مجلة تنمية الرافدين

اسم المقال: الحرية الاقتصادية وأثرها في بعض مؤشرات أسواق الأوراق المالية دراسة: في عينة من البلدان العربية
اسم الكاتب: زهراء هاشم محمدعلي، بشار العراقي
رابط ثابت: https://political-encyclopedia.org/library/10173
تاريخ الاسترداد: 2026/11/22 17:26 +03

الموسوعة السياسيّة هي مبادرة أكاديمية غير هادفة للربح، تساعد الباحثين والطلاب على الوصول واستخدام وبناء مجموعات أوسع من المحتوى العلمي العربي في مجال علم السياسة واستخدامها في الأرشيف الرقمي الموثوق به لإغناء المحتوى العربي على الإنترنت.
لمزيد من المعلومات حول الموسوعة السياسيّة - Encyclopedia Political، يرجى التواصل على info@political-encyclopedia.org

استخدامكم لأرشيف مكتبة الموسوعة السياسيّة - Encyclopedia Political يعني موافقتك على شروط وأحكام الاستخدام المتاحة على الموقع https://political-encyclopedia.org/terms-of-use

تم الحصول على هذا المقال من موقع مجلة تنمية الرافدين كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة الموصل ورفده في مكتبة الموسوعة السياسيّة مستوفياً شروط حقوق الملكية الفكريّة ومتطلبات رخصة المشاع الإبداعي التي ينضوي المقال تحتها.

Research Paper

Economic Freedom and its Impact on Some Stock Market Indices Study: In a Sample of Arab Countries

Journal of
TANMIYAT AL-RAFIDAIN
(TANRA)
A scientific, quarterly, international, open access, and peer-reviewed journal

Vol. 44, No. 145
March. 2025

© University of Mosul | College of Administration and Economics, *Mosul, Iraq.*

TANRA retain the copyright of published articles, which is released under a "Creative Commons Attribution License for CC-BY-4.0" enabling the unrestricted use, distribution, and reproduction of an article in any medium, provided that the original work is properly cited.

Citation: Muhammad Ali, Zahraa H.;Al-Iraqi ,Bashar. (2025). "Economic Freedom and its Impact on Some Stock Market Indices Study: In a Sample of Arab Countries".***TANMIYAT AL-RAFIDAIN***, 44 (145), 135 -155, https://doi.org/10.33899/tanra.2024.153648.1410

P-ISSN: 1609-591X
e-ISSN: 2664-276X
tanmiyat.uomosul.edu.iq

Zahraa H. M. Ali[1]; Bashar Al-Iraqi[2]
(1,2) Department of Financial and Banking Sciences, College of Administration and Economics ,University of Mosul, Mosul. Iraq.

Corresponding author: Zahraa Hashem Muhammad Ali, Department of Financial and Banking Sciences, College of Administration and Economics ,University of Mosul, Mosul, Iraq.
bashar_ahmed@uomosul.edu.iq
DOI: 10.33899/tanra.2024.153648.1410

Article History: *Received*:15/9/2024; *Revised*:10/10/2024; *Accepted*:21/10/2024; *Published*: 1/3/2025.

Abstract
The research aims to provide a comprehensive presentation of theories and empirical studies that attempt to diagnose and analyze the mechanism and channels of transmission of the influence exerted by economic freedom in supporting the returns of the stock markets. As well as building a quantitative model capable of diagnosing the nature, value, and direction of the impact of economic freedom on the returns of stock markets in the Gulf Cooperation Council Countries for the period (2006-2020). To achieve this, the Balanced Panel Data was used, and the Autoregressive Distributed Lag and Pooled Mean Group (PMG/ARDL) methodology was adopted. The results of the quantitative model confirmed that the stock market return index of the sample countries in the long term is directly affected by economic freedom with its general index and its four sub-indicators of Government Size, Sound Money, International Trade Freedom, and Regulations, in an upward direction, while the effect was weak in the short term. These results also confirmed the inability of the Legal System and Property Rights index to effectively influence the return of the stock market in the GCC countries, whether in the short or long term.

Keywords:
Economic Freedom, Stock Market Return, Financial Market Performance, Fraser Institute, Discounted Cash Flows.

مجلة

تنمية الرافدين

(TANRA): **مجلة علمية، فصلية، دولية، مفتوحة الوصول، محكمة.**

المجلد (44)، العدد (145)، آذار 2025

© جامعة الموصل |
كلية الإدارة والاقتصاد، *الموصل، العراق.*

تحتفظ (**TANRA**) بحقوق الطبع والنشر للمقالات المنشورة، والتي يتم إصدارها بموجب ترخيص (Creative Commons Attribution) لـ (CC-BY-4.0) الذي يتيح الاستخدام، والتوزيع، والاستنساخ غير المقيد وتوزيع للمقالة في أي وسيط نقل، بشرط اقتباس العمل الأصلي بشكل صحيح.

الاقتباس: محمدعلي، زهراء هاشم؛ العراقي، بشار (2025). "الحرية الاقتصادية وأثرها في بعض مؤشرات أسواق الأوراق المالية دراسة: في عينة من البلدان العربية" ***تنمية الرافدين***، 44 (145)، 135-155، https://doi.org/10.33899/tanra.2024.153648.1410

P-ISSN: 1609-591X
e-ISSN: 2664-276X
tanmiyat.uomosul.edu.iq

ورقة بحثية

الحرية الاقتصادية وأثرها في بعض مؤشرات أسواق الأوراق المالية دراسة: في عينة من البلدان العربية

زهراء هاشم محمدعلي[1]؛ بشار العراقي[2]

قسم العلوم المالية والمصرفية، قسم العلوم المالية والمصرفية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، الموصل، العراق.

المؤلف المراسل: زهراء هاشم محمدعلي، جامعة الموصل ، قسم العلوم المالية والمصرفية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، الموصل، العراق.

bashar_ahmed@uomosul.edu.iq

DOI: 10.33899/tanra.2024.153648.1410

تاريخ المقالة: *الاستلام*:2024/9/15؛ *التعديل والتنقيح*:2024/10/10؛ *القبول*:2024/10/21؛ *النشر*: 2025/3/1.

المستخلص

يهدف البحث إلى تقديم رؤية شاملة عن الأطر النظرية والتجريبية الداعمة لتحديد الآثار التي يمكن أن تمارسها مستويات الحرية الاقتصادية, سواء بمؤشرها العام (FEI) أم بمؤشراتها الفرعية المتكونة من حجم الحكومة (SG), والنظام القانوني وحقوق الملكية (LS)، والنقود السليمة (SM)، وحرية التجارة الدولية (FT)، الكفاءة التنظيمية (RI),, في مؤشرات أسواق الأوراق المالية المتمثلة بالمؤشر العام لسوق الأوراق المالية (MR), ومؤشر القيمة السوقية (CA), ومؤشر حجم التداول (TR), ومؤشر معدل دوران الأسهم (TU), علاوة على تشخيص وتحليل آلية انتقال هذا التأثير والسبل التي تسهم من خلالها في دعم أداء أسواق الأوراق المالية وتعزيزها, وصولا إلى بناء أنموذج موضوعي كمي لتحديد نوع وقيمة واتجاه هذا التأثير في البلدان العربية, للمدة (2010–2022).

الكلمات الرئيسة

الحرية الاقتصادية, عائد سوق الأوراق المالية, مؤسسة Fraser, أداء الأسواق المالية.

