Jordan Journal of Economic Sciences, Volume **12**, No.**1, 2025**

The Impact of Economic Freedom on the Stock Market Returns: Evidence from GCC Countries

Bashar A. Al Iraqi✉

Department of Banking and Financial Sciences, University of Mosul, Iraq ✉ Bashar_ahmed@uomosul.edu.iq

Received: 27/11/2023
Revised: 8/1/2024
Accepted: 13/6/2024
Published: 1/1/2025

Citation: Al Iraqi, B. A. . (2025). The Impact of Economic Freedom on the Stock Market Returns: Evidence from GCC Countries. *Jordan Journal of Economic Sciences*, *12*(1), 53–73. https://doi.org/10.35516/jjes.v12i1.2022

© 2025 DSR Publishers/ The University of Jordan.

This article is an open access article distributed under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution (CC BY-NC) license https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/

Abstract

Objectives: This research aims to provide a comprehensive and clear picture of the theoretical frameworks and empirical studies that have attempted to diagnose and analyze the mechanism and channels of the impact that economic freedom can exert in supporting stock market returns. This is followed by forecasting and constructing an objective quantitative model capable of highlighting the nature, value, and direction of this impact in the Gulf Cooperation Council (GCC) countries during the period (2006-2020).

Methods: The study adopted the Pooled Mean Group Autoregressive Distributed Lag (PMG-ARDL) methodology based on balanced panel data.

Results: The estimated results of the research revealed a consistency in the movement of economic freedom and its alignment with its overall index and its four sub-indices, which are government size, sound money, international trade freedom, and regulatory frameworks for credit, labor, and business, in relation to the movement of the stock market return index for the sample countries in the long term. Changes occurring in the first index are usually followed by changes in the second index in the same direction. However, this alignment and consistency did not manifest in its general form in the short term. The results also confirmed the inability of the legal system index and property rights to demonstrate an effective impact on stock market returns in the GCC countries, whether in the short term or long term.

Conclusion: To contribute to supporting the performance of stock markets and increasing their return rates, GCC countries—through their economic, financial, political, and legal authorities—must implement policies and programs that promote the principles of economic freedom and attempt to raise their rates to align with international standards.

Keywords: Economic Freedom, Stock Market Return, Financial Market Performance, Fraser Institute, GCC countries.

أثر الحرية الاقتصادية في عائد سوق الأوراق المالية: دليل من بلدان مجلس التعاون الخليجي

بشار احمد العراقي

قسم العلوم المالية والمصرفية، جامعة الموصل، العراق

ملخّص

الأهداف: يهدف هذا البحث إلى تقديم صورة شاملة وواضحة عن الأطر النظرية، والدراسات التجريبية التي حاولت تشخيص وتحليل آلية وقنوات انتقال التأثير، الذي يمكن أنْ تمارسه الحرية الاقتصادية في دعم عوائد أسواق الأوراق المالية، يتبعها استشراف وبناء أنموذج كمي موضوعي قادر على إبراز طبيعة هذا التأثير وقيمته واتجاهه في بلدان مجلس التعاون الخليجي، للمدة (2006-2020).

المنهجية: تم اعتماد منهجية مجموع المتوسطات المجمعة المستندة إلى منهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (PMG-ARDL) (Pooled Mean Group Autoregressive Distributed Lag)، المستندة الى البيانات اللوحية (Balanced Panel Data)

النتائج: أفصحت نتائج البحث التقديرية عن تناسق حركة الحرية الاقتصادية وتناغمها مع مؤشرها العام ومؤشراتها الفرعية الأربعة المتمثلة بحجم الحكومة، والنقود السليمة، وحرية التجارة الدولية ، والأطر التنظيمية للائتمان والعمل والأعمال، مع حركة مؤشر عائد أسواق الأوراق المالية لبلدان العينة في الأجل الطويل، فالتغيرات التي تحصل في المؤشر الأول ،عادة ما يتبعها تغير في المؤشر الثاني وبالاتجاه نفسه ، في حين لم يتحقق هذا التوافق والتناغم بشكله العام في المدى القصير. كما ذهبت تلك النتائج باتجاه تأكيد عدم قدرة مؤشر النظام القانوني وحقوق الملكية في إثبات تأثيره الفعال في عائد سوق الأوراق المالية في بلدان مجلس التعاون الخليجي سواء على المدى القصير أم الطويل.

الخلاصة: لأجل الاسهام في دعم أداء أسواق الأوراق المالية ورفع معدلات عوائدها، يفرض على بلدان مجلس التعاون الخليجي - بسلطاتها الاقتصادية والمالية والسياسية والقانونية- وَضع السياسات والبرامج الداعمة لمضامين الحرية الاقتصادية ومحاولة رفع معدلاتها لتتناسب مع معدلاتها الدولية.

الكلمات الدالة: الحرية الاقتصادية ،عائد سوق الأوراق المالية، أداء الأسواق المالية، مؤسسة Fraser، بلدان مجلس التعاون الخليجي.

1. المقدمة

لم يَغب الارتقاء بمتضمنات الأسواق المالية, ورفع مستويات أداء مؤشراتها, وتطوير كفاءة عناصرها عن محور الاهتمام الذي سعى الفكر الاقتصادي والمالي إلى تحقيقه منذ نشأتها, بَيْدَ أنّ تقارب مُدد الأزمات المالية والاقتصادية التي يعيشها الاقتصاد العالمي وارتفاع مستويات شدتها, واخفاق المؤشرات والمتغيرات التقليدية في جزء منها, في تفسير وتوضيح الانحرافات غير المرغوب فيها, زادت درجات ذلك الاهتمام ولا سيّما في العقدين الأخيرين, لتتنوع وتتفرع زوايا الرؤيا التي يُنظَر من خلالها إلى تلك الأسواق, يدعمها في ذلك التطور الكبير في أسلوب جمع وتصنيف البيانات لمتغيرات كان من الصعب الوصول إلى قيم كمية تعكس مستويات وجودها أو فقدانها, مضيفة إلى ذلك قنوات جديدة ومتجددة يمكن أن تُمارس من خلالها المتغيرات التقليدية أو متغيرات استحدثتها الظروف الاقتصادية والسياسية المحلية او الدولية تأثيرها الفعال في كفاءة تلك الأسواق وأدائها ومكوناتها, والتي تُعد جزءاً من الاقتصاد المؤسسي الجديد (New Institutional Economics), ومنها الحرية الاقتصادية[1] (Economic Freedom) التي تُعبّر بمفهومها الأكثر إجماعاً واتفاقاً, عن ذلك الجزء من الحرية البشرية والإنسانية المتعلقة بالوصول إلى المستويات الدنيا من القيود المفروضة على القرارات الاقتصادية والمالية للأفراد والشركات سواء من قبل الدولة أم من قبل جهات أو منظمات أخرى ضمن الحدود الضرورية لحمايتها والحفاظ عليها (Chen and Huang, 2009) (Beach and Kane, 2008), مانحةً إيّاهم بذلك الاستقلاليةَ المرغوبة في اتخاذ قراراتهم الاقتصادية والمالية والاستفادة من الفرص الاستثمارية المتاحة وريادة الأعمال بمنأى عن بيروقراطية الحكومة وروتينها وقيود حركة العمل وغياب سيادة القانون, مرتكزة بذلك على غياب الحواجز والإكراه والقيود على الاختيار الشخصي, والتبادل الطوعي والدخول إلى الأسواق والمنافسة, مع ضمان حماية شخصية وملكية الأفراد والشركات وأمنهم (Beach and Kane, 2008),(Gwartney et al., 2022)

وفي ظل أُطر النظرية الاقتصادية لم تبتعد الأفكار النيوكلاسيكية وآراء الليبراليين الجدد ومن بعدهم النقوديون ومفكرو مدرسة التوقعات العقلانية عن المبادئ والأُسس التي جاءت بها المدرسة الكلاسيكية ، ومنها أهمية الحرية الاقتصادية في دعم النشاط الاقتصادي وتعزيزه, وقد خالفهم في ذلك مؤيدو الفكر الكينزي الذين يرون أنّ التنازل عن الحرية الاقتصادية بصيغتها المطلقة وإعطاء دورٍ أكبر للحكومة في النشاط الاقتصادي قد يكون له تأثيرات إيجابية أكبر مما لو بقيت بعيدة عن ذلك, بَيْدَ أنّ تراجع معدلات النمو الاقتصادي في أغلب اقتصاديات البلدان المتقدمة مع نهاية الستينيات من القرن الماضي وسيادة ما عُرِفَ بظاهرة التضخم الركودي في تلك الاقتصاديات وخلال السبعينيات من القرن ذاته, أضعفت تلك الأفكار الكينزية لصالح أفكار المدارس الأخرى, المؤكدة على أهمية الحرية الاقتصادية في رفع مستويات الفاعلية والكفاءة الاقتصادية وزيادة معدلات النمو الاقتصادي.

لقد رَكّزَت معظم الأدبيات المالية والاقتصادية على تشخيص وتفسير الآثار التي يمكن أن تمارسها المستويات المختلفة من الحرية الاقتصادية في متضمنات أسواق الأوراق المالية وكفاءة أداء مؤشراتها، لتؤكد على ارتفاع احتمالية تأثيراتها الإيجابية في تلك الأسواق، ومن خلال عدد من القنوات, تتقدم أحداها في مستويات مرونتها واستجابتها, في حين قد تتخلف أخرى عن ذلك.

فوفقا لمدخل التدفقات النقدية المخصومة في تقدير القيم المتوقعة لأسعار الأسهم التي ترى أنّ أسعار الأسهم ما هي إلا انعكاس وتجسيد للقيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة التي تتأثر بدورها إيجابياً بتلك التدفقات الإسمية الحرة المتوقعة, وعكسياً بمتوسط التكلفة المتوقعة لرأس المال المستخدمْ في توليد تلك التدفقات النقدية الاسمية (Panigrahi et al., 2021), فالتأثير الفعال غير المباشر للحرية الاقتصادية ومكوناتها في أسعار الأسهم, ووفقا لـ Panigrahi et al. (2021) سيمر من خلال تلك القنوات, وعبر آليات متعددة, فارتفاع مستويات الحرية الاقتصادية بمكوناتها الفرعية المتعددة وما يسببه من انخفاض حجم القطاع الحكومي الذي ينعكس بانخفاض الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري العام وما يحدثه من تقليص لإمكانيات الحكومة في مزاحمة القطاع الخاص في الوصول إلى رؤوس الأموال الاستثمارية وكذلك الحصة السوقية, وما يمارسه من تخفيض في التكاليف التمويلية والتشغيلية من جانب ورفعه لحجم الإيرادات من جانب آخر يدعم ذلك الانفتاح التجاري لأنه يشكل أحد أبعاد الحرية الاقتصادية, وما يحققه من رفع قدرات الشركات على متابعة الأسواق الدولية, وكذلك تطور الهياكل التنظيمية للائتمان والعمل وبيئة الأعمال وما ينتج عنه من تخفيض تكاليف المعاملات, تسهم بمجموعها في رفع مستويات التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة من جانب وتقليص التكلفة المتوقعة لرأس المال, الأمر الذي ينعكس على قيمة الأسهم وأسعارها بالارتفاع والنمو.

