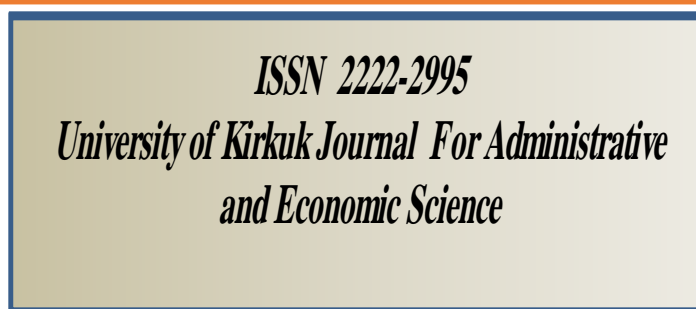


UKJAES

University of Kirkuk Journal  
For Administrative  
and Economic Science



Al-Khattab Awse Muhammad Ali Adham. The impact of some institutional factors on the development of financial markets The Arab Gulf countries as a model for the period (2005-2022). *University of Kirkuk Journal For Administrative and Economic Science* (2024) 14 (4):86-98.

## The impact of some institutional factors on the development of financial markets The Arab Gulf countries as a model for the period (2005- 2022)

Awse Muhammad Ali Adham Al-Khattab <sup>1</sup>

<sup>1</sup> Presidency of Al-Hamdaniya University, Mosul, Iraq

awseali@uohamdaniya.edu.iq <sup>1</sup>

**Abstract:** The research aims to review the most important intellectual trends that frame the impact of institutional factors on the development of financial markets and explain the mechanism of this impact and its transmission channels. The research also seeks to develop a quantitative model characterized by objectivity and the ability to diagnose the nature, size and direction of this impact, using the methods of the ensemble regression model (PRM), the fixed effect model (FEM) and the random effect model (REM) based on balanced panel data for the Gulf Cooperation Council countries for the period (2005-2022). The problem of the study was represented in what is the extent of the impact of institutional factors on the development of financial markets in the Gulf Cooperation Council countries? The estimation results revealed the importance of the role played by institutional factors in developing the financial markets of the sample countries in the study during the analysis period. The rule of law variable (RUL) showed a significant positive effect on the total value of shares traded as a percentage of GDP (PVS) index, and a negative effect on the stock turnover index (SMT). In contrast, the regulatory quality variable (REG) showed a significant positive effect on the (PVS) and (SMT) indices, and market volatility (SPV). The voice and accountability variable (VOI) had a significant positive effect on the three indices, while the corruption perceptions variable (COR) showed a significant negative effect on both (PVS) and (SPV). This requires governments and international institutions to intensify efforts to combat corruption by developing effective strategies.

**Keywords:** Regulatory framework, governance, legal framework, corruption, development of financial markets.

أثر بعض العوامل المؤسسية على تطور الأسواق المالية  
دول الخليج العربي أنموذجاً للفترة (٢٠٠٥-٢٠٢٢)

م.م. أوس محمد علي ادهام الخطاب<sup>١</sup>

<sup>١</sup> رئاسة جامعة الحمدانية، الموصل، العراق

**المستخلص:** يهدف البحث إلى استعراض أهم الاتجاهات الفكرية التي توطر تأثير العوامل المؤسسية على تطور الأسواق المالية وتفسير آلية هذا التأثير وقنوات انتقاله. كما يسعى البحث إلى تطوير نموذج كمي يتميز بالموضوعية والقدرة على تشخيص طبيعة وحجم واتجاه هذا التأثير، وذلك باستخدام مناهج أنموذج الانحدار التجميعي (PRM) وأنموذج الأثر الثابت (FEM) وأنموذج الأثر العشوائي (REM) المستندة إلى بيانات مزدوجة متوازنة (Balanced Panel Data) لدول الخليج العربي للفترة (٢٠٠٥-٢٠٢٢)، إذ تمثلت مشكلة الدراسة فيما هو مدى تأثير العوامل المؤسسية على تطور الأسواق المالية في دول الخليج العربي؟ وكشفت نتائج التقدير عن أهمية الدور الذي تلعبه العوامل المؤسسية في تطوير الأسواق المالية للدول العينة في الدراسة خلال فترة التحليل. إذ أظهر متغير سيادة القانون (RUL) تأثيراً إيجابياً معنوياً على مؤشر القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (PVS)، وتأثيراً سلبياً على مؤشر معدل دوران الأسهم (SMT) في المقابل، أظهر متغير الجودة التنظيمية (REG) تأثيراً إيجابياً معنوياً على مؤشرات (PVS) و (SMT)، وتقلبات السوق (SPV) أما متغير الصوت والمساءلة (VOI) فقد كان له تأثير إيجابي معنوي على المؤشرات الثلاثة، بينما أظهر متغير مدركات الفساد (COR) تأثيراً سلبياً معنوياً على كل من (PVS) و (SPV). مما يتطلب من الحكومات والمؤسسات الدولية تكثيف الجهود لغرض مكافحة الفساد وذلك من خلال وضع استراتيجيات فعالة.

**الكلمات المفتاحية:** الإطار التنظيمي، الحوكمة، الإطار القانوني، الفساد، تطور الأسواق المالية.

Corresponding Author: E-mail: [awseali@uohamdaniva.edu.iq](mailto:awseali@uohamdaniva.edu.iq)

## المقدمة:

يرتبط تطور الأسواق المالية ارتباطاً وثيقاً بجودة وبنية الإطار المؤسسي لأي بلد، وتلعب العوامل المؤسسية، بما في ذلك البيئات التنظيمية والأنظمة القانونية وممارسات الحوكمة، دوراً محورياً في تشكيل كفاءة السوق والسيولة وثقة المستثمرين، ولا تحدد هذه العناصر القواعد والمعايير التي تعمل ضمنها الأسواق فحسب، بل تؤثر أيضاً على سلوك وتوقعات المشاركين في السوق، وإن تأثير العوامل المؤسسية على تطور السوق عميق، حيث يؤثر على كل شيء بدءاً من السيولة وعمق السوق وحتى ثقة المستثمرين وإدارة المخاطر، وغالباً ما يُنظر إلى الإطار المؤسسي القوي باعتباره حجر الزاوية للأسواق المالية المستقرة والفعالة، مما يسهل تكوين رأس المال والنمو الاقتصادي، وعلى العكس من ذلك، يمكن أن تؤدي المؤسسات الضعيفة أو سيئة التصميم إلى عدم كفاءة السوق، وزيادة التقلبات، وزيادة المخاطر النظامية.

لقد شكل ما تقدم حافزاً لدراسة المتغيرات التي يمكن أن تؤدي دوراً مهماً وبارزاً في تطور الأسواق المالية، إذ شكلت العوامل المؤسسية ومتغيراتها المتمثلة في الإطار التنظيمي والحوكمة والفساد والإطار القانوني أحد أهم القنوات التي لها تأثير في تطور الأسواق المالية من خلال التأثير على سلوك المستثمرين، وتعزيز أو تقويض ثقة السوق، والتأثير على الاستقرار العام وكفاءة الأسواق المالية.

وتضمنت الدراسة على أربعة مباحث تضمن المبحث الأول المنهجية والادبيات السابقة، وتناول المبحث الثاني الإطار النظري لأثر العوامل المؤسسية على تطور الأسواق المالية، والمبحث الثالث تطرق إلى قياس أثر العوامل المؤسسية في تطور الأسواق المالية، والمبحث الرابع تضمن الاستنتاجات والتوصيات.