المقدمة

يعد تطوير أسواق الأوراق المالية هدفاً رئيساً لكثير من اقتصادات العالم, استنادا إلى دورها المحوري في تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات المنتجة. فأسواق الأوراق المالية الفعالة عادة ما تسهم في تحفيز النمو الاقتصادي, من خلال قدرتها على تخصيص الموارد بكفاءة, وتوفير التمويل اللازم للشركات. ومع ذلك يختلف أداء أسواق الأوراق المالية بين الدول بشكل ملحوظ باختلاف وتباين متضمنات البيئة الاقتصادية والمؤسسية والتنظيمية السائدة في كل بلد. فالمستويات المرتفعة من الأطر الاقتصادية والمؤسساتية والقانونية الذي تعمل في ظلّه أسواق الأوراق المالية له تأثير كبير في مدى فعاليتها وقدرتها على تحقيق أهدافها. وفي هذا السياق تعد الحرية الاقتصادية, وما تعكسه مكوناتها المتعددة والمتنوعة بوصفها إحدى المؤشرات المهمة لتلك الأطر الاقتصادية والمؤسساتية والقانونية, مؤشراً مهماً على مدى ما هو متاح من تلك الأطر في البيئة الاستثمارية للدول التي تشكل بيئة داعمة لتطور أسواق الأوراق المالية, ومن خلال ما تمارسه من تأثير في سهولة الوصول إلى المعلومات وقوة حقوق الملكية وكفاءة الأنظمة القضائية والتنظيمية وحرية الاستثمار والتجارة. من هنا سعت هذه الدراسة إلى التحقق من طبيعة التأثير الذي يمكن أن تمارسه الحرية في مؤشرات أسواق الأوراق المالية, وتقدير وتحليل قوة واتجاه وطبيعة هذا التأثير في عينة من البلدان العربية باعتماد المؤشر العام للحرية الاقتصادية.

أهمية الدراسة

تكمن أهمية الدراسة في تسليط الضوء على الحرية الاقتصادية سواء بمفهومها العام أم بمكوناتها الفرعية, وتشخيص مدى قدرتها في التأثير في مؤشرات أسواق الأوراق المالية, للوقوف على التأثيرات الإيجابية منها, والتي يمكن أن تُدعمَ من خلالها هذه المؤشرات والعمل على تعزيزها, وتحديد التأثيرات السلبية التي يمكن أن تمارسها وتعيق بذلك أو تمنع من رفع مستويات مؤشرات أسواق الأوراق المالية والعمل على معالجتها.

مشكلة الدراسة

ماطبيعة وآلية التأثير الذي يمكن أن تمارسه الحرية الاقتصادية بمفهومها العام في مؤشرات أسواق الأوراق المالية؟

فرضية الدراسة

هناك تأثير إيجابي للحرية الاقتصادية بمفهومها العام في مؤشرات أسواق الأوراق المالية في البلدان العربية عينة الدراسة.

هدف الدراسة

تشخيص وتحليل آليات التأثير التي يمكن أن تمارسها الحرية الاقتصادية سواء بمفهومها العام أو من خلال مكوناتها الفرعية, ووفقا لما عرضته الأدبيات الاقتصادية والمالية والدراسات السابقة في مؤشرات أسواق الأوراق

المالية, واستشراف أنموذج كَمي قادر على تحليل وتفسير طبيعة وحجم التأثير الذي تمارسه الحرية الاقتصادية سواء بمفهومها العام في مؤشرات أسواق الأوراق المالية لعينة من البلدان العربية للمدة (2010–2022).

منهجية الدراسة

أ. استخدام المنهج الوصفي القائم على النظريات والدراسات التجريبية الاقتصادية والمالية التي تناولت موضوع الدراسة, بهدف تحديد ورصد وتشخيص آلية التأثير التي يمكن أن تمارسها الحرية الاقتصادية سواء بمفهومها العام, أو من خلال مكوناتها الفرعية في مؤشرات أسواق الأوراق المالية.

ب. الاستعانة بطرائق وأساليب الاقتصاد القياسي الحديثة المتمثلة بمنهجية الانحدار التجميعي (PRM) والأثر الثابت (FEM), والأثر العشوائي (REM) المستندة إلى البيانات المزدوجة المتوازنة (Balanced Panel Data).

حدود الدراسة

الحدود المكانية

شملت الدراسة عينة مكونة من أحد عشرَ بلداً عربياً هي, الجزائر, البحرين, مصر, الأردن, الكويت, المغرب, عُمان, قطر, السعودية, تونس, الإمارات العربية المتحدة. لانها بلدان عربية تمتلك مستويات مقبولة من الاستقرارية في بيئتها الاقتصادية والمالية والسياسية.

أ. **الحدود الزمانية:**

شملت الدراسة المدة (2010–2022), لأنها مدة اتسمت بتوفر بياناتها .

مراجعة الأدبيات ذات العلاقة

- **الدراسات العربية.**

1. اهتمت دراسة عبدالعاطي (2020), بأثر الحرية الاقتصادية على النمو الاقتصادي في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا, لثماني عشرة دولة من مجموعة دول الشرق الأوسط وشمال أفريقيا, للمدة 1995–2019, باستخدام المنهج القياسي في تقدير أنموذج متجه الأنحدار الذاتي للسلاسل المقطعية PVAR (Panel Vector Autoregressive Model), أظهرت نتائج العمل التجريبي وجود تأثير إيجابي لمؤشر الحرية الاقتصادية إجمالاً لكل دول المنطقة عينة الدراسة, حيث جاء مؤشر الحرية النقدية ضمن قنوات إنتقال الأثر الأبرز نظراً لأسباب تتعلق بتفوت النظم المعلنة والمطبقة للسياسات الاقتصادية خاصة فيما يتعلق بالنقد الأجنبي ومدى استقلالية البنك المركزي في السيطرة على معدلات التضخم.
2. وأكدت دراسة الشمري (2021), حول الحرية الاقتصادية والقطاع الخارجي وسبل النهوض بها في العراق للمدة 2010–2018, بإعتماد المنهج الوصفي التحليلي لواقع الحرية الاقتصادية في العراق وتحليل دور القطاع الخارجي في الاقتصاد العراقي, وبينت نتائج الدراسة أن زيادة درجة الحرية الاقتصادية بشكل عام

والقطاع الخارجي بشكل خاص يعني زيادة التوسع في الأنشطة الاقتصادية, فضلاً عن أن مؤشرات الحرية الاقتصادية لاتتمتع بمستوى مقبول لأنه يوصف ضمن حرية اقتصادية ضعيفة نتيجة ضعف سيادة القانون وتدخل الدولة في النشاط الاقتصادي كون العراق دولة ريعية, وضعف الكفاءة التنظيمية وفوضى الانفتاح على الخارج وضعف حماية الأستثمار.

- **الدراسات الأجنبية**

1. وجاءت دراسة Bergh (2019), لمعرفة هل الحرية الاقتصادية تعزز النمو الاقتصادي, للمدة 1975–2015, باستخدام المتغيرات في صيغة لوغاريتمية وأظهرت النتائج وجود تأثير غير متجانس للحرية الاقتصادية على عدم المساواة في الدخل, إذ إن الحرية الاقتصادية كانت مرتبطة بزيادة عدم المساواة في أعلى أجزاء توزيع الدخل في المقابل لم تظهر الحرية الاقتصادية تأثيراً ملحوظاً في عدم المساواة في الأجزاء الأدنى من توزيع الدخل, أي إن تأثير الحرية الاقتصادية على عدم المساواة في الدخل ليس بالضرورة أحادي الأتجاه أو بسيطاً, بل قد تكون له آثار متباينة في مختلف أجزاء توزيع الدخل.
2. وبينت دراسة Feldmann (2021), حول الحرية الاقتصادية واهتمام الناس بالتعليم للمدة 2005–2014, باستخدام منهجية الاحتمالية أو الاحصاء الاحتمالي، وكشفت الدراسة أن السكان في البلدان التي تتمتع بحرية اقتصادية أكبر لها اهتمام أكبر بالتعليم لتوفر فرص أكثر للتقدم الاقتصادي والاجتماعي عبر التعليم, مما يشجع السكان على الاستثمار في تطوير مهاراتهم وقدراتهم، وهذا يشجع تطوير رأس المال البشري عبر الاهتمام بالتعليم.

