهم بشكل إيجابي في النمو الاقتصادي في الأمد البعيد، ربما بسبب ارتفاع الديون المدفوعة بالاستهلاك والتي لا تترجم إلى استثمار إنتاجي.

كما ان تراجع التأثير السلبي بمرور الوقت: يستمر التأثير السلبي على مدار الأرباع العشرة ولكن بمعدل متناقص، مما يشير إلى أن الاقتصاد يمتص الصدمة تدريجيًا، على الرغم من أن الناتج المحلي الإجمالي يظل متأثرًا سلبيًا.

وكذلك ممكن ان يعكس التأثير السلبي المستمر أنه في حين يعزز الائتمان الاستهلاكي الاستهلاك في الأمد القريب، فإنه لا يدعم نمو الناتج المحلي الإجمالي. وقد تشير النتائج إلى أن السياسات التي تركز على الائتمان الاستهلاكي وحده ليست فعالة في دفع النمو الاقتصادي في الأمد البعيد.

- الرسم البياني الأيمن: استجابة الناتج المحلي الإجمالي لصدمة في (CR_ORG) الائتمان للمنظمات (الشركات).

ان التأثير الإيجابي الفوري على النقيض من ذلك، تؤدي الصدمة (الزيادة) في الائتمان للمنظمات او الشركات إلى تأثير إيجابي كبير على الناتج المحلي الإجمالي يستمر في النمو بمرور الوقت. وهذا يوضح أن الإقراض للشركات والمنظمات مفيد للنمو الاقتصادي، ربما بسبب زيادة الاستثمارات في القطاعات الإنتاجية، مما يؤدي إلى زيادة الناتج والعمالة. كما ان التأثير الإيجابي المتزايد بمرور الوقت: تستمر استجابة الناتج المحلي الإجمالي في الارتفاع بشكل

مطرده، مما يشير إلى أن الائتمان للمنظمات او الشركات له تأثير تراكمي طويل الأمد على النمو الاقتصادي. ومن المرجح أن يدعم الائتمان الممنوح للشركات الاستثمار الرأسمالي والتقدم التكنولوجي والتوسع، وكلها محركات أساسية للنمو الاقتصادي المستدام. يتماشى هذا الاكتشاف مع المنظور الاقتصادي العام الذي يرى أن الائتمان التجاري أكثر توجهاً نحو النمو من الائتمان الاستهلاكي.

كما يمكن تحليل رياضياً من الرسم البياني الأيسر: تناقص الاستجابة السلبية

الذي يظهر التدهور الأسي: حيث تظهر الاستجابة تأثيراً سلبياً متناقصاً بشكل أسي، ويستقر عند حوالي 20- بحلول الربع العاشر. وهذا من سمات الاستجابة المثبطة حيث تفقد الصدمات الأولية شدتها بمرور الوقت ولكنها لا تزال تترك تأثيراً دائماً على الناتج المحلي الإجمالي. واستمرار الصدمة السلبية: يشير الرسم البياني رياضياً إلى أن الصدمات في الائتمان الاستهلاكي تخلق تأثيراً سلبياً مستمراً، وإن كان مستقرًا، على الناتج المحلي الإجمالي. وقد يشير هذا إلى أن الاقتصاد لا يتعافى تمامًا من أعباء الديون الاستهلاكية المتزايدة.

كما نلاحظ ان الرسم البياني الأيمن: النمو الأسي في الاستجابة من الاستجابة الإيجابية التراكمية: حيث ظهر الاستجابة للائتمان التنظيمي تأثيراً تراكمياً متزايداً على الناتج المحلي الإجمالي. وهذا يشير إلى فائدة مركبة بمرور الوقت، حيث تستمر صدمة الائتمان الأولية في تعزيز النمو الاقتصادي، على عكس صدمة الائتمان الفردية. وان تداعيات حلقة التغذية الراجعة الإيجابية: رياضياً، تشير الاستجابة الإيجابية إلى آلية تغذية مرتدة حيث يولد الائتمان للمنظمات (الشركات) نشاطاً اقتصادياً، مما قد يؤدي بدوره إلى المزيد من التوسع الائتماني والنمو، مما يعزز المسار الصاعد للاقتصاد.