## المبحث الأول

### منهجية الدراسة والادبيات السابقة

#### أولاً: مشكلة البحث

تتمثل مشكلة الدراسة في الكشف عن أثر العوامل المؤسسية وجودة الإطار المؤسسي كأحد المحركات المهمة في تطور الأسواق المالية، وقياس تأثير تلك العوامل على تطور الأسواق المالية في الدول عينة الدراسة، ومن هنا تطرح إشكالية الدراسة والمتمثلة في:

ما مدى تأثير العوامل المؤسسية على تطور الأسواق المالية في دول الخليج العربي؟

#### ثانياً: أهمية البحث

تتبع أهمية الدراسة من الدور الهام الذي تلعبه العوامل المؤسسية في التأثير على تطور الأسواق المالية، إذ يعتقد العديد من الاقتصاديين أن المؤسسات الجدية هي أحد الشروط الأساسية المسبقة لنجاح خطط التنمية المستدامة وتحقيق معدل نمو اقتصادي مرتفع ومستمر، فلا بد أن تقي الدول النامية بالمتطلبات المؤسسية الأساسية والتركيز على إنشاء مؤسسات جيدة، تشمل على إنفاذ وحماية حقوق الملكية ولاسيما الحقوق الفكرية المتنوعة. كما تحتاج إلى احترام وسيادة القانون في ظل وجود نظام قضائي كفوء، مع ضمان تعزيز الاستثمار والمشاركة العامة في الحياة الاقتصادية، والشفافية الحكومية، والسيطرة على الفساد، وانعدام القيود السياسية على السلطة التنفيذية، والحد من تأثير بعض المجموعات القوية لضمان المساواة في المجتمع، وإتاحة الفرص لعمليات الاستثمار، وخلق الإطار الملائم لتعزيز الاستفادة من رأس المال المادي والبشري والعيني.

### ثالثاً: أهداف البحث

#### هدف البحث الى:

١. تحديد كيفية تأثير العوامل المؤسسية على تطور الأسواق المالية والتغيرات والاتجاهات التي يمكن أن تنجم عنها.
٢. توظيف نموذج كمي للتحليل يمكن التوصل من خلاله إلى فهم الطبيعة والحجم والاتجاه التأثيري الناتج عن العوامل المؤسسية على تطور الأسواق المالية.

#### رابعاً: فرضية البحث

انطلقت الدراسة من فرضية أساسية مفادها، ان للعوامل المؤسسية تأثيراً طردياً موجباً على تطور الأسواق المالية.

#### خامساً: منهج البحث

لتحقيق أهداف الدراسة واختبار فرضياتها، تم تبني مجموعة من المناهج العلمية التي تتناسب مع طبيعة ومشكلة البحث، وتشمل ما يلي:

١. الاعتماد على المنهج الوصفي المستند إلى النظريات والدراسات التجريبية المتعلقة بموضوع البحث، بهدف تحليل تأثير العوامل المؤسسية على تطور الأسواق المالية.
٢. استخدام الأساليب الاقتصادية المرتبطة بالبيانات المزدوجة المتوازنة (Balanced Panel Data) بهدف تقدير وتحليل تأثير العوامل المؤسسية على تطور الأسواق المالية.

#### سادساً: حدود البحث

١. الحدود المكانية: تناولت الدراسة دول الخليج العربي أنموذجاً (المملكة العربية السعودية، الامارات العربية المتحدة، الكويت، قطر، البحرين، عمان)، لكونها دول تمتلك معدلات متقاربة من النمو والتطور في القطاع المالي.
٢. الحدود الزمانية: امتدت مدة الدراسة لتشمل الفترة (٢٠٠٥-٢٠٢٢)، كونها فترة شهدت العديد من التطورات المالية والاقتصادية على الصعيد المحلي والدولي، فضلاً عن توفر بياناتها.

#### سابعاً: أهمية البحث

تتبع أهمية الدراسة من الدور الهام الذي تلعبه العوامل المؤسسية في التأثير على تطور الأسواق المالية، إذ يعتقد العديد من الاقتصاديين ان المؤسسات الجدية هي أحد الشروط الأساسية المسبقة لنجاح خطط التنمية المستدامة وتحقيق معدل نمو اقتصادي مرتفع ومستمر، فلا بد ان تفي الدول النامية بالمتطلبات المؤسسية الأساسية والتركيز على انشاء مؤسسات جيدة، تشتمل على انفاذ وحماية حقوق الملكية ولاسيما الحقوق الفكرية المتنوعة. كما تحتاج الى احترام وسيادة القانون في ظل وجود نظام قضائي كفوء، مع ضمان تعزيز الاستثمار والمشاركة العامة في الحياة الاقتصادية، والشفافية الحكومية، والسيطرة على الفساد، وانعدام القيود السياسية على السلطة التنفيذية، والحد من تأثير بعض المجموعات القوية لضمان المساواة في المجتمع، وإتاحة الفرص لعمليات الاستثمار، وخلق الإطار الملائم لتعظيم الاستفادة من راس المال المادي والبشري والعيني.

#### ثامناً: مراجعة الأدبيات السابقة

لقد حظي التشخيص التجريبي لتأثير العوامل المؤسسية على تطور الأسواق المالية، وتحليل طبيعة هذا التأثير واتجاهه، باهتمام كبير في الدراسات المالية والاقتصادية التجريبية الحديثة. سواء تناولت هذه الدراسات المؤشرات بشكل مجمع أو منفرد، ولعينات مختلفة من الدول. ومن أبرز هذه الدراسات:

١. دراسة (Gani & Ngassam 2008) بعنوان تأثير العوامل المؤسسية على سوق الأوراق المالية في اسيا لعينة من ثمانية دول وللمدة (١٩٩٦-٢٠٠٥) وباستخدام نموذج الانحدار الذاتي الموزع (ARDL) توصلت الدراسة الى ان متغيرات التكنولوجيا وسيادة القانون والاستقرار السياسي لها اثر إيجابي في تطور الأسواق المالية، اما متغير الجودة التنظيمية والحوكمة لها تأثير سلبي على تطور الأسواق المالية.
٢. دراسة (Winful et al 2016) بعنوان العلاقة بين الجودة المؤسسية وأداء الأسهم: لعينة من الاقتصاديات الناشئة وباستعمال طريقة العزوم المعممة (GMM) ولعينة من ٤١ دولة ناشئة وللمدة (١٩٩٦-٢٠١١) توصلت الدراسة على أن الجودة المؤسسية لها تأثير إيجابي على أداء سوق الأوراق المالية في البلدان عينة الدراسة.
٣. دراسة (Agyemang et al 2018) بعنوان الهياكل المؤسسية وتنمية الأسواق المالية في افريقيا لعينة من (٤٠) بلد وللمدة (٢٠٠٩-٢٠١٥) وباستعمال طريقة العزوم المعممة (GMM) توصلت الدراسة الى مساهمة الهياكل المؤسسية في تحفيز مستوى تطور الأسواق المالية في افريقيا.
٤. دراسة (Fagbemi et al 2022) بعنوان تطوير سوق الأسهم: انعكاس لإطار الحوكمة والتنظيم في نيجيريا وللمدة (١٩٩٦-٢٠١٩) وباستعمال طريقة وباستخدام نموذج الانحدار الذاتي الموزع (ARDL) توصلت الدراسة أن الجودة التنظيمية تؤثر

بشكل إيجابي وكبير على أداء سوق الأوراق المالية، مما يعزز الرأي القائل بأن الحوكمة المعززة للسوق يمكن أن تؤدي إلى تحسن أداء سوق الأوراق المالية.

٥. دراسة (Alawi et al (2022) بعنوان تأثير الابتكار المالي والجودة المؤسسية على التنمية المالية في الأسواق الناشئة لعينة مكونة من ١٧ سوق ناشئ وللمدة (٢٠٢٠-١٩٩٠) وباستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) توصلت الدراسة الى ان الابتكار المالي والجودة المؤسسية ترتبط بشكل كبير وإيجابي بالتنمية المالية، فالابتكار المالي يزيد من معدلات التنمية المالية، في حين ان انخفاض الجودة المؤسسية في الأسواق الناشئة يؤدي الى تدهور التنمية المالية.
٦. دراسة (Abaidoo & Agyapong (2022) بعنوان التنمية المالية والجودة المؤسسية بين الاقتصاديات الناشئة لعينة من دول جنوب الصحراء الكبرى في افريقيا وللمدة (٢٠١٨-٢٠٠١) ولـ (٢١) دولة وباستعمال طريقة تقنية تقدير الاحتمالية المحدودة للمعلومات (LIML) توصلت الدراسة الى أن الجودة المؤسسية تعزز من وتيرة التنمية المالية في الدول العينة.