أولاً: الإطار النظري

1. الآلية المباشرة للعلاقة بين الحرية الاقتصادية وأداء سوق الأوراق المالية

يُجمع غالبية الاقتصاديين والماليين على أن تمتع البلدان بالحرية الاقتصادية، يعد من أكثر العوامل تحفيزا لتطور مؤشرات الأسواق المالية، فارتفاع معدلات الحرية الاقتصادية يُعد مؤشراً على مستوى الانفتاح الاقتصادي وتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، وما يولده من مناخ استثماري يعمل على جذب الشركات الاجنبية نحو الاستثمار في الأسواق المحلية، وفي المقابل سهولة وصول الشركات المحلية إلى الأسواق الأجنبية، مما يزيد من إيراداتها وفرص نموها، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الطلب على الأوراق المالية وبالتالي رفع أداء أسواقها، على النحو الذي يقود إلى تحسين بيئة الأعمال الدولية (Ansari & Rudra, 2022,1-7) وكما يؤكد Lipford (2007) وانطلاقاً من أهمية الحرية الاقتصادية في رفع المنافسة في الأسواق وتحفيز كفاءتها وإنتاجيتها والتخصيص الأمثل للموارد المتاحة، وبالتالي دعم مؤشرات تطوير السوق فإنه، يمكن أن تقدم الحرية الاقتصادية ومن خلال ما توفره من قوانين ولوائح لحماية المستثمرين، وتشجيع الشفافية والنزاهة في السوق، أرضية داعمة لتطوير المؤسسات المالية، وتوفير البيئة الملائمة لتعزيز تطور الأسواق المالية (الدباغ,2020, 35–36)

(Lombardo & ,(La Porta et al,1997,1131-1150) ,(Gwartney & Lawson,2003,405-430)
.(Li,2002,23-30),Pagano,2000,29)

ويؤيد (2022) Ansari & Rudra ذلك بالقول: إن ارتفاع معدلات حرية التجارة في تبادل السلع والخدمات بين الدول تعد عاملاً ايجابياً يدفع مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية نحو نموها وتطورها، فارتفاع مستويات الحرية يمكن أن يوفر إمكانية اكبر للوحدات الاقتصادية في الوصول إلى أسواق أكبر وزيادة حجم أعمالها، الامر الذي يصب في تحفيز النشاط الاقتصادي ككل، ويرفع أرباح الشركات وقيمتها، على النحو الذي ينعكس ايجاباً في مؤشرات سوق الأسهم، حيث إن تحقيق مستوى عالٍ من الحرية التجارية يمكن أن يمارس تأثيراً ايجابياً فعالاً في نمو الشركة وتوسعها، منعكساً في مؤشرات السوق الذي يتأثر بأداء الشركات المتداولة فيه (Ansari&Rudra,2022,1-7) (Hao et al,2011,605-635), (Burgstahler & Chen et al,2015,1839-1870), (Dichev,1997,187-215)

ويبّين تقرير Economic Freedom of the World, (2022) انطلاقاً من أهمية وجود النقود السليمة في سوق الأوراق المالية، بُعدّها عنصراً حاسماً لتعزيز التداول الفعال، أن ارتفاع مؤشر الحرية الاقتصادية بدلالة مؤشر النقود السليمة يمكن أن يؤدي إلى ارتفاع حجم التداول، وبالتالي تحسين سيولة الأسواق المالية، وبعبارة أُخرى يمكن القول: إن وجود مستوى كافٍ من النقود السليمة في السوق يمكن أن يساعد في تخفيض المخاطر المرتبطة بالتداول، وبالتالي يصب في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية واستقرارها (Economic Freedom of the World, 2022, 1-7).

ويضيف Gwartney et al (2022) إلى ذلك القول بأنه، يمكن أن تتجسد الاثار المباشرة للحرية الاقتصادية على أداء سوق الأوراق المالية، من خلال ما يمكن أن يحدثه تحرير المناخ الاستثماري من آثار إيجابية على ثقة المستثمرين في السوق، وبالشكل الذي يعزّز من قدرات أسواق رأس المال ويحفز الطلب على التمويل بشقيه الخارجي والداخلي، الأمر الذي يعكس وجود سلوك متزامن بين الحرية الاقتصادية وأداء الأوراق المالية، ويشير أيضا إلى أن استقرار النظام القانوني والاطار التشريعي المنظم للسوق المالية وحقوق الملكية ومن خلال ما يكفله من الالتزام بمعايير الشفافية والافصاح الكامل، وتحقيق العدالة وتوفير الحماية للمستثمرين والشركات، يمكن أن يسهم في دعم ثقة المشاركين في السوق، ويحفزهم إلى رفع مستوى نشاطهم التجاري في سوق الأوراق المالية، الامر الذي يزيد من كفاءة أداء السوق المالية ويدفعها باتجاه التطور (Gwartney et al, 2022, 2-20).

وضمن الاتجاه السابق نفسه يرى سعد (2013) أن الأسواق في الاقتصادات التي تعتمد على الملكية الخاصة وحرية الدخول والخروج إلى السوق، وانخفاض مستويات الضرائب، والتضخم تنمو بسرعة أكبر من تلك التي تتمتع بقدر أقل من التحرر الاقتصادي، حيث إن ارتفاع معدلات التضخم وما يرافقه من فقدان النقود لقوتها

الشـــرائية يجبر المســـتثمرين (العقلانيين) على حماية مدخراتهم من تلك المخاطر عبر زيادة اســـتثماراتهم في الموجودات المالية والحقيقية، بما في ذلك الأســهم، ونتيجة لذلك ترتفع أســعار الأســهم وتتأثر القيمة الســوقية للأسهم وحجم التداول ومؤشرات أخرى، مما يدفع مؤشرات السوق المالية باتجاه الارتفاع (سعد, 2013, 184)، في حين إن انخفاض مستويات الضريبة على الدخل، وما ينتج عنه من ارتفاع نسبة الدخل الشخصي كجزء من إجمالي الدخل، وارتفاع القوة الشـرائية للنقود، يؤدي إلى ارتفاع الطلب على الســلع والخدمات والمنعكس بارتفاع حجم إنتاجية الشـــركات لمواجهة الطلب المتزايد، وبالتالي ربحيتها، الأمر الذي يقود بمجموعه إلى ارتفاع الدخل القومي، الذي بدوره سـيؤدي إلى ارتفاع الطلب على الأوراق المالية في الأسـواق المالية ورفع نشـاطها (سـعد, 2013, 185)

أمّا فيما يتعلق بتأثير العوامل المتعلقة بالحرية الاقتصـادية في مؤشـرات السـياسـة النقدية، وبالتالي على أداء الأسـواق المالية، فيشـير Sufian & Habibullah (2010), Goel & Nelson (2005) إلى أن الحرية الاقتصـادية وما يصـاحبها من ميل الحكومات نحو اتباع سياسـات نقدية أكثر مرونة وتوجيهًا لسـعر الفائدة نحو السعر التوازني، يمكن أن يؤدي إلى تقليل التدخل الحكومي المباشر في السوق المالية وتحقيق توازن أفضل بين العرض والطلب، مما يؤدي إلى استقرار أسعار الفائدة، ويعزز الثقة في سوق المال، وفي المسار ذاته يمكن أن تؤدي السـياسـات النقدية والمالية السـليمة التي تنتج عن الحرية الاقتصـادية إلى اسـتقرار أسـعار صـرف العملة وتحســـين قيمتها النســـبية مقارنة بالعملات الأخرى، من خلال الـــــتأثير في تقييم الأصـــول في الســـوق المالية وبالتالي على أدائها، كما يمكن أن تســـهم الحرية الاقتصـــادية في الحد من التضـــخم الزائد والحفاظ في اسـتقرار الأسـعار، مما يخلق بيئة اسـتثمارية أكثر اسـتقرارًا وثقة للمسـتثمرين، فمعدلات التضـخم المنخفضـة والمستقرة عادةً ما يكون لها تأثير إيجابي في أداء الأسواق المالية (Sufian & Stocker,2005,583-594),(Goel & Nelson, 2005, 121-133),Habibullah, 2010,77-91) .

