مجلـــة جـــامـعـة الســـعـيـد للعلـــوم الإنســـانيـــة
Al – Saeed University Journal of Humanities Sciences
journal@alsaeeduni.edu.ye
Vol (9), No(1), Apr., 2026 المجلد(9)، العـدد(1)، 2026م
ISSN: 3104 – 8951 (Print) ISSN: 3104-896X (Online)

الإصلاحات التشريعية وأثرها في جذب الاستثمار الأجنبي في أسواق المال دراسة مقارنة بين السعودية والإمارات (2010–2024)

الباحث/ وحيد عبدالكريم الفودعي
باحث دكتوراة في فلسفة العلوم الاقتصادية
كلية الاقتصاد والعلوم السياسية
جامعة عدن - اليمن
waheedfawdai@gmail.com

تاريخ تسليم البحث 2026/3/1م تاريخ قبوله للنشر 2026/4/28م
موقع المجلة: journal.alsaeeduni.edu.ye

الإصلاحات التشريعية وأثرها في جذب الاستثمار الأجنبي في أسواق المال دراسة مقارنة بين السعودية والإمارات (2010–2024)

الباحث/ وحيد عبدالكريم الفودعي
باحث دكتوراة في فلسفة العلوم الاقتصادية
كلية الاقتصاد والعلوم السياسية
جامعة عدن - اليمن

الملخص

تبحث هذه الدراسة أثر الإصلاحات التشريعية والتنظيمية في أسواق المال على جاذبية الاستثمار الأجنبي، من خلال دراسة مقارنة بين السوق المالية السعودية (تداول) والأسواق الإماراتية (سوق أبوظبي وسوق دبي) خلال الفترة 2010–2024؛ وتنطلق الدراسة من إشكالية محورية مفادها: إلى أي مدى تُترجم التحولات القانونية والمؤسسية في البلدين إلى نتائج كمية ملموسة تعكس زيادة الثقة الأجنبية وعمق السوق، بعيدًا عن الاكتفاء بتحليل "النية التشريعية"؟ وتعتمد الدراسة إطارًا نظريًا يجمع بين نموذج (OLI) ونظرية جودة المؤسسات، ومنهجيًا توظّف المنهج الوصفي التحليلي المقارن مدعومًا بتحليل كمي وصفي استكشافي لثلاثة مؤشرات تابعة: القيمة السوقية وملكية الأجانب، وصافي تدفقات الاستثمار الأجنبي، وقيمة التداول السنوي.

وتُظهر النتائج أن الإصلاحات في السوقين ارتبطت باتجاه تصاعدي طويل الأجل في المؤشرات الثلاثة بما يدعم فرضية الدراسة بوجود علاقة طردية زمنية، مع بقاء الأثر "مرحليًا" لا خطيًا ويتسارع عند اقترانه بمحطات هيكلية كبرى (الاندماج المؤشري، الطروحات الضخمة، وتحرير الملكية)؛ ففي السعودية، اتخذ الأثر مسار تعميق مؤسسي داخل سوق عملاق؛ إذ ارتفعت ملكية الأجانب من 4.5 مليار دولار (2010) إلى 112.8 مليار دولار (2024)، وتضخمت الرسملة إلى ذروتها 3,002.4 مليار دولار (2023)، مع طفرة تدفقات استثنائية في 2019 بلغت +24.3 مليار دولار؛ وفي الإمارات، برزت استجابة أسرع بعد إصلاحات التملك الكامل (2021)، فارتفعت ملكية الأجانب من 32.3 مليار دولار (2020) إلى 144.1 مليار دولار (2024) وتجاوزت القيمة السوقية حاجز التريليون دولار في 2024، مع مسار تدفقات أكثر انتظامًا؛ وتخلص الدراسة إلى أن استدامة الجاذبية الأجنبية تتطلب تكامل التشريع مع (الإنفاذ والحوكمة) و(بنية السوق والتسوية والمنتجات) و(الوزن المؤشري والطروحات)، مع اختلاف مركز الثقل بين السعودية (العمق والاندماج المؤشري) والإمارات (مرونة الإطار القانوني وتحرير الملكية).

