

جاذبية الاستثمار المحفزي في دول مجلس التعاون الخليجي: دراسة حالة دولة

الإمارات العربية المتحدة

*The Attractiveness of Portfolio Investment in the Gulf Cooperation Council: A Case Study of the United Arab Emirates*

عمار صايفي

Ammar SAIFI

جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل، [a.saifi@univ-jijel.dz](mailto:a.saifi@univ-jijel.dz)

تاريخ الاستلام: 2019/09/16 تاريخ القبول: 2019/12/28 تاريخ النشر: 2019/12/30

الملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى الكشف عن واقع الاستثمار المحفزي في دولة الإمارات العربية المتحدة ومدى توفر متطلبات اجتذابه وحمايته، مثل توفر مناخ استثماري ملائم وتوفر سوق أوراق مالية تسمح بدخول الأجانب وتوفير الحماية للمستثمرين. ولقد توصلنا من خلال هذه الدراسة إلى أن الإمارات تمكنت خلال فترة قصيرة من تحسين جاذبيتها للاستثمار المحفزي، وهو ما يفسر ارتفاع نسبة تعاملات الأجانب إلى إجمالي قيمة التداول وتسجيل صافي تدفق موجب للاستثمار المحفزي طول فترة الدراسة.

الكلمات المفتاحية: الاستثمار الأجنبي، الاستثمار المحفزي، سوق الأوراق المالية، الإمارات العربية المتحدة.

تصنيف JEL: G15 , F 21

**Abstract :**

This study aimed to reveal the reality of portfolio investment in the United Arab Emirates and availability requirements to attract and protect it, such as availability of a suitable investment climate and a stock exchange that allows foreigners to enter and provide protection for investors. The study concluded that the UAE has been able to improve its attractiveness for portfolio investment in a short period of time, which explains the high percentage of foreign transactions to the total value of trading in securities markets, and recorded a positive net flow of portfolio investment over the study period.

**Key words:** foreign investment, portfolio investment, stock exchange, United Arab Emirates.

**JEL Classification codes:** F 21, G15

**1. مقدمة:**

شهدت العقود الثلاثة الأخيرة تغيراً كبيراً في هيكل تدفقات رؤوس الأموال الدولية لصالح الاستثمارات الأجنبية، خاصة بعد الانحسار الملحوظ في حجم المساعدات والقروض التجارية، وتزايد أهمية الاستثمار المحفظي بعد انتشار إقامة أسواق الأوراق المالية في الدول النامية، في محاولة منها لتعبئة الادخار المحلي وجذب المزيد من الاستثمار الأجنبي، في محاولة منها لتعبئة الادخار المحلي وجذب المزيد من الاستثمار الأجنبي كأداة لتحقيق واستدامة النمو الاقتصادي وتحقيق الرفاهية الاجتماعية. هذه التطورات رافقها أيضاً زيادة واحتدام المنافسة الدولية لجذب أكبر حجم من الاستثمارات الأجنبية، وكانت الدول العربية هي الأخرى تعمل على مواكبة هذه التطورات من خلال محاولة إيجاد مناخ استثماري ملائم من جميع جوانبه، كما قامت بإنشاء أسواق للأوراق المالية والعمل على تطويرها وتفعيلها ورفع مكانتها من خلال إقامة علاقات تعاون مع بورصات دولية وتعزيز الإفصاح والشفافية وزيادة انفتاحها على المستثمر الأجنبي وأدوات الاستثمار المحفظي.

وقد تمكنت دول مجلس التعاون الخليجي عموماً ودولة الإمارات العربية المتحدة خصوصاً من تحسين جاذبيتها للاستثمارات الأجنبية، حيث تشير تقارير الاستثمار الدولي الصادرة عن مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (UNCTAD) إلى استحواذ منطقة دول مجلس التعاون على ما يفوق نصف إجمالي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الواردة سنوياً إلى المنطقة العربية منذ عام 2003، في حين تصدر الإمارات المركز الأول خلال السنوات الأخيرة بحصة تتجاوز ربع هذه التدفقات. ومن أجل زيادة جاذبيتها للاستثمار المحفظي عملت الإمارات على تطوير أسواقها للأوراق المالية وفق أفضل المعايير والممارسات الدولية كما شجعت على دخول الأجانب للتعامل فيها، و تمكنت خلال فترة وجيزة لأن ترتقي بما لتكون ضمن الأسواق الدولية الناشئة منذ عام 2014.

مشكلة الدراسة: مما سبق يمكن طرح التساؤل التالي: ما هو واقع الاستثمار المحفظي في دولة الإمارات العربية المتحدة؟

أهمية الدراسة: تظهر من خلال التزايد المسجل في حجم الاستثمار المحفظي في هيكل تدفقات رؤوس الأموال الدولية، وكذلك احتدام المنافسة الدولية لاجتذابه وتعظيم حصتها من تدفقاته.

أهداف الدراسة: تهدف هذه الدراسة إلى الكشف عن مدى جاذبية دولة الإمارات العربية المتحدة للاستثمار المحفظي، وتطور تدفقاته إليها.

منهجية الدراسة: لقد تم الاعتماد على الأسلوب الوصفي التحليلي الذي يتناسب و طبيعة الدراسة التي تقوم على تجميع المعلومات والبيانات وتحليلها.

هيكل الدراسة: تم تقسيم الدراسة إلى المحاور التالية:

أولاً: موقع الإمارات في المؤشرات الدولية لجاذبية الاستثمار.

ثانياً: جاذبية أسواق الأوراق المالية في الإمارات للاستثمار المحفظي.

ثالثاً: واقع الاستثمار المحفظي في الإمارات العربية المتحدة.