## المبحث الثاني

### الإطار النظري لأثر العوامل المؤسسية على تطور الأسواق المالية

أظهرت الدراسات الحديثة أهمية العوامل المؤسسية بما في ذلك جودة التنظيم، والحوكمة، والاطر القانونية، ومستوى الفساد في تشكيل تطور وعمق الأسواق المالية، إذ تؤثر هذه العوامل على شفافية وكفاءة واستقرار الأنظمة المالية، وبالتالي تؤثر على ثقة المستثمرين والمشاركة في السوق. وبشكل عام تعد العوامل المؤسسية أساسية لتنمية واستقرار الأسواق المالية، وتؤثر على كل شيء من عمق السوق الى الاستقرار الاقتصادي العام، وبدون مؤسسات قوية تصبح الأسواق المالية عرضة لعدم الاستقرار وانعدام الكفاءة مما قد يعوق من نموها واندماجها في الاقتصاد العالمي.

وتناولت الدراسات الحديثة لصندوق النقد الدولي، والبنك الدولي، ومنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية دور الاستقرار، والعمق، والكفاءة كعوامل رئيسية في تطوير الأسواق المالية، خصوصاً في ظل التحولات التي شهدتها النظام المالي العالمي بعد الأزمات المالية (Worldbank,2020) (IMF,2021) (OECD,2022). وفيما يلي استعراض لأهم القنوات المؤسسية التي تؤثر على تطور الأسواق المالية وكيف ينتقل هذا التأثير عبرها.

#### ١. أثر العوامل المؤسسية على عمق الأسواق المالية:

تلعب العوامل المؤسسية دوراً حاسماً في تشكيل عمق الأسواق المالية، وهو مقياس رئيسي يعكس القدرة على استيعاب الصفقات الكبيرة دون تأثير كبير على الأسعار، ويمكن للعوامل المؤسسية المختلفة أن تؤثر بشكل مباشر وغير مباشر على عمق الأسواق المالية، إذ تعد الاطر التنظيمية القوية والحوكمة الفعالة امرً بالغ الأهمية في تطوير الأسواق المالية، إذ تساهم في تقليل عدم تناسق المعلومات مما يضمن عمل الأسواق المالية بشفافية عالية، والذي يزيد من ثقة المستثمرين، مما يساهم بدوره الى تعميق الأسواق المالية من خلال جذب المزيد من المشاركين ورؤوس الأموال (Sanga & Azakpono,2023,150-165).

وفي اتجاه اخر إشارات الدراسات الى مساهمة الإدارة الرشيدة والحوكمة القوية على تسهيل انفاذ العقود وحماية حقوق الملكية، إذ تعد من الأمور الأساسية لعمل الأسواق المالية، إذ عندما يكون لدى المستثمرين والمؤسسات ثقة في الحفاظ على حقوقهم فمن المرجح ان يشاركون في نشاط الأسواق المالية، ويعد اليقين القانوني ضروريا للمعاملات المالية وأسواق الائتمان والأنشطة الاستثمارية مما يساهم في العمق العام للأسواق المالية، ومن ناحية أخرى تؤدي الإدارة غير الفعالية الى عدم كفاءة وتقليل الوصول الى التمويل مما يعيق جذب المزيد من المستثمرين والذي يؤثر بشكل سلبي على عمق الأسواق المالية (Emenalo,2018,345-372).

ويمكن ان تساهم الإدارة الفعالة على الحد من الفساد، الذي يعمل كعائق كبير امام تنمية السوق إذ يؤدي الفساد الى سوء تخصيص الموارد وزيادة تكاليف المعاملات، وانخفاض ثقة المستثمرين، والذي سينعكس سلباً على عمق الأسواق المالية. وفي اتجاه معاكس يساهم انخفاض مستويات الفساد الى تعزيز بنية أكثر استقراراً وجاذبية للمستثمرين، مما يساهم في عمق الأسواق المالية. (Fagbemi,2022,71-81)

ويساهم الابتكار المالي المدعوم بجودة مؤسسية عالية، بشكل كبير في عمق الأسواق المالية، إذ تعمل الابتكارات مثل الأدوات المالية الجديدة والخدمات المالية على تعزيز كفاءة السوق والسيولة وجذب المزيد من المستثمرين ورؤوس الاموال، مما يزيد من تعميق الأسواق المالية، وتشير الدراسات الى ان الجود التنظيمية تؤثر بشكل إيجابي على تطور الأسواق المالية وتطوير القطاع المالي. (Fagbemi,2022,71-81)

وتعمل الاطر التنظيمية الفعالة في تحسين الوصول الى التمويل من خال انشاء أنظمة ائتمانية قوية وهياكل قانونية تدعم أنشطة الإقراض والاقتراض، وينتج ذلك الشمول في مشاركة أوسع في الأسواق المالية وتعميق تلك الأسواق. (Abaidoo & Agyapong,2022,198-216)

ويمكن ان تؤثر الاطر القانونية على عمق الأسواق المالية بشكل كبير، كونها توفر الهيكل والامن اللازمين للمشاركين في السوق، ان تشكل الأنظمة القانونية القوية التي تحمي الحقوق وتحد من المخاطر، وتدعم الوساطة المالية وتشجع الابتكار وتخفف من حدة الفساد تشكل أهمية بالغة في التنمية وتعميق الأسواق المالية. إذ تشكل الاطر القانونية الفعالة في تقليل المخاطر القانونية والمالية وذلك من خلال توفير قواعد وأنظمة واضحة تحكم المعاملات المالية، ويقلل هذا الوضوح من عدم اليقين وتكاليف المعاملات، مما يسهل على الشركات والافراد المشاركة في الأنشطة المالية وبالتالي تعميق الأسواق المالية، وأثبتت الدراسات ان الإصلاحات

القانونية التي تعزز من القدرة على التنبؤ والشفافية في البيئة القانونية تؤثر بشكل إيجابي على تطوير وعمق الاسواق المالية. (Varma et al,2022,1-17)

وفي اتجاه اخر تشجع الأطر القانونية القوية الابتكار المالي وتوسيع للسوق وذلك من خلال توفير بيئة امنة لتطوير المنتجات والخدمات المالية الجديدة، وتعمل الأطر القانونية القادرة على التكيف والاستجابة للتغيرات في المشهد المالي على تعزيز الابتكار وهو امر ضروري لنمو السوق وعمقه، وأشارت لدراسات ان البلدان التي تتمتع بأنظمة قانونية أكثر ديناميكية تميل الى ان يكون لديها أسواق مالية أكثر ابتكاراً وعمقاً، وفي السياق ذاته تساهم الأطر القانونية في التخفيض من قضايا الفساد، والتي يمكن ان تقوض بشدة تنمية الأسواق المالية ومن خلال انشاء قواعد واليات واضحة للمساءلة تعمل الأطر القانونية في الحد من فرص الفساد وتعزيز الإدارة العامة للأسواق المالية، وهذا يخلق بيئة أكثر استقراراً وجاذبية للمستثمرين مما يساهم في عمق الأسواق المالية. (Karacadage et al,2003,1-38)

## ٢. أثر العوامل المؤسسية على كفاءة الأسواق المالية

تعد العوامل المؤسسية من أبرز المؤثرات على كفاءة الأسواق المالية، وتعرف هذه العوامل بأنها مجموعة من الأنظمة والقوانين والجراءات التي تنظم العمليات المالية وتحدد أطار العمل للأسواق والشركات المالية.