الكلمات المفتاحية: جاذبية الاستثمار الأجنبي؛ الإصلاحات التشريعية؛ أسواق المال؛ السوق المالية السعودية؛ تداول؛ الأسواق المالية الإماراتية؛ سوق أبوظبي للأوراق المالية؛ سوق دبي المالي؛ الاستثمار الأجنبي في المحافظ؛ ملكية الأجانب.

Legislative Reforms and Their Impact on Attracting Foreign Investment in Capital Markets: A Comparative Study of Saudi Arabia and the United Arab Emirates (2010–2024)

Waheed Abdulkareem Al-Fawdai
PhD Researcher in Economic Sciences, Faculty of Economics and Political Science, University of Aden, Yemen

Abstract

This study examines how legislative and regulatory reforms in capital markets shape foreign investment attractiveness, through a comparative analysis of Saudi Arabia's Tadawul and the UAE markets (ADX and DFM) over 2010–2024. It addresses a central question: do legal and institutional upgrades translate into measurable market outcomes—beyond the "intent" of reforms—reflected in foreign confidence, market depth, and liquidity? Anchored in the OLI paradigm and institutional quality theory, the study applies a comparative descriptive-analytical design supported by exploratory quantitative analysis of three dependent indicators: market capitalization and foreign ownership value, net foreign investment flows, and annual trading value.

Findings support the study's main hypothesis of a positive long-run association between improved regulatory environments and foreign investment attractiveness, while showing that the effect is "phase-based" rather than strictly linear—accelerating when reforms coincide with major structural milestones (index inclusion, large-scale IPOs, and ownership liberalization). In Saudi Arabia, the impact follows a gradual institutional deepening within a mega-market: foreign ownership rose from USD 4.5bn (2010) to USD 112.8bn (2024), market capitalization peaked at USD 3,002.4bn (2023), and net foreign flows recorded an exceptional spike in 2019 (+USD 24.3bn) linked to benchmark integration. In the UAE, reforms generated a faster post-2021 response, with foreign ownership increasing from USD 32.3bn (2020) to USD 144.1bn (2024) and market capitalization surpassing USD 1.06tn in 2024, alongside more stable and consistent inflow dynamics. The study concludes that sustained foreign attractiveness in emerging markets depends on embedding legislation into a three-pillar architecture: enforcement and governance, market infrastructure and post-trade systems, and index weight/IPO-driven depth—where Saudi Arabia's advantage is anchored in depth and benchmark integration, while the UAE's is driven by legal flexibility and ownership liberalization.

Keywords: Foreign Investment Attractiveness; Legislative Reforms; Capital Markets; Saudi Capital Market; Tadawul; Emirati Financial Markets; Abu Dhabi Securities Exchange (ADX); Dubai Financial Market (DFM); Foreign Portfolio Investment (FPI); Foreign Ownership.

مقدمة:

تُعد جاذبية الاستثمار الأجنبي في أسواق المال إحدى القضايا المركزية في الاقتصاد الدولي المعاصر، لما تمثله من مؤشر كاشف عن مستوى الثقة في البيئة المؤسسية والتنظيمية للدول، وقدرتها على استقطاب رؤوس الأموال طويلة الأجل؛ ومع احتدام المنافسة بين الاقتصادات الناشئة والانتقالية على جذب الاستثمارات الأجنبية، لم يعد الرهان مقتصرًا على الحوافز المالية أو الإعفاءات الضريبية، بل تحوّل بصورة متزايدة نحو جودة التشريعات، واستقرار السياسات الاقتصادية، وشفافية الأسواق المالية، وكفاءة البنية التحتية المؤسسية بوصفها المحددات الحاسمة لجاذبية الاستثمار المستدام.