## 2. موقع الإمارات في المؤشرات الدولية لجاذبية الاستثمار:

تعتبر مؤشرات التنافسية العالمية أحد أهم طرق قياس ملائمة مناخ الاستثمار وتوفر العوامل المحفزة والمشجعة عليه في قطر ما، و هناك العديد من المؤشرات العالمية التي يتم اعتمادها من قبل المستثمرين في اتخاذ قراراتهم وتوجيه استثماراتهم. حيث أثبتت العديد من الدراسات على وجود علاقة إحصائية قوية بين ترتيب البلد في بعض هذه المؤشرات و بين حجم ما يجذبه من الاستثمار الأجنبي. ولقد سمح وجود بيئة قانونية وسياسية واقتصادية مستقرة في دولة الإمارات العربية المتحدة من احتلالها مراكز متقدمة في العديد من المؤشرات والتقارير العالمية الصادرة عن بعض المؤسسات الدولية مثل البنك الدولي، المنتدى الاقتصادي العالمي، معهد التنمية الإدارية ومنظمة التجارة والتنمية، متقدمة بذلك على العديد من الدول الناهضة وبعض الدول المتقدمة. ومن أجل معرفة إمكانات الإمارات ومدى ملائمة مناخ الاستثمار فيها، سوف نعرض ترتيبها في عدد من المؤشرات الدولية.

## 1.2 موقع الإمارات في تقرير ممارسة أنشطة الأعمال:

تقرير ممارسة أنشطة الأعمال هو تقرير سنوي تصدره مجموعة البنك الدولي، يقدم عدد من المؤشرات التي تتعلق بالأنظمة التجارية وحماية حقوق الملكية التي يمكن مقارنتها مع عدد

كبير من الاقتصاديات. كما يقيس مجموعة من العوامل المؤثرة على مناخ الأعمال والتي تحدد سهولة ممارسة نشاط الاستثمار في بلد ما وتحديات إقامة المشاريع.

الجدول 1. ترتيب دولة الإمارات في تقارير ممارسة أنشطة الأعمال ومؤشراته الفرعية خلال

الفترة (2007-2017)

2017	2016	2015	2014	2013	2010	2007	البيان
26	31	22	23	26	33	77	الترتيب العام
53	60	58	37	22	44	155	بدأ الترتيب
4.5	6	6	6	6	8	12	عدد النشاط التجاري
8.5	8	8	8	8	15	63	المدة الزمنية للإجراءات
4	2	4	5	13	27	79	استخراج تراخيص البناء
4	4	4	4	7	50	57	الحصول على الكهرباء*
11	10	4	4	12	7	8	تسجيل الملكية
101	97	89	86	83	71	117	الحصول على الائتمان
9	49	43	98	128	119	118	حماية المستثمرين الأقلية
1	1	1	1	1	4	3	دفع الضرائب
85	101	8	4	5	5	10	التجارة عبر الحدود
25	18	121	100	104	134	112	تنفيذ العقود
104	91	92	101	101	143	137	تسوية حالات الإعسار

\* تم إدراج مؤشر الحصول على الكهرباء في عام 2012 مكان مؤشر توظيف العمال الذي توقف العمل به عام 2010.

المصدر: من إعداد الباحث بناء على تقارير ممارسة أنشطة الأعمال - **Doing Business** - للسنوات 2007، 2010، 2013-2017.

ويتضح من الجدول أعلاه التحسن الكبير في ترتيب دولة الإمارات من حيث سهولة ممارسة نشاط الأعمال خلال الفترة (2007-2017)، الأمر الذي يعكس تنفيذ الإصلاحات اللازمة لتحسين مناخ الأعمال، مثل تخفيض عدد إجراءات بدأ نشاط التجاري أو الصناعي والمدة الزمنية اللازمة لذلك، حيث احتلت المركز 22 عام 2013 بعدما كانت في المركز 155 عام 2007 وذلك قبل أن تتراجع مرة أخرى في السنوات الموالية لتحتل المركز 53

في عام 2017، وكذلك بالنسبة لمؤشر تخفيض الوقت اللازم للحصول على تراخيص البناء من المركز 79 عام 2007 إلى المركز الرابع عالميا في عام 2017، وحماية حقوق المستثمرين الأقلية من المركز 57 عام 2007 إلى المركز التاسع عام 2017، وسهولة تنفيذ العقود من المركز 112 عام 2007 إلى المركز 25 عام 2017، كما تمكنت في عام 2017 أن تكون الأولى عالميا في مؤشر عدم تأثير دفع الضرائب على الأعمال.

إن التقدم الكبير في العديد من المؤشرات الأساسية مكن الإمارات من تحسين ترتيبها العام من عام إلى آخر، إذ وبعد احتلالها المركز 77 عام 2007 في الترتيب العام، حققت الإمارات ومنذ عام 2010 مراكز متقدمة لتحتل المركز 22 عام 2015 قبل أن تتراجع في عام 2016 إلى المركز 31، لتعاود التقدم مرة أخرى وتحتل المركز 26 عام 2017 من إجمالي 190 دولة مشاركة في التقرير، متصدرة بذلك ومنذ عام 2014 مجموعة الدول العربية التي تبقى كثير منها تحتل مراكز متأخرة.

الجدول 2. ترتيب الإمارات عالميا وعربيا في تقارير ممارسة أنشطة الأعمال

خلال الفترة (2007-2017)

البيان	2007	2010	2013	2014	2015	2016	2017
عدد الدول	175	183	185	189	189	189	190
الترتيب عالميا	77	33	26	23	22	31	26
الترتيب عربيا	4	3	2	1	1	1	1

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تقارير ممارسة أنشطة الأعمال - **Doing Business** - للسنوات 2007، 2010، 2013-2017.

## 2.2 موقع الإمارات في مؤشر الحرية الاقتصادية:

يقوم مؤشر الحرية الاقتصادية الصادر عن مؤسسة التراث الأمريكية " the heritage foundation" بترتيب أزيد من 180 دولة من خلال جمع النقاط الخاصة بأربعة ركائز رئيسية للحرية الاقتصادية - مرجحة بأوزان متساوية في حساب نتيجة الترتيب - تتضمن معايير فرعية أخرى، وهذه المؤشرات هي سيادة القانون ومعايير حقوق الملكية، والتحرر من الفساد، ونزاهة الحكومة، أما المؤشر الثاني فهو حجم الحكومة ويتكون من العبء الضريبي، وحجم الإنفاق الحكومي، والسلامة المالية، والمؤشر الثالث هو الكفاءة التنظيمية ويتضمن حرية ممارسة

الأعمال، وحرية العمل والحرية النقدية، والمؤشر الرابع هو انفتاح السوق ويتضمن حرية التجارة، وحرية الاستثمار، وحرية نشاط التمويل.