2. الآلية غير المباشرة للعلاقة بين الحرية الاقتصادية وأداء سوق الأوراق المالية.

يمكن أن تؤثر الحرية الاقتصادية ومكوناتها بشكل غير مباشر في أسعار الأسهم من خلال آليات متعددة، أحدها تقليص حجم القطاع الحكومي، وما يصـــاحبه من انخفاض في حجم الانفاق الاســـتهلاكي والاســـتثماري العـام، المنعكس بتقليص مســـتوى المنـافســـة بين القطـاع الحكومي والقطـاع الخـاص على رؤوس الاموال الاستثمارية، مما يوفر للقطاع الخاص مزيدا من الفرص للوصول إلى رؤوس الأموال المتاحة للاستثمار، ويمّكن الشركات الخاصة من الاستفادة من فرص جديدة لتقديم خدمات كانت تقتصر سابقاً على القطاع الحكومي، مما يرفع من حجم إيراداتها، وزيادة حصتها السوقية، وتعزيز أداء أسهمها، وبالتالي مؤشر السوق الذي تمثل جزءاً منه، كما يشـير Harvey (1991) وحسـب النظريات المفسـرة للمحفظة الاسـتثمارية الدولية، إلى أن سَـعيَ المسـتثمرون للحصـول على أرباح غير عادية، يسـتلزم الدخول إلى الأسـواق المالية الدولية لتحليل المعطيات

الاقتصـــادية والســـياســـية والاجتماعية الدولية، لتحديد الفرص الاســـتثمارية المحتملة، ومراجعة وتقييم مختلف الموجودات المالية المتاحة في تلك الأســـواق (Harvey, 1991, 111-157) عبر تحليل العوائد المتوقعة والمخاطر المرتبطة بهذه الموجودات لتحديد المراجحة بينها واختيار الاستثمارات التي توفر فرصـاً جيدة لتحقيق أرباح عالية (Dell et al,2008,12) (Obstfeld, 2009,7),(Ullah & Jan,2020,110-126).

ويضيف Gwartney et al, (2022) إلى ذلك القول إن، مؤشر التوازن المالي المعبر عنه بحجم الفجوة الايجابية بين الايرادات والنفقات الحكومية، يمكن أن يؤثر في أداء سـوق الأوراق المالية، حيث إن اتسـاع حجم هذه الفجوة وما يصاحبه من انخفاض مستويات الاقتراض الحكومي، يمكن أن يؤثر ايجاباً في أداء سوق الأوراق المالية، من خلال ما يحدثه من آثار سـلبية في أسـعار الفائدة المنعكسـة بزيادة توفر الائتمان للاسـتثمار في الأسـواق المالية، نتيجة للسـياسـة النقدية التوسـعية، الأمر الذي يرفع من حجم الطلب على الأسـهم الذي يؤدي بدوره إلى ارتفاع أسعارها، ومن ثم ارتفاع مؤشر أداء سوق الأوراق المالية بشكل عام (Escosura, 2018, 8).

وضـــمن حلقـة أخرى للتـأثير يتوســـطهـا النمو الاقتصـــادي كمتغير نـاقـل، يوثّق Blau (2017) Ciftci & Durusu-Ciftci (2022) أن النمو الاقتصـادي وأداء الأسـواق المالية يرتبطان بشـكل وثيق، مرسـخين آثاراً إيجابية تبادلية أصـلها تواجدهما في بيئة اقتصـادية تتسـم بالتطور والانفتاح، حيث يمكن أن تحسـن الحرية الاقتصـادية من أداء الأسـواق المالية من خلال تحفيز النمو الاقتصـادي، وتشـجيع المشـاريع الصـغيرة والمتوسـطة وتعزيز الابتكار والاسـتثمار، وجذب تدفقات الاسـتثمار الأجنبي المباشـر، وزيادة الشفافية وتقليل التدخل الحكومي غير المبرر، على النحو الذي يعزّز الثقة في الأسواق المالية ويرفع من مستوى الاســـتثمار والتداول، ويقلل من التقلبات الســـعرية، موثقاً الأثر الإيجابي للحرية الاقتصـــادية في دعم وزيادة الإنتاجية وتحسين الأداء الاقتصـادي، والذي يصـب بمجموعه في تحسـين كفاءة أداء الأسـواق المالية (Blau, 2017, 47, 33-46) (Ciftci & Durusu-Ciftci,2022,233-254).

واسـتكمالاً لما تقدم، وفي أطار اختلاف تأثيرات الحرية الاقتصـادية في الأسـواق المالية اعتمادًا على نوع السـوق من حيث كونه سـوق (أسـهم أو سـندات)، يؤكد Osinubi & Amaghionyeodiwe (2003) على اقتصـار تأثيراتها الإيجابية في سـوق الأسـهم، وضـمن ما يعرف بجذب وتحفيز الاسـتثمار، عبر رفع مسـتويات سـيولته من خلال تشـجيعها أصـحاب الأعمال من المسـتثمرين المحليين والأجانب على الاسـتثمار في السـوق مـدفوعين في ذلـك بســـعيهم لتغطيـة فرص اســـتثمـاريـة تتمتع بمســـتويـات مقبولـة من العوائـد، الأمر الـذي يعمـل على تعزيز الطلـب في الأوراق المـاليـة المحليـة، وبـالتـالي دعم وتعزيز كفـاءة وفـاعليـة أســـواقـهـا (Osinubi & Amaghionyeodiwe, 2003,103-129) (Kjosevski, Petkovski & Stojkov, 2023, 251-273)

من جانب آخر يعتقد Calcagno & Benefield (2013)، بناء على قدرة الحرية الاقتصادية في تقييد تكلفة الاقتراض، ورفع مستويات عوائد وسيولة أدوات الدين وتحسين جودتها، ونقلها إلى مستويات أعلى من القبول والجاذبية محليا ودوليا، كظهور السندات عالية العائد, بحيث تصبح أضخم حجما وأكثر سيولة وافضل اندماجا دوليا على النحو الذي يُسهل على المستثمرين شراءَها وبيعَها، وما يسببه ذلك من نمو إصداراتها، الذي ينعكس بالتالي على تحسين كفاءة أسواق تداولها.(Calcagno & Benefield,2013, 72-85) (Zingales, 2003, 175).

علاوة على ذلك فإنه نظرا لما توفره الحرية الاقتصادية من حالة من المنافسة، تؤدي بدورها إلى فوز الشركات الأكثر كفاءة، وما يحدثه ذلك من تعزيز ثروة أصحابها وتركّز ملكية الأسهم في أيدي قلة من الأشخاص، على النحو الذي يصبّ في رفع مستوى عدم المساواة واتساع الفجوة بين الأغنياء والفقراء المنعكس بانخفاض الاستهلاك ومستويات الاستثمار الذي قد يكون سببا آخر يدفع الأسواق المالية إلى التراجع عند ارتفاع مستويات الحرية الاقتصادية (Cheng & Shum,2013,144) .

كما قد تحمل الحرية الاقتصادية في طياتها انتشار الممارسات غير الأخلاقية في السوق، كالتلاعب بالأسعار والتحايل الناجم عن نقص المعلومات المتاحة للمستثمرين، ممّا قد يُؤدّي إلى اتخاذ قرارات استثمارية خاطئة، الأمر الذي يحدّ من استجابة الأسواق المالية إلى تأثيرات الحرية الاقتصادية بصورة إيجابية وربما في بعض الاحيان بصورة سلبية (Hooper,2019,396).