اذ اشارت الدراسات الى الدور الحاسم الذي يتركه الإطار التنظيمي في تحديد كفاءة الأسواق المالية من خلال الإفصاح الالزامي للمعلومات المالية والتشغيلية وذلك عن طريق حصول جميع المشاركين في السوق على إمكانية الوصول الى البيانات المالية ويساهم ذلك في تقليل عدم تناسق المعلومات، مما يساهم في اتخاذ المستثمرين قراراتهم الاستثمارية وبالتالي تحسين كفاءة السوق. (Healy & Palepu,2001,405-440) ويمكن ان تساهم لوائح مكافحة الاحتيال في الأسواق المالية وتنفيذها في حماية المستثمرين من الممارسات الخادعة، ومن خلال ذلك فمن المرجح مشاركة المستثمرين في الأسواق المالية وتعزيز سيولة وكفاءة الأسواق المالية. وتساهم قوانين التداول في منع التداول من الداخل وضمان تكافؤ الفرص، اذ لا يتمتع أي مشارك بميزة غير عادلة وبالتالي الحفاظ على نزاهة السوق وكفاءته. (Bhattacharya & Daouk,2002,75-108)

وتشكل مراقبة السوق من قبل الهيئات التنظيمية على أنشطة التداول لمنع التلاعب والممارسات الأخرى غير العادلة في الحفاظ على اللوائح التي تعمل على تعزيز المنافسة بين المشاركين في السوق وتمنع الممارسات الاحتكارية مما يؤدي الى أسعار أكثر تنافسية وزيادة في كفاءة السوق. (Claessens & Laeven,2004,563-583)

ويساهم الدعم التنظيمي للابتكار المالي وتطوير البنية التحتية، من خلال منصات التداول الالكترونية وأنظمة المقاصة والتسوية الفعالة الى تعزيز سيولة السوق وتقليل تكاليف المعاملات. (Pagano,1993,1101-1125)

وفي ذات السياق يعزز الإطار التنظيمي القوي من كفاءة الأسواق المالية من خلال ضمان الشفافية، وحماية المستثمرين وتعزيز الممارسات العادلة والحد من المخاطر النظامية، ويسهل تطوير السوق وتعزيز الحوكمة الرشيدة للشركات، ودعم نزاهة السوق وتوازن التنظيم الفعال بين الحاجة الى الرقابة والمرونة اللازمة لتعزيز الابتكار والنمو في القطاع المالي. (Beck & Maksimovic,2006,2995-3015)

وفي اتجاه اخر لتحليل الأثر اشارت الدراسات الى ان البيئة القانونية تترك الأثر المهم بشكل كبير على كفاءة الأسواق المالية من خلال اليات مختلفة، اذ يعمل الإطار القانوني الراسخ على تعزيز كفاءة الأسواق المالية من خلال ضمان التنفيذ القانوني القوي، وهو ما يساهم بدوره الى تعزيز ثقة المستثمرين وتسهيل المعاملات المالية الأكثر تعقيداً، وفي ذات السياق اشارت الدراسات ان الانفاذ القانوني القوي يرتبط بتطور مالي اعلى، لأنه يقلل من تكاليف المعاملات ويخفف من المخاطر المرتبطة بالاستثمارات المالية. علاوة على ذلك، فان وجود أنظمة قانونية وهيئات تنظيمية شفافة يضمن عمل المؤسسات المالية ضمن أطار يعزز المنافسة العادلة ويقلل من المخاطر النظامية ويساهم ذلك في استقرار السوق وكفاءته بشكل عام، كما ان يحد من احتمالية الأنشطة الاحتيالية والأزمات المالية. وفي السياق ذاته تساهم الأطر القانونية التي تدعم حقوق الملكية وانفاذ العقود، وحماية المستثمرين تشجع المشاركة في الأسواق المالية وتوفير السيولة فيها. ويمكن هذا اليقين القانوني الأسواق المالية من تخصيص الموارد بشكل أكثر فاعلية ودعم اكتشاف الأسعار بشكل أفضل وتلبيد تناسق المعلومات والذي بدوره يعكس بشكل إيجابي على كفاءة الأسواق المالية.

(Rösch et al,2016,1151-1187) (Lerner & Schoar,2005,223-246)

ومن جانب اخر تؤثر حوكمة الشركات بشكل كبير على كفاءة الاسواق المالية من خلال تحسين أداء الشركات وتعزيز ثقة المستثمرين وتعزيز استقرار الأسواق، اذ تساهم مجالس الإدارة الفعالة وخاصة التي تمتلك مدراء مستقلين في مراقبة قوية للإدارة ومؤامة الإجراءات الإدارية مع مصالح المساهمين، والذي بدوره يساهم في تحسين أداء الشركات وتقليل تكاليف الوكالة. بالإضافة الى مساهمتها في تعزيز الشفافية والمساءلة مما يقلل من مخاطر الاحتيال والتقارير المالية الخاطئة والذي بدوره يعزز ثقة السوق المالي وكفاءته وبضمن الامتثال للقوانين ولوائح الحوكمة ان يجعل الشركات ضمن الأطر القانونية، مما يقلل من المخاطر المرتبطة بالفصائح المالية ويعزز من نزاهة السوق وكفاءته. (Galuma,2021,1-18).



### ٣. إثر العوامل المؤسسية على استقرار الأسواق المالية:

تلعب الأطر التنظيمية دوراً محورياً في ضمان استقرار الأسواق المالية، إذ يعرف استقرار الأسواق المالية بالحالة التي يكون فيها النظام المالي قادراً على امتصاص الصدمات الاقتصادية والحد من تداعياتها على مكونات القطاع المالي الرئيسية. وأشارت الدراسات في مساهمة الأطر التنظيمية في استقرار الأسواق المالية من خلال زيادة متانة الأنظمة المالية وذلك من خلال فرض معايير تساهم بالتخفيف من مخاطر الرافعة المالية واحتياطات رأس المال غير الكافية والممارسات السيئة لإدارة المخاطر ووفقاً لتقرير بنك التسويات الدولية (BIS) فإن تطبيق الإصلاحات بعد الالتزامات مثل معايير بازل ٣ أسهمت بشكل كبير في تحسين استقرار القطاع المصرفي عن طريق ضمان احتفاظ البنوك بقدر كافٍ من رأس المال. وتوفر الأطر التنظيمية المنظمة بشكل جيد تناسقاً عبر الدول المختلفة ويعد ذلك من الأمور الحيوية في ظل نظام مالي متصل عالمياً، إذ يشير تقرير بنك التسويات الدولية إلى أن التطبيق المتسق للمعايير العالمية يقلل من التجنب التنظيمي ويحد من تشوهات المنافسة مما يدعم الاستقرار المالي عن طريق الحفاظ على تكافؤ الفرص، بالإضافة إلى ذلك تساهم التنظيمات الواضحة والشفافة في استعادة الثقة في الأسواق المالية والمحافظة عليها، إذ يمكن للمستثمرين الوثوق بمتانة النظام واستقرار الأسواق المالية. (Carstens, 2019)

وتواجه الأسواق المالية الناشئة تحديات في تحقيق التوازن بين الاستقرار المالي والتنمية، إذ أشارت دراسات المكتب الوطني للبحوث الاقتصادية (NBER) أن الأطر التنظيمية الفعالة في هذه الأسواق أمراً بالغ الأهمية في إدارة المخاطر المرتبطة بالنمو المالي السريع والتكامل في الاقتصاد العالمي، وتساهم هذه الأطر في الحفاظ على الاستقرار من خلال معالجة نقاط الضعف مثل الرقابة التنظيمية غير الكافية واحتمالية حدوث الالتزامات المالية. (Prasad, 2010, 1-33)

وتساهم الأطر القانونية في التخفيف من المخاطر النظامية من خلال فرض اللوائح التي تلزم المؤسسات المالية بالحفاظ على احتياطات كافية من رأس المال والسيولة إذ يعد من الأمور الأساسية التي تساهم في امتصاص الصدمات ومنع انتشار الالتزامات المالية. (Carstens, 2019) وتعزز الأطر القانونية من الشفافية من خلال فرض الإفصاح عن المعلومات المالية والمعاملة العادلة للمستثمرين، وتعتبر الشفافية بالغة الأهمية للحفاظ على ثقة المستثمرين وضمان عمل الأسواق المالية بكفاءة، كما تشكل المتطلبات القانونية الواضحة تحمل المشاركين في السوق المسؤولية عن أعمالهم مما يقلل من احتمالية الأنشطة الاحتيالية ويعزز من الاستقرار العام للأسواق المالية. (Geetha, 2021, 305-313)