في هذا السياق، تبرز كلٌّ من المملكة العربية السعودية ودولة الإمارات العربية المتحدة كنموذجين متقدمين في المنطقة العربية، نجحا خلال العقدين الأخيرين في إعادة صياغة بنيتهما الاقتصادية من نموذج ريعي يعتمد على النفط إلى نموذج أكثر تنوعًا يرتكز على أسواق مالية متطورة ومندمجة نسبيًا في النظام المالي العالمي؛ وقد شكّلت الإصلاحات التشريعية والتنظيمية المتسارعة التي أطلقتها رؤية المملكة 2030 في السعودية، ومبادئ الخمسين ورؤية الإمارات 2031، نقطة تحول استراتيجية استهدفت تحويل أسواق المال من منصات تداول محلية إلى أدوات فاعلة لجذب الاستثمار الأجنبي، وتمويل التنمية، وتعزيز الحوكمة المؤسسية والشفافية، بما ينسجم مع المعايير الدولية للأسواق الناشئة.

ورغم هذا التقارب في الأهداف الاستراتيجية، فإن اختلاف الأطر التشريعية، والبنى التنظيمية، والأنظمة القضائية والرقابية بين البلدين يثير إشكالية علمية تتجاوز التحليل الوصفي للتشريعات إلى التساؤل حول مدى انعكاس هذه الإصلاحات فعليًا على الأداء الكمي لأسواق المال؛ فمع صدور أنظمة محورية مثل نظام الاستثمار الجديد في السعودية، وإقرار التملك الأجنبي الكامل في الإمارات، يظل السؤال قائمًا حول ما إذا كانت هذه التطورات قد أسهمت في تعزيز جاذبية الاستثمار الأجنبي بصورة ملموسة، أم أنها بقيت في إطار تحسينات مؤسسية لم تُترجم بشكل واضح في مؤشرات السوق الأساسية.

وانطلاقًا من هذه الإشكالية، تفترض هذه الدراسة وجود **علاقة طردية في الاتجاه العام عبر الزمن** بين إصلاح البيئة التشريعية والتنظيمية في أسواق المال السعودية والإماراتية وجاذبية الاستثمار الأجنبي، بما ينعكس إيجابًا على تطور القيمة السوقية، وحجم ملكية المستثمرين الأجانب، وصافي تدفقات الاستثمار الأجنبي، وقيمة التداول السنوي في الفترة (2010–2024)؛ وبناءً على هذا الافتراض، تسعى الدراسة إلى سد فجوة بحثية قائمة في الأدبيات العربية والدولية، من خلال الربط المنهجي بين التطور التشريعي والتنظيمي في أسواق المال وبين مؤشرات الأداء الكمي لجاذبية الاستثمار الأجنبي خلال فترة زمنية ممتدة.

ولا تقتصر الدراسة على التحليل التشريعي المقارن، بل تتجاوز ذلك إلى تتبّع الأثر الفعلي للإصلاحات على سلوك المستثمر الأجنبي عبر مؤشرات كمية تعكس واقع السوق، تشمل تطور القيمة السوقية، وملكية المستثمرين الأجانب، وصافي تدفقات الاستثمار الأجنبي، وقيمة التداول السنوي بوصفها مؤشرًا على السيولة وعمق السوق وكفاءة التنفيذ؛ كما تسعى إلى تحليل طبيعة التنافس الاستراتيجي بين البلدين في جذب الاستثمارات الأجنبية، ليس فقط من حيث حجم التدفقات، بل من حيث نوعية رأس المال الأجنبي واستقراره، وذلك من خلال تتبع سياسات تعميق السوق، والطروحات الكبرى، وتطور البنية التحتية للتداول والتسوية، وانعكاس ذلك على موقع السوقين ضمن مؤشرات الأسواق الناشئة العالمية مثل MSCI وFTSE.