وفي الاطار ذاته، تختلف تأثيرات الحرية الاقتصادية في أسواق الأسهم اعتمادًا على مستوى التطور الاقتصادي للبلاد، حيث تؤدي المؤسسات القوية دورًا مهمًا في الحدّ من مخاطر الحرية الاقتصادية في أسواق الأوراق المالية، كما يمكن أن تضمن السياسات الحكومية من خلال قوانينها ولوائحها، استقرار السوق ومنع الممارسات غير الأخلاقية، وتعزيز الشفافية من خلال توفير المعلومات للمستثمرين، فضلاً عن تثقيف المستثمرين بشأن مخاطر الاستثمار وكيفية اتخاذ قرارات استثمارية سليمة (Medina-Moral & Montes-Gan,2018,44-66).

ثانياً. مصادر البيانات

بهدف توحيد مصادر البيانات، وتجنب تباينها واختلافها أُعتمدت قاعدة بيانات التنمية المالية العالمية (Global Financial Development Database) الصادرة عن البنك الدولي, وقاعدة بيانات البوابة العربية للتنمية (Arab Development Portal) التابعة لبرنامج الأمم المتحدة الإنمائي للوصول إلى بيانات مؤشرات أسواق الأوراق المالية للبلدان العربية, في حين تم الاستعانة بإحصاءات مؤسسة Fraser (The Fraser Institute)، للوصول إلى بيانات مؤشر الحرية الإقتصادية (EFI) (Economic Freedom Index), علاوة على المؤشرات الفرعية الخاصة به.

- **متغيرات الأنموذج**

الجدول (1) متغيرات البحث

المتغيرات المعتمدة			
ت	**المتغير**	**المؤشر**	**الرمز**
1	المؤشر العام لسوق الأوراق المالية	معدل النمو في المؤشر العام لسوق الأوراق المالية	MR
2	القيمة السوقية	قيمة الأسهم المدرجة في سوق الأوراق المالية/ الناتج المحلي الإجمالي	CA
3	حجم التداول	قسمة إجمالي قيمة الأوراق المالية المتداولة في السوق/ الناتج المحلي الإجمالي	TR
4	معدل دوران السهم	القيمة الإجمالية للاسهم المتداولة إلى القيمة السوقية لإجمالي الأسهم المدرجة في السوق	TU
المتغيرات التوضيحية			
ت	**المتغير**	**الرمز**	**التأثير**
المؤشر العام للحرية الاقتصادية			
الحرية الاقتصادية		FEI	+
المؤشرات الفرعية للحرية الاقتصادية			
1	حجم الحكومة	*(SG)*	+
2	النظام القانوني وحقوق الملكية	*(LS)*	+
3	النقود السليمة	*(SM)*	+
4	حرية التجارة الدولية	*(FT)*	+
5	الانظمة	*(RI)*	+

المصدر: من إعداد الباحثين بناءً على الجانب النظري

وعليه يمكن صياغة نماذج التقدير كدالة رياضية يُستند إليها في بناء المعادلة القياسية, إلى اربعة نماذج, تعتمد النماذج الأربعة على المؤشر العام للحرية الاقتصادية بوصفه متغيراً مستقلاً, كما يأتي:

$$MR = f(\text{FEI})$$
$$CA = f(\text{FEI})$$
$$TR = f(\text{FEI})$$
$$TU = f(\text{FEI})$$
$$MR = \beta_0 + \beta_1 \text{FEI} + \varepsilon_i$$
$$CA = \beta_0 + \beta_1 \text{FEI} + \varepsilon_i$$
$$TR = \beta_0 + \beta_1 \text{FEI} + \varepsilon_i$$
$$TU = \beta_0 + \beta_1 \text{FEI} + \varepsilon_i$$
$$MR = f(\text{SG}, LS, SM, \text{FT}, \text{RI})$$
$$CA = f(\text{SG}, LS, SM, \text{FT}, \text{RI})$$
$$TR = f(\text{SG}, LS, SM, \text{FT}, \text{RI})$$
$$TU = f(\text{SG}, LS, SM, \text{FT}, \text{RI})$$

$$MR = \beta_0 + \beta_1 SG + \beta_2 LS + \beta_3 SM + \beta_4 FT + \beta_5 RI + \varepsilon_i$$
$$CA = \beta_0 + \beta_1 SG + \beta_2 LS + \beta_3 SM + \beta_4 FT + \beta_5 RI + \varepsilon_i$$
$$TR = \beta_0 + \beta_1 SG + \beta_2 LS + \beta_3 SM + \beta_4 FT + \beta_5 RI + \varepsilon_i$$
$$\text{TU} = \beta_0 + \beta_1 SG + \beta_2 LS + \beta_3 SM + \beta_4 FT + \beta_5 RI + \varepsilon_i$$

منهجية تقدير الأنموذج

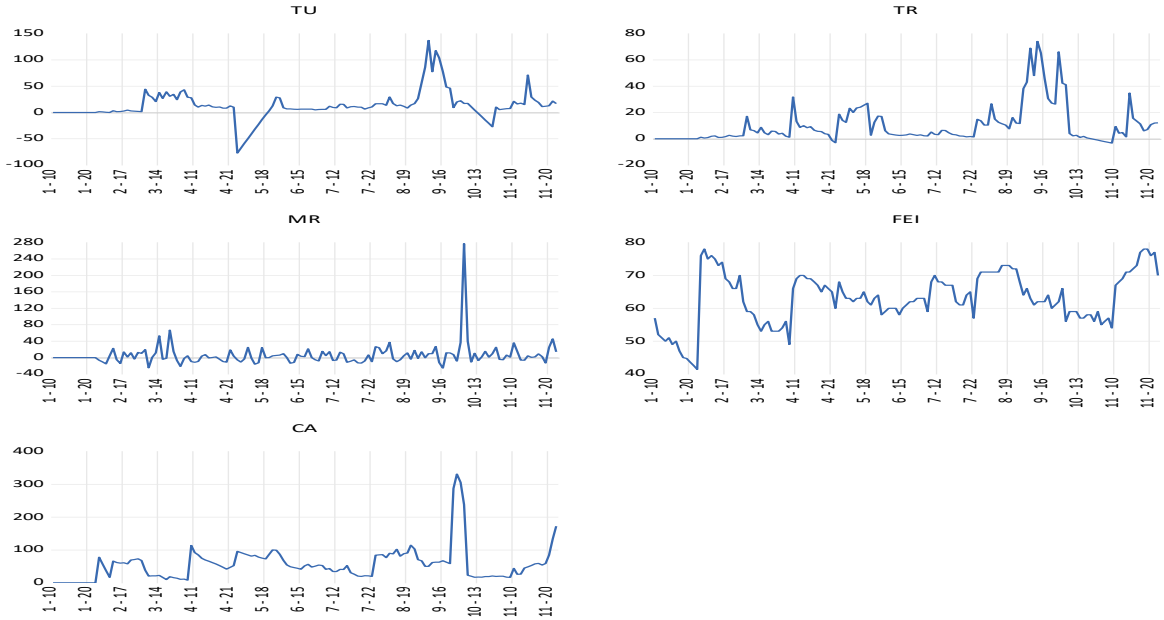
بهدف الحصــول على تقديرات كمية دقيقة وموثوقة لأثر الحرية الاقتصــادية بمؤشــرها العام(FEI), في مؤشـرات أسـواق الأوراق المالية المتمثلة بالمؤشـر العام لسـوق الأوراق المالية (MR), والقيمة السـوقية (CA), وحجم التداول (TR), ومعدل دوران الأسـهم (TU), في البلدان العربية عينة الدراسـة, وضـمان توافق التقديرات مع الأطر النظرية والتجريبية والواقع الاقتصــادي والمالي لتلك الدول, أُعتمدت منهجية الاثر التجميعي (PRM) (Pooled Regression Model) والأثر الثـابـت(EFM) (Fixed Effect Model) والأثر العشـــوائي (Random Effect Model)(RFM) المســـتند إلى البيانات المدمجة او المزدوجة (Balanced Panel Data) (Pesaran et al,2001,289-326), ووفقا للخطوات الآتية:

- **اختبار استقرارية البيانات المزدوجة**

هو إجراء إحصـائي يهدف إلى تقييم مدى اسـتقرار العلاقة او الارتباط بين المتغيرات المقطعية والسـلاسـل الزمنية عبر مُدد زمنية متعددة, فإجراء اختبارات الاستقرارية يساعد في تحديد ما اذا كانت السلاسل الزمنية تتأثر بتغيرات مؤقتة او دائمة, بمعنى هل هناك تغيرات نمطية في السـلاسـل الزمنية تؤثر في المتغير المعتمد، وهذا يعني أن الزمن ذاته يؤدي دورا مهما في تفسير التغيرات في المتغير المعتمد (الدباغ,2020, 75), بدلا من وجود علاقة فعلية بين المتغيرات المسـتقلة على تفسـير التغير في المتغير المعتمد. ويعد اختبارُ جذر الوحدة أحد أهم واكثر الاختبارات شيوعا في الدراسات الاقتصادية, حيث يهدف إلى تحديد ما اذا كانت السلسلة الزمنية تتبع نمطاً ثابتا عبر الزمن أم لا (العراقي,2017, 445–474). وعادة ما يفضـل اسـتخدام اختبار(LLC) (Levin-Lin-

Chu) في تحليل السلاسل الزمنية للبيانات المزدوجة, ويعتبر أحد الاختبارات الشائعة والمستخدمة على نطاق واسع في تحليل الاستقرارية الزمنية, إذيتم تنفيذ اختبار (LLC) من خلال تطبيق أنموذج الانحدار على السلسلة الزمنية وتحليل الأخطاء المتبقية, (Levin,2002,4-11).

الشكل (1) الرسوم البيانية للبيانات المزدوجة المتوازنة لمتغيرات الأنموذج



المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج برنامج Eviews 10

الجدول (2): نتائج اختبار Levin-Lin-Chu,2002 لاستقرارية البيانات المزدوجة لمتغيرات الأنموذج

Variable	Level		
	None	Intercept	Trend & Intercept
MR Prob	-0.29997 0.5761	-4.52129 0.0003	-4.50977 0.0021
CA Prob	-262281 0.0039	-4.83013 -0.0001	-5.05164 0.0003
TR Prob	-2.38718 0.0169	-4.01126 0.0018	-4.17383 0.0063
TU Prob	-3.05395 0.0025	-3.46174 0.0105	-3.53060 0.0401
FEI Prob	-3.36158 0.0001	-1.53832 0.0620	-2.52296 0.0058

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج برنامج Eviews 10

أنموذج الحرية الاقتصادية بمؤشرها العام (FEI)

يوضح الأنموذج الرئيس، أثر الحرية الاقتصادية ممثلةً بمؤشرها العام (FEI) في مؤشرات سوق الأوراق المالية بدلالة المؤشر العام لسوق الأوراق المالية (MR), ومؤشر القيمة السوقية (CA), ومؤشر حجم التداول (TR), ومؤشر معدل دوران الأسهم (TU). وبإسقاط المتغير التوضيحي المتمثل بالحرية الاقتصادية بمؤشرها العام (FEI) على المتغيرات المعتمدة المتمثلة بالمؤشر العام لسوق الأوراق المالية (MR), ومؤشر القيمة السوقية (CA), ومؤشر حجم التداول (TR), ومؤشر معدل دوران الأسهم (TU). وباعتماد اختبار Chow-Test (1960) للتحقق من أفضلية الاختيار بين الأنموذجين (FEM) و (PRM), الذي عكست نتائجه التي أُدرجت في الجدول (3)، ما يأتي:

- أثبت الأنموذج الأول الخاص بالمؤشر العام لسوق الأوراق المالي (MR), ووفقا لقيمة الاحتمالية (.Prob) المحسوبة إحصائياً التي تجاوزت قيمتها حالجز الـ 5%, إمكانية ترجيح أنموذج الانحدار التجميعي (PRM) وَعّده الاكثر ملاءمة وأفضلية مقارنة بأنموذج الأثر الثابت (FEM).
- أكدت النماذج الثلاثة المتعلقة بمؤشر القيمة السوقية (CA), ومؤشر حجم التداول (TR), ومؤشر معدل دوران الأسهم (TU), وانعكاساً لانخفاض قيمة الاحتمالية (.Prob) المحسوبة إحصائياً إلى مادون الـ 5%, على إمكانية ترجيح أنموذج الأثر الثابت (FEM) وعدّه الاكثر ملاءمة وأفضلية مقارنة بأنموذج الانحدار التجميعي (PRM).

الجدول (3): اختبارات Chow-Test لأثر المؤشر العام للحرية الاقتصادية

Redundant Fixed Effects Tests **Equation: Untitled** **Test cross-section fixed effects**			
1. أنموذج المؤشر العام لسوق الأوراق المالية MR			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	1.758163	(10,131)	0.0745
Cross-section Chi-square	18.009014	10	0.0548
2. أنموذج القيمة السوقية CAP			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	9.179212	(10,131)	0.0000
Cross-section Chi-square	75.938981	10	0.0000
3. أنموذج حجم التداول TRA			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	52.669387	(10,131)	0.0000
Cross-section Chi-square	230.736542	10	0.0000
4. أنموذج معدل دوران الاسهمTUR			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	159.218022	(10,131)	0.0000
Cross-section Chi-square	368.472319	10	0.0000

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج برنامج Eviews 10

وكخطوة لاحقة لإجراء اختبار Chow-Test (1960) وما أظهره من خلال انخفاض قيمة (.prob) لجميع النماذج عند حاجز الـــ 0.05، من معنويته الإحصائية وترجيحه لقبول فرضية العدم، وما تدل عليه من امكانية ترجيح أنموذج الأثر الثابت (FEM) وَعدّه الاكثر ملاءمة وأفضـــلية مقارنة بنتائج أنموذج الإنحدار التجميعي (PRM) بالنسبة لجميع النماذج باستثناء أنموذج المؤشر العام لسوق الأوراق المالية (MR)، بعد أن فشل الاختبار باجتيازه حاجز المعنوية الـــ 0.05، وبما يرجّح رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة، وما تنص عليه من أفضـــلية أنموذج تقدير الانحدار التجميعي (PRM)، والتوقّف عن هذه الخطوة بالنســـبة لهذا الأنموذج، بينما تأتي الخطوة الثانية لاختبار الأنموذج ذي الأفضـلية من حيث اتسـاق النتائج المقدرة عند مقارنة نتائج نماذج الأثر الثابت (FEM) بالنماذج المقابلة لها من الأثر العشـوائي (REM), وللنماذج الثلاثة السـابقة المتمثلة بأنموذج القيمة الســوقية (CA), وأنموذج حجم التداول (TR), وأنموذج معدل دوران الأســهم (TU)، بالاستناد إلى اختبار Hausman المدرجة نتائجه في الجدول (4).

الجدول (4) اختبار Hausman لأثر المؤشر العام للحرية الاقتصادية في مؤشرات أسواق الأوراق المالية

Correlated Random Effects - Hausman Test Equation: Untitled Test cross-section random effects			
1. أنموذج المؤشر العام لسوق الأوراق المالية MR			
Test Summary	Summary Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f	Prob.
Cross-section random	-	-	-
2. أنموذج القيمة السوقية CAP			
Test Summary	Summary Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f	Prob.
Cross-section random	2.259088	1	0.1328
3. أنموذج حجم التداول TRA			
Test Summary	Summary Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f	Prob.
Cross-section random	0.022975	1	0.8795
4. أنموذج معدل دوران الاسهمTUR			
Test Summary	Summary Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f	Prob.
Cross-section random	0.083915	1	0.7721

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج برنامج Eviews 10

أظهرت نتائج اختبار Hausman المدرجة في الجدول (4) وفي مجملها ترجيح رفض فرضية العدم، وقبول الفرضية البديلة وما تعكسه من اتساق النتائج المقدرة وفقا لمنهجية الاثر العشوائي (REM) مقارنة بأنموذج الأثر الثابت (FEM), وبناءً على ما تقدم، يمكن إدراج النماذج المعتمدة التي حققت الأفضلية سواء من خلال اختبار Hausman أو اختبار Chow-Test (1960), في الجدول (3).