وعلى وفق النظريات المفسرة للمحفظة الاستثمارية الدولية، التي ترى أنّ رغبة المستثمرين وسعيهم للحصول على الأرباح غير الاعتيادية, عادة ما تقودهم الى تقييم الاحتمالات الاستثمارية المطروحة في البلدان والأسواق المختلفة والترجيح بينها (Harvey, 1991) مدفوعين بحوافز تنويع المخاطر ورفع معدلات العوائد (Dell et al, 2008) (Obstfeld, 2009), (Ullah and Jan, 2020). يُمكن للحرية الاقتصادية أن تُسهم, ومن خلال قدرتها في تقليص حجم المخاطر المصاحبة للفرص الاستثمارية, في تحفيز الاستثمار الأجنبي باتجاه الأسواق الأكثر حرية, مما يرفع من مستوياتها ويزيد من عوائدها (Ullah, 2019), وهو ما

[1] . تختلف الحرية الاقتصادية عن الحرية السياسية, التي تعبر عن المشاركة في العملية السياسية بشروط متساوية، والتنافس الفعلي على السلطة السياسية، وانتخابات حرة ونزيهة, وعن الحرية المدنية التي تشير الى الحماية القانونية من تجاوزات السلطة ، والحق في الحصول على محاكمات عادلة، وحرية التجمع، والدين والتعبير.

أكده الباحثون(Tag et al. (2016, Ullah et al. (2018) , Bekaert et al. (2005) الذين يرون أنّ للحرية الاقتصادية تأثيراً إيجابياً في الاستثمار الأجنبي المباشر في البلدان النامية والمتقدمة على السواء, وأنها تؤدي دورا مُهمّا في تحفيز تدفقات رأس المال عبر الحدود وتزيد من عوائد الاستثمار.

وفي ضوء العلاقة غير الخطية التي تربط قيمة الأسهم بمعدلات الربحية والقيمة الدفترية التي تؤدي معدلات نمو الشركات وفرص التكيّف معها دوراً محورياً في تحديدها(Hao et al., 2011), (Burgstahler and Dichev, 1997) -تمارس الحرية الاقتصادية بمستوياتها العليا وعبر تقليص حجم الاحتكاكات ورفع مستويات حرية الشركات لممارسة خيارات الاستثمار- دوراً محورياُ رئيساً في تعزيز ودعم استثماراتها المستقبلية (التوسع, أو التكيف, أو الحفاظ على العمليات الحالية) استجابة للربحية الحالية (مرونة الاستثمار[2]), وهو ما يقود في نهاية الأمر إلى تعظيم قيمة الأسهم بمستويات تتناسب ودرجة مرونتها واستجابتها لمعدلات تلك الربحية(Chen et al, 2015)

وفي ظل احتمالية الوقوع تحت ضغط الأزمات المالية وغياب حالات الاستقرار المالي, يرى Baier et al. (2012) أنّه من غير الراجح, في بيئة اقتصادية تتمتع بمستويات منخفضة من القيود التنظيمية أن تسهم في رفع مستويات الحرية الاقتصادية, التعرض لأزمات مالية في المستقبل القريب (على الأقل في السنوات الخمس القادمة), إلا أنه في المُدد التي تلي الأزمات المالية والاقتصادية - كما يؤكد Haan et al. (2009) - فإنّ القيود التنظيمية عادة ما تميل إلى التوسع والتعقيد, فيتضاءل بذلك حجم الحرية الاقتصادية محدثاً تأثيرات سلبية مضاعفة للأزمة في مؤشرات الأسواق المالية ومنها عائد السوق.

وفي اتجاه آخر, ووفق الآلية المقابلة, فإنّ الحرية الاقتصادية وما تتضمنه من تخلي الحكومة عن النشاط الاستثماري, وزوال المخاطر الناتجة عن حالات الاحتيال والتأميم, التي يُعَدّ غيابها انعكاسا لوجود هياكل قانونية وتنظيمية قادرة على تأمين حقوق ملكية الأفراد والشركات وحمايتها (Gwarney and Lawson, 2003), (Li, 2002) (La Porta et al., 1997), (Lombardo and Pagano, 2000), وكذلك خلق بيئة نقدية مستقرة بعيدة عن الارتفاعات غير المرغوبة في معدلات التضخم, ناتجة عن استقلالية نقدية تبتعد عن التدخل الحكومي, تدفع باتجاه تقليل المخاطر المستقبلية المرافقة لحالات عدم اليقين, يُسْهِم ذلك بمجمله في رفع أسعار الأسهم عبر تخفيضها لمعدلات الخصم التي يرغب المستثمرون في فرضها على استثماراتهم المحتملة (Stocker, 2005)

من جانب آخر فإنّ غياب الأطر القانونية والتنظيمية التي تعد أحد أبعاد الحرية الاقتصادية القادرة على خلق بيئة مالية ومصرفية تتمتع بالمستويات المرغوبة من الحماية وعدم التعقيد, وما يتضمنه ذلك من فقدان الشفافية والأمان, وما يسببه من ارتفاع مستويات تكاليف المعاملات والتمويل داخل الأسواق المالية من جانب, وما يحدثه من إعاقة تكاملها مع الأسواق العالمية أو الإقليمية الأخرى من جانب آخر, عادة ما يقلل من كفاءة تلك الأسواق ويضعف من مؤشرات أدائها (La Porta et al, 1997). من جهة أخرى فإنّ وجود مستويات مقبولة من الحرية الاقتصادية -من خلال قدرتها على توفير البيئة المناسبة لتحقيق السيطرة على التناغم المرغوب بين المخاطرة والعوائد واللذان يشكلان طرفي الاستثمار الأساسيين- يمكن أن تعزز من كفاءة الاستثمار وتدفع بعوائد أسواق الأوراق المالية إلى الاتجاه نحو الارتفاع (Al-Amarneh, 2017)

مما تقدم, وفي ضوء الاهتمام المتزايد خلال العقدين الأخيرين بالدور الذي يمكن أن تمارسه المتغيرات التي انتجتها البيئة الاقتصادية والمالية المحلية والعالمية التي أضيفت إلى مصفوفة المتغيرات التقليدية المؤثرة في مؤشرات أداء الأسواق المالية, تنبع أهمية البحث الأساسية, التي تحاول أن تُقدّم رؤى استشرافية واضحة تساعد متخذي القرارات المالية وراسمي السياسات الاقتصادية في إدراك الآثار التي يمكن أن تتركها المستويات المرتفعة من الحرية الاقتصادية بمكوناتها المتعددة على العوائد المتوقعة لأسواق الأوراق المالية سواء في الأجل القصير, أم الطويل, واعتمادها كمبررات لدعم السياسات والإجراءات الاقتصادية والسياسية والقانونية التي تعزز من مكونات الحرية الاقتصادية المتفرعة والمتنوعة, فضلا عن اتخاذ البحث منحىً مغايراً نسبياً عما طرحته الدراسات السابقة على مستوى القياس والتحليل والمتغيرات واعتماد بلدان دول مجلس التعاون الخليجي عينة لتطبيقاته ولمدة زمنية شهدت أزمات مالية واقتصادية محلية ودولية أحدثت تقلبات غير مرغوبة في أسواق الأوراق المالية. الأمر الذي دفع باتجاه البحث عن إجابة لسؤال بحثي مطروح على صعيد الفكر المالي والاقتصادي من جهة، وعلى صعيد متخذي القرار الاستراتيجي الداعم لأسواق الأوراق المالية من جهة أُخرى ومضمون هذا السؤال:

هل يمكن للحرية الاقتصادية بمؤشرها العام او بمؤشراتها الفرعية المتعددة ان تمارس تأثيراً داعماً لمستويات عوائد أسواق الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي للمدة 2005-2021؟ ووفقا لذلك فقد هدف البحث, ومن خلال محاولته اختبار فرضيته الأساسية القائلة بإمكانية الحرية الاقتصادية بمؤشرها العام ومؤشراتها الفرعية المتعددة أن تسهم بشكل إيجابي في الأجلين القصير والطويل في دعم عوائد أسواق الأوراق المالية وتعزيزها في دول مجلس التعاون الخليجي, ولكن بدرجة أكبر في الأجل الطويل دون الأجل القصير, إلى تقديم صورة بانورامية واضحة وتفصيلية عن الأدبيات المالية والدراسات المرجعية التي أطرّت الأثر الذي يمكن أن تمارسه الحرية الاقتصادية بمؤشرها العام ومؤشراتها الفرعية المتعددة في عوائد الأسواق المالية, مع استعراض قنوات التأثير تلك وآلياتها, فضلا عن تقديم أدلة تجريبية قياسية تستند إلى أصول نظرية تُراعى فيها أساسيات الفكر المالي, ويُشخص من خلالها حجم واتجاه الأثر اللذان يمكن أن تتركاه على الحرية الاقتصادية في عوائد أسواق الأوراق المالية في بلدان مجلس التعاون الخليجي للمدة 2006-2020.

[2] . تشير مرونة الاستثمار الى قدرة الشركة على تعديل مبلغ استثمار رأس المال استجابةً لربحيتها الحالية أو المتوقعة.

واستكمالا للأطر النظرية التي عُرِضت في جزء البحث الأول, التي اهتمت بتوضيح آلية التأثير النظرية التي يمكن للحرية الاقتصادية من خلالها التأثير في عائد سوق الأوراق المالية, سيتم تقسيم الجزء الثاني من البحث إلى ثلاثة اقسام, يتناول القسم الأول مراجعة الأدبيات التجريبية التي تناولت هذا التأثير في بيئات ومدد زمنية متباينة, في حين تناول القسم الثاني المنهجية التجريبية (Empirical Methodology) المعتمدة في تقدير وتحليل الأثر الذي يمكن أن تمارسه الحرية الاقتصادية بمؤشرها العام ومؤشراتها الفرعية في عائد سوق الأوراق المالية في عينة البحث المتمثلة ببلدان مجلس التعاون الخليجي, مع عرض وتفسير ومناقشة نتائج نماذج التقدير المستخدمة, بينما تناول القسم الثالث والأخير الخاتمة (Conclusion) بما تحتويه من استنتاجات ومقترحات.

2. مراجعة الأدبيات التجريبية ذات العلاقة (Literature Review).

شَكَّلَ العقدان الأخيران البداية الحقيقية لاهتمام الكتاب والمفكرين الماليين والاقتصاديين بدراسة انعكاسات الحرية الاقتصادية وتطور مستوياتها سواء بمؤشرها العام, أم بمؤشراتها الفرعية في مصفوفة المتغيرات الاقتصادية والمالية, ومنها أسواق الأوراق المالية بأدائها وعوائدها ومكوناتها، التي جاءت في معظمها لتتفق بفكرتها الأساسية العامة وتتباين في بعض نتائجها التفصيلية, ووفقا لتباين أبعادها الزمانية والمكانية وأساليب معالجاتها الكمية, على وجود خصائص إيجابية للحرية الاقتصادية في أسواق الأوراق المالية وعوائدها, ولتشخص جانباً كبيراً من اختلاف مستوياتها بين البلدان المتنوعة.

ففي دراسة لـ Stocker (2005) بشأن اختبار العلاقة بين الحرية الاقتصادية وعوائد حقوق الملكية لمجموعة متنوعة من البلدان مؤلفة من 48 بلداً, شملت المدة 1970-2000, أكدت نتائجها التجريبية على أنّ المستويات المرتفعة من الحرية الاقتصادية عادة ما تسهم في رفع معدلات العوائد الاستثمارية عن معدلاتها المتوسطة, وتدفعها باتجاه مستوياتها غير الاعتيادية. وهو ما أكدته دراسة Lawson and Roychoudhury (2008), بالقول إنّ عوائد الأسهم للشركات الأمريكية عادة ما تستجيب إيجابيا للزيادة الحاصلة في مستويات الحرية الاقتصادية. أيدته في ذلك دراسة Quazi (2007) التي اعتمدت دول شرق اسيا عينة دراسية لها, ودراسة Bengoa and Sanchez-Robles (2003) التي طُبقت على بلدان أمريكا اللاتينية, لتوضح أنّ المستويات المرتفعة من الحرية الاقتصادية من شأنها أن تسحب عوائد سوق الأسهم إلى الأعلى.