حيث ان التقلبات الرئيسية في قيمة الناتج المحلي الإجمالي، الناجمة عن تأثير الصدمة وكذلك عن التغير في القيمة السوقية للبورصات، تحدث لمدة عام تقريباً، وبعد ذلك يستقر تأثير هذه الصدمة. وحدث صدمة على شكل ارتفاع حاد في حجم الائتمان الصادر للأفراد، له تأثير إيجابي على الناتج المحلي الإجمالي خلال الربعين الأولين من كل عام، ومن ثم يبدأ تأثير «الصدمة» في التراجع تدريجياً. يحدث تعافي الناتج المحلي الإجمالي بعد صدمة CR_ORG في غضون عام واحد تقريباً. وكما في الحالات السابقة، يكون هذا التأثير قوياً بشكل خاص خلال النصف الأول في كل عام منذ لحظة حدوث الصدمة. وهكذا، باستخدام بناء VECM، تم إجراء تحليل شامل لتأثير الصدمات في القيمة السوقية للسوق الأوراق المالية من 2003 إلى 2017، والائتمان المصرفي للأفراد والكيانات القانونية على النمو الاقتصادي في الاقتصاد الروسي. ولهذا الغرض، يتم استخدام تقنية وادوات الاقتصاد الرياضي والقياسي - تحليل فروق خطأ التنبؤ، مما يوضح مساهمة التغييرات في متغير معين في تباين خطأ التنبؤ الخاص به وتباين المتغيرات الأخرى. ويرد في الجدول مقتطف من تحليل تباين خطأ التنبؤ (2) والموضحة بيانياً في الشكل (5). كما يتبين من البيانات في الشكل (5)، المساهمة الرئيسية في تشتت أخطاء التنبؤ بالنمو الاقتصادي والائتمان المقدمة للمؤسسات والشركات تتم من خلال قيم الناتج المحلي الإجمالي نفسه (المنحنيات العلوية في كلا الشكلين). وفي رأينا أن هذا يرجع إلى المستوى العالي لمشاركة الدولة في اقتصاد البلاد. الدولة اليوم هي المالكة للشركات التي يصل إجمالي مساهمتها في الناتج المحلي الإجمالي، حسب تقديرات دائرة الإحصاء الفيدرالية للدولة FAS، إلى 70% (فيدوموستي، 2018)، مما يترك بصمة على عمل كل من سوق الاستثمار وسوق الائتمان المصرفي وسوق الأوراق المالية، النظام المالي بأكمله. وتتزايد مساهمة مؤشر منح ائتمان الشركات في تباين الأخطاء في توقعات النمو الاقتصادي على المدى المتوسط، رغم أنها لا تزال أقل من 10% (انظر الشكل 5، a). تبقى مساهمة مؤشر ائتمان الشركات في تشتت أخطاء التنبؤ بإقراض الشركات كبيرة (حوالي 20%) طوال فترة التنبؤ بأكملها (انظر الشكل 5، b).

الجدول (2) تحليل تباين الخطأ في التنبؤ %

Forecast	Quarter	GDP	CR_ORG	CR_FIZ	EXCHANGE
GDP	1	100	0	0	0
	5	98.7974	1.1340	0.0051	0.0635
	10	96.7715	3.0443	0.0136	0.1706
	15	95.2966	4.0443	0.0199	0.2485
	20	94.3163	5.3595	0.0240	0.3003
	1	68.4517	31.5483	0	0