وتعتمد الدراسة في تفسير هذه العلاقة على الإطارين النظريين لنموذج (OLI) ونظرية جودة المؤسسات، وتستند منهجيًا إلى المنهج الوصفي التحليلي المقارن، مدعومًا بتحليل كمي وصفي استكشافي للبيانات السوقية المختارة، **بهدف رصد الاتجاهات العامة وتحليل مسارات التغير في مؤشرات جاذبية الاستثمار الأجنبي عبر الزمن**؛ وبذلك، تقدم الدراسة إسهامًا علميًا يتمثل في الانتقال من تحليل "النية التشريعية" إلى تقييم "الأثر الاقتصادي الملموس"، وتوفر إطارًا تحليليًا يمكن أن يفيد صانعي السياسات والمستثمرين والباحثين في فهم ديناميكيات التنافس التشريعي وتعزيز تنافسية أسواق المال الخليجية على الخريطة الاستثمارية العالمية.

الإطار النظري والسياق الاقتصادي الكلي:

محددات جاذبية الاستثمار الأجنبي في الأدبيات الأكاديمية:

لفهم الديناميكيات التي تحكم تدفقات الاستثمار الأجنبي إلى الأسواق الخليجية، لا بد من تأطير هذه التحركات ضمن النظريات الاقتصادية الراسخة، وتشير أدبيات الأعمال الدولية، وتحديدًا نموذج "OLI" (الملكية، الموقع، الميزة الداخلية) الذي طوره جون دانينغ، إلى أن الشركات والمستثمرين يبحثون عن مزايا محددة في الأسواق المضيفة، وفي سياق أسواق المال، يتحول التركيز من الموارد الطبيعية إلى "جودة المؤسسات" (Institutional Quality)[1].

تؤكد الدراسات الحديثة، بما فيها مراجعات منهجية لأدبيات الاستثمار، أن العوامل التقليدية مثل حجم السوق والانفتاح التجاري، على الرغم من أهميتها، لم تعد كافية وحدها لجذب رأس المال المستدام، وبدلًا من ذلك، برزت عوامل "البيئة التشريعية"، و"الاستقرار السياسي"، و"حماية حقوق الملكية"، و"الحوكمة" كمحددات حاسمة، خاصة في الاقتصادات الناشئة؛ المستثمر الأجنبي في

(1) Gupta, Kirty, and Ajay Kumar Kansal, "Determinants of FDI Attractiveness: A Systematic Literature Review," International Journal of Latest Technology in Engineering, Management & Applied Science (IJLTEMAS) 14, no. 9 (Sep. 2025): 278–289. https://ideas.repec.org/a/bjb/journl/v14y2025i9p278-289.html. Accessed Dec. 1, 2025.

الأسواق المالية (FPI) يبحث عن اليقين القانوني (Legal Certainty)، وحرية تحويل رأس المال (Repatriation of Capital)، وشفافية المعلومات[2].

في الحالة الخليجية، يمكن قراءة الإصلاحات التشريعية في السعودية والإمارات كمحاولة لتقليل "المسافة المؤسسية" (Institutional Distance) بين أسواقها وبين الأسواق المتقدمة، فكلما اقتربت المعايير التنظيمية المحلية من المعايير العالمية (مثل مبادئ IOSCO وحوكمة الشركات)، انخفضت علاوة المخاطرة (Risk Premium) التي يطلبها المستثمر الأجنبي، مما يزيد من جاذبية الأصول المحلية وكفاءة تسعيرها[3].

السياق الاقتصادي: من الريع النفطي إلى الأسواق المالية العميقة:

يشهد الاقتصاد السياسي لدول مجلس التعاون الخليجي تحولًا جذريًا مدفوعًا بضرورة الفكاك من "لعنة الموارد" وتقلبات أسعار الطاقة، وتمثل "رؤية المملكة 2030" ووثيقة "مبادئ الخمسين" في الإمارات (ورؤية "نحن الإمارات 2031") خارطة طريق لهذا التحول، حيث تلعب أسواق المال دورًا محوريًا لا يقتصر على التمويل، بل يمتد ليكون أداة للخصخصة، وتوزيع الثروة، وفرض الانضباط المؤسسي على الشركات العائلية والحكومية[4].