الجدول 3. ترتيب الإمارات في مؤشر الحرية الاقتصادية

خلال الفترة (2011-2017)

2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	البيان	
8	25	25	28	28	35	47	عالميا	الترتيب
1	1	2	2	3	4	5	إقليميا	
76.9	72.6	72.4	71.4	71.1	69.3	67.8	عدد النقاط	

Source : The Heritage Foundation, Index of Economic Freedom, yearly reports : 2011-2017.

ويظهر الجدول رقم (3) أن ترتيب الإمارات تحسن بسرعة في مؤشر الحرية الاقتصادية، حيث تزايد مجموع عدد النقاط في المؤشر بشكل مستمر خلال فترة الدراسة، الأمر الذي سمح للإمارات من القفز ضمن المؤشر المذكور من المركز 47 عالميا عام 2011 إلى المركز الثامن في عام 2017 بمجموع نقاط بلغ 76.9 مقابل 67.8 نقطة عام 2011 لتتقدم بذلك على كثير من الدول المتقدمة بما فيها بريطانيا (12) أمريكا (17) ألمانيا (26)، وتتصدر المركز الأول على مستوى منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا بداية من عام 2016.

### 3.2 موقع الإمارات في مؤشر التنافسية العالمية:

يصدر مؤشر التنافسية العالمية عن المنتدى الاقتصادي العالمي، ويُعتبر مرجعا اقتصاديا مهما للمحللين ورجال الأعمال ومعيارا مناسباً لتحديد اتجاه تدفق الاستثمار الأجنبي عالميا. يعتمد على ثلاثة مؤشرات رئيسية لقياس مدى تنافسية الدولة عالميا وهي مؤشر المتطلبات الأساسية للاقتصاد، ومؤشر العوامل المحسنة لكفاءة الاقتصاد، ومؤشرات التطور العلمي والتكنولوجي والابتكار، ويندرج تحت هذه المؤشرات اثني عشرة مؤشرا فرعيا والتي تتفرع منها هي الأخرى مؤشرات أخرى أكثر تفصيلا.

وكما يتضح من الجدول رقم (4) تحتل الإمارات مراكز متقدمة في المؤشر العام والمؤشرات الفرعية لتقرير التنافسية العالمية، حيث تمكنت من تحسين ترتيبها خلال الفترة الممتدة بين عام 2008 وعام 2015 وتمكنت من احتلال المركز 12 من إجمالي 144 دولة في المؤشر

العام في تقرير 2015/2014 وذلك بفضل التحسن الكبير في المؤشرات الفرعية. إذ تمكنت في نفس العام من احتلال المركز الثاني عالميا في مؤشر المتطلبات الأساسية والمركز 14 في مؤشر محسنات الكفاءة الاقتصادية، وذلك قبل أن تراجع في ترتيبها خلال السنوات الموالية في بعض هذه المؤشرات.

الجدول 4. ترتيب الإمارات في تقارير التنافسية العالمية خلال الفترة (2008-2018)

البيان	/2008 2009	/2013 2014	/2014 2015	/2015 2016	/2016 2017	/2017 2018
عدد الدول في المؤشر	134	148	144	140	138	137
الترتيب في المؤشر العام	31	19	12	17	16	17
الترتيب	17	4	2	4	11	7
الإطار المؤسسي	18	11	7	9	7	5
البنية التحتية	14	5	3	4	4	5
بيئة الاقتصاد الكلي	24	7	5	7	38	28
الترتيب	29	20	14	17	15	17
كفاءة سوق السلع	25	4	3	3	3	3
كفاءة سوق الشغل	18	9	8	11	11	11
تطور السوق المالية	41	24	17	20	28	24
حجم السوق	54	44	46	31	27	29
التمويل من سوق الأسهم المحلية	23	21	17	21	21	18

Source: world economy forum, "the global competitiveness report", yearly reports: 2008/2009, 2013/2014 - 2017/2018.

وقد حافظت الإمارات على موقعها ضمن أفضل 20 اقتصاد تنافسي عالمي للمرة الخامسة على التوالي، حيث تمكنت من التفوق على العديد من الاقتصادات المتقدمة مثل أستراليا وفرنسا وإسبانيا وروسيا وإيطاليا، كما تتقدم الدول العربية منذ عام 2014 واحتلالها

المركز الأول ماعدا في عام 2016 عندما تقدمتها دولة قطر بالمركز 14 عالميا. والجدول رقم (5) يبرز ترتيب الإمارات عالميا وعربيا في تقارير التنافسية العالمية.

الجدول 5. ترتيب الإمارات عالميا وعربيا في تقارير التنافسية العالمية خلال الفترة (2008-2018)

البيان	/2008 2009	/2013 2014	/2014 2015	/2015 2016	/2016 2017	/2017 2018
عدد الدول	134	148	144	140	138	137
الترتيب عالميا	31	19	12	17	16	17
الترتيب عربيا	3	1	1	2	1	1

**Source: world economy forum, "the global competitiveness report", yearly reports: 2008/2009, 2013/2014 - 2017/2018.**

### 3. جاذبية أسواق الأوراق المالية في الإمارات للاستثمار المحفظي:

إلى جانب الأوضاع السياسية والاقتصادية السائدة في البلد يعتبر تنظيم سوق الأوراق المالية ومدى تطوره وتنوع الأوراق المالية المتداولة فيه من أهم العناصر التي لها تأثيرها البارز في جذب الاستثمار المحفظي، وقد تمكنت الإمارات العربية المتحدة من تحقيق خطوات كبيرة في هذا المجال، وهو ما سنشير إليه فيما يلي:

#### 1.3 تنظيم سوق الأوراق المالية في الإمارات العربية المتحدة:

تضم الإمارات العربية المتحدة سوقين ماليين هما سوق دبي المالي و سوق أبوظبي للأوراق المالية، ويعتبر سوق دبي المالي أول سوق مالي في الإمارات العربية المتحدة، وقد تم تأسيسه كمؤسسة عامة لديها الشخصية الاعتبارية المستقلة بموجب قرار وزارة الاقتصاد رقم 14 لعام 2000. وبدأ السوق نشاطه بتاريخ 26 مارس 2000، وبتاريخ 27 ديسمبر 2005 قرر المجلس التنفيذي لإمارة دبي تحويل سوق دبي المالي إلى شركة مساهمة عامة برأسمال قدره ثمانية مليارات درهم، وتم طرح نسبة عشرون بالمائة (20%) من رأس مال السوق للاكتتاب العام أي ما يعادل 1.6 مليار درهم. وفي 7 مارس 2007 تم إدراج شركة سوق دبي المالي في السوق برمز تداول (DFM)، وهو بذلك يعتبر أول سوق مالي يتم طرح أسهمه للاكتتاب العام في الشرق الأوسط. و يعتبر سوق دبي المالي سوق مالي متوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، وهو يعمل كسوق ثانوي لتداول الأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة العامة والسندات

الصادرة عن الحكومة الاتحادية أو أية حكومات محلية أخرى والمؤسسات العامة في الدولة، إلى جانب ووحدات صناديق الاستثمار وأية أدوات مالية أخرى سواء كانت محلية أو أجنبية والتي تكون معتمدة لدى سوق دبي المالي (سوق دبي المالي، 2019).

أما سوق أبوظبي للأوراق المالية فقد تأسس بتاريخ 15 نوفمبر 2000 بموجب القانون المحلي رقم (3) لسنة 2000، والذي جعل السوق يتمتع بالاستقلال المالي والإداري ويمنح السوق السلطة الإشرافية والتنفيذية اللازمة لممارسة وظائفه. يملك سوق أبوظبي للأوراق المالية السلطة لإنشاء المراكز والفروع خارج إمارة أبوظبي. ولقد قام السوق حتى عام 2018 بذلك في مدن العين والفجيرة ورأس الخيمة والشارقة ومدينة زايد (سوق أبوظبي للأوراق المالية، 2019). يخضع كل من سوق دبي المالي وسوق أبوظبي للأوراق المالية إلى رقابة وإشراف هيئة الأوراق المالية والسلع و التي لها صلاحية فرض القوانين والمعايير التي يجب على السوقيين الالتزام بها. وتسعى الهيئة لتحقيق مجموعة من الأهداف، هي (هيئة الأوراق المالية والسلع، 2009):

- العمل على رفع كفاءة سوق المال وحماية المستثمرين من الممارسات غير العادلة وغير السليمة.

- إتاحة الفرصة لاستثمار المدخرات والأموال في الأوراق المالية بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني.

- ترخيص أسواق الأوراق المالية والسلع في الدولة وتنظيمها ومراقبتها وتحديد شروط اعتماد شركات الخدمات المالية و متطلبات طرح الأوراق المالية.

- ضمان التعامل السليم والعدل بين مختلف فئات المستثمرين.

- تعزيز الرقابة والإفصاح والشفافية في أسواق الأوراق المالية والسلع.

- التعاون والتنسيق مع الهيئات العالمية المماثلة وكذلك الأسواق المالية الأخرى لتبادل المعلومات والخبرات، والانضمام إلى عضوية المنظمات والاتحادات العربية والدولية ذات الصلة.

- تعميق ثقة المتعاملين بأسواق المال والسلع وتنمية الوعي الاستثماري عند المستثمرين.

- ترسيخ قواعد السلوك المهني والمراقبة الذاتية والانضباط بين المتعاملين في مجال الأوراق المالية والسلع بهدف رفع كفاءتهم وقدراتهم.

### 2.3 نمو وتطور أسواق الأوراق المالية في الإمارات:

يبين الجدول رقم (6) أهم التطورات التي عرفتها أسواق الأوراق المالية في الامارات خلال الفترة الممتدة بين عامي 2007 و 2017؛ حيث نلاحظ تأثر أسواق الأوراق المالية في الإمارات بشكل كبير بالأزمة المالية العالمية لعام 2008، فقد تراجع مؤشر سوق أبوظبي بنحو 47.5% من قيمته في حين تراجع مؤشر سوق دبي المالي بنحو 72.4% من 5932 نقطة إلى 1636.3 نقطة عام 2009، لتعرف نوع من التحسن التدريجي إلى غاية 2017 رغم التراجع الذي كانت تعرفه في بعض السنوات والتي تزامنت مع الاضطرابات التي عرفتها بعض الدول العربية في عام 2011 ثم بعدها في عام 2015 على أعقاب التدهور الذي شهدته أسعار النفط في الأسواق العالمية. كما تراجعت القيمة السوقية في كلا السوقين متأثرة هي الأخرى بالأحداث السابقة الذكر والتي كانت أكثر من تأثرها بشطب أو إدراج شركات جديدة، وحسب التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2018 تحتل سوق أبوظبي وسوق دبي المالي المرتبة الثالثة والرابعة على التوالي ضمن الأسواق العربية من حيث حجم القيمة السوقية بعد السوق المالية السعودية و بورصة قطر. أما فيما يتعلق بمؤشر القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي والذي يقيس عمق السوق في الاقتصاد الوطني فيبدو أنه بعد التراجع المسجل في عام 2008 لم تتمكن أسواق الإمارات من استعادة مكانتها السابقة إلى غاية عام 2017.