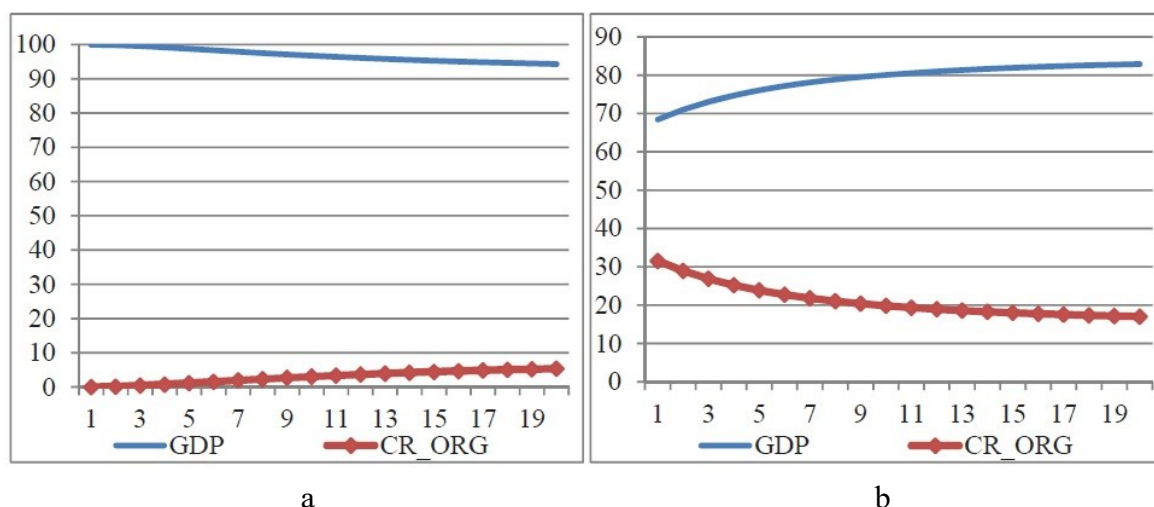
CR_ORG	5	76.0904	23.8886	0.0016	0.0194
	10	80.0985	19.8563	0.0034	0.0419
	15	81.9278	18.0123	0.0044	0.0545
	20	82.9101	17.0232	0.0049	0.0617
CR_FIZ	1	88.4102	0.5547	11.0351	0
	5	89.3964	1.6071	8.9736	0.0229
	10	89.6802	2.3253	7.9473	0.0472
	15	89.7703	2.6753	7.4944	0.0600
	20	89.8118	2.8646	7.2564	0.0672
EXCHANGE	1	0.1660	0.2335	0.8995	98.7010
	5	0.0480	0.0979	0.9357	98.9184
	10	0.0686	0.0506	0.9573	98.9235
	15	0.0974	0.0340	0.9679	98.9006
	20	0.1169	0.0258	0.9740	98.8833

المصدر: الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Gretl

أن هذه البيانات في الجدول تمثل مجموعة من القيم الاقتصادية المتوقعة لمتغيرات محددة (CR_FIZ) ، (EXCHANGE) (GDP) و (CR_ORG) عبر عدد من الفترات (Quarter) ، والتي تُظهر التطورات المتوقعة لهذه المتغيرات مع مرور الوقت.

حيث ان الناتج المحلي الإجمالي (GDP): أن الناتج المحلي الإجمالي يتناقص مع مرور الفترات، مما قد يشير إلى انكماش اقتصادي تدريجي. على سبيل المثال، في الفترة الأولى، كانت قيمة الناتج المحلي الإجمالي 100، وتستمر في الانخفاض حتى تصل إلى 94.3163 في الفترة 20.