تتسابق الرياض وأبوظبي ودبي لترسيخ مكانتها كمراكز مالية عالمية، فالمملكة تستهدف رفع نسبة الاستثمار الأجنبي المباشر إلى 5.7% من الناتج المحلي الإجمالي، وزيادة حجم سوق الأسهم ليصبح من أكبر 10 أسواق عالميًا، ولتحقيق ذلك، كان لا بد من الانتقال من نموذج السوق الذي يهيمن عليه المستثمرون الأفراد المحليون (Retail-dominated) إلى سوق مؤسسي عميق (Institutionalized Market) يجذب مدراء الأصول العالميين؛ في المقابل، تسعى الإمارات لتعزيز مكانتها كبوابة لتدفقات رأس المال بين الشرق والغرب، مستفيدة من بنيتها التحتية المتطورة ومناطقها الحرة التي توفر بيئة قانونية "أنجلوساكسونية" داخل منطقة الشرق الأوسط[5].

---

(2) Ibid.

(3) Madumarov Husniddin Komilovich, "Factors Influencing the Attraction of Foreign Direct Investment to the Economies of Developing Countries," Journal of Multidisciplinary Academic and Practice Studies (JoMAPS) 3, no. 2 (2025): 187–194. https://goodwoodpub.com/index.php/JoMABS/article/download/3520/1349/23007. Accessed Dec. 2, 2025.

(4) Muhammad Al Qahthani, "Expanding Your Business to the Middle East: Opportunities in UAE v/s Saudi Arabia," Analytix Consulting, Riyadh, Saudi Arabia, Dec. 31, 2024. https://analytix.sa/opportunities-in-uae-v-s-saudi-arabia/. Accessed Dec. 2, 2025.

(5) Zaid M. Belbagi, "How Regional Reforms Are Boosting Investor Confidence," Arab News, Riyadh, Saudi Arabia, Nov. 23, 2025. https://www.arabnews.com/node/2623682. Accessed Dec. 2, 2025.

هذا التنافس المحموم خلق ما يمكن تسميته بـ "السباق نحو القمة" (Race to the Top) في المعايير التشريعية، فلم تعد الدولتان تكتفيان بالحد الأدنى من المتطلبات التنظيمية، بل تسعيان لتبني أفضل الممارسات في حماية المستثمر، والإفصاح، والتقنية المالية، والاستدامة، لضمان حصة أكبر من التدفقات الاستثمارية العالمية التي تزداد انتقائية[6].

تطور البيئة التشريعية في السوق المالية السعودية (تداول):

تميز المسار السعودي في تحرير السوق المالية بالتدرج الحذر والمدروس، مدفوعًا برغبة في الحفاظ على استقرار السوق وتجنب الصدمات المفاجئة، خاصة بعد دروس انهيار سوق الأسهم في عام 2006، ومع إطلاق رؤية 2030، تسارعت وتيرة الإصلاحات بشكل غير مسبوق، متحولة من "التدرج" إلى "التحول الهيكلي الشامل".

التطور التاريخي: من اتفاقيات المبادلة إلى الانفتاح المباشر:

لفترة طويلة، كان الوصول المباشر إلى الأسهم السعودية حصريًا للمواطنين السعوديين ومواطني دول مجلس التعاون الخليجي، وكان المنفذ الوحيد للمستثمرين الأجانب هو "اتفاقيات المبادلة" (Swap Agreements)، حيث تحتفظ شركة وساطة مرخصة بالأسهم قانونيًا نيابة عن المستثمر الأجنبي الذي يحصل على المنافع الاقتصادية فقط، هذا النموذج، وإن وفر منفذًا، كان يفتقر إلى حقوق التصويت والشفافية الكاملة للملكية، مما حد من جاذبيته للمستثمرين الاستراتيجيين والمؤسسات الكبرى[7].