أما حجم التداول، فيلاحظ التراجع شبه المستمر الذي عرفته أسواق الإمارات في أعقاب الأزمة المالية العالمية، حيث بلغت قيمة التداول في سوق أبوظبي وسوق دبي نحو 6.67 مليار دولار و 8.7 مليار دولار على التوالي عام 2011 مقابل 47.74 مليار دولار و 103.29 مليار دولار عام 2007، وبعد بروز ملامح التحسن في كلا السوقين عامي 2013 و 2014 تراجع حجم التداول مرة أخرى في عام 2015 في كلا من السوقين، بعد تراجع أسعار النفط لتبلغ نحو 13.08 مليار دولار و 31.225 مليار دولار على التوالي في كلا السوقين عام 2017. بينما يبقى معدل دوران الأسهم يتراوح بين الصعود والهبوط ويحاكي في ذلك اتجاه حجم التداول إلا أنه على العموم يبقى عند مستويات مقبولة تعكس سيولة أسواق الإمارات.

## الجدول 6. تطور أسواق الأوراق المالية في الإمارات خلال الفترة (2007-2017)

السنة	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2009	2008	2007	البيان
قيمة المؤشر	4398.4	4546.4	4307.3	4528.9	4290.3	2630.9	2402.3	2743.6	2390	4551.8	سوق أبو ظبي
(نقطة)	3370.1	3530.9	3151	3774	3369.8	1622.5	1353.4	1803.6	1636.3	5932	سوق دبي
القيمة السوقية	124.53	120.95	110	113.74	116.9	77.65	71.33	80.2	68.81	121.13	سوق أبو ظبي
(مليار دولار)	107.28	91.93	83.86	87.86	70.69	49.52	49.03	58.095	63.1	138.18	سوق دبي
القيمة السوقية / GDP (%)	34	32.2	26.2	26.5	29.1	22.9	19.7	31.63	21.88	63.1	سوق أبو ظبي
عدد الشركات المدرجة	29.3	24.5	20	21.1	17.6	14.6	13.5	22.91	43.9	72	سوق دبي
	73	71	68	67	66	66	66	67	65	64	سوق أبو ظبي
	65	61	59	59	55	57	64	67	65	55	سوق دبي
حجم التداول (مليون دولار)	13089	13330.3	16010.3	39519.6	23092.6	6049.4	6670.7	18766	63114	47746	سوق أبو ظبي
	31225	36392.8	41206.4	103839	43517.1	13245.5	8736.2	47239	83096	103297	سوق دبي
معدل دوران الأسهم (%)	10.7	11.5	14.3	35.8	19.8	7.8	9.4	25.2	91.7	39.4	سوق أبو ظبي
	31.4	41.4	48	118.2	61.6	26.7	17.8	78	131.7	74.8	سوق دبي

المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التقارير السنوية: 2008-2018.

### 3.3 الإفصاح والشفافية:

بموجب القواعد التنظيمية المعمول بها في الإمارات العربية المتحدة، يتعين على الشركات الإفصاح عن بياناتها المالية الفصلية والسنوية وأية معلومات ضرورية وجوهرية قد تؤثر على حركة الأسعار في السوق.

و من أجل تعزيز الإفصاح تلزم الهيئة بتطبيق نظام الإفصاح الإلكتروني (XBRL) بشكل إلزامي على الشركات المساهمة العامة المدرجة في الأسواق وشركات الوساطة في الأوراق المالية اعتباراً من 2014/01/01 وذلك وفق الضوابط والمراحل التي تضعها الهيئة (قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (39) لسنة 2013م، 2013). ولذلك يطبق سوق دبي المالي وسوق أبوظبي للأوراق المالية المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية للشركات المدرجة، وذلك باستخدام لغة تقارير الأعمال الموسع، من خلال تطبيق التقنيات المتقدمة مما يساعد على عرض واستخدام وتخزين البيانات المالية إلكترونياً، وتوصيل المعلومات للمتعاملين في الأسواق في الوقت المناسب لتتلاءم مع التطورات الاستثمارية والمعاملات المباشرة على تداول الأوراق المالية (سوق دبي المالي، 2019).

### 4.3 حوكمة الشركات:

في عام 2009 أصدر القرار الوزاري رقم 518 لسنة 2009 بشأن ضوابط الحوكمة ومعايير الانضباط المؤسسي، ويأتي هذا القرار تعديلاً لضوابط الحوكمة التي أصدرتها الهيئة في أبريل من عام 2007. ويحدد هذا القرار الضوابط والمعايير والإجراءات التي تحقق الانضباط المؤسسي في إدارة الشركات المدرجة، وتكفل حماية المساهمين وأصحاب المصالح وتضمن تنفيذ التزامات الشركات تجاههم وحفظ حقوقهم وتوفير المعلومات اللازمة لهم وإقامة علاقات جيدة معهم.

وقد قامت الهيئة في عديد من المرات بتعديل القرار الوزاري رقم (518) كان آخرها عندما قامت الهيئة باستبداله بإصدار قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (7/ر.م) لسنة 2016 بشأن معايير الانضباط المؤسسي وحوكمة الشركات المساهمة العامة. وللعلم فإن هذا القرار الأخير يسري على الشركات المساهمة العامة المحلية المدرجة بالسوق ورؤساء وأعضاء مجالس إدارتها ومديريها ومدققي حساباتها فيما عدا البنوك والمصارف وشركات التمويل وشركات الاستثمار

المالية وشركات الصرافة وشركات الوساطة النقدية الخاضعة لرقابة المصرف المركزي و الشركات الأجنبية المدرجة في الأسواق المالية بالدولة (قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (7/ر.م) لسنة 2016، 2016).

### 5.3 تنوع أدوات الاستثمار :

عملت هيئة الأوراق المالية والسلع باستمرار على الارتقاء بالسلوك الاستثماري في الأسواق المالية، حيث أنها وإلى جانب توفير مجموعة من الخدمات المالية مثل خدمة التداول بالهامش والتداول عبر الانترنت ونظام التسليم مقابل الدفع ونظام إدارة صناديق الاستثمار وصانع السوق (أوراق مالية، 2014، صفحة 24)، هي تعمل أيضا على إيجاد المزيد من الفرص الاستثمارية للمتعاملين من خلال توفير تشكيلة واسعة من الأدوات المالية للمستثمرين تضم الأسهم والسندات والصكوك الإسلامية و أدوات الخزانة، بالإضافة إلى وحدات صناديق المؤشرات المتداولة ووحدات صناديق الاستثمار المشترك وحقوق الإصدار، والأدوات، بالإضافة إلى أسهم الإدراج المزدوج للشركات الأجنبية المدرجة في بلدها الأم. وقد ساهم زيادة الأدوات الاستثمارية وتنوعها إلى زيادة عمق أسواق الإمارات وزيادة قدرتها على استقطاب رؤوس الأموال الجديدة من قبل المؤسسات والمحافظ المحلية والأجنبية.