وان الائتمان الممنوح للأفراد (CR_FIZ) نلاحظ أنه يبدأ بارتفاع تدريجي ثم ينخفض قليلاً بعد الفترات الأولى. من الفترة 1 إلى الفترة 20، نرى تناقصاً في معدل نمو الائتمان الممنوح للأفراد (مثلاً من 8.9736 إلى 7.2564). كما ان الائتمان الممنوح للشركات (CR_ORG): يمكن ملاحظة ارتفاعات وانخفاضات طفيفة عبر الفترات، مما قد يشير إلى تذبذب في مستويات الائتمان المؤسسي. وفي الفترة 1، كان CR_ORG عند 31.5483 ثم انخفض إلى 17.0232 في الفترة 20. هذا الانخفاض المستمر قد يشير إلى انخفاض الاستثمارات المؤسسية أو تراجع ثقة الشركات في الاقتصاد. ونلاحظ ان القيمة السوقية للعملة (EXCHANGE) نلاحظ تذبذب طفيف في سعر الصرف عبر الفترات المختلفة. في الفترات الأولى، يكون السعر عند حوالي 98.7010 ويستمر في التزايد الطفيف ليصل إلى حوالي 98.8833 في الفترة 20، مما يدل على استقرار نسبي مع اتجاه تصاعدي بسيط في قيمة العملة.



الشكل (5) تأثير الناتج المحلي الإجمالي وائتمان الشركات على تشنت النمو الاقتصادي (a) وائتمان الشركات (b) على المدى المتوسط.

المصدر: من اعداد الباحث بالاستناد الى نتائج برنامج (Gretl)

يظهر في هذا الرسم البياني في الشكل (5) استجابة الناتج المحلي الإجمالي (GDP) لصدمة في كل من الائتمان الممنوح للأفراد (CR_FIZ) والائتمان الممنوح للمؤسسات (الشركات) (CR_ORG) على مدى عدة أرباع. يتكون الرسم من منحنيين يمثلان تأثير الصدمات المختلفة على الناتج المحلي الإجمالي:

في الرسم الأيسر يكون تأثير CR_FIZ على GDP حيث يظهر انخفاضاً تدريجياً في الناتج المحلي الإجمالي عند وجود صدمة في الائتمان الممنوح للأفراد وكما يشير ذلك إلى أن زيادة الائتمان للأفراد قد يكون لها تأثير سلبي أو محدود على الناتج المحلي الإجمالي على المدى الطويل، حيث يستمر الناتج المحلي الإجمالي في التناقص.

وأن زيادة الائتمان للأفراد قد تؤدي إلى ارتفاع الاستهلاك، ولكن هذا الاستهلاك قد يكون على حساب المدخرات أو قد يؤدي إلى زيادة في الديون دون تحفيز كبير على النمو الاقتصادي المستدام.

وفي الرسم الأيمن يكون تأثير CR_ORG على GDP حيث ظهر ارتفاعاً مستمراً في الناتج المحلي الإجمالي عند وجود صدمة في الائتمان الممنوح للمؤسسات (الشركات) وان هذا يشير إلى أن زيادة الائتمان للمؤسسات التي تدعم النمو الاقتصادي، مما يؤدي إلى زيادة مستدامة في الناتج المحلي الإجمالي على مدى الأرباع. كما أن الائتمان الممنوح للمؤسسات والشركات يعزز الاستثمار في الأنشطة الإنتاجية ويخلق فرص عمل، مما يؤدي إلى نمو اقتصادي متواصل.

وفي هذا البحث والمدة من 2003 الى 2017، يمكن توقع أنه على المدى المتوسط، سيظل الدور الرائد في تمويل المؤسسات المحلية وجذب المدخرات وتخفيف مخاطر الاستثمار في القطاع الحقيقي للاقتصاد للبنوك، وسبقه دور سوق الأوراق المالية على الأرجح تبقى ضئيلة. واليوم لا توجد متطلبات مسبقة لتنفيذ عملية عدم الوساطة في روسيا الاتحادية وفقاً للسيناريو الذي يحدث في أوروبا والذي تم الانتهاء منه منذ فترة طويلة في الولايات المتحدة. بشكل عام، سيستمر رواد الأعمال في تفضيل الائتمان المصرفي على طرح الأسهم، وسيستمر الأفراد في وضع مدخراتهم في ودائع بدلاً من الأسهم.