وفي ضوء تحليلهم للآثار التي يمكن أن تتركها الحرية الاقتصادية في عوائد أسواق الاوراق المالية في بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (MENA) للفترة 2000-2007, بين Smimou and Karabegovic (2010) أنّ عوائد الأسهم تستجيب إيجابياً للتغيرات الحاصلة في درجات الحرية الاقتصادية على مستوى جميع مؤشراتها الفرعية، إلا أنّ للهيكل القانوني وحماية حقوق الملكية وأمنها الحصة الأكبر من ذلك التأثير. أما دراسة Dewandaru et al. (2014) فقد كشفت –من خلال اهتمامها بتشخيص محددات تنمية وتطور أسواق الأوراق المالية لكل من البلدان الإسلامية والبلدان المتقدمة للمدة 1996-2011- عن وجود دور مهم وإيجابي للحرية الاقتصادية لأنها تعد مؤشّراً للجودة المؤسساتية, في تطور أسواق الأوراق المالية في البلدان المتقدمة, في حين فشلت في إثبات تأثيرها في أسواق الأوراق المالية للبلدان الإسلامية. وفي اتجاه آخر, سعى الباحث الى اختبار العلاقة بين الحرية الاقتصادية والأزمة المالية وتقلبات أسواق الأسهم في 22 سوقاً من الأسواق الناشئة في المدة 1995-2015, وتوصل Luo (2014) إلى أنّ للمؤشر العام للحرية الاقتصادية ومؤشراته الفرعية كالكفاءة التنظيمية (حرية الأعمال وحرية العمل والحرية النقدية) حجم الحكومة (الحرية المالية والإنفاق الحكومي) تفسيرات قوية ومهمة في تقلبات سوق الأسهم, بَيْدَ أنه لم تكن لمؤشراته الفرعية الأخرى كسيادة القانون (حقوق الملكية والتحرر من الفساد) وانفتاح الأسواق (حرية التجارة، وحرية الاستثمار، والحرية المالية) آثار مهمة في تفسير التقلبات الحاصلة في أسواق الأوراق المالية. علاوة على ذلك -وفي دراسة لـ Eldomiaty et al. (2015) هدفت إلى تشخيص وتفسير اثر الحرية الاقتصادية وبمؤشرات الفرعية في التقلبات الحاصلة في أسواق الأوراق المالية في دول الشرق الأوسط وشمال افريقيا للفترة 1996-2014 - أظهرت النتائج أنّ التقلبات في سوق الأوراق المالية يمكن تقييدها وتقليص حركتها من خلال رفع مستويات الحرية الاقتصادية بشكل خاص ضمن مؤشراتها الفرعية المتمثلة بالقانون واللوائح التنظيمية بسبب تخفيف تكاليف التمويل, وبخلاف ذلك تزداد تلك التقلبات مع ارتفاع معدلات الفساد بسبب تأثيره السلبي في تلك التكاليف. وسعى الباحث إلى تحليل وتقدير العلاقة بين مؤشر الحرية الاقتصادية وعائد الأسهم في بورصة كوالالمبور (ماليزيا) للمدة 1995-2013. كما أكدت دراسة لـ Shah, et al. (2024) اهتمت بتفسير وتوضيح الآثار التي يمكن أن تتركها الأطر المؤسساتية الرسمية من لوائح حكومية وحقوق ملكية وحرية مالية على تقلبات أسواق الأوراق المالية في 46 اقتصاداً ناشئاً باعتماد البيانات اللوحية للمدة 2000-2019 باستعمال طريقة العزوم المعممة (GMM) (Generalized Method of Moments), فضلا عن أنموذجي الأثر الثابت (Fixed Effect) والأثر العشوائي (Random Effect), على وجود أثر إيجابي لتطور الأطر المؤسساتية في تقلبات أسواق الأوراق المالية في تلك البلدان, فارتفاع وتقدم مستويات اللوائح الحكومية وحقوق الملكية والحرية المالية ستزيد من قدرة أسواق الأوراق المالية على الاستقرار والابتعاد عن التقلبات غير المرغوبة فيها, فضلا عن دعمها وتعزيزها لمعدلات تنميتها وقيم عوائدها. وفي إطار أنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM) ، أشار Rasiah et al. (2016) إلى غياب التأثير المعنوي للحرية الاقتصادية بمؤشرها الإجمالي او بمؤشراتها الجزئية في عوائد الأسهم على المدى الطويل, في مقابل

قدرته التفسيرية القوية في المدى القصير, سواء بمؤشرها العام أم بمؤشريها الفرعيين حجم الحكومة وانفتاح الأسواق اللذين أثبتا تأثيرهما الإيجابي في سلوك عوائد الأسهم في المدى القصير.

وبآلية أخرى, بهدف اختبار تأثير مستوى الحرية الاقتصادية في كفاءة الاستثمار, والتنبؤ بعائد السوق وتقلباته لدول منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا للفترة 1996-2016, أكد Al-Amarneh (2017) على أنّ لمستوى الحرية الاقتصادية تأثيراً ضئيلاً في عائد السوق ، إلا أنه يمارس تأثيرا مُهمّا في تقليل احتمالية وقوع تقلبات غير مرغوبة في عوائد سوق الأسهم, كما أنّ احتمالية تحسن أداء سوق رأس المال ووصول النظام المالي إلى مستويات متقدمة من الكفاءة والفاعلية تتضاعف مع ارتفاع مستويات كفاءة الأطر القانونية والتنظيمية. في حين أكد(2020) Ullah and Jan ومن خلال دراستهم التي هدفت إلى البحث في تأثير الحرية الاقتصادية في سيولة سوق الأسهم وأدائها في الباكستان للفترة 2000-2017, على وجود تأثير كبير ومباشر للحرية الاقتصادية في مؤشرات السوق من عائد وقيمة سوقية وحجم تداول, مع غياب العلاقة السببية بين الحرية الاقتصادية وعائد السوق.

3. المنهجية التجريبية (Empirical Methodology).

استنادا الى الطروحات النظرية والتجريبية التي قدمها الفكر المالي والاقتصادي, وبغية اختبار فرضيات البحث, وتحقيق أهدافه الأساسية, والوصول إلى تشخيص كمي تجريبي لأثر الحرية الاقتصادية بمؤشرها الإجمالي ومؤشراتها الفرعية في عائد سوق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي, باستخدام البيانات اللوحية (Balanced Panel Data) للمدة 2006-2020, لتبلغ عدد مشاهدات السلسلة الزمنية (90) مشاهدة, واعتماد منهجية مجموع المتوسطات المجمعة المستندة إلى منهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (PMG-ARDL) الذي اقترحه Pesaran et al. (1999) بوصفه أسلوباً يدمج بين أنموذجي وسط المجموعة(Group Mean) (MG) , والأثر الثابت الديناميكي (FED) ,(Fixed Effect Dynamic) والجَمْع بين خصائصها, إذ يضع قيد التجانس (Homogeneity) على معاملات الأجل الطويل، ويمنع اختلافها بين المقاطع العرضية، مثله في ذلك مثل أنموذج (FED) ، بينما يتجاوز عن عدم التجانس في معاملات الأجل القصير، وحدود اختلال التوازن ، والمعلمات التقاطعية، وتباين حد الخطأ، مثله في ذلك مثل أنموذج (MG) , فهو يستخدم المقاربة القياسية الديناميكية بالتحليل على مستوى البعدين القصير والطويل الأجل.

- **مصادر البيانات**

بهدف توحيد مصادر البيانات وتجنب تباينها واختلافها, اعتمد هذا البحث 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 عوائد أسواق الأوراق المالية لبلدان مجلس التعاون الخليجي التي تضم (المملكة العربية السعودية, دولة الإمارات, مملكة البحرين, دولة قطر, دولة الكويت, سلطنة عمان), في حين إستعانت الدراسة بإحصاءات مؤسسة Fraser (The Fraser Institute) للوصول إلى بيانات مؤشر الحرية الاقتصادية (EFI) (Economic Freedom Index), لتلك البلدان, فضلا عن المؤشرات الفرعية الخاصة به.

- **متغيرات الأنموذج**

أ. المتغيرات التوضيحية:

1. مؤشر الحرية الاقتصادية العام.

للوقوف على حجم الحرية الاقتصادية التي تتمتع بها البلدان المختلفة ومستوياتها, تم اعتماد ما يعرف بمؤشر الحرية الاقتصادية, التي انبرت مجموعة من المؤسسات الدولية والعربية لبناء مكوناته وتشكيل هيكلياته, كان من أهمها مؤسسة فريزر (Fraser Institute), ومعهد التراث Heritage Foundation) بالتعاون مع صحيفة (Wall Street), ومؤسسة البحوث الدولية في سلطنة عُمان بمعيّة مؤسسة **Friedrich Naumann** من أجل الحرية, بالتعاون مع مؤسسة Fraser, التي عادة ما تتقارب المؤشرات الثلاثة إلى حد بعيد في مكوناتها, كما تتقارب نتائج وتسلسل قيمها للدول المختلفة, إلا أنها - نظرا لكونها الأكثر شيوعا وانتشارا في الدراسات التجريبية, كما في Ansari and Gyasuddin (2022), Chen et al. (2015),Nadeem et al. (2019) Stocker (2005), Hafer (2013), وأوسعها شمولاً واقدمها إصداراً, فقد اعتمدت الدراسة مؤشر الحرية الاقتصادية الصادر عن مؤسسة Fraser[3] Economic Freedom Index (EFI), الذي جاء تتويجا لجهود بدأت عام 1984 شارك فيها نحو 60 عالماً من علماء الاقتصاد, معظمهم حائز على جائزة نوبل ومنهم الاقتصادي الأمريكي Milton Friedman وزوجته Rose Friedman لتتبلور - وبعد عشر سنوات من النقاشات والمؤتمرات والجهود المضنية - بأول إصدار للمؤشر عام 1995.

يستند المؤشر الصادر عن معهد Fraser على ثلاثة مبادئ أساسية: أولها الموضوعية, فهو يتشكل في هيكله من مجالات قابلة للتطبيق في جميع

[3]. أُسس معهد Fraser في عام 1974 وهو منظمة كندية بحثية وتعليمية, وتتوزع أفرعه في أمريكا الشمالية, وله شركاء دوليون في ما يقرب من 90 دولة وإقليما، ويتم تمويل المعهد عن طريق مساهمات الضرائب من آلاف الأفراد والمنظمات والمؤسسات من أجل حماية استقلالها, ولا يقبل المعهد المنح التي تقدمها الحكومة أو العقود البحثية. وتتمثل رؤية معهد فريزر في خلق عالم حر ومزدهر حيث يستفيد الأفراد من الخيارات الإضافية, والأسواق التنافسية , والمسؤولية الشخصية.

البلدان وتستند تقديراته على حقائق موضوعية يمكن تحديثها بانتظام واستخدامها, لتتبع التغيرات المستقبلة في الحرية الاقتصادية دون أن يكون للقناعة الذاتية والميول الشخصية أي تأثير في ذلك. لذا تُفَضّل هذه دائما على تلك التي تعتمد على الاستطلاعات او التقييم الذاتي. لكن الطبيعة المتعددة للحرية الاقتصادية وما تشكله العناصر القانونية والتنظيمية في هذا المضمار, تجعل من الضروري أحيانا استخدام البيانات التي تستند إلى استطلاعات لجان عالية الخبرة والتخصص تتوخى الدقة لأقصى حد ممكن, مع التسليم سلفاً بنسبة مقبولة من الخطأ. في حين تَمثل المبدأ الثاني باستقاء البيانات لبناء المؤشر من المصادر الخارجية كصندوق النقد الدولي، والبنك الدولي، والمنتدى الاقتصادي العالمي, وقد يُزَوّد البيانات من المصدر مباشرةً في حالات نادرة, مثل عند عدم توفر البيانات فحسب, أما ثالث تلك المبادئ فيتعلق بالتزام مبدأ الشفافية, إذ يوفر التقرير معلومات وافية بشأن مصادر البيانات ، والمنهج العلمي المتبع لتحويل المعطيات الخام إلى تقديرات.