في عام 2015، دشنت هيئة السوق المالية (CMA) عصر "المستثمر الأجنبي المؤهل" (QFI)، الذي سمح للمؤسسات المالية الدولية الكبرى بالاستثمار المباشر، وخضع هذا النظام لعدة مراجعات (2016، 2018، 2019، 2023) هدفت جميعها إلى تخفيف القيود، وكان أبرز هذه التعديلات إلغاء متطلبات التسجيل المعقدة، وخفض الحد الأدنى للأصول المدارة (AUM) من 5 مليارات دولار تدريجيًا حتى تم إلغاء اشتراطات صارمة لفئات معينة، وتوسيع نطاق المؤسسات المؤهلة ليشمل صناديق التحوط، والمكاتب العائلية، والصناديق السيادية[8].

(6) Giulia Interesse, "Saudi Arabia vs UAE for Regional HQs: FDI Trends in the Gulf," Middle East Briefing, Dezan Shira & Associates, Dubai, UAE, Feb. 6, 2025. https://www.middleeastbriefing.com/news/saudi-arabia-vs-uae-for-regional-hqs-strategic-fdi-trends-in-the-gulf/. Accessed Dec. 3, 2025.

(7) Capital Market Authority (CMA), "Foreign Investors," Riyadh, Saudi Arabia, n.d. https://cma.gov.sa/en/Market/QFI/Pages/default.aspx. Accessed Dec. 9, 2025.

(8) Zamakhchary & Co. Attorneys and Legal Consultants, "The Capital Market Authority's Rules for Foreign Investment in Securities," Riyadh, Saudi Arabia, 2023. https://zamakhchary.com/wp-content/uploads/2023/05/Z-Co-New.pdf. Accessed Dec. 3, 2025.

القواعد المنظمة للاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية (تحديثات 2023):

تُعد "القواعد المنظمة لاستثمار المؤسسات المالية الأجنبية المؤهلة في الأوراق المالية المدرجة" بصيغتها المحدثة في 2023، الإطار الحاكم الحالي، وقد حملت هذه التحديثات تغييرات جوهرية نقلت السوق من فلسفة "التحكم في الدخول" إلى فلسفة "تسهيل التدفقات مع الرقابة اللاحقة".

أبرز ملامح البيئة التشريعية الحالية للمستثمر الأجنبي في تداول تشمل[9]:

- **إلغاء شرط التقييم المسبق:** لم يعد المستثمر الأجنبي بحاجة لانتظار موافقة الهيئة أو الأشخاص المرخص لهم عبر عملية تقييم مطولة، وتم استبدال ذلك بمتطلبات فتح حساب استثماري مبسطة، مما سرّع عملية الدخول إلى السوق بشكل كبير.
- **توسيع قنوات الاستثمار:** لم يعد الأمر مقتصرًا على QFIs، بل يشمل المستثمر الاستراتيجي الأجنبي، والمستفيدين النهائيين في اتفاقيات المبادلة، والعملاء الأجانب لمديري المحافظ الاستثمارية بالنيابة (DPM)، والمقيمين في دول مجلس التعاون.
- **حدود الملكية (Foreign Ownership Limits - FOL):** على الرغم من التسهيلات، لا تزال السعودية تطبق سقوفًا للملكية الأجنبية في معظم الشركات المدرجة (باستثناء المستثمر الاستراتيجي)، القاعدة العامة هي ألا يملك المستثمر الأجنبي الواحد أكثر من 10% من أسهم الشركة، وألا تزيد ملكية الأجانب مجتمعين عن 49%، هذه الحدود تخضع للمراجعة المستمرة، وقد صرحت قيادات الهيئة بأن إزالتها أو رفعها مرتبط بدراسات السوق والجاهزية، مع إشارة لاحتمالية إلغاء نظام QFI بالكامل مستقبلًا لصالح فتح السوق بشكل أوسع.

المستثمر الاستراتيجي الأجنبي: اختراق سقف الـ 49%:

إدراكًا لأهمية استقطاب الخبرات الفنية والإدارية، استحدثت السعودية فئة "المستثمر الاستراتيجي الأجنبي" ويُعرف هذا المستثمر بأنه كيان قانوني أجنبي يهدف لتملك حصة مباشرة في شركة مدرجة لمدة لا تقل عن عامين، بهدف تعزيز أدائها المالي أو التشغيلي.