### 6.3 ربحية الشركات المدرجة:

يعد تحقيق العائد أحد أهم أهداف الاستثمار سواء بالنسبة للمستثمر المحلي أو المستثمر الأجنبي، حيث يبحث هذا الأخير عن معدلات أكبر للعائد في الدول الأخرى مقارنة بما هو موجود في سوق بلده، ويعتمد في ذلك على بعض المؤشرات والبيانات الواردة في التقارير المالية المنشورة من قبل الشركات أو الأسواق المالية في الدول المختلفة التي يريد الاستثمار فيها.

ويعتبر مؤشر مضاعف السعر إلى العائد ومؤشر مضاعف السعر إلى القيمة الدفترية، من بين المؤشرات المستخدمة من قبل المستثمرين في الأسواق المالية، والتي تساعد في معرفة ما إذا كانت الأسهم عند أسعارها العادلة أو أنها مسعرة بأعلى من قيمتها مقارنة بالعائد الذي تحققه. وتشير بيانات الجدول رقم (7) أن مضاعف السعر إلى العائد، والذي يعكس عدد مرات ارتفاع أو تضخم أسعار الأسهم مقارنة مع العائد المتوقع منها، وجود استقرار نسبي في أسعار الأسهم المتداولة في أسواق الإمارات وأنها توجد في مستويات معقولة وأنها تحقق عوائد مقبولة ماعدا في عام 2013 عندما انخفض معدل العائد نسبيا نتيجة ارتفاع الأسعار السوقية للأسهم

المتداولة، وهو ما يؤكد مؤشر مضاعف السعر إلى القيمة الدفترية والذي يبرز استقرار الأسعار السوقية وأنها قريبة من قيمها العادلة.

#### الجدول 7. تطور ربحية الشركات المدرجة في أسواق الإمارات

الوحدة: مرة

2015	2014	2013	2012	البيان	
10.41	9.9	13.05	8.97	سوق أبو ظبي المالي	مضاعف السعر إلى العائد
9.19	10.7	16.4	11.64	سوق دبي المالي	
1.37	1.4	1.61	1.1	سوق أبو ظبي المالي	مضاعف السعر إلى القيمة الدفترية
1.19	1.36	1.45	0.84	سوق دبي المالي	

المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التقارير السنوية: 2013-2016.

#### 4. الاستثمار المحففي في دولة الإمارات العربية المتحدة:

##### 1.4 نسبة تملك الأجانب في أسواق الإمارات للأوراق المالية:

يمكن للأجانب في أسواق الإمارات للأوراق المالية بيع وشراء الأسهم والسندات المتداولة كما يمكنهم تملك حصة من أسهم الشركات المدرجة، ويتيح قانون الشركات بلوغ نسبة تملك الأجانب في شركات المساهمة العامة إلى مستوى 49% كحد أقصى. ورغم أن معظم الشركات المدرجة في البداية كانت حذرة من الملكية الأجنبية وسمحت بذلك في حدود منخفضة تبدأ من 5% صعوداً وتتوقف عند 20%، إلا أن إدراج أسواق الإمارات كأسواق ناشئة منتصف عام 2014 قد أفرز مجموعة من القرارات التي ساهمت في رفع نسبة الملكية الأجنبية في الشركات المدرجة؛ حيث قررت العديد من الشركات رفع نسبة تملك الأجانب إلى مستويات أعلى بلغت بعضها الحدود القصوى القانونية، وذلك في "محاولة منها لاستيفاء شروط الإدراج في مؤشر مورغان ستانلي للأسواق الناشئة" (أوراق مالية، 2015، صفحة 34)، كما قرر مجلس الوزراء في عام 2017 تعديل ملكية الأجانب بشركات التأمين الوطنية بحيث لا تقل حصة الملكية للمواطنين الإماراتيين ومواطني دول مجلس التعاون الخليجي أفراداً ومؤسسات عن 51% من رأس المال شركات التأمين (مباشر، 2017)، وذلك بدلاً من نسبة 75% سابقاً والمطبقة منذ عام 2009، وهو ما يعني رفع نسبة ملكية الأجانب في رأسمال شركات التأمين إلى 49%

بدلا من نسبة 25%. ثم إعلان مجلس الوزراء في عام 2018 عن تغيير في نظام تملك الأجانب ويسمح بتملك المستثمرين العالميين نسبة 100% من رأسمال الشركات.

#### 2.4 تطور تعاملات الأجانب في أسواق الإمارات للأوراق المالية:

تعمل الامارات على تعزيز مؤشر انفتاح اسواقها المالية على الاستثمارات الأجنبية، وذلك من خلال محاولة جذب المزيد من المستثمرين الأجانب والسماح لهم بتملك حصة من رأس مال الشركات الوطنية، ويقسم الأجانب في أسواق الإمارات إلى مواطنو دول مجلس التعاون الخليجي والأجانب من الجنسيات الأخرى بما فيهم العرب، وتتفاوت نسبة الملكية المسموح بها في كلا الفئتين، إذ أنه وفي الوقت الذي لا تزال فيه بعض الشركات لا تسمح بملكية الأجانب مهما كانت جنسيتهم، نجد شركات إماراتية كثيرة تسمح لمواطني مجلس التعاون التملك حتى نسبة 100% في حين تضع حدود للملكية المسموح بها للأجانب الآخرين لا تتجاوز 49% كحد أقصى. أما بالنسبة للشركات الأجنبية المدرجة في أسواق الإمارات فهي تسمح للأجانب مهما كانت جنسيتهم بنسبة ملكية تصل إلى 100% من رأسمالها باستثناء بعض الشركات التي تضع حدود قصوى للملكية لفئة المستثمرين الأجانب من غير مواطني دول مجلس التعاون والتي تتوقف عند 49%.