ويعتمد المؤشر في قياسه لدرجة الحرية الاقتصادية خمسة عناصر رئيسة يتفرع منها 24 مؤشراً فرعياً, يَضُم قسم منها مكونات فرعية, يبلغ مجموعها 42 مؤشرا (الملحق), أذ يُوضَع كل مكون (ومؤشر فرعي) على مقياس من 0 إلى 10[4] يعكس توزيع البيانات, وعند وجود مكونات فرعية يُحسب متوسطها لاشتقاق تصنيف المكون, ثم يتم حساب متوسط تصنيفات المكونات داخل كل مكون لاشتقاق تصنيفات لكل مؤشر من المؤشرات الخمسة الرئيسة, في اتجاه أخر يُحسب متوسط تصنيفات المؤشرات الخمسة الرئيسة, للوصول إلى تصنيف موجز لكل بلد.

2. مؤشرات الحرية الاقتصادية الفرعية.

تتمثل العناصر الخمسة الفرعية للحرية الاقتصادية بما يأتي:

أولا: حجم الحكومة.

إنّ انخفاض مستويات الإنفاق الحكومي وتقليص معدلات الضرائب الحدية, وابتعاد الدولة عن المشاركة في الفرص الاستثمارية وغيابها عن المشاركة في امتلاك الموجودات المالية والحقيقية, ينتج عنه ارتفاع تصنيفاتها ضمن هذا العنصر الرئيس للحرية الاقتصادية.

ثانيا: النظام القانوني وحقوق الملكية.

ويركز هذا العنصر على دور الأطر القانونية وسيادتها وحماية الأشخاص وحقوقهم في الملكية المكتسبة بالكامل, وتوفر نظاماً قضائياً مستقلاً ونزيهاً وفعالاً, في صياغة الحرية الاقتصادية وتحقيقها.

ثالثا: النقود السليمة (Sound Money).

يشكل غياب مستويات التضخم المرتفعة واستقرار معدلاتها, وما ينتج عنها من ثبات القيم الحقيقية لرؤوس الأموال والأجور والمدخرات وعدم انخفاضها, وانعكاس تأثيراتها في انخفاض مستويات المخاطر والابتعاد عن تبني العملات الأجنبية, أحد العناصر الداعمة للحرية الاقتصادية.

رابعا: حرية التجارة على الصعيد الدولي.

عادة ما تتضاءل مستويات الحرية الاقتصادية بانخفاض قدرة الأفراد والشركات -وبسبب القيود الحكومية- على المشاركة الفاعلة في التعاملات التجارية والمالية الطوعية مع نظرائهم في البلدان الأخرى ، فحرية الأفراد والشركات في التعامل التجاري والمالي مع الأفراد والشركات في البلدان الأخرى يعد عنصراً أساسياً ومهماً في دعم الحرية الاقتصادية.

خامسا: الأنظمة (تنظيم الائتمان والعمل والأعمال).

يُعَدّ غياب الأطر التنظيمية المقيدة لحّرية الأفراد والشركات في الدخول إلى سوق العمل أو الائتمان أو قطاع الأعمال, أحد العناصر المعززة لمستويات الحرية الاقتصادية.

ووفقا لما تقدم, صنف البحث مؤشرات الحرية الاقتصادية بعدها متغيرات توضيحية للبحث, كما يلي:

أ. مؤشر الحرية الاقتصادية العام (FEI).

ب. مؤشرات الحرية الاقتصادية الفرعية.

1. مؤشر حجم الحكومة (SG).
2. مؤشر النظام القانوني وحقوق الملكية (LS).
3. مؤشر النقود السليمة (SM).
4. مؤشر حرية التجارة الدولية (FT) .
5. مؤشر الأنظمة (RI).

[4]. كلما تتجه قيمة المؤشر الى الرقم 10, تزداد مستوى الحرية الاقتصادية.

ب. المتغير المعتمد (التابع): مؤشر عائد سوق الأوراق المالية.

نظرا لأنّ المؤشر العام لسوق الأوراق المالية هو تعبيرٌ كميٌّ وقيمةٌ رقميةٌ ذات دلائل ومضامين ومعانٍ تعكس تحركات واتجاهات وتطورات سوق الأوراق المالية وسلوك الجهات المكونة له فضلا عن تطور أداء الاقتصاد القومي, يوفر منظوراً تاريخاً شاملاً حقيقياً عن الأداء الكلي للسوق يمكن أن يستخدم للتنبؤ بالحالة المستقبلية التي يمكن أن يكون عليها, فضلا عن قدرته على تلخيص وملاحظة وتتبع التغيرات النسبية لمجموعة المشاهدات المكونة له خلال مدة زمنية معينة, فقد تم اعتماده أساساً لحساب المتغير المعتمد المتمثل بعائد سوق الأوراق المالية الذي يعد الأكثر استخداماً وشيوعاً في الدراسات التجريبية (Stocker (2005, Ullah and Shahid (2020), Eldomiaty et al. (2015), واستنادا إلى ما أجمع عليه أغلب منظري الفكر المالي والاقتصادي الذين يرون إمكانية قياسهُ من خلال حساب معدل التغير في المؤشر العام لسوق الأوراق المالية ووفق المعادلة الآتية:

$$MR = \frac{M_t - M_{t-1}}{M_{t-1}} \qquad (1)$$

حيث إنّ MR: عائد سوق الأوراق المالية

M_t : المؤشر العام لسوق الأوراق المالية للفترة t

M_{t-1}: المؤشر العام لسوق الأوراق المالية للفترة t-1

وعليه يمكن صياغة نماذج التقدير -كدالة رياضية يُستند إليها في بناء المعادلة القياسية- إلى أنموذجين, يعتمد الأنموذج الأول المؤشر العام للحرية الاقتصادية بوصفه متغيراً مستقلاً, في حين يعتمد الأنموذج الثاني المؤشرات الفرعية للحرية الاقتصادية بوصفها متغيرات مستقلة, على النحو الاتي:

$$MR = f\ (\text{FEI}) \qquad (2)$$

$$MR = \beta_0 + \beta_1 \text{FEI} + \varepsilon_i \qquad (3)$$

$$MR = f\ (SG,\ LS,\ SM,\ FT,\ RI) \qquad (4)$$

$$MR = \beta_0 + \beta_1 SG + \beta_2 LS + \beta_3 SM + \beta_4 FT + \beta_5 RI + \varepsilon_i \qquad (5)$$

الجدول (2) متغيرات البحث

المتغير المعتمد			
ت	المتغير	المؤشر	الرمز
1	عائد سوق الأوراق المالية	التغير النسبي في مؤشر سوق الأوراق المالية	(MR)
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	الأنظمة	*(RI)*	+

الجدول من اعداد الباحث

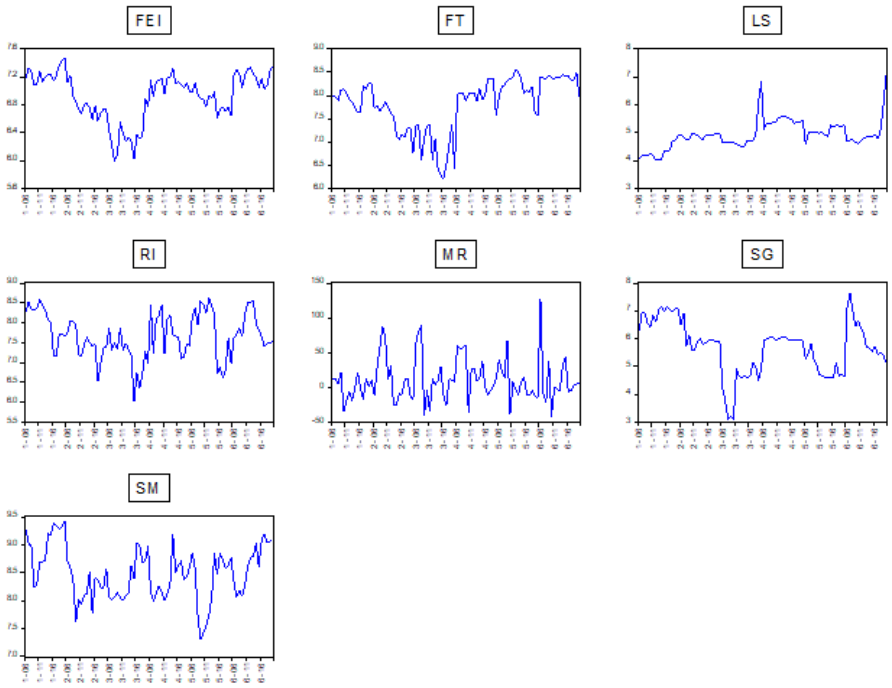
- **منهجية تقدير الأنموذج**

بغية الوصول إلى قيم تقديرية تقترب من قيمها الفعلية وتتمتع بأكبر قدر من الواقعية والمصداقية -وعدم الابتعاد عن التفسيرات المنطقية السليمة التي تتناغم مع الأطر النظرية والتجريبية و/أو الواقع الاقتصادي والمالي لبلدان دول مجلس التعاون الخليجي, وتتوافق مع طبيعة الأثر الذي يمكن أن تمارسه الحرية الاقتصادية في عائد سوق الأوراق المالية في تلك البلدان, يمكن الاستفادة منه في رسم الخطط والسياسات واتخاذ القرارات الصائبة - اعتمدت الدراسة على ما يعرف بمنهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة للبيانات اللوحية (PanelARDL) وبصيغة أنموذج وسط المجموعة المدمجة (ARDL-PMG) (Pooled Mean Group Autoregressive Distributed Lag), التي تُشخّص بها الآثار التكاملية للحرية الاقتصادية في عائد سوق

الأوراق المالية في الأجلين القصير منه والطويل, فضلا عن تحديد قيمة ذلك التأثير واتجاهه(Pesaran et al, 2001).

4. تقدير الأنموذج ومناقشة النتائج.

ولتجنب وقوع نتائج تقديرات أثر الحرية الاقتصادية في مؤشر عائد سوق الأوراق المالية في بلدان مجلس التعاون الخليجي للمدة (2006-2020), ضمن ما يعرف بالتزييف أو التضليل, ومن خلال اختبار استقرارية البيانات الخاصة بمتغيرات الأنموذج وفحصها, ووفقا للرسوم البيانية المدرجة في الشكل (1), اعتُمد اختبار جذر الوحدة لـ PP - Fisher Chi- square لبيانات الـ Panal Data وعند حالة Individual Intercept and Trend, الذي أُدْرجت نتائجه في الجدول (3), واذ اكّدت استقراريه المتغيرات (SM), (MR) عند المستوى, في حين تأجلت استقرارية المتغيرات الأخرى (SG), (LS), (FEI), (RI) لحين أخذ الفرق الأول (FT).