4. الاستنتاجات: Conclusions

تم إجراء تحليل لتأثير الهيكل السوق المالي على النمو الاقتصادي للاقتصاد الروسي. تم إنشاء التكامل المشترك بين السلاسل الزمنية للناتج المحلي الإجمالي والائتمان المصرفي والقيمة السوقية الإجمالية لبورصة موسكو، وتم تقدير معاملات نموذج تصحيح الخطأ المتجه، وتم تحليل الاستجابة للصدمة المتغيرة. ونستنتج:

1. دور أكثر استقراراً للائتمان المصرفي في الاستقرار الاقتصادي مقارنة بتقلب رأس المال المدفوع بالسوق.
2. أن النظام المالي الموجه نحو البنوك له تأثير استقرار على الاقتصاد، على النقيض من النظام المدفوع بسوق الأوراق المالية، والذي يبدو أكثر تقلباً في الاستجابة للصدمة الاقتصادية.
3. يجب أن تركز السياسة النقدية على الحفاظ على استقرار سعر الصرف مع دعم النمو الاقتصادي من خلال إجراءات نقدية موجهة.
4. تشير التحليلات إلى أن الائتمان الممنوح للمؤسسات والشركات (مثل القروض والتسهيلات الائتمانية) له تأثير إيجابي على الناتج المحلي الإجمالي. دعم الائتمان للمؤسسات والشركات يعزز الاستثمارات في الأنشطة الإنتاجية، ويخلق فرص عمل، ويساهم في رفع معدلات الإنتاج والنمو.
5. تعد كفاءة الأسواق المالية أمراً ضرورياً لتعزيز أثرها على النمو الاقتصادي، حيث أن تحسين الكفاءة يساعد في تخصيص رأس المال بشكل أفضل وتقليل تكاليف المعاملات المالية.
6. الأسواق المالية الفعالة تتيح للمستثمرين والشركات الوصول إلى التمويل بتكلفة معقولة وشفافية، مما يساهم في دعم الاستثمار وتوجيهه إلى القطاعات الأكثر إنتاجية.
7. أن السياسات المالية والنقدية تؤثر بشكل كبير على أداء الأسواق المالية وبالتالي على النمو الاقتصادي. السياسات التي تشجع على الاستقرار المالي وتقلل من التضخم تعزز الثقة في الأسواق المالية، مما يدفع المستثمرين لزيادة استثماراتهم ويساهم في تعزيز النمو.
8. يُعتبر تحقيق الاستقرار المالي وتقليل تقلبات السوق من خلال التنظيم والإشراف المالي من العوامل الضرورية لتعزيز الفوائد الاقتصادية للأسواق المالية.

9. يعتمد النمو الاقتصادي إلى حد كبير على تطوير الائتمان المصرفي، وأقل على نمو رأس مال سوق الأسهم.
10. يكشف تباين خطأ التنبؤ في الأمد المتوسط عن تأثير القروض المقدمة للمؤسسات والشركات على النمو الاقتصادي وتباين الائتمان المصرفي.
11. استمرار رواد الأعمال في تفضيل الائتمان المصرفي على طرح الأسهم.
12. يؤسس التكامل المشترك للسلاسل الزمنية غير الثابتة: الناتج المحلي الإجمالي، وإجمالي رأس مال في بورصة موسكو، والإقراض المصرفي للأفراد والكيانات القانونية.
13. يؤكد اختبار إنجل-جرانجر على علاقة التوازن الطويلة الأجل ومصداقية الارتباط.