جدول (5): نتائج تقدير أثر الحرية الاقتصادية بمؤشرها العام FEI في مؤشرات أسواق الأوراق المالية

Dependent Variable: Y Sample:2022−2010 Periods included: 13 Cross-sections included:11 Total panel (balanced) observations: 143				
1. أنموذج المؤشر العام لسوق الأوراق المالية MR				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FEI	-1.504918	0.729480	-2.063002	0.0411
C	100.3869	46.05230	2.179845	0.0311
Cross- section random				
R-squared	0.120329	F-statistic	3.629024	
Adjusted R-squared	0.046463	Prob. (F-statistic)	0.007634	
Durbin-Watson stat	1.193742			
2. أنموذج القيمة السوقية CAP				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FEI	2.564950	0.501746	5.112047	0.0000
C	-105.4907	31.88591	-3.308379	0.0012
Cross- section random				
R-squared	0.156361	F-statistic	26.13302	
Adjusted R-squared	0.150377	Prob. (F-statistic)	0.000001	
Durbin-Watson stat	0.261905			
3. أنموذج حجم التداولTRA				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FEI	0.211722	0.093304	2.269166	0.0248
C	-3.231016	7.881440	-0.409952	0.6825
Cross- section random				
R-squared	0.010126	F-statistic	3.442332	
Adjusted R-squared	0.003105	Prob. (F-statistic)	0.023177	
Durbin-Watson stat	1.426947			
4. أنموذج معدل دوران الاسهمTUR				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FEI	-0.220746	0.115888	-1.904820	0.0590
C	26.88167	7.307680	3.678551	0.0003
Cross- section random				
R-squared	0.271196	F-statistic	3.692490	
Adjusted R-squared	0.197751	Prob. (F-statistic)	0.000055	
Durbin-Watson stat	0.486930			

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج برنامج Eviews 10

1. مارست الحرية الاقتصادية بمؤشرها العام (FEI) كما تبينه نتائج النماذج الأربعة, ومن خلال ماعكسته قيمة اختبار (.prob) التي لم تجاوز حاجز الـــ 0.05, تأثيرا في أداء سوق الأوراق المالية بدلالة المؤشر العام لسوق الأوراق المالية (MR)، ومؤشر القيمة السوقية (CA), ومؤشر حجم التداول (TR), ومؤشر معدل دوران الأسهم (TU).
2. جاءت نتائج أنموذجي القيمة السوقية (CA), وحجم التداول (TR) التي عكست التأثير الإيجابي لمتغير الحرية الاقتصادية بمؤشره العام (FEI) في المؤشرين كليهما, متوافقة مع المنطق الاقتصادي والدراسات التجريبية التي أطّرت لهذه العلاقات، التي تشير إلى أن زيادة الحرية الاقتصادية من خلال مؤشرها العام يعمل على رفع مستويات القيمة السوقية (CA)، وحجم التداول (TR), فارتفاع مستوى مؤشر الحرية الاقتصادية بمفهومها العام بمقدار الواحد صحيح سيسهم في رفع القيمة السوقية (CA)، وحجم التداول (TR) للبلدان العربية – عينة الدراسة – بمقدار (2.564)، (0.211) على التوالي، مايعكس تغير القيمة السوقية، وحجم التداول بواقع (2.564950)، (0.211722) على التوالي.
3. جاء الأثر السلبي لمتغير الحرية الاقتصادية بمؤشرها العام (FEI) في المؤشر العام لسوق الأوراق المالية (MR)، ومؤشر معدل دوران الأسهم (TU)، مناقضاً للمنطق الاقتصادي، فارتفاع مستويات الحرية الاقتصادية بمؤشرها العام (FEI) بمقدار واحد صحيح، يسبب انخفاضاً في كل من المؤشر العام لسوق الأوراق المالية (MR)، ومؤشر معدل دوران الأسهم (TU) وبمعاملات (1.504)، (0.220) على التوالي, إذ قد يؤدي الارتفاع في مستويات الحرية الاقتصادية المفرطة إلى إتاحة فرص للسلوكيات المضارية والمخاطرة الزائدة مما قد ينعكس سلباً على استقرار السوق ومعدلات دوران أسهمه.
4. على الرغم من التأثير الذي تمارسه الحرية الاقتصادية بمؤشرها العام (FEI) في مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية الأربعة المتمثلة بالمؤشر العام لسوق الأوراق المالية (MR)، ومؤشر القيمة السوقية (CA), ومؤشر حجم التداول (TR), ومؤشر معدل دوران الأسهم (TU), إلا أنّ قدرة هذا المؤشر في تفسير التغيرات الحاصلة في مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية الأربع في الدول العربية – عينة الدراسة – خلال المدة 2010–2022 كانت ضعيفة, حيث لم تتجاوز في أفضل الأحوال ما نسبته 19.2%, فقد بلغ معامل التحديد المعدل (Adjusted R-squared) للنماذج الأربعة وعلى التوالي، ما قيمته (0.04%) (0.15%) (0.003%),(0.19%) على التوالي.

- **الاستنتاجات:**

1. ارتفاع مستويات مؤشر الحرية الاقتصادية العام ومكوناته الخمسة المتمثلة بحجم الحكومة, والنظام القانوني، وحقوق الملكية, والنقود السليمة, وحرية التجارة الدولية, وكفاءة الانظمة, مجتمعة تؤدي إلى تعزيز كفاءة أسواق الأوراق المالية وتنافسيتها.

2. تظهر النتائج التجريبية أن حجم التداول له تأثير سلبي في توجه مؤشر عائد سوق الأوراق المالية في البلدان العربية, فكلما زاد حجم التداول في السوق كان هناك ميل نحو انخفاض مؤشر العائد, وهذا يشير إلى أن الزيادة في نشاط التداول والسيولة في السوق لا تؤدي بالضرورة إلى ارتفاع عوائد السهم.
3. استناداً إلى النتائج التجريبية فإن للحرية الاقتصادية تأثيراً ايجابياً في مؤشر القيمة السوقية ومعدل دوران السهم والمؤشر العام لسوق الأوراق المالية في البلدان العربية عينة الدراسة, وهذا يعني أن تحسين بيئة الحرية الاقتصادية في الأسواق المالية العربية له ارتباط إيجابي بارتفاع القيم السوقية للشركات المدرجة, كما تسهل الحرية الاقتصادية عمليات البيع والشراء، وترفع معدلات دوران الأسهم مما ينعكس بدوره إيجابياً على زيادة عوائد السوق.
4. تبين أن هناك تأثيراً سلبياً لحجم الحكومة, في مؤشر عائد سوق الأوراق المالية, وهذا منطقي من منظور اقتصادي, حيث إن ارتفاع القيود الحكومية المفرطة يؤدي إلى زيادة البيروقراطية والقيود على الأنشطة الاقتصادية، ومما يخلق عوائق أمام المستثمرين، ويقلل من الكفاءة الاقتصادية مما ينعكس سلباً على أداء الأسواق المالية, وان القيود على التجارة الحرة مثل الرسوم الجمركية والحواجز غير الجمركيةُ تُقلّل من الانفتاح الاقتصادي, وكذلك عدم استقرار النظام النقدي.
5. تبين أن النظام القانوني وحماية حقوق الملكية كان لهما تأثيرٌ ايجابيٌ في أداء سوق الأوراق المالية, فالنظام القانوني القوي والحماية الفعالة لحقوق الملكية تعزز من ثقة المستثمرين وتشجعهم على الاستثمار في الأسواق المالية، مما يزيد السيولة والنشاط في هذه الأسواق, وحماية حقوق الملكية تحمي المستثمرين من المصادرة أو التأميم غير العادل للموجودات, والنظام القضائي الفعال والموثوق يضمن تنفيذ العقود والمعاملات المالية بشكل عادل، مما يزيد من تدفقات رأس المال.
6. يتضح من النتائج التجريبية أنه على الرغم من التأثير السلبي للعوامل الأخرى، مثل حجم الحكومة والقيود التجارية إلا أن نظام الحوكمة والملكية الفعال يؤدي دوراً محورياً في تعزيز أداء الأسواق المالية.