وفي اتجاه آخر تساهم الحوكمة التنظيمية في استقرار الأسواق المالية من خلال تضمين لوائح مصممة بصورة جيدة وقابلة للتنفيذ للحفاظ على استقرار الأسواق المالية، إذ تساعد أطر الحوكمة القوية في التخفيف من المخاطر النظامية من خلال ضمان عمل المؤسسات المالية ضمن حدود أمانة وحكمة، إذ يساهم ذلك في منع حدوث الالتزامات المالية التي قد تنتج عن المخاطر المفرطة أو سوء إدارة الابتكارات المالية. (Pernell, 2020, 277-306) (Nikita, 2023, 717-729) وفي ذات السياق تشير الدراسات إلى أن حوكمة الابتكارات المالية أمر بالغ الأهمية في تحديد تأثيرها على الاستقرار المالية، إذ أظهرت فترة إلغاء القيود التنظيمية خلال فترة الثمانينات والتسعينات من القرن المنصرم أن الحوكمة غير الكافية يمكن أن تؤدي إلى عدم استقرار الأسواق المالية خلال تلك الفترة إذ ساهمت المشتقات المالية والتوريق خلال تلك الفترة في عدم الاستقرار عند عدم تنظيمها بشكل صحيح، وهذا ما سلط الضوء على الحاجة إلى هيكلة حوكمة توازن ما بين الابتكار المالي وإدارة المخاطر النظامية لغرض استقرار الأسواق المالية. (Pernell, 2020, 277-306)

أما في الأسواق الناشئة فترتبط مؤشرات الحوكمة الرشيدة مثل الاستقرار السياسي، والسيطرة على الفساد، والالتزام بسيادة القانون بشكل إيجابي بالاستقرار المالي، إذ تعمل الحوكمة الفعالة على الحد من عدم اليقين الاقتصادي وتعزيز ثقة المستثمرين، ودعم بيئة الاقتصاد الكلي المستقرة والتي تعد من الأمور بالغة الأهمية في الحفاظ على استقرار الأسواق المالية. (Ullah et al, 2024, 1-38) (Nikita, 2023, 717-729)

### المبحث الثالث

#### قياس اثر العوامل المؤسسية على تطور الأسواق المالية

##### أولاً: - المنهج التجريبي والاموذج المستخدم:

بناءً على الدراسات النظرية والتجريبية التي أيدتها العديد من الاقتصاديين، ولإثبات فرضية البحث وتحقيق أهدافه الأساسية، وكذلك من أجل صياغة تحليل كمي لتأثير العوامل المؤسسية (المتغير التوضيحي) على تطور الأسواق المالية (المتغير المعتمد) في دول الخليج العربي، تم اعتماد منهجية البحث على الأسس النظرية والدراسات التطبيقية المتعلقة بالموضوع. وقد تم دعم هذا النهج بالتحليل الكمي باستخدام منهجية البيانات المزدوجة المتوازنة (Balanced Panel Data) للدول المشمولة في العينة خلال الفترة من ٢٠٠٥ إلى ٢٠٢٢، وبعدها مشاهدات بلغ ١٠٨ مشاهدات.

## ١- مصادر البيانات

بغية في ضمان توحيد البيانات لمتغيرات الدراسة وتجنب التباين والاختلاف فقد تم الاستناد الى قاعدة بيانات التنمية المالية العالمية (Global Financial Development Database) الصادرة عن البنك الدولي (World Bank) وقاعدة بيانات صندوق النقد الدولي الخاصة بالإحصاءات المالية الدولية (International Financial Statistics) للحصول على مؤشرات تطور الأسواق المالية وبيانات المتغيرات التوضيحية (سيادة القانون، والصوت والمساءلة، والجودة التنظيمية) في حين تم الاستعانة بإحصاءات منظمة الشفافية العالمية للوصول الى بيانات مؤشر مدركات الفساد.

## ٢- متغيرات الانموذج

### أ- المتغيرات المعتمدة:

(١) مستوى عمق الأسواق المالية: تم الاستناد الى مؤشر القيمة الاجمالية للأسهم المتداولة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (PVS) للتعبير عن عمق الأسواق المالية، ويفسر ارتفاع قيمة المؤشر الى ارتفاع سيولة السوق وانخفاض تكاليف المعاملات ومستويات المخاطر التي قد تواجه المستثمرين. (Ake & Ognaligui, 2017, 82-88)

(٢) مستوى كفاءة الأسواق المالية: تم الاعتماد على مؤشر معدل دوران سوق الأسهم (الأسهم المتداولة الى الرسملة) (SMT) للتعبير عن مستوى كفاءة الأسواق المالية، ويفسر ارتفاع قيمة المؤشر على دخول الأسواق المالية في نشاط عالي في حركة الأسهم، الامر الذي يساهم في ارتفاع معدلات السيولة وبالتالي الارتفاع في مستويات كفاءة الأسواق المالية.

(٣) مستوى استقرار الأسواق المالية: للتعبير عن مستوى الاستقرار في السوق، تم الاعتماد على مؤشر تقلبات السوق (SPV) الذي يمثل متوسط تقلبات مؤشر سوق الأسهم الوطني خلال فترة ٣٦٠ يوماً. يتم قياس هذا المؤشر من خلال تحليل تشتت عوائد مؤشر السوق. يُفسر انخفاض درجة تقلب السوق عادةً على أنه زيادة في مستويات استقرار السوق، مما يعني أن أسعار الأوراق المالية تكون أقل انحرافاً عن قيمتها الحقيقية.

ب- المتغيرات التوضيحية: يعكس الجدول (١) المتغيرات المستقلة، والمؤشرات المستخدمة للتعبير عنها وطبيعة تأثيراتها المتوقعة في تطور الأسواق المالية.

الجدول (١): المتغيرات التوضيحية المؤثرة في تطور الأسواق المالية

ت	المتغير	المؤشر	الرموز	التأثير المتوقع
١	الأطر التنظيمية والقانونية	مؤشر سيادة القانون (-٢,٥ ضعيف، ٢,٥ قوي)	RUL	+
٢	الأداء المؤسسي	مؤشر الجودة التنظيمية (-٢,٥ ضعيف، ٢,٥ قوي)	REG	+
٣	الحوكمة	مؤشر الصوت والمساءلة (-٢,٥ ضعيف، ٢,٥ قوي)	VOI	+
٤	الفساد	مؤشر مدركات الفساد (٠ فساد مرتفع و ١٠٠ لا يوجد فساد)	COR	-

المصدر: من اعداد الباحث بالاستناد الى الإطار النظري والدراسات السابقة.