5. التوصيات: Recommendations

1. للأهمية الموضوع والمشكلة تم تعزيز البنية التحتية للأسواق المالية وتأثيرها في النمو بالاقتصاد الروسي، مع التركيز على تطوير الإطار التنظيمي لضمان استدامة النمو الاقتصادي.
2. يجب تركيز صناعات السياسات على تعزيز القطاع المصرفي ودعم قنوات الائتمان للشركات لدعم النمو.
3. الحاجة إلى سياسات تجتذب المزيد من المستثمرين الدوليين وتعزز نمو الشركات المحلية لتعزيز القدرة التنافسية والسيولة في بورصة موسكو.
4. يتطلب إصلاحات لجعل السوق أكثر جاذبية للمستثمرين.
5. تشجيع الشركات المحلية على الابتكار وتوسيع نطاقها العالمي.
6. يجب ان تواصل روسيا تطوير أسواقها المالية لجذب المزيد من رأس المال وتعزيز مرونتها الاقتصادية.
7. على صناعات السياسات بان يعطون الأولوية لزيادة الوصول إلى الائتمان للشركات لتحفيز نمو الناتج المحلي الإجمالي بشكل أكثر فعالية من زيادة الائتمان الاستهلاكي.
8. أن يعطوا الأولوية لاستقرار سعر الصرف لحماية النمو الاقتصادي. وقد تخفف التدخلات لتثبيت سعر الصرف أو إدارة احتياطات النقد الأجنبي من هذه التأثيرات السلبية.
9. للسياسات المالية والنقدية يجب ان تعدل مثل تعديلات أسعار الفائدة أو الإعانات المستهدفة أن تساعد في حماية الاقتصاد من التأثيرات السلبية على الناتج المحلي الإجمالي.
10. يمكن للدراسات المستقبلية أن تدرس التأثيرات غير المتماثلة لصددمات أسعار الصرف الإيجابية والسلبية، فضلاً عن دور التحوط في أسعار الصرف في الحد من تقلب الناتج المحلي الإجمالي.
11. تحفيز الائتمان المؤسسي: من المهم توجيه الجهود نحو تعزيز الائتمان للمؤسسات لدفع عجلة الاستثمار والنمو الاقتصادي.
12. لتحقيق نمو اقتصادي مستدام، يُوصى بتبني سياسات تشجع على توجيه التمويل إلى القطاعات الإنتاجية (عبر المؤسسات) مع مراقبة الائتمان الاستهلاكي الممنوح للأفراد، لضمان استدامة النمو وتحقيق تأثير إيجابي على الناتج المحلي الإجمالي.
13. تحقيق كفاءة واستقرار الأسواق المالية عبر تحسين التشريعات وتطبيق أفضل الممارسات الدولية.
14. إدارة المخاطر الاقتصادية الناتجة عن تقلبات الأسواق بشكل استباقي، وتطوير أدوات رقابية لضمان عدم تأثير التقلبات السلبية على الاقتصاد بشكل حاد.
15. تثقيف الأفراد في وضع مدخراتهم في ودائع بدلاً من الأسهم.
16. إن تأثير هذه الأسواق يعتمد بشكل كبير على مدى تطورها واستقرارها، بالإضافة إلى السياسات التنظيمية المعتمدة، مما يتطلب تطوير اليات منح الائتمان بشكل أكبر.
17. هذه رؤى هامة لصناع القرار حول كيفية تعزيز دور الأسواق المالية في دعم النمو الاقتصادي المستدام. لغرض الاستمرار وتحديث القرارات حسب الوضع الاقتصادي الانبي.

المصادر References

1. سالم، عماد عبد اللطيف، الدولة والقطاع الخاص في العراق، الادوار، الوظائف، السياسات (1921-1990)، بغداد، بيت الحكمة، 2001.
2. خالد واصف الوزني، حسين احمد الرفاعي، مبادئ الاقتصاد الكلي، ط10، دار وائل للنشر، الأردن، 2009، ص183