ثانيا. المقترحات

هناك بعض المقترحات التنظيمية المهمة التي يمكن أن تعزز من اداء سوق الأوراق المالية وهي:

1. تعزيز سيادة القانون وضمان استقلالية القضاء وحمايته من التدخل السياسي, وتحسين وكفاءة وشفافية الإجراءات القضائية لتسوية المنازعات المالية, وضمان تنفيذ العقود المالية والملكية بشكل فعال وعادل, فضلاً عن تعزيز حماية الملكية أي تحسين إطار التشريعات والقوانين المنظمة لحقوق الملكية.
2. تعزيز الشفافية والإفصاح في الأسواق المالية, وفرض متطلبات افصاح وشفافية أكبر على الشركات المدرجة وتعزيز جودة المعلومات المتاحة للمستثمرين، فضلاً عن تطوير آليات الرقابة والإشراف على الأسواق المالية.

3.تقليص حجم الحكومة وتقليل التدخل الحكومي في الاقتصـــاد, أي إعادة النظر في دور الحكومة وتحديد الحَد الأمثل لحجمها وتدخلها في النشـاطات الاقتصـادية, فضـلاً عن الأنشـطة الاقتصـادية وتبسـيط الإجراءات الإدارية والتنظيمية وتقليل البيروقراطية الحكومية.

4. تعزيز الحرية الاقتصـادية من خلال إصـلاحات تشريعية وتنظيمية له آثارٌ إيجابية ملحوظة في أداء أسواق الأوراق المالية في المنطقة العربية, وأيضاً السياسات الداعمة للحرية الاقتصادية، مثل خصخصة الشركات وتحرير الأسـعار وحماية حقوق الملكية و حرية التجارة الدولية, و المشـاركة الفاعلة في الاتفاقيات التجارية الاقليمية أو الدولية, واعتماد سياسات نقدية سليمة وموثوقة.

References

Andreas Bergh & Christian Bjornskov. (2019). Does Economic Freedom Boost Growth for Everyone?, IFN Working Paper, Research Institute of Industrial Economics, SE-102 15 Stockholm, Sweden.

Ansari, Md Gyasuddin. (2022). What Explains Excess Liquidity of Banks? Empirical Evidence from India, *Journal of Emerging Market Finance*, 21(2).

Blau, B. M. (2017). Economic freedom and crashes in financial markets. Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, 47.

Burgstahler, D., and Dichev, llia I. (1997). Earnings, adaptation, and equity value. *The Accounting Review*,72(2):187–215.

Calcagno, P. T., & Benefield, J. D. (2013). Economic freedom, the cost of public borrowing, and state bond ratings. Journal of Financial Economic Policy, 5(1).

Chen, Carel. R., & Huang, Ying. S. (2015). Economic Freedom, Equity Performance and Market Volatility, *International Journal of Accounting & Information Management*,17(2).

Cheng, S., Lui, G., & Shum, C. (2013). Corporate governance, ownership and stock price during financial crisis. ASBBS Proceedings, 20(1), 144.

Ciftci, C., & Durusu-Ciftci, D. (2022). Economic freedom, foreign direct investment, and economic growth: The role of sub-components of freedom. The Journal of International Trade & Economic Development, 31(2).

Dell, Ariccia et al.(2008). Reaping the benefits of financial globalization, *IMF Occasional Paper* No. 264. International Monetary Fund.

Economic Freedom of the World, . (2022).

Escosura, Leandos de La. (2018). Well-Being Inequality in the Long Run, Charles University of Madrid- Faculty of Social Sciences and Law; Centre for Economic Policy Research (CEPR), N30, O15, O50.

Feldmann, Horst. (2021). Economic Freedom and Peoples Regard for Education, Social Indicators Research, 154(6).

Goel, R. K., & Nelson, M. A. (2005). Economic freedom versus political freedom: cross-country influences on corruption. *Australian Economic Papers*, *44*(2).

Gwarney, J. and Lawson, R. (2003). The Concept and Measurement of Economic Freedom. *European Journal of Political Economy*,19(3).

Gwartney, James, et al. (2022). Economic Freedom of the World: 2022 Annual Report, *Fraser institutions*. Vancouver, B.C.

Hao, S., Q. Jin, and G. Zhang. (2011). Investment growth and the relation between equity value, earnings, and equity book value. *The Accounting Review*,86 (2):605–635.

Harvey, C.R. (1991). The world price of covariance risk. *Journal of Finance*, 46(1).

Hooper, V. (2019). No Relationship between Economic Freedom and Economic Growth: A Note. Open Journal of Business and Management, 7(02).

Kjosevski, J., Petkovski, M., & Stojkov, A. (2023). The role of pension funds in capital market development in the new EU member states: An empirical panel cointegration approach. Acta Oeconomica, 73(2).

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1997). Legal determinants of external finance, *Journal of Finance*,52(3) :1131-1150.

Levin, A., Lin, C.F., Chu, C. (2002). Unit root tests in Panel Data: Asymptotic and finite Sample Properties. *Journal of Economics,* 108.

Li, K. (2002). What explains the growth of global equity markets? *Canadian Investment Review*,15.

Lombardo, D. and pagano, M. (2000). Legal determinants of the return on equity. *CSEF,* Working Paper 24.

Medina-Moral, E., & Montes-Gan, V. J. (2018). Economic freedom, good governance and the dynamics of development. Journal of Applied Economics, 21(1).

Obstfeld, M. (2009). International finance and growth in developing countries: What have we learned?, Working Paper 1. Al-Dabbagh, Nawar Kanaan Hussein, 2020, Measuring the impact of some financial and qualitative variables on the financial sector - an analytical study of the Gulf Cooperation Council countries, University of Mosul, College of Administration and Economics.

Saad, Mohie Mohamed. (2013). The role of the Central Bank of Egypt in the relationship between monetary and fiscal policies and the stock market, an analytical and applied study in the period (1991-2010), Journal of Legal and Economic Research, Issue (54).

Al-Shammari, Mayeh Shabib, and Al-Haddad, Osama Nizar. (2021). Economic freedom and the external sector and ways to promote it in Iraq, Journal of the Kufa Studies Center, Volume 2021, Issue 63, pp. 1-45.

Abdel-Ati, Abdel-Raouf. (2020). The impact of economic freedom on economic growth in the Middle East and North Africa, Journal of the Faculty of

Economics and Political Science, Alexandria University, Volume 21, Issue 4, pp. 1-34.

Al-Iraqi, Bashar Ahmed. (2017)., The impact of money supply fluctuations on stock prices: Developing a model for the financial markets in the Gulf Cooperation Council countries, Arab Journal of Administrative Sciences, 3(24), pp. 445-474. No. w14691, *National Bureau of Economic Research*.

Osinubi, T. S., & Amaghionyeodiwe, L. A. (2003). Stock market development and long-run growth in Nigeria. Journal of African Business, 4(3).

Stocker, Marshall L., 2005, Equity Returns and Economic Freedom, *Cato Journal*, 25.

Sufian, F., & Habibullah, M. S. (2010). Does economic freedom fosters banks' performance? Panel evidence from Malaysia. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, *6*(2).

Ullah, Hamid & Jan, Shahid. (2020). Economic Freedom on Stock Market Performance and Liquidity: Evidence from KSE-100 Index Pakistan, *International Journal of Business & Management*,15(1).

Zingales, L. (2003). Financial markets and economic freedom. Free to Choose.