بناءً على ما سبق، يمكن صياغة نموذج التقدير في شكل أربعة دوال رياضية تُستخدم لبناء ثلاث معادلات تختلفان في المتغير المعتمد ولكن تتشابهان في المتغيرات المستقلة. تُظهر المعادلة الأولى تأثير مؤشر سيادة القانون، والجودة التنظيمية، ومؤشر الصوت والمساءلة، ومؤشر مدركات الفساد على مؤشر القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي. أما المعادلة الثانية، فهي مصممة لتوضيح تأثير هذه المتغيرات المستقلة على مؤشر معدل دوران الأسهم. بينما توضح المعادلة الثالثة تأثيرها على مؤشر تقلبات السوق، وذلك كما يلي:

$$PVS = F \{RUL, REG, VOI, COR\} \quad (1)$$

$$SMT = F \{RUL, REG, VOI, COR\} \quad (2)$$

$$SPV = F \{RUL, REG, VOI, COR\} \quad (3)$$

$$PVS = \beta_0 + \beta_1 RUL + \beta_2 REG + \beta_3 VOI + \beta_4 COR + \varepsilon_i \quad (1)$$

$$SMT = \beta_0 + \beta_1 RUL + \beta_2 REG + \beta_3 VOI + \beta_4 COR + \varepsilon_i \quad (2)$$

$$SPV = \beta_0 + \beta_1 RUL + \beta_2 REG + \beta_3 VOI + \beta_4 COR + \varepsilon_i \quad (3)$$

### ٣- منهجية التقدير الانموذج

تلعب النظريات الاقتصادية دوراً محورياً في تفسير العلاقات بين المتغيرات الاقتصادية. ومع ذلك، قد يكون التوصل إلى صياغة دقيقة لهذه النظريات اعتماداً على البيانات المتوفرة أمراً معقداً، مما يستدعي اللجوء إلى الأساليب الإحصائية المتقدمة في الاقتصاد القياسي. ومن بين هذه الأساليب تبرز تقنية البيانات المزدوجة (Panel Data)، التي تُعتبر أداة مهمة في البحوث الاقتصادية والمالية، إذ تسمح بدمج الخصائص الزمنية والمقطعية للبيانات في إطار زمني واحد. وتتميز طريقة البيانات المزدوجة بقدرتها على التعامل مع ديناميكية الزمن ووحدات متعددة، مما يتيح جمع وتحليل البيانات عبر أبعاد زمنية ومقطعية في آن واحد (Gujarati, 2004, p. 636). كما تساهم في معالجة التباين غير المحفوظ أو عدم التجانس بين مكونات العينة، سواء كانت مقطعية أو زمنية، مما يساعد في تجنب التقديرات المتحيزة وغير المتسقة (Greene, 2002, p. 285).

ويتم التعامل مع التأثيرات المقطعية والزمنية باستخدام ثلاثة نماذج انحدار رئيسية، والتي توفر أدوات تحليلية لفهم العلاقات بين المتغيرات بشكل أكثر دقة وشمولية. وكما يلي :

#### أ- أنموذج الانحدار التجميعي (Pooled Regression Model)

يُعتبر نموذج الانحدار التجميعي (PRM) من النماذج البسيطة المستخدمة في تحليل البيانات المزدوجة. في هذا النموذج، يتم إغفال تأثير الزمن واختلاف الخصائص الفردية من خلال افتراض ثبات جميع معاملات النموذج  $B_0$  و  $B_i$  عبر الزمن، مما يؤدي إلى عدم مراعاة الطبيعة المزدوجة للبيانات. بدلاً من ذلك، يتم التعامل مع البيانات كسلسلة زمنية عن طريق ترتيب المتغيرات المعتمدة والمستقلة بشكل متسلسل لبيانات المقطع العرضي، مما ينتج سلسلة زمنية بمشاهدات تصل إلى  $(N \times T)$ . كما يقوم النموذج على افتراض أن قيمة الخطأ العشوائي تساوي صفراً وأن تباينه ثابت. استناداً إلى هذه الافتراضات، يمكن الحصول على تقديرات دقيقة باستخدام طريقة المربعات الصغرى (OLS). ويعبر عن نموذج الانحدار التجميعي بالصيغ التالية (Alsafaar & AL-Iraqi, 2022, 9-34).

$$Y_{it} = \alpha_i + \sum_{j=1}^K \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \quad i=1, 2, \dots, N \quad t=1, 2, \dots, T$$

#### ب- أنموذج الأثر الثابت (Fixed Effect Model)

يشير مصطلح الأثر الثابت إلى أن معلمة النموذج لكل مجموعة بيانات مقطعية تظل ثابتة عبر الزمن، بينما يقتصر التغيير على مجاميع البيانات المقطعية. بمعنى آخر، يتعامل النموذج مع التأثيرات المقطعية والزمنية لمجموعات الدول كشرائح تعبر عن الفروقات الفردية بين الدول داخل المجموعة أو عبر الزمن. ولتقدير نموذج الأثر الثابت، يُستخدم غالباً أسلوب المربعات الصغرى للمتغيرات الوهمية (LSDV)، والذي يسمح باختلاف المقطع الثابت لكل دولة من خلال إدراج متغيرات وهمية بعدد  $(N-1)$  لتمثيل الفترات الزمنية. وتظهر الصيغة الرياضية لهذا النموذج كما يلي: (AL Sheekh Ali & AL-Iraqi, 2022, 89-107)

$$Y_{it} = \alpha_i + \sum_{j=1}^K \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \quad i=1, 2, \dots, N \quad t=1, 2, \dots, T$$

$$\alpha_i = \alpha_0 + u_i$$

#### ت- أنموذج الأثر العشوائي (Random Effect Model)

في هذا النموذج، يتم التعامل مع التأثيرات المقطعية والزمنية كمعاملات عشوائية بدلاً من كونها ثابتة، استناداً إلى أن هذه التأثيرات تعتبر متغيرات عشوائية مستقلة بمتوسط حسابي يساوي صفراً وتباين محدد. تُضاف هذه التأثيرات كعناصر عشوائية ضمن حد الخطأ العشوائي. كما يفترض النموذج أن التأثيرات العشوائية غير مرتبطة بالمتغيرات التوضيحية للنموذج. بناءً على ذلك، يتم التعبير عن النموذج بالصيغة التالية (AL Sheekh Ali & AL-Iraqi, 2022, 89-107) :

$$Y_{it} = \alpha_i + \sum_{j=1}^K \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \quad i=1, 2, \dots, N \quad t=1, 2, \dots, T$$

$$\varepsilon_{it} = u_i + \varepsilon_{it}$$

#### ٤- تقدير النماذج وتحليل النتائج

للحصول إلى نتائج وتقديرات دقيقة لأثر العوامل المؤسسية على تطور الأسواق المالية في دول الخليج العربي خلال الفترة (٢٠٢٠-٢٠٢٢)، تم التركيز على ضمان عدم تزوير أو تحريف القيم من خلال التأكد من استقرار بيانات متغيرات الدراسة. وقد أظهرت الرسوم البيانية في الشكل (١) هذه الاستقرار، كما تم دعمها بنتائج اختبار Levin-Lin-Chu المدرجة في الجدول (٢)، والذي أكد أن متغيرات الدراسة ليست مستقرة إلا عند الفرق الأول، باستثناء المتغيرات: القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (PVS)، معدل دوران الأسهم (SMT)، إذ ثبتت الاستقرار عند المستوى.





الشكل (١)

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 12

الجدول (٢): نتائج الاختبار لاستقرارية البيانات لمتغيرات الدراسة بالاعتماد على اختبار Levin-Lin-Chu 2002

Variables	Level			First Difference		
	None	Intercept	Trend and Intercept	None	Intercept	Trend and Intercept
PVS Prob.	-3.75470 0.0001	-8.43735 0.0000	-11.9072 0.0000			
SMT Prob.	-5.70729 0.0000	-5.26941 0.0001	-3.19878 0.0003			
SPV Prob.	-1.97264 0.0243	-2.98298 0.0014	-3.77327 0.0001	-10.2407 0.0000	-8.81802 0.0000	-7.14187 0.0000
RUL Prob.	-2.25422 0.0121	-0.61422 0.2695	-2.00407 0.0225	-7.80747 0.0000	-4.88083 0.0000	-3.37638 0.0004
REG Prob.	0.84373 0.8006	-3.90369 0.0000	-5.33157 0.0000	-12.1819 0.0000	-6.81214 0.0000	-4.72627 0.0000
VOI Prob.	-1.30601 0.0958	-1.26712 0.1026	-2.35476 0.0093	-8.50278 0.0000	-5.86624 0.0000	-6.15206 0.0000
POL Prob.	-0.34416 0.3654	-2.17692 0.0147	-3.45802 0.0003	-10.7453 0.0000	-10.0893 0.0000	-7.79239 0.0000
COR Prob.	0.34444 0.6347	-1.06112 0.1443	-0.12744 0.4493	-4.24385 0.0000	-1.02273 0.0000	-1.07421 0.00000

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج ١٢ EViews

استناداً إلى المعطيات السابقة، وبناءً على نتائج اختبار Choe-Test (1960) الموضحة في الجدول (٣)، تم قبول فرضية العدم. إذ أظهرت النتائج أن نموذج الأثر الثابت (FEM) هو الأنسب والأكثر تفوقاً مقارنةً بنموذج الانحدار التجميعي (PRM) عند تحليل البيانات المزدوجة (Panel Data) في النماذج الثلاثة.