الشكل [1] الرسوم البيانية لمتغيرات الأنموذج

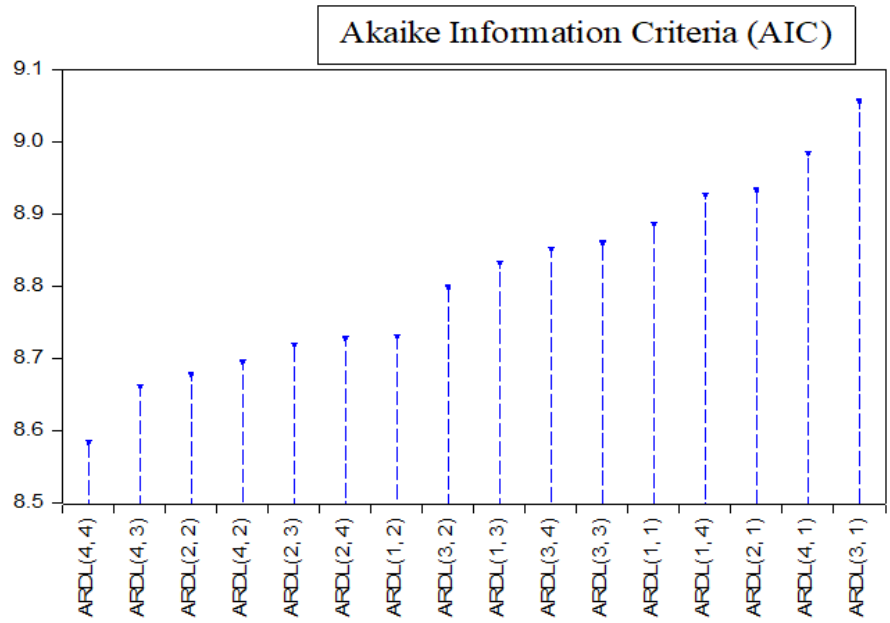
الجدول (3) نتائج اختبار PP - Fisher Chi-square لبيانات متغيرات الأنموذجين

Variables	Level		First Difference	
	t-Statistic	p-value	t-Statistic	p-value
MR	44.1189	(0.0000)	----------	----------
FEI	16.7202	(0.1604)	92.5900	(0.0000)
SG	19.6451	(0.0742)	76.1886	(0.0000)
LS	10.3876	(05820)	42.4428	(0.0000)
SM	24.5510	(0.0117)	----------	----------
FT	10.8666	(0.5404)	37.4486	(0.0002)
RI	15.9843	(0.1920)	57.5135	(0.0000)

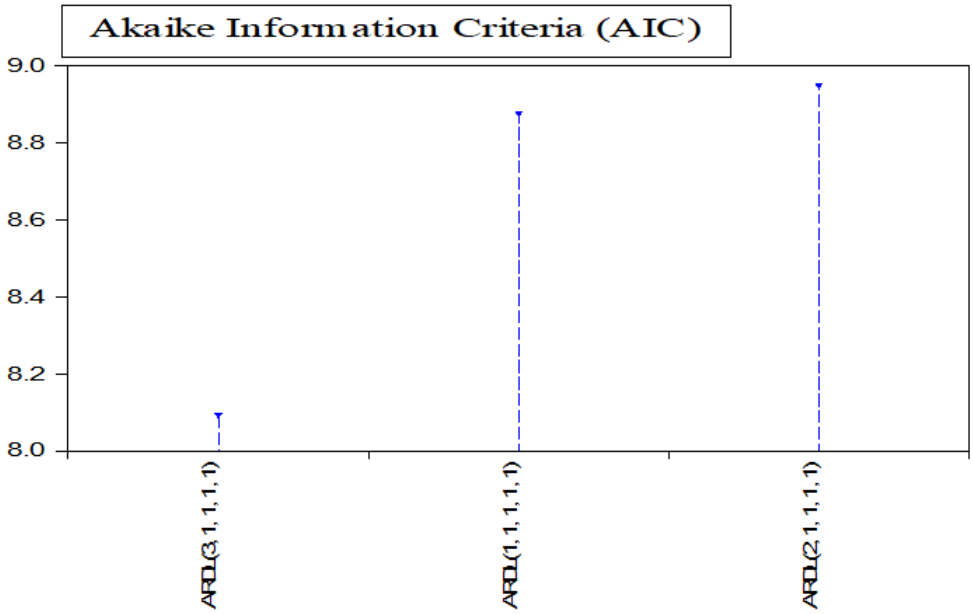
الأرقام بين الأقواس تمثل مستويات المعنوية (P-Values) لاختبار (PP).

ونظرا لعدم تجاوز استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الأنموذج حاجز الفرق الثاني وبقائها ضمن حدود المستوى والفرق الأول, فقد استوفت شروط اختبار التكامل المشترك باستخدام منهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة للبيانات اللوحية (Panel/ARDL). ولتحديد مُدد الإبطاء

الزمني (Lags) واختيار المدة الأمثل, للكشف عن العلاقة بين المؤشر العام للحرية الاقتصادية (FEI) ومؤشر عائد سوق الأوراق المالية (MR) في الأنموذج الأول, وعلاقة المؤشرات الفرعية للحرية الاقتصادية (RI, FT, LS, SG, SM) ومؤشر سوق الأوراق المالية (MR) في الأنموذج الثاني, ونظرا لأهمية المعيار الأفضل في تحقيق ذلك فقد اعتمد معيار (AIC) (Akaike Information Criterion) (Koyuncu and Unver, 2018) الذي جاءت نتائجه، كما بينه الشكلان (2), (3) لتؤكد أمثلية التخلف الزمني لمدة اربع سنوات (t-4) للأنموذج الأول وامثليه التخلف الزمني لمدة سنة واحدة (t-1) للأنموذج الثاني.



الشكل (2) اختبار عدد فترات الابطاء الزمني وفقاً لمعيار (AIC) للأنموذج الأول



الشكل (3) اختبار عدد فترات الابطاء الزمني وفقاً لمعيار (AIC) للأنموذج الثاني

وبالذهاب إلى اختبار (Wald Test) للكشف عن مدى إمكانية وجود حالة من التكامل المشترك بين متغيرات الأنموذج الأول الخاص بالمؤشر العام للحرية الاقتصادية وعائد سوق الأوراق المالية, والأنموذج الثاني المتعلق بالمؤشرات الفرعية للحرية الاقتصادية وعائد سوق الأوراق المالية من عدم وجوده, تم الحصول على النتائج المدرجة في الجدولين (4), (5) التي أكدت - وبناء على إحصائية F التي انخفض مستوى معنويتها عن حاجز الـ 0.05 ولجميع معلمات الأنموذج المقدرة ($\beta_{(0)}$-$\beta_{(5)}$)- وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات الأنموذجين, تعكس وجود أثر طويل الأجل للمتغيرات التوضيحية (المؤشر العام والمؤشرات الفرعية للحرية الاقتصادية) في عائد سوق الأوراق المالية في بلدان مجلس التعاون الخليجي خلال مدة الدراسة.

الجدول (4) نتائج اختبار (Wald Test) للتكامل المشترك بين متغيرات الأنموذج الأول

ARDL Wald Test Sample: 2006 2020 Incuded observations: 90 Null Hypothesis: No long-run relationships exist			
Equation: Untitled			
Test Statistic	Value	df	Probability
t-statistic	9.411119	35	0.0000
F-statistic	88.56915	(1,35)	0.0000
Chi-square	88.56915	1	0.0000
Null Hypothesis: β (1)=0 Null Hypothesis Summary:			
Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.	
β (1)	65.19515	6.927461	
Restrictions are linear in coefficients			

الجدول (5) نتائج اختبار (Wald Test) للتكامل المشترك بين متغيرات الأنموذج الثاني

ARDL Wald Test Sample: 2006 2020 Included observations: 90 Null Hypothesis: No long-run relationships exist			
Equation: Untitled			
Test Statistic	Value	df	Probability
F-statistic	5.770717	(5, 43)	0.0004
Chi-square	28.85358	5	0.0000
Null Hypothesis: β (1)=0, β (2)=0, β (3)=0, β (4)=0, β (5)=0 Null Hypothesis Summary:			
Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.	
β (1)	17.93421	9.681846	
β (2)	0.921082	8.952708	
β (3)	11.82289	4.496018	
β (4)	12.08124	4.535636	
β (5)	16.29895	5.334776	

ووفقا لنتائج اختبار Wald Test التي كشفت عن وجود تكامل مشترك بين متغيرات الأنموذجين, وما يعكسه ذلك من وجود علاقة توازنيّه طويلة الأجل بين المتغيرات المدروسة ، قدرت معاملات الأجل الطويل للأنموذجين, والتي ثبتت نتائجهما في الجدولين (7), (6), وبعد استبعاد المتغيرات التوضيحية التي فشلت في إثبات معنوية تأثيرها في المتغيرات التابعة (المعتمد), كونها متغيرات لم تتمكن من ممارسة تأثيرٍ سواء كان سلبيا أم إيجابيا في المتغيرات التابعة.

الجدول (6) نتائج التكامل المشترك وفقا لـ ARDL ومعلمات الأجل الطويل للأأنموذج الأول

Dependent Variable: D(MR)

Method: ARDL

Sample: 2010 2020

Included observations: 66

Maximum dependent lags: 4 (Automatic selection)

Model selection method: Akaike info criterion (AIC)

Dynamic Regressors (4 lags, automatic): FEI

Fixed regressors: $\beta_{(0)}$

Number of models evalulated: 16

Selected Model: ARDL(4, 4)

Note: final equation sample is larger than selection sample

Cointegrating Form

Variable	Boefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Long Run Equation				
FEI	65.19515	6.927461	9.411119	0.0000
Short Run Equation				
Variable	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-Statistic**	**Prob.**
COINTEQ01	-1.606960	0.160606	-10.00563	0.0000
D(MR(-1))	0.413637	0.132733	3.116319	0.0036
D(MR(-2))	0.233559	0.109498	2.132991	0.0400
D(MR(-3))	0.266785	0.099127	2.691340	0.0108
D(FEI)	-81.03528	19.00542	-4.263799	0.0001
D(FEI(-1))	-64.58390	27.75413	-2.327002	0.0259
D(FEI(-2))	-34.11740	25.92202	-1.316155	0.1967
D(FEI(-3))	0.319412	23.15346	0.013795	0.9891
$\beta_{(0)}$	-721.7406	77.72569	-9.285741	0.0000

Mean dependent var	-3.470909	S.D. dependent var	31.72000
S.E. of regression	12.38914	Akaike info Criterion	6.294951
Sum squared resid	5372.182	Sβhwarz Criterion	7.822613
Log likelihood	-228.2728	Hannan-Quinn criter.	6.910994

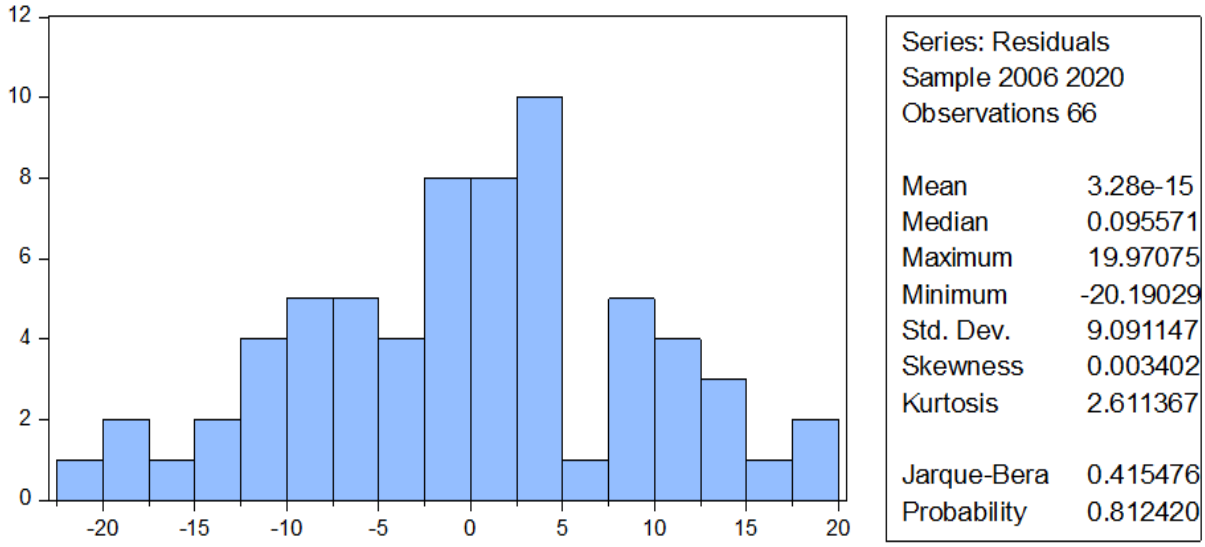
Note:p-values and any subsequent tests do not account for model selection.