ومن أجل زيادة جاذبية أسواق الأوراق المالية الاماراتية للاستثمارات الأجنبية وتقديم صورة أكثر شفافية عن ملكية الأجانب، توفر سوق أبو ظبي للأوراق المالية بيانات يومية حول نسب الملكية المسموح بها للأجانب ونسبة التملك الفعلية في كل الشركات المدرجة، بينما توفر سوق دبي المالي بيانات فورية للمتعاملين محدثة تلقائيا كل دقيقتين اثناء كل جلسة تداول يوضح فيها نسب الملكية المسموح بها في كل شركة، ونسبة الملكية الحالية والمتوفرة لمختلف فئات المستثمرين.

وبالنظر لمعطيات الجدول رقم (8) نلاحظ ان المستثمرين الأجانب يساهمون بشكل فعال في رفع حجم التداول في أسواق الأوراق المالية بدولة الامارات، حيث تتجاوز نسبة تعاملات الاجانب في كل من السوقين نسبة 40% في معظم سنوات الدراسة، بل أنها تتجاوز نسبة 47% في بعض السنوات.

الجدول 8. تطور تعاملات الأجانب في أسواق الإمارات للأوراق المالية  
خلال الفترة (2011-2017)

الوحدة : مليون دولار أمريكي

2017	2016	2015	2014	2013	2011	البيان	
6063	6813.6	7830.8	16737.7	8814.3	2289.1	شراء	في السوق الاماراتية
5590	5886.5	6248.8	15761.8	8268.3	2272.7	بيع	
473.6	927.1	1582	975.9	546	16.4	صافي	
44.5	47.6	44	41.1	37	34.2	(%)	
13664	16545.3	20088.4	46053.3	18768	4156.3	شراء	في السوق العربية
13990	16447.2	19991.8	44964.6	18305	4111.6	بيع	
-332.6	98.1	96.6	1088.7	463	44.7	صافي	
44.3	45.3	48.6	43.8	42.6	47.3	(%)	

المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التقارير السنوية: 2012-2018.

كما يلاحظ أيضا أن تعاملات الأجانب تأثرت بشكل سلبي بأسعار النفط المنخفضة مند عام 2014، فبعد التحسن المستمر في قيمة مشتريات الأجانب في أسواق الامارات خلال الفترة بين 2011 و 2014 وتسجيل صافي تدفق موجب ومتزايد لتعاملاتهم من سنة لأخرى، عرفت السنوات الموالية تراجعاً مفاجئاً في قيمة مشتريات الأجانب؛ حيث تراجعت قيمة المشتريات في عام 2015 نحو 8.9 مليار دولار في سوق أبوظبي و نحو 25.96 مليار دولار في سوق دبي مقارنة بالعام الذي قبله، وفي المقابل أيضا تراجعت مبيعات الأجانب بشكل متزامن في كلا السوقين، الأمر الذي انعكس في صورة تراجع في صافي التدفق الموجب لتعاملات الأجانب (صافي شراء) من 1582 مليون دولار عام 2015 إلى 473.6 مليون دولار عام 2017 في سوق أبوظبي، ومن 1088.7 مليون دولار عام 2014 إلى أقل من 100 مليون دولار في عامي 2015 و 2016 ثم تسجيل صافي تعاملات سالب بقيمة 332.6 مليون دولار عام 2017 في سوق دبي.

3.4 تطور تدفق الاستثمار المحفظي إلى الامارات العربية المتحدة:

أما بالنسبة لحجم الاستثمارات الأجنبية المتدفقة إلى الامارات العربية المتحدة بما فيها الاستثمار المحفطي خلال الفترة (2007-2017)، فهي كما يبينه الجدول التالي:

الجدول 9. صافي تدفق الاستثمارات الأجنبي المباشر و الاستثمار المحفطي إلى الامارات العربية المتحدة خلال الفترة (2007-2018)

الوحدة: مليار

الاستثمار المحفطي			الاستثمار الأجنبي المباشر			البيان
GDP/ (%)	دولار	درهم	GDP/ (%)	دولار	درهم	
-	1.44	5.3	-	0.38-	1.4-	2007
-	2.21	8.1	-	2.1-	7.7-	2008
-	2.45	9	-	1.28	4.7	2009
-	0.98	3.6	-	3.48	12.8	2010
-	0.68	2.5	-	5.5	20.2	2011
-	0.98	3.6	-	1.44	5.3	2012
0.3	1.12	4.1	0.4	1.66	6.1	2013
0.3	1.25	4.6	-	0.93-	3.4-	2014
0.3	1.09	4	(2.1)	7.9-	29-	2015
0.3	1.2	4.4	(1.1)	4-	14.7-	2016
0.3	1.28	4.7	(1)	3.7-	13.6-	2017

المصدر: - مصرف الامارات العربية المتحدة المركزي، التقارير السنوية: 2007-2018.

- تم حساب حجم الاستثمارات الأجنبية المقومة بالدولار واعتماد سعر صرف ثابت للدرهم الإماراتي مقابل الدولار الأمريكي بواقع 3.6725 بالاستناد إلى التقارير السنوية لمصرف الامارات العربية المتحدة المركزي.

يلاحظ أن الإمارات تحقق صافي تدفق موجب للاستثمار المحفظي طوال فترة الدراسة، كما أنها تسجل ومنذ عام 2013 صافي تدفق سنوي مستقر نسبيا لا يقل عن واحد مليار دولار أمريكي وذلك بعد التراجع المسجل خلال الفترة بين عامي 2010 و 2012. في حين يلاحظ أيضا أن الإمارات تعرف تدبدا واضحا في حصتها من صافي تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر، حيث تسجل صافي تدفق سالب في العديد من السنوات وهو ما يعني أن حجم الاستثمارات المباشرة المتدفقة إلى الخارج كانت أكبر من تلك المتدفقة إلى الداخل.