الجدول (٣): اختبار Chow-Test للنماذج الاربعة

Redundant Fixed Effects Tests			
Equation: Untitled			
Test cross-section fixed effects			
اختبار لأنموذج القيمة الاجمالية للأسهم المتداولة (PVS)			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	11.329859	(5,98)	0.0000
Cross-section Chi-square	49.268785	5	0.0000
اختبار لأنموذج معدل دوران الأسهم (SMT)			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	16.031383	(5,99)	0.0000
Cross-section Chi-square	64.059355	5	0.0000
اختبار لأنموذج مؤشر تقلبات السوق (SPV)			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	10.349531	(5,99)	0.0000
Cross-section Chi-square	45.412641	5	0.0000

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج ١٢ EViews

بناءً على اختبار Hausman للمقارنة بين نتائج التقدير المستندة إلى نموذج الأثر الثابت (FEM) ونموذج الأثر العشوائي (REM) للنماذج الثلاثة، والتي تم توثيقها في الجدول (٤)، تم رفض فرضية البديلة التي تفيد بأن نموذج الأثر العشوائي هو الأنسب. وبدلاً من ذلك، تم قبول الفرضية العدم التي تشير إلى أن نموذج الأثر الثابت هو النموذج الأكثر ملاءمة.

**الجدول (٤): اختبار Hausman للنماذج الأربعة**

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Equation: Untitled			
Test cross-section random effects			
اختبار لأنموذج القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة (PVS)			
Test Summary	Summary Chi-Sq. Stat	Chi-Sq. d.f	Prob.
Cross-section random	56.162491	4	0.0000
اختبار لأنموذج معدل دوران الأسهم (SMT)			
Test Summary	Summary Chi-Sq. Stat	Chi-Sq. d.f	Prob.
Cross-section random	52.25584	٣	0.0000
اختبار لأنموذج مؤشر تقلبات السوق (SPV)			
Test Summary	Summary Chi-Sq. Stat	Chi-Sq. d.f	Prob.
Cross-section random	52.25841	3	0.0000

• المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج ١٢ EViews

استناداً إلى المعطيات السابقة والاختبارات المنفذة على النماذج المختلفة لتقدير تأثير العوامل المؤسسية على مؤشرات تطور الأسواق المالية، تم تحديد ثلاثة نماذج التالية: النموذج الأول الذي يعبر عن القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (PVS)، النموذج الثاني لمعدل دوران الأسهم (SMT)، النموذج الثالث لمؤشر تقلبات السوق (SPV)، تم توثيق نتائج هذه النماذج في الجدول (٥).

**جدول (٥): إثر العوامل المؤسسية على تطور الأسواق المالية**

Method: Panel least squares (Cross-section random effects)				
Sample: 2005 2022				
Cross-sections included:6				
Periods included: 18				
Total panel (balanced) observations: 108				
الانموذج الأول إثر العوامل المؤسسية في مؤشر القيمة الاجمالية للأسهم المتداولة/ الناتج المحلي الإجمالي (PVS)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RUL	5.632507	1.978245	2.847224	0.0054
REG	0.256577	0.219086	1.171127	0.0094
VOI	6.603056	1.828685	3.610822	0.0005
COR	-3.101927	1.233066	-2.515621	0.0135
C	44.84784	7.652190	5.860786	0.0000
Weighted Statistics				
R-squared	0.580339	F-statistic		15.05799
Adjusted R-squared	0.541799	Prob. (F-statistic)		0.000000
Durbin-Watson stat	1.176211			
الانموذج الثاني أثر العوامل المؤسسية في مؤشر معدل دوران الأسهم (SMT)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RUL	-2.633782	10.70310	-0.246077	0.0154
REG	0.469324	0.024334	19.28691	0.0000
VOI	14.79615	1.790716	8.262704	0.0004
C	34.16316	4.610669	7.409589	0.0007
Weighted Statistics				
R-squared	0.491514	F-statistic		11.96195
Adjusted R-squared	0.450424	Prob. (F-statistic)		0.000000
Durbin-Watson stat	0.662725			
الانموذج الثالث أثر العوامل المؤسسية في مؤشر تقلبات السوق (SPV)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
VOI	1.684019	0.479827	3.509636	0.0171
COR	-1.187292	0.817842	-1.451738	0.0263
REG	0.047554	0.012317	3.860687	0.0119
C	22.35568	4.910766	4.552383	0.0061
Weighted Statistics				
R-squared	0.404272	F-statistic		8.397919
Adjusted R-squared	0.356133	Prob. (F-statistic)		0.000000
Durbin-Watson stat	0.774923			

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج 12 EViews

#### ومن الجدول أعلاه يمكن ملاحظة الآتي: -

1. أظهر مؤشر سيادة القانون (RUL) تأثيره المعنوي الإيجابي على نموذج مؤشر القيمة الاجمالية للأسهم المتداولة/ من الناتج المحلي الإجمالي (PVS)، والمتوافق مع المنطق الاقتصادي وبمعامل مرونة بلغ (٥,٦٣٢٥٠٧). في حين ظهر تأثيره المعنوي السلبي على نموذج مؤشر معدل دوران الأسهم (SMT) والذي جاء مناقضاً للنظرية الاقتصادية وبمعامل مرونة بلغت (٠,٢٥٦٥٥٧). أما فيما يتعلق بنموذج تقلبات السوق (SPV)، فقد فشل مؤشر سيادة القانون في إظهار أي تأثير معنوي.
2. عكس مؤشر الجودة التنظيمية (REG) تأثيره المعنوي على الإيجابي على النماذج الثلاثة، مؤشر القيمة الاجمالية للأسهم المتداولة/ الناتج المحلي الإجمالي (PVS)، ومؤشر معدل دوران الأسهم (SMT)، ومؤشر تقلبات السوق (SPV)، متوافقاً مع المنطق الاقتصادي والدراسات ذات الشأن وبمعامل مرونة (٠,٢٥٦٥٥٧)، (٠,٤٦٩٣٢٤)، (٠,٠٤٧٥٥٤) على التوالي.
3. جاء مؤشر الصوت والمساءلة (VOI)، تأثيره المعنوي الإيجابي على النماذج الثلاثة، مؤشر القيمة الاجمالية للأسهم المتداولة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (PVS)، ومؤشر معدل دوران الأسهم (SMT)، ومؤشر تقلبات السوق (SPV)، متوافقاً مع النظرية الاقتصادية وبمعاملات مرونة بلغت (٦,٦٠٣٠٥٦)، (١٤,٧٩٦١٥)، (١,٦٨٤٠١٩) على التوالي.
4. أظهر مؤشر مدركات الفساد (COR)، تأثير المعنوي السلبي على نموذج مؤشر القيمة الاجمالية للأسهم المتداولة/ الناتج المحلي الاجمال (PVS)، ونموذج مؤشر تقلبات السوق (SPV)، المتوافق مع النظرية الاقتصادية وبمعاملات مرونة بلغت (٣,١٠١٩٢٧)، (١,١٨٧٢٩٢) على التوالي، ولم يظهر المؤشر تأثير معنوي على نموذج مؤشر معدل دوران الأسهم (SMT).