الجدول (7) نتائج التكامل المشترك وفقال ARDL ومعلمات الأجل الطويل للأأنموذج الثاني

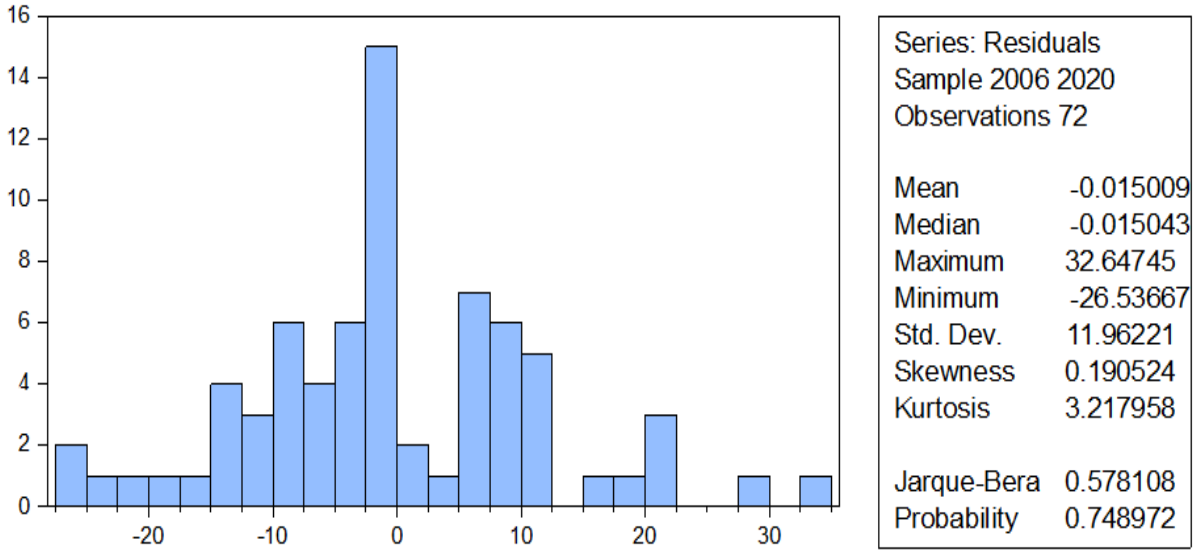
Dependent Variable: D(MR) Method: ARDL Sample: 2009 2020 Included Observations: 72 Maximum Dependent Lags: 3 (Automatic Selection) Model Selection Method: Akaike Info Criterion (AIC) Dynamic Regressors (1 Lag, Automatic): RI SG SM FT Fixed Regressors: $\beta_{(0)}$ Number of Models Evaluated: 3 Selected Model: ARDL (3, 1, 1, 1, 1) Note: Final Equation Sample is Larger Than Selection Sample				
Cointegrating Form				
Variable	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-Statistic**	**Prob.**
Long Run Equation				
RI	29.53802	0.032309	914.2479	0.0000
SG	22.95130	0.042681	537.7441	0.0000
SM	34.78408	0.020640	1685.305	0.0000
FT	4.205679	0.035789	117.5145	0.0000
Short Run Equation				
Variable	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-Statistic**	**Prob.**
COINTEQ01	-0.846892	0.110794	-7.643871	0.0000
D(MR(-1))	-0.231349	0.078557	-2.944989	0.0055
D(MR(-2))	-0.140898	0.156909	-0.897957	0.3749
D(RI)	-32.37992	7.177748	-4.511154	0.9298
D(SG)	27.62227	51.82017	0.533041	0.0001
D(SM)	-35.15.	16.92510	-2.077204	0.5971
D(FT)	-1.779478	20.05224	-0.088742	0.0446
$\beta_{(0)}$	-575.8085	77.96018	-7.385931	0.0000

Mean dependent var	-2.736667	S.D. dependent var	35.54407
S.E. of regression	16.35118	Akaike info Criterion	5.276740
Sum squared resid	10159.72	Schwarz Criterion	6.721075
Log likelihood	-185.4533	Hannan-Quinn βriter.	5.859181
Note:p-values and any subsequent tests do not account for model selection.			

من جانب آخر, فقد أكدت نتائج اختبار (Test Jarque-Bera) المثبتة في الشكلين (4), (5) على تمتع بواقي الأنموذج المقدر بميزة التوزيع الطبيعي, حيث ارتفعت القيمة الاحتمالية لـ Jarque-Bera عن الـ 0.05.



الشكل (4) اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي الأنموذج الأول



الشكل (5) اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي الأنموذج الثاني

لقد جاءت نتائج تقدير أثر الحرية الاقتصادية في عائد سوق الأوراق المالية في الأنموذجين المقدرين, لتبين ما يأتي:

1. تحليل أثر المؤشر العام للحرية الاقتصادية (FEI) وتفسيره في عائد سوق الأوراق المالية (MR).

تؤكد نتائج تقدير أثر المؤشر العام للحرية الاقتصادية (FEI) في عائد سوق الأوراق المالية (MR), وكما يوضحه الجدول (5) التي تَضمّنت ما يلي:

- وفقا لنتائج التقدير طويلة الأجل فإنّ المؤشر العام للحرية الاقتصادية (EFI) قد نجح في إثبات تأثيره الإيجابي في مؤشر عائد سوق الأوراق المالية (MR) في بلدان مجلس التعاون الخليجي وبمعامل بلغ (65.195), حيث إنّ الزيادة في المؤشر العام للحرية الاقتصادية (EFI) بمقدار وحدة واحدة سيسبب ارتفاعا في مؤشر عائد سوق الأوراق المالية (MR) في بلدان مجلس التعاون الخليجي بمقدار (65.195) وحدة, وهو ما توافق مع الأطر النظرية ومعظم الدراسات التجريبية, كدراسة Lawson and Roychoudhury (2008) , uazi (2007) , Smimou and Karabegovic (2010) , Bengoa and Sanchez-Robles (2003) , التي أكدت على أنّ ارتفاع مستويات الحرية الاقتصادية عادة ما يتبعها ارتفاع في عوائد الأوراق المالية, ومعززا لفرضية البحث.
- أفرزت نتائج التقدير قصير الأجل تأثر مؤشر عائد سوق الأوراق المالية (MR) للسنة الحالية إيجابياً بقيم المؤشر (MR) للسنوات الثلاث

الماضية, وبمعاملات بلغت على التوالي (0.4136), (0.2335), (0.2667), فالعوائد الإيجابية لأسواق الأوراق المالية عادة ما تنعكس إيجابياً على عوائدها المستقبلية. فوفقا لطروحات استراتيجية الزخم [5] في حركة أسعار الأوراق المالية, فإنّ أسعار الموجودات المالية عادة تميل إلى الاستمرار بالسير باتجاه معين ما لم تؤثر عليها قوى خارجية تدفعها أو تسحبها بعيدا عن اتجاهاتها العامة(Romeu and Serajuddin, 2001), ففي دراسة لـ Jegadeesh and Titman (1993) على سوق الأوراق المالية الأمريكي أكدا أنّ الاستراتيجيات المبنية على العوائد السابقة يمكن أن تحقق عوائد استثنائية غير طبيعية, الأمر الذي يعكس قدرة العوائد السابقة على امتلاك القوة التنبؤية بالعوائد المستقبلية (Pasaribu, 2019).

- فشل المؤشر العام للحرية الاقتصادية (EFI), كما بينته نتائج التقدير قصير الأجل, من تأكيد تأثيره الإيجابي بشكل عام في مؤشر عائد سوق الأوراق المالية (MR), وهو ما جاء متوافقا مع الأطر الفكرية المالية والاقتصادية التي ترى أنّ الأسواق المالية ومن ثَمَّ عوائدها, يمكن أن تتأثر بالسياسات والإجراءات الاقتصادية والمالية وكذلك التجارية الطارئة, الا أنّ تأثرها بتلك السياسات عادة ما يتطلب مدة تبتعد قليلا عن المدى القصير.
- بلغ حدّ تصحيح الخطأ (ECT_{t-1}), الذي يمثل سرعة التعديل من الأجل القصير إلى الأجل الطويل, إذ حقق الشرط اللازم والكافي (السلبية والمعنوية) ما قيمته (1.607-), وما يعكسه من سرعة التعديل من الأجل القصير إلى الأجل الطويل, أي أنّ عملية تعديل الاختلالات الحاصلة من الأجل القصير والعودة إلى حالة التوازن تحتاج إلى مدة زمنية قدرها (0.2227) سنة.

2.تحليل أثر المؤشرات الفرعية للحرية الاقتصادية (RI, FT, LS, SG, SM) وتفسيرها في عائد سوق الأوراق المالية (MR).

- تشير نتائج تقدير أثر المؤشرات الفرعية للحرية الاقتصادية (RI, FT, LS, SG, SM) في عائد سوق الأوراق المالية (MR). كما يوضحه الجدول (7), إلى ما يأتي:
- وفقاً لنتائج التقدير طويلة الأجل, فإنّ المؤشرات الفرعية للحرية الاقتصادية المتمثلة بحجم الحكومة (SG), النقود السليمة (SM), حرية التجارة الدولية (FT), الأنظمة (RI), قد نجحت في اثبات تأثيرها الإيجابي في عائد سوق الأوراق المالية (MR) في بلدان مجلس التعاون الخليجي بمعاملات قدرها (22.951), (34.784), (4.205), (29.538) على التوالي, أي أنّ التغيرات الحاصلة في المؤشرات الفرعية للحرية الاقتصادية المتمثلة بحجم الحكومة (SG), النقود السليمة (SM), حرية التجارة الدولية (FT), الأنظمة (RI) بمقدار وحدة واحدة , سيكون له تأثير إيجابي في عائد سوق الأوراق المالية (MR) في بلدان مجلس التعاون الخليجي بمقدار (22.951), (34.784), (4.205), (29.538) على التوالي, وهو ما جاء متوافقا مع الطروحات الفكرية والدراسات التجريبية التي أكدت على ميل مستويات عائد أسواق الأوراق المالية إلى الارتفاع, مع تزايد مستويات الحرية الاقتصادية, ومتناغما مع فرضية البحث.
- لم يتمكن مؤشر النظام القانوني وحقوق الملكية (LS) في إثبات تأثيره المعنوي في عائد سوق الأوراق المالية (MR) في بلدان مجلس التعاون الخليجي, وهو ما أكدته دراسة Luo (2014) , وربما جاء ذلك نتيجة لانخفاض مستوياته في جميع بلدان مجلس التعاون الخليجي, وتدنّي قِيمَهِ مقارنة بالمؤشرات الفرعية الأخرى للحرية الاقتصادية, الأمر الذي أدى الى غياب تأثيره في عائد سوق الأوراق المالية (MR) لتلك البلدان.
- أكدت نتائج التقدير قصير الأجل غياب التوافق في طبيعة تأثير عائد سوق الأوراق المالية للسنوات السابقة والمؤشرات الفرعية للحرية الاقتصادية في عائد سوق الأوراق المالية (MR) في المدى القصير, وربما جاء ذلك -كما أُشير إليه آنفا - نتيجة للفجوة الزمنية التي عادة ما تسبق استجابة المتغيرات الاقتصادية والمالية, ومنها عائد سوق الأوراق المالية, إلى التغيرات الحاصلة في الإجراءات والسياسات الاقتصادية والمالية والنقدية التي تتخذها السلطات والجهات المخططة والمقررة لها, حيث عادة ما تحتاج تلك السياسات إلى مدد زمنية لتحقيق تأثيراتها في المتغيرات الاقتصادية الأخرى, ومنها عائد سوق الأوراق المالية.
- بلغ حد تصحيح الخطأ (ECT_{t-1}) الذي حقق الشرط اللازم والكافي (السلبية والمعنوية) ما قيمته (0.846-), أي أنّ عملية تعديل الاختلالات الحاصلة من الأجل القصير والعودة إلى حالة التوازن تحتاج إلى مدة زمنية قدرها (84.6%) من السنة, أي ما يقرب من (10.125) أشهر.