3. بول سامويلسون، ويليام نوردهاوس، علم الاقتصاد، ط1، مكتبة لبنان ناشرون، بيروت، 2006، ص 585
4. دومينيك سالفاتور، يوجين ديوليوي، مبادئ الاقتصاد، ترجمة فواد صالح، أكاديمية للنشر، بيروت، 2001، ص 228
5. اسماعيل عبد الرحمن، حربي محمد عريقات، مفاهيم و نظم اقتصادية التحليل الاقتصادي الكلي والجزئي، ط 1، وائل للنشر، الأردن، 2004، ص 276.
6. عبد الحميد القاضي، مقدمة التنمية و التخطيط الاقتصادي، دار الجامعات المصرية، مصر، 1975، ص 80.
7. محمد عبد العزيز عجمية التنمية الاقتصادية بين النظرية والتطبيق، الإسكندرية دار الجامعة للطباعة 2007، ص 74.
8. سالم توفيق ألنجفي، محمد صالح القرشي، مقدمة في اقتصاد التنمية، مديرية دار الكتب للطباعة والنشر، الموصل، العراق، 1988، ص 18.
9. عبد الوهاب الأمين، زكريا عبد الحميد باشا، مبادئ الاقتصاد، ط2، الكويت، 1987، ص 258.
10. بيتر بينكي، ديفيد بريشنيكو، طريقة التفكير الاقتصادي، ترجمة ليندا الحمود، ط 1، دار مصبا الحرية الأهلية، الأردن، 2008، ص 566.
11. طارق العكيلي، بعض انعكاسات النمو الكمي والنوعي للتعلم على التنمية، مجلة الإدارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية، 1996، العدد 8، ص 32.
12. بول سامويلسون، ويليام نوردهاوس، الاقتصاد، ترجمة هشام عبد الله، ط 1، الدار الاهلية للنشر والتوزيع، عمان، 2001، ص 588-613.
13. جيمس جوارتيني و ريجارد، الاقتصاد الكلي الاختيار العام والخاص، مترجم، عبد الفتاح عبد الرحمن، عبد العظيم محمد، دار المريخ، الرياض، 1999، ص 585-586
14. إسماعيل عبد الرحمن، حربي محمد عريقات، مفاهيم و نظم اقتصادية التحليل الاقتصادي الكلي والجزئي، ط 1، وائل للنشر، الأردن، 2004، ص 271.
15. فليح حسن خلف، التنمية و التخطيط الاقتصادي، ط 1، دار عالم الكتب الحديث، الأردن، 2006، ص 162.
16. عبد الوهاب الأمين، زكريا عبد الحميد باشا، مبادئ الاقتصاد، ط 2، الكويت، 1987، ص 260.
17. جيمس جوارتيني و ريجارد، الاقتصاد الكلي الاختيار العام والخاص، مترجم، عبد الفتاح عبد الرحمن، عبد العظيم محمد، دار المريخ، الرياض، 1999، ص 586
18. وزارة التخطيط، خطة التنمية الوطنية للسنوات 2010-2014، بغداد، 2009، ص 44.
19. ميشيل تودارو، التنمية الاقتصادية، ترجمة و مراجعة محمود حسن حسين و محمود حامد، دار المريخ، الرياض 2006، ص 169.
20. بول سامويلسون، ويليام نوردهاوس، الاقتصاد، ترجمة هشام عبد الله، ط 1، الدار الاهلية للنشر والتوزيع، عمان، 2001، ص 589
21. محمد صالح تركي القرشي، علم الاقتصاد والتنمية، ط 1، اثناء للنشر، الأردن، 2010، ص 55- 56
22. جيمس جوارتيني و ريجارد، الاقتصاد الكلي الاختيار العام والخاص، مترجم، عبد الفتاح عبد الرحمن، عبد العظيم محمد، دار المريخ، الرياض، 1999، ص 586
23. ميشيل تودارو، التنمية الاقتصادية، ترجمة و مراجعة محمود حسن حسين و محمود حامد، دار المريخ، الرياض، 2006، ص 173
24. جيمس جوارتيني و ريجارد، الاقتصاد الكلي الاختيار العام والخاص، مترجم، عبد الفتاح عبد الرحمن، عبد العظيم محمد، دار المريخ، الرياض، 1999، ص 587
25. نزار سعد الدين العيسى، إبراهيم سليمان قطف، الاقتصاد الكلي، مبادئ وتطبيقات، ط 1، دار حامد عمان، 2006، ص 44-47
26. جيمس جوارتيني و ريجارد، الاقتصاد الكلي الاختيار العام والخاص، مترجم، عبد الفتاح عبد الرحمن، عبد العظيم محمد، دار المريخ، الرياض، 1999، ص 588
27. C. Benson, Perspectives on the Economics of education, Boston, Houghton on miffin, Com, 1963, P80
28. King R., Levine R. Finance and Growth : Schumpeter Might Be Right // Quarterly Journal of Economics. 1993. Vol. 108, № 3. P. 717-737.
29. Alekhine B. I. Banks, stock exchanges and economic growth of Russia // Financial journal. 2017. No. 5. P. 71-83
30. Solodkaya T. I., Tali M. M. T., Industriev M. A. Analysis of the influence of the banking sector on the economic growth of the Russian Federation // Izv. Sarat. UN TA. New Ser. Ser. Econ. Control. Right. 2018. T18, No. 2. P. 148-154. doi: 10.18500/1994-2540-2018-18-2-148-154.