### المبحث الرابع

#### الاستنتاجات والتوصيات

##### أولاً: الاستنتاجات:

1. يعزز مؤشر سيادة القانون من القيمة الاجمالية للأسهم المتداولة مما يدل على أن الإطار القانوني القوي والمستقر يساهم في زيادة ثقة المستثمرين في الأسواق المالية، في حين قد تؤدي القوانين الصارمة الى تقليل معدل دوران الأسهم، والذي يساهم في الحد من سيولة الأسواق المالية بشكل غير متوقع.
2. يساهم مؤشر الجودة التنظيمية في تعزيز استقرار الأسواق المالية ويزيد من ثقة المستثمرين مما يؤدي الى تحسين تطور الأسواق المالية، مع ملاحظة أن متطلبات التنظيم العالية ستترك الأثر السلبي على التعاملات الدولية.
3. يرتبط مؤشر الصوت والمساءلة بزيادة شفافية الأسواق المالية وتعزيز مشاركة المستثمرين، مما يخلق بيئة مواتية للاستثمار، ويمكن أن يؤثر بشكل مختلف بناءً على السياق السياسي والاقتصادي لكل بلد، حيث تكون الآثار أكثر وضوحاً في الدول التي تتمتع بمستويات عالية من الديمقراطية والمساءلة.
4. يرتبط ارتفاع مستوى الفساد بانخفاض ثقة المستثمرين وتقليل تطور المالي للسوق، مما يؤدي إلى تقلبات أكبر وتقليل حجم الاستثمار.

##### ثانياً: التوصيات:

1. يجب على الحكومات العمل على تقوية سيادة القانون لضمان بيئة قانونية واضحة ومستقرة تعزز الثقة في الأسواق المالية وتجذب الاستثمارات.
2. ضرورة التركيز على تحسين جودة التنظيمات مع مراعاة تحقيق التوازن بين المرونة المطلوبة للسوق والرقابة التنظيمية الصارمة لضمان استقرار الأسواق.
3. ينبغي على الحكومات تعزيز مبادئ الشفافية والمساءلة من خلال إشراك المواطنين في عملية صنع القرار وزيادة الوعي حول حقوقهم، مما يعزز مناخ الاستثمار.
4. على الحكومات والمؤسسات الدولية تكثيف جهود مكافحة الفساد من خلال وضع استراتيجيات فعالة وتطبيقها بصرامة، بما في ذلك تعزيز آليات الرقابة والإشراف وتطوير التشريعات اللازمة.

## References

- 1- Abaidoo, R., & Agyapong, E. K. (2022). Financial development and institutional quality among emerging economies. *Journal of Economics and Development*, 24(3), 198-216.
- 2- Agyemang, O. S., Gatsi, J. G., & Ansong, A. (2018). Institutional structures and financial market development in Africa. *Cogent Economics & Finance*, 6(1), 1488342.
- 3- Ake, Boubakari Ake& Ognaligui, Rachelle Wouono, 2010, Financial Stock Market and Economic Growth in Developing Countries: The Case of Douala Stock Exchange in Cameroon, *International Journal of Business and Management*, (5)2, 82-88.
- 4- AL Sheekh Ali, Arjwan Y. H., AL-Iraqi, Bashar A. (2022). "The impact of financial openness in indicators of the banking sector development "Arab countries as a model" *TANMIYAT AL-RAFIDAIN*, 41 (134), 89 -107.
- 5- Alawi, S. M., Abbassi, W., Saqib, R., & Sharif, M. (2022). Impact of financial innovation and institutional quality on financial development in emerging markets. *Journal of risk and financial management*, 15(3), 115.
- 6- Alsafaar, Saad M. M., AL-Iraqi, Bashar A. (2022). "The Impact of Financial and Commercial Openness Policies on the Development of the Banking Sector "Arab Countries as a Model" *TANMIYAT ALRAFIDAIN*, 41 (134), 9 -34.
- 7- Beck, H. T. L., Demirgüç-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2006). The influence of financial and legal institutions on firm size. *Journal of Banking & Finance*, 30(11), 2995-3015.
- 8- Bhattacharya, U., & Daouk, H. (2002). The world price of insider trading. *The journal of Finance*, 57(1), 75-108.
- 9- Carstens, A. (2019, June). The role of regulation, implementation and research in promoting financial stability. *In Bank for International Settlement speech at the Bank of Spain and CEMFI Second Conference on Financial Stability, Madrid, June* (Vol. 3).
- 10- Claessens, S., & Laeven, L. (2004). What drives bank competition? Some international evidence. *Journal of money, credit and banking*, 563-583.
- 11- Emenalo, C. O., Gagliardi, F., & Hodgson, G. M. (2018). Historical institutional determinants of financial system development in Africa. *Journal of Institutional Economics*, 14(2), 345-372.
- 12- Fagbemi, F., Adeosun, O. A., & Bello, K. M. (2022). Stock market development: A reflection of governance regulatory framework in Nigeria. *Journal of Capital Markets Studies*, 6(1), 71-89.
- 13- Gani, A., & Ngassam, C. (2008). Effect of institutional factors on stock market development in Asia. *American Journal of Finance and Accounting*, 1(2), 103-120.
- 14- Geetha, R.S, (2014), Examining the effectiveness of financial regulation in ensuring market stability and integrity, *Journal of Emerging Technologies and Innovative Research*, 8(9), 305-315.
- 15- Greene, William H., 2002, *Econometric Analysis*, 5th, New York University.
- 16- Gujarati, Damodar N., 2004, *Basic Econometrics*, Fourth Edition, *The McGraw-Hill Companies*.
- 17- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of accounting and economics*, 31(1-3), 405-440.
- 18- IMF, Deepening Financial Markets: Stability and Growth in Emerging Economies, 2021.
- 19- Karacadage, C., Sundararajan, V., & Elliott, J. E. (2003). Managing risks in financial market development: *the role of sequencing*, 1-38.
- 20- Lerner, J., & Schoar, A. (2005). Does legal enforcement affect financial transactions? The contractual channel in private equity. *The Quarterly Journal of Economics*, 120(1), 223-246.
- 21- Nikita, M.Com, MBA, B.Ed., UGC NET, (2023), A Brief Literature Review of Relation and Impact of Market Regulation on Financial Stability, *International Journal of Novel Research and Development*, 8(9), 717-729.
- 22- OECD Business and Finance Outlook 2022: Strengthening Financial Resilience.
- 23- Pagano, M. (1993). The flotation of companies on the stock market: A coordination failure model. *European Economic Review*, 37(5), 1101-1125.
- 24- Pernell, K. (2020). Market governance, financial innovation, and financial instability: lessons from banks' adoption of shareholder value management. *Theory and Society*, 49(2), 277-306.
- 25- Prasad, E. S. (2010). Financial sector regulation and reforms in emerging markets: An overview.
- 26- Rösch, D. M., Subrahmanyam, A., & Van Dijk, M. A. (2016). The dynamics of market efficiency. *The review of financial studies*, 30(4), 1151-1187.
- 27- Sanga, B., & Aziakpono, M. (2023). *The effect of institutional factors on financial deepening: evidence from 50 African countries*. *Journal of Business and Socio-Economic Development*, 3(2), 150-165.
- 28- Ullah, S., Ullah, A., & Zaman, M. (2024). Nexus of governance, macroeconomic conditions, and financial stability of banks: a comparison of developed and emerging countries. *Financial Innovation*, 10(1), 30.
- 29- Varma, P., Nijjer, S., Sood, K., Grima, S., & Rupeika-Apoga, R. (2022). Thematic analysis of financial technology (Fintech) influence on the banking industry. *Risks*, 10(10), 1-17.
- 30- Winful, E. C., Sarpong, D., & Agyei-Ntiamoah, J. (2016). Relationship between institutional quality and stock market performance: Evidence from emerging economies. *African Journal of Business Management*, 10(19), 469-484.
- 31- World Bank. 2019. *Global Financial Development Report 2019/2020: Bank Regulation and Supervision a Decade after the Global Financial Crisis*. Washington, DC: World Bank. doi:10.1596/978-1-4648-1447-1. License: Creative Commons Attribution CC BY 3.0 IGO.