## 5. خاتمة:

توصلنا من خلال هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج، والتي يمكن ذكر أهمها فيما يلي:

- يوجد في الإمارات سوقين للأوراق المالية، وهي أسواق حديثة النشأة مقارنة بالبورصات العربية والبورصات الدولية، وقد تمكنت في فترة وجيزة من فرض نفسها على الساحة العالمية من خلال الارتقاء إلى مصاف البورصات الدولية كأسواق ناشئة.
- إلى جانب وجود أسواق أوراق مالية نشطة ومنفتحة على المستثمر الأجنبي، تحقق الإمارات مراكز متقدمة في العديد من مؤشرات جاذبية الاستثمار، الأمر الذي يمكنها من زيادة جاذبيتها للاستثمار الأجنبي عامة والاستثمار المحفظي خاصة.
- تحتل أسواق الإمارات أهمية كبيرة في الاقتصاد الوطني وهو ما يعكسه مؤشر القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي وكذلك مؤشر التمويل من خلال سوق الأسهم المحلية الوارد في تقارير التنافسية العالمية.
- تسمح الإمارات بإدراج أسهم الشركات الأجنبية في أسواقها المالية، كما تسمح بدخول الأجانب سواء كان ذلك بشكل مباشر أو غير مباشر من خلال صناديق الاستثمار.
- تشجع الإمارات على الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار المحفظي وهو ما يبدو واضحا من خلال قانون الشركات والقرارات المختلفة التي تستهدف رفع نسبة الملكية المسموح بها للأجانب والتي تصل إلى نسبة مئة بالمائة في بعض الشركات.
- يساهم الأجانب بشكل كبير في رفع حجم التداول وكذلك درجة السيولة في أسواق الإمارات للأوراق المالية.

- تحقق الإمارات صافي تدفق موجب للاستثمار المحفظي طول فترة الدراسة في الوقت الذي يتراوح فيه صافي الاستثمار الأجنبي المباشر بين قيم موجبة تارة وقيم سالبة تارة أخرى.

و في ضوء النتائج السابقة يمكن طرح التوصيات التالية:

- على الإمارات التريث في الانفتاح على الاستثمار المحفظي وتبني الانفتاح التدريجي لفترات متباعدة نسبياً وتحديد القطاعات التي تسمح برفع نسبة الملكية الأجنبية والقطاعات التي تحتفظ بنسب منخفضة.

- على الرغم من الأهمية الاقتصادية للاستثمار المحفظي إلا أن هذا الأخير يتمتع بدرجة عالية من المخاطر يجب على الدول المضيفة أخذها بعين الاعتبار لتجنب اضطرابات أو أزمات بورصية قد تمتد لتشمل العملة والاقتصاد الوطني ككل.

- رفع نسبة الملكية الأجنبية من الأسهم قد يؤدي إلى سيطرة الأجانب على الشركات الوطنية واحتكار أرباحها.

- اتخاذ كل الإجراءات التي تحد من فرص حدوث تقلبات سعرية في الأسهم المتداولة وذلك عن طريق إطالة فترة الاحتفاظ بالأوراق المالية خاصة من طرف المستثمرين المؤسساتيين الأجانب في أسواق الإمارات.

- وضع الآليات الكفيلة بالحد من عمليات المضاربة الواسعة وحصورها في أضيق الحدود من أجل ضمان استقرار القيمة السوقية للأوراق المالية، وتضييق الفرصة على المضاربين الأجانب الذين يدخلون إلى السوق ويخرجون منه بسرعة مما يؤدي إلى حدوث تقلبات حادة في الأسعار.

- العمل على رفع كفاءة الأسواق المالية من خلال تعزيز الشفافية والإفصاح عن المعلومات وفق المعايير المحاسبية الدولية لزيادة جاذبية السوق من جهة، والحد من عمليات المضاربة وتقليل فرص تحقيق أرباح غير عادية للمستثمرين الأجانب -بفضل ما يتمتعون به من خبرة- على حساب المستثمر المحلي من جهة أخرى.

## 6. قائمة المراجع:

- أوراق مالية. (يناير، 2014). مجلة متخصصة تصدر عن هيئة الأوراق المالية والسلع. العدد الحادي عشر، الصفحة 24.
- أوراق مالية. (يناير 2015). مجلة متخصصة تصدر عن هيئة الأوراق المالية والسلع. العدد الحادي عشر، الصفحة 34.

- تقارير ممارسة أنشطة الأعمال - Doing Business - للسنوات 2007، 2010، 2013-2017.
- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التقارير السنوية: 2008-2018.
- مصرف الإمارات العربية المتحدة المركزي، التقارير السنوية: 2007-2018.
- هيئة الأوراق المالية والسلع. (2009). التقرير السنوي 2009.
- الفقرة (ب) والفقرة (ج) من المادة (2) من قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (7/ر.م) لسنة 2016. بشأن معايير الانضباط المؤسسي وحوكمة الشركات المساهمة العامة. أبوظبي. (28، 04، 2016).
- المادة (1) من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (39) لسنة 2013م. (2013).
- سوق أبوظبي للأوراق المالية. (2019). تاريخ الاسترداد 05 15، 2019، من: <https://www.adx.ae/Arabic/Pages/AboutUs/Whoweare/default.aspx>
- سوق دبي المالي. (2019). تاريخ الاسترداد 05 18، 2019، من: <https://www.dfm.ae/ar/issuers/xbrl--uae>
- سوق دبي المالي. (2019). تم الاسترداد من: <http://www.dfm.ae/ar/about-dfm/about-dfm>
- مباشر. (11 يوليو، 2017). الإمارات تصدر قراراً بتعديل الحد الأدنى لرأسمال شركات التأمين. تاريخ الاسترداد 05 06، 2019، من مباشر: <https://www.mubasher.info/news/3130622>

### المرجع باللغة الأجنبية:

- world economy forum, "the global competitiveness report", yearly reports:2008/2009, 2013/2014 - 2017/2018.
- The Heritage Foundation, Index of Economic Freedom, yearly reports : 2011-2017.