تكمن الأهمية التشريعية لهذه الفئة في أنها مستثناة من سقف الملكية الأجنبية التقليدي (49%)، مما يسمح للمستثمرين العالميين بالاستحواذ على حصص مسيطرة في الشركات السعودية المدرجة،

(9) HKTDC Research, "SAUDI ARABIA: New Rules for Foreign Investment in Securities," Hong Kong Trade Development Council, Hong Kong, China, May 25, 2023. https://research.hktdc.com/en/article/MTM4NjIxMTk1NA. Accessed Dec. 3, 2025; Capital Market Authority (CMA), "Foreign Investors," supra note 7; Capital Market Authority (CMA), "Qualified Foreign Investor (QFI) – Frequently Asked Questions," Riyadh, Saudi Arabia, n.d. https://cma.gov.sa/en/Market/QFI/Documents/QFI_FAQ_en.pdf. Accessed Dec. 3, 2025.

وفي المقابل، يفرض التشريع "فترة حظر" (Lock-up Period) تمنع المستثمر الاستراتيجي من بيع أسهمه لمدة عامين من تاريخ التملك، هذا التوازن التشريعي يعكس رغبة المشرع السعودي في استقطاب "رأس المال الصبور" (Patient Capital) الذي يساهم في الاقتصاد الحقيقي، بدلًا من "الأموال الساخنة" التي قد تزعزع استقرار السوق[10].

نظام الاستثمار الجديد الصادر في 2024 والداخل حيز التنفيذ في 2025:

يمثل صدور نظام الاستثمار الجديد (الذي سيدخل حيز التنفيذ في فبراير 2025) تتويجًا لمسيرة الإصلاح التشريعي، وهذا النظام يلغي "نظام الاستثمار الأجنبي" القديم، ويوحد الإطار القانوني للمستثمر المحلي والأجنبي.

التحولات الجوهرية في النظام الجديد تشمل[11]:

- **من الترخيص إلى التسجيل:** إلغاء متطلب "رخصة الاستثمار" البيروقراطية واستبدالها بعملية "تسجيل" مبسطة، مما يزيل أحد أكبر العوائق الإدارية.
- **المساواة في المعاملة:** النص صراحة على مبدأ الحياد التنافسي والمساواة بين المستثمر السعودي والأجنبي.
- **الحماية من نزع الملكية:** تقديم ضمانات قانونية قوية ضد نزع الملكية المباشرة أو غير المباشرة للأصول إلا للمصلحة العامة وبمقابل تعويض عادل وفوري.
- **حرية التحويلات:** ضمان حق المستثمر في تحويل أمواله وأرباحه من وإلى المملكة دون تأخير وبأي عملة قابلة للتحويل.
- **تسوية المنازعات:** الاعتراف الصريح بحق اللجوء إلى الوسائل البديلة لتسوية المنازعات مثل التحكيم والوساطة، وهو ما يعزز ثقة المستثمرين الدوليين الذين قد يترددون في اللجوء للمحاكم المحلية.

هذا الإطار التشريعي الجديد يضع المملكة على قدم المساواة مع أكثر البيئات الاستثمارية تطورًا في العالم، ويزيل الغموض القانوني الذي كان يشكل هاجسًا للمستثمرين في السابق.

ويعكس الشكل (1) الإطار العام لتطور البيئة التشريعية في السوق المالية السعودية.

(10) Hammad & Al-Mehdar Law Firm, "Saudi's Capital Market Authority Board Excludes Foreign Strategic Investors from 49% Foreign Ownership Cap in Listed Companies," Riyadh, Saudi Arabia, Aug. 29, 2019. https://hmco.com.sa/saudis-capital-market-authority-board-excludes-foreign-strategic-investors-from-49-foreign-ownership-cap-in-listed-companies/. Accessed Dec. 4, 2025.