5. الخاتمة Conclusion

يُعد تشخيص آلية وقنوات انتقال التأثير الذي يمكن أن تمارسه الحرية الاقتصادية في عائد سوق الأوراق المالية وتحايلها, ومن ثم بناء أنموذج كمي قادر على تقدير وتفسير واتجاه أثر مؤشرها العام ومؤشراتها الفرعية وحجمه في عائد أسواق الأوراق المالية في بلدان مجلس التعاون الخليجي الستة (دولة الكويت, دولة قطر, الامارات العربية المتحدة, مملكة البحرين, سلطنة عمان, المملكة العربية السعودية) وللمدة (2006-2020)، الأهداف الرئيسة التي سعى البحث إلى تحقيقها.

[5]. تستند فلسفة استراتيجية الزخم على ما يعرف بقانون (Newton) للحركة, المعروف بقانون الزخم الذي نُشرَ عام 1687 في كتابه الشهير (الأصول الرياضية للفلسفة الطبيعية), الذي ينص على أن الجسم المتحرك في خط مستقيم يبقى كذلك ما لم تؤثر فيه قوة خارجية تدفعه أو تسحبه عن موقعه (Bird and Ross, 2015),

وبغية الوصول إلى ذلك واختبار فرضيته القائلة بقدرة الحرية الاقتصادية بمؤشرها العام ومؤشراتها الفرعية المتنوعة على ممارسة تأثيرٍ إيجابيٍ داعم ومعزز لعوائد أسواق الأوراق المالية في بلدان مجلس التعاون الخليجي ولكلا الأجلين القصير منه والطويل - ولكنه بدرجة أكبر في الأجل الطويل منه في الأجل القصير- أُعتمد اسلوب البيانات الطولية المتوازنة (Balanced Panel Data), لجميع المتغيرات الداخلة في الأنموذج التجريبي لتشمل كل منها 90 مشاهدة, اعتمدت كمدخلات لتطبيق منهجية مجموعة المتوسطات المجمعة المستندة إلى منهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة-PMG) (Pooled Mean Group Autoregressive Distributed Lag) (ARDL.

لقد جاءت نتائج التحليل القياسي لتؤكد على أنّ تحرك مؤشر الحرية الاقتصادية العام ومؤشراته الفرعية الأربعة المتمثلة بحجم الحكومة والنقود السليمة وحرية التجارة الدولية والأنظمة باتجاه الصعود عادة ما يتبعه ارتفاع في مؤشر عائد أسواق الأوراق المالية لبلدان العيّنة في الأجل الطويل في حين غاب التوافق في طبيعة هذا التأثير في المدى القصير، وهو ما جاء متناغما مع فرضية البحث. كما أكدت تلك النتائج عدم قدرة مؤشر النظام القانوني وحقوق الملكية على التأثير الفعال في عائد سوق الأوراق المالية في بلدان مجلس التعاون الخليجي سواء في المدى القصير أم الطويل. بينما عكست النتائج أنّ عملية تعديل الاختلالات الحاصلة من الأجل القصير والعودة إلى حالة التوازن تقتضي مدة زمنية قدرها (160.7%) سنويا في حالة المؤشر العام للحرية الاقتصادية ومدة زمنية أخرى قدرها (84.6%) سنويا في حالة المؤشرات الفرعية له.

وبذلك جاءت النتائج لتفصح عن تأييد إضافي للأطر النظرية والدراسات التجريبية الداعمة للدور الإيجابي الذي تتركه الحرية الاقتصادية بمؤشرها العام في عوائد أسواق الأوراق المالية لبلدان مجلس التعاون الخليجي, وبهدف الإسهام في دعم أداء أسواق الأوراق المالية ورفع معدلات عوائدها التي يمكن أن تحدثها وفي جزء منها المستويات المتقدمة من الحرية الاقتصادية, يفرض على البلدان -عينة الدراسة- بسلطاتها الاقتصادية والمالية والسياسية والقانونية وَضع السياسات والبرامج الداعمة لمضامين الحرية الاقتصادية المتمثلة بحجم الحكومة والنقود السليمة وحرية التجارة الدولية والأطر التنظيمية للائتمان والعمل والأعمال والمفردات المكونة لها وصياغتها ومحاولة رفع معدلاتها لتتناسب مع معدلاتها الدولية فضلا عن اتخاذ الإجراءات والسياسات والبرامج القادرة على معالجة الاختلالات التي يعاني منها مؤشر النظام القانوني وحقوق الملكية والعناصر الجزئية المكونة له على الوجه الذي يجعل منه عنصراً داعماً للأداء الاقتصادي لتلك البلدان ومنها أداء قطاعها المالي ومن ثَمّ أسواق أوراقها المالية.

REFERENCES

Al-Amarneh, A. (2017). Economic freedom and investment efficiency in the MENA region. ***The Journal of Applied Business Research***, 33(4), 843-952.

Ansari, M. S., & Gyasuddin, R. (2022). Does economic freedom influence the FDI-growth nexus in BRIBSASEAN economies? ***Indian Institute of Management***, Kozhikode, Working Paper 11.

Arab Fund for Economic & Social Development. (n.d.). ***Arab Development Portal***. Retrieved from https://data.arabdevelopmentportal.com/topics/Banking-and-Finance-0/International/Annual

Baier, S. L., Blance, M., & Dwyer, G. P., Jr. (2012). ***Banking crises and economic freedom***. Federal Reserve Bank of Atlanta, Working Paper.

Beach, W. W., & Kane, T. (2008). Methodology: Measuring the 10 economic freedoms. Washington, DC: ***The Heritage Foundation***.

Bekaert, G., Harvey, B. R., & Lundblad, B. (2005). Does financial liberalization spur growth? ***Journal of Financial Economics***, 77, 3–55.

Bengoa, M., & Sanchez-Robles, B. (2003). Foreign direct investment, economic freedom and growth: New evidence from Latin America. ***European Journal of Political Economy***, 19(3), 529-545.

Billmeier, A., & Massa, I. (2007). What drives stock market development in the Middle East and Central Asia—Institutions, remittances, or natural resources? ***IMF Working Papers***, No. 7.

Bird, J. O., & Ross, T. F. (2015). ***Mechanical engineering principles (3rd ed.). Routledge, Inc.***

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

Chen, B. R., & Huang, Y. S. (2009). Economic freedom, equity performance, and market volatility. ***International Journal of Accounting and Information Management***, 17(2), 189-197.

Chen, C.-Y., Chen, P., & Jin, Q. (2015). Economic freedom, investment flexibility, and equity value: A cross-country study. ***The Accounting Review***, 90(5), 1839-1870.

Dell, G. A., Mauro, P., Faria, A., David, J., Di Giovanni, J., Schindler, M., Ayhan, K., & Terrones, M. (2008). Reaping the benefits of financial globalization. IMF Occasional Paper No. 264.

Dewandaru, G., Rizvi, S. A. R., Bacha, O. I., & Masih, M. (2014). What factors explain stock market retardation in Islamic countries? ***Emerging Markets Review,*** 19, 106-127.

Eldomiaty, T. I., Al Qassemi, T., Mabrouk, A., & Abdelghany, L. (2015). Institutional quality, economic freedom and stock market volatility in the MENA region. ***Macroeconomics and Finance in Emerging Market Economies,*** 9(3), 1-22.

Fraser Institute. (2023). ***Economic freedom index***. Retrieved from fraserinstitute.org/Economic-freedom/dataset?geozone=world&year=2021&page=dataset&min-year=2&max-year=0&filter=0.

Gwartney, J., & Lawson, R. (2003). The concept and measurement of economic freedom. ***European Journal of Political Economy, 19(3)***, 405-430.

Gwartney, J., Robert, A. L., Joshua, B., Ryan, M., Simeon, D., & Fred, M. (2022). ***Economic freedom of the world: 2022 annual report***. Fraser Institute. Vancouver, B.C.

Haan, J., Sturm, J. E., & Zandberg, E. (2009). The impact of financial and economic crises on economic freedom. In J. Gwartney & R. Lawson (Eds.), ***Economic freedom of the world 2009 annual report*** (pp. 25-36). Fraser Institute.

Hafer, R. W. (2013). Economic freedom and financial development: International evidence. ***Cato Journal,*** 33(1), 111-126.

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

Harvey, B. R. (1991). The world price of covariance risk. ***Journal of Finance,*** 46(1), 111–157.

Jegadeesh, N., & Titman, S. (1993). Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency. ***The Journal of Finance,*** 48(1), 65-91.

Koyuncu, B., & Unver, M. (2018). Is there a long-term relationship between imports and economic growth?: The case of Turkey. In ***VIII. IBANESS Congress Series – Plovdiv/Bulgaria*** (pp. 1-10). April 21-22, 2018.

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

Lawson, R. A., & Roychoudhury, S. (2008). Economic freedom and equity prices among U.S. states. ***The Credit and Financial Management Review,*** 14(4), 25-35.

Li, K. (2002). What explains the growth of global equity markets? ***Canadian Investment Review,*** 15, 23-30.

Lombardo, D., & Pagano, M. (2000). Legal determinants of the return on equity. BSEF, Working Paper 24.

Luo, Y. (2014). Economic freedom, financial crisis and stock volatilities in emerging markets. ***International Journal of Financial Management,*** 4(1), 75-85.

Nadeem, M., Jun, Y., Akhtar, T., Dong, W., & Niazi, M. (2019). Does really economic freedom matter for growth in South Asia? Empirical evidence from pre-economic crises and post-economic crises period. ***Asian Economic and Financial Review,*** 9(1), 52-63.

Obstfeld, M. (2009). International finance and growth in developing countries: What have we learned? National Bureau of Economic Research, Working Paper No. w14691.

Panigrahi, A., Vachhani, K., & Sisodia, M. (2021). Application of discounted cash flow model valuation: The case of Exide Industries. ***Journal of Management Research and Analysis,*** 8(4), 1170-1179.

Pasaribu, R. B. (2019). Value at risk of momentum investment strategy: Indonesia's liquid stocks portfolio. ***Journal Manajemen Indonesia,*** 19(1), 30-45.

Pesaran, M. H., Shinn, Y., & Smith, R. J. (2001). Bounds testing approaches to the analysis of level relationships. ***Journal of Applied Econometrics,*** 16(3), 289-326.

Quazi, R. (2007). Economic freedom and foreign direct investment in East Asia. ***Journal of the Asia Pacific Economy,*** 12(3), 329-344.

Rasiah, D., Ying, T. L., Solarin, S., & Sakiru, A. (2016). Economic freedom index and stock returns in Malaysia. ***Theoretical and Applied Economics, 13(1)***, 213-236.

Romeu, R., & Serajuddin, U. (2001). ***Technical analysis for direct access trading*** (1st ed.). **McGraw-Hill, Inc.**

Shah, M. H., Ullah, I., Ullah, A., Wang, N., Iqbal, K., Chun, H., & Zhang, K. (2024). Exploring the interwoven relationship: Property rights, financial freedom, government regulation, and stock market fluctuations in emerging economies - A novel system GMM perspective. ***Heliyon,*** 10, 2024.

Smimou, K., & Karabegovic, A. (2010). On the relationship between economic freedom and equity returns in the emerging markets: Evidence from the Middle East and North Africa (MENA) stock markets. ***Emerging Markets Review,*** 11(2), 119-151.