31. Solodkaya T.I., Tali M.M.T., Industriev M.A. Cross-country analysis of the impact of bank credit on economic growth // Izv. Sarat. UN TA. New Ser. Ser. Econ. Control. Right. 2018. T18, No. 3. P. 291-297. doi: 10.18500/1994-2540-2018-18-3-291-297.
32. Mankiw, Gregory, principles Of Economics, Harcourt College Publishers, Second Edition, USA, 2001, p555.
33. Kidwell, David and others, financial institutions, markets and money, 8th edition, USA, 2003, p62.
34. Oostenveld, R., Fries, P., Maris, E., & Schoffelen, J. (2010). FieldTrip: Open Source Software for Advanced Analysis of MEG, EEG, and Invasive Electrophysiological Data. Computational Intelligence and Neuroscience, 2011, 1-9.
35. دراسة بحثية لشركة برايس ووترهاوس كوبرز "أفضل 100 شركة عالمية من حيث القيمة السوقية". عنوان URL: <https://www.pwc.com/gx/en/audit-services/assets/pdf/global-top-100-companies-2018-report.pdf> (تاريخ الوصول: 2018/09/08).
36. بوابة المستثمرين "Investfunds". URL: <http://stocks.investfunds.ru/indicators/capitalization> (تاريخ الوصول: 2018/09/08).
37. بوابة المستثمرين "Investing.com". عنوان URL: <https://investing.com/equities> (تاريخ الوصول: 2018/09/08).
38. البنك الدولي. عنوان URL: <http://databank.worldbank.org> (تاريخ الوصول: 2018/09/05).
39. البنك المركزي للاتحاد الروسي [موقع إلكتروني]. URL: http://www.cbr.ru/statistics/?PrtId=pdko_sub (تاريخ الوصول: 01.09.2018).
40. دائرة الإحصاء الفيدرالية للدولة: [الموقع الإلكتروني]. عنوان URL: <http://www.gks.ru> (تاريخ الوصول: 2018/09/01).
41. Solodkaya T. I, Novikov A. I. نماذج للتنبؤ بالمؤشرات المالية والاقتصادية // تقنيات المعلومات والكمبيوتر في الاقتصاد والتعليم والمجال الاجتماعي. 2016. رقم 1 (11). ص. 111-123.
42. فيدوموستي: [موقع إلكتروني]. عنوان URL: <https://www.vedomosti.ru/Economys/articles/2016/09/29/658959-goskompaniikontroliruyut-ekonomiki> (تاريخ الوصول: 2018/09/25).