(11) Waad Alkurini, Anwaar Alshammari, and Reem Albakr, "Saudi Arabia: New Investment Law," White & Case LLP, New York, USA, Aug. 30, 2024. https://www.whitecase.com/insight-alert/saudi-arabia-new-investment-law. Accessed Dec. 4, 2025.

شكل (1)

المصدر: من إعداد الباحث باستخدام أدوات جوجل.

البيئة التشريعية في أسواق المال الإماراتية:

تتميز البيئة التشريعية في الإمارات بكونها "مزدوجة المسار"، حيث تتعايش القوانين الاتحادية (التي تحكم الأسواق الرئيسية مثل دبي المالي وأبوظبي للأوراق المالية) مع الأنظمة القانونية المستقلة للمناطق المالية الحرة (DIFC وADGM)، هذا النموذج يوفر مرونة استثنائية للمستثمرين.

قانون الشركات التجارية 2021: عصر التملك الأجنبي الكامل:

ظل قانون الشركات التجارية لعام 2015 يفرض قيدًا صارمًا يُلزم بأن يكون 51% من رأس مال أي شركة مساهمة عامة أو خاصة مؤسسة "داخل الدولة" (Onshore) مملوكًا لمواطنين إماراتيين، هذا القيد كان يمثل العقبة الأكبر أمام تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى قلب الاقتصاد الإماراتي، دافعًا المستثمرين نحو المناطق الحرة أو اتفاقيات الوكالة المعقدة.

جاء المرسوم بقانون اتحادي رقم 26 لسنة 2020، وتبعه القانون الجديد في 2021، ليحدث تحول تشريعي واسع النطاق بإلغاء هذا الشرط، وأصبح الأصل هو جواز التملك الأجنبي بنسبة 100% في كافة الأشكال القانونية للشركات، بما فيها الشركات المدرجة في الأسواق المالية.

تجاوبت الأسواق المالية بسرعة مع هذا التغيير؛ حيث سارعت شركات كبرى وبنوك مدرجة (مثل بنك أبوظبي الأول، وبنك الإمارات دبي الوطني، وإعمار) إلى تعديل أنظمتها الأساسية لرفع سقف

الملكية الأجنبية، ووصل بعضها إلى الحد الأقصى المسموح به قانونًا، مما أدى إلى تدفقات نقدية فورية من المحافظ العالمية التي تتبع مؤشرات مثل MSCI وFTSE[12].

"الأنشطة ذات الأثر الاستراتيجي": القوائم السلبية:

على الرغم من التحرير الشامل، احتفظت الإمارات بحق السيادة الاقتصادية عبر مفهوم "الأنشطة ذات الأثر الاستراتيجي"، وحدد قرار مجلس الوزراء رقم 55 لسنة 2021 قائمة سلبية بالقطاعات التي تظل خاضعة لقيود الملكية الأجنبية، وتشمل[13]:

- الأنشطة ذات الطابع الأمني والعسكري.
- البنوك، والصرافة، والتمويل، وأنشطة التأمين (تخضع لموافقة المصرف المركزي).
- طباعة العملات.
- الاتصالات.
- خدمات الحج والعمرة.
- مراكز تحفيظ القرآن.
- الخدمات المرتبطة بمصايد الأسماك.

في هذه القطاعات، يجوز للسلطات التنظيمية (مثل المصرف المركزي أو هيئة تنظيم الاتصالات) فرض حد أدنى للملكية الوطنية (غالبًا ما يكون 60% في البنوك المؤسسة محليًا، وإن كانت هناك مرونة متزايدة في التطبيق)، هذا النهج الذكي يسمح للإمارات بجذب الاستثمار في القطاعات التجارية والخدمية والصناعية، مع الحفاظ على السيطرة الوطنية على مفاصل النظام المالي والأمني.

المناطق المالية الحرة: نظم قانونية مستقلة داخل الإطار الاقتصادي الإماراتي