Stocker, M. L. (2005). Equity returns and economic freedom. ***Cato Journal,*** 25, 583-594.

Tag, M. N., Degirmen, S., & Saltik, O. (2016). Do institutions of economic freedom attract foreign direct investment? Evidence from panel data. Paper presented at the 20th Annual International Conference on Macro Economic Analysis and International Finance, ***Brete, Greece***.

The World Bank. (n.d.). Global financial development database. Retrieved from https://www.worldbank.org/en/publication/gfdr/data/global-financial-development-database.

Ullah, A., Anees, M., Ali, Z., & Khan, M. A. (2018). Economic freedom and private capital inflows in selected South Asian economies: A dynamic panel data evidence. ***South Asian Journal of Business and Management Cases,*** 7(1), 41–52.

Ullah, H., & Jan, S. (2020). Economic freedom on stock market performance and liquidity: Evidence from KSE-100 Index Pakistan. ***International Journal of Business and Management,*** 15(1), 110-126.

Ullah, H., Wahid, F., Mohmand, I. K. M., & Ali, A. (2019). Foreign portfolio investments and economic freedom: Empirical investigation of the world countries grouping based on the level of income. ***Review of Economics and Development Studies,*** 5(4), 827-845.

ملحق (1): المؤشرات الرئيسة والفرعية للحرية الاقتصادية وفقا لـ Fraser Institute

ت	المؤشر الرئيسي	المؤشر الفرعي	مؤسسة فريزر
1	حجم الحكومة	الاستهلاك الحكومي	
		التحويلات والإعانات	
		المؤسسات الحكومية والاستثمار	
		أعلى معدل ضريبة حدية	• أعلى معدل ضريبة دخل حدية • أعلى معدل ضريبة دخل الهامشي وضريبة رواتب
		ملكية الدولة من الموجودات	
2	النظام القانوني وحقوق الملكية	استقلال القضاء	
		نزاهة المحاكم	
		حماية حقوق الملكية	
		التدخل العسكري في القانون والسياسة	
		نزاهة النظام القانوني	
		التنفيذ القانوني للعقود	
		التكاليف التنظيمية لبيع العقارات	
		موثوقية الشرطة	
		تكاليف مكافحة الجريمة	
		تعديل التفاوت بين الجنسين	
3	النقود السليمه	نمو رؤوس الأموال	
		الانحراف المعياري للتضخم	
		التضخم للسنة الاخيرة	
		تملك حسابات بنكية بالعملة الأجنبية	
4	حرية التجارة الدولية	التعريفات الجمركية	• الإيرادات من الضرائب التجارية • متوسط معدل التعريفة الجمركية • الانحراف المعياري لمعدلات التعريفة الجمركية
		حواجز التجارة التنظيمية	• الحواجز التجارية غير الجمركية • تكاليف الامتثال للاستيراد والتصدير
		أسعار الصرف في السوق السوداء	
		ضوابط حركة رؤوس الأموال والأشخاص	• الملكية الأجنبية/ قيود الاستثمار • ضوابط رأس المال • حرية زيارة الأجانب
5	أنظمة الائتمان والعمل والاعمال	أنظمة سوق الائتمان	• ملكية البنوك • ائتمان القطاع الخاص • ضوابط أسعار الفائدة/ أسعار الفائدة الحقيقية السلبية
		أنظمة سوق العمل	• أنظمة التوظيف والحد الأدنى للأجور • لوائح التوظيف والفصل • المفاوضات الجماعية المركزية • لوائح ساعات العمل • التكلفة الإلزامية لفصل العامل • التجنيد الالزامي
			• المتطلبات الإدارية • تكاليف البيروقراطية • بدء عمل تجاري • المدفوعات الإضافية/ الرشاوى/ المحسوبية • قيود التراخيص • كلفة الامتثال الضريبي

ملحق (2) بيانات متغيرات الدراسة للفترة 2006-2020

ت	البلدان	السنوات	عائد الأسهم في السوق المالي	الحرية الاقتصادية	حجم الحكومة	حقوق الملكية	النقود السليمة	حرية التجارة	حرية الأنظمة
			RM	FEI	SG	LS	SM	FT	RI
1	البحرين	2006	12	7.19	6.33	4.08	9.26	7.98	8.28
		2007	12.37	7.33	6.98	4.16	9.02	7.98	8.52
		2008	4.63	7.27	6.92	4.21	8.98	7.89	8.34
		2009	22.62	7.08	6.55	4.17	8.23	8.11	8.33
		2010	-34.16	7.1	6.41	4.27	8.3	8.13	8.37
		2011	-18.11	7.28	6.86	4.18	8.7	8.05	8.6
		2012	-6.17	7.13	6.6	4.01	8.7	7.9	8.43
		2013	-18.27	7.19	7.04	4.01	8.72	7.87	8.33
		2014	-0.86	7.24	7.14	4.05	9.2	7.74	8.08
		2015	21.79	7.23	6.99	4.36	9.18	7.64	8
		2016	0.81	7.14	7.15	4.36	9.4	7.63	7.18
		2017	-16.23	7.22	7.04	4.36	9.36	8.19	7.15
		2018	11.97	7.37	6.98	4.72	9.28	8.15	7.71
		2019	1.78	7.43	7.11	4.73	9.34	8.27	7.71
		2020	10.53	7.47	7.08	4.92	9.43	8.26	7.68
2	الكويت	2006	-11.06	7.12	6.5	4.91	8.72	7.74	7.74
		2007	26.96	7.23	6.92	4.85	8.58	7.77	8.04
		2008	59.02	6.92	5.75	4.75	8.39	7.67	8.03
		2009	86.68	6.84	6.14	4.77	7.62	7.75	7.93
		2010	72.26	6.73	5.59	4.98	8.02	7.87	7.19
		2011	11.66	6.68	5.58	4.94	7.94	7.76	7.16
		2012	31.75	6.8	5.92	4.91	8.1	7.62	7.45
		2013	-25.92	6.82	6	4.8	8.13	7.55	7.63
		2014	-25.95	6.75	5.79	4.77	8.53	7.14	7.5
		2015	-9.11	6.59	5.85	4.89	7.77	7.05	7.41
		2016	-9.70	6.78	5.96	4.91	8.41	7.16	7.46
		2017	10.94	6.57	5.94	4.93	8.38	7.09	6.53
		2018	13.92	6.68	5.94	4.94	8.24	7.29	6.98
		2019	-12.02	6.74	5.87	4.94	8.23	7.29	7.38
		2020	-17.91	6.73	5.93	4.98	8.58	6.76	7.38
3	السعودية	2006	64.48	6.424	4.23	4.63	8.06	7.34	7.86
		2007	80.63	6.224	3.77	4.65	8.01	7.37	7.32
		2008	88.54	5.99	3.1	4.66	8.08	6.62	7.49
		2009	-40.48	6.08	3.21	4.63	8.14	7.08	7.34
		2010	-3.56	6.56	3.11	4.64	8.06	7.34	7.86

ت	البلدان	السنوات	عائد الأسهم في السوق المالي RM	الحرية الاقتصادية FEI	حجم الحكومة SG	حقوق الملكية LS	النقود السليمة SM	حرية التجارة FT	حرية الأنظمة RI
		2011	-33.93	6.39	4.92	4.6	8.01	7.37	7.32
		2012	12.83	6.27	4.65	4.55	8.08	6.62	7.49
		2013	4.02	6.34	4.59	4.47	8.14	7.08	7.34
		2014	10.58	6.27	4.69	4.52	8.63	6.42	7.19
		2015	29.54	6.02	4.61	4.72	8.4	6.28	6.02
		2016	-10.41	6.37	4.68	4.7	9.05	6.2	6.74
		2017	-26.47	6.32	5.17	4.72	8.99	6.5	6.37
		2018	11.54	6.34	5.01	4.86	8.69	6.93	6.72
		2019	11.06	6.89	4.52	6.14	8.71	7.38	7.29
		2020	7.32	6.78	4.91	6.81	8.97	6.43	6.99
4	قطر	2006	60	7.142	5.95	5.13	8.15	8.03	8.45
		2007	55	6.922	5.99	5.33	8	8.05	7.24
		2008	57	7.134	6.05	5.34	8.12	8.06	8.1
		2009	60.33	7.148	6.05	5.35	8.27	7.88	8.19
		2010	-35.54	7.18	5.95	5.35	8.15	8.03	8.45
		2011	25.49	6.96	5.99	5.49	8	8.05	7.24
		2012	27.85	7.18	6.05	5.58	8.12	8.06	8.1
		2013	9.96	7.19	6.05	5.58	8.27	7.88	8.19
		2014	13.13	7.33	6.05	5.58	9.2	8.14	7.69
		2015	38.79	7.11	5.94	5.5	8.51	7.91	7.67
		2016	0.28	7.13	5.94	5.47	8.64	8	7.64
		2017	-11.51	7.09	5.94	5.32	8.71	8.37	7.11
		2018	-3.83	7.04	5.94	5.39	8.37	8.37	7.13
		2019	2.15	7.11	5.94	5.37	8.42	8.36	7.47
		2020	12.51	6.99	5.94	5.43	8.6	7.57	7.43
5	عمان	2006	40.50	6.97	5.25	4.57	8.86	7.97	8.17
		2007	25.07	7.12	5.47	4.98	8.58	8.18	8.36
		2008	14.49	6.95	5.83	5.03	7.71	8.23	7.94
		2009	67.62	6.89	5.25	5.03	7.3	8.31	8.55
		2010	-38.57	6.87	5.06	5.02	7.43	8.36	8.46
		2011	8.64	6.77	4.69	4.98	7.56	8.39	8.24
		2012	-2.36	6.93	4.68	5.02	7.75	8.55	8.64
		2013	-10.52	6.9	4.61	4.92	8.06	8.49	8.41
		2014	8.77	6.98	4.61	4.86	8.85	8.34	8.24
		2015	14.04	6.62	4.61	5.27	8.48	8.05	6.72
		2016	-9.65	6.73	4.61	5.2	8.84	8.1	6.88

ت	البلدان	السنوات	عائد الأسهم في السوق المالي RM	الحرية الاقتصادية FEI	حجم الحكومة SG	حقوق الملكية LS	النقود السليمة SM	حرية التجارة FT	حرية الأنظمة RI
		2017	-11.10	6.77	5.14	5.26	8.74	8.08	6.63
		2018	-4.09	6.7	4.66	5.24	8.59	8.19	6.8
		2019	-12.86	6.77	4.75	5.24	8.64	7.61	7.61
		2020	-14.14	6.65	4.66	5.26	8.77	7.56	6.98
6	الامارات	2006	127.88	7.23	7.09	4.66	8.34	8.41	7.63
		2007	-7.76	7.31	7.66	4.74	8.07	8.37	7.71
		2008	-21.03	7.24	7.04	4.75	8.19	8.37	7.86
		2009	37.92	7.05	6.44	4.65	8.08	8.43	7.67
		2010	-41.04	7.23	6.66	4.6	8.3	8.37	8.23
		2011	0.06	7.31	6.37	4.69	8.61	8.35	8.51
		2012	-1.95	7.33	6.18	4.79	8.77	8.4	8.52
		2013	-4.40	7.25	5.67	4.85	8.8	8.39	8.55
		2014	33.67	7.19	5.68	4.86	9.02	8.44	7.98
		2015	43.90	7.05	5.55	4.85	8.61	8.42	7.83
		2016	-6.34	7.17	5.73	4.93	9.09	8.43	7.66
		2017	-4.20	7.02	5.42	4.76	9.19	8.32	7.4
		2018	3.52	7.09	5.54	5.07	9.04	8.34	7.48
		2019	4.81	7.28	5.41	5.94	9.07	8.48	7.51
		2020	7.30	7.35	5.15	7.04	9.08	7.96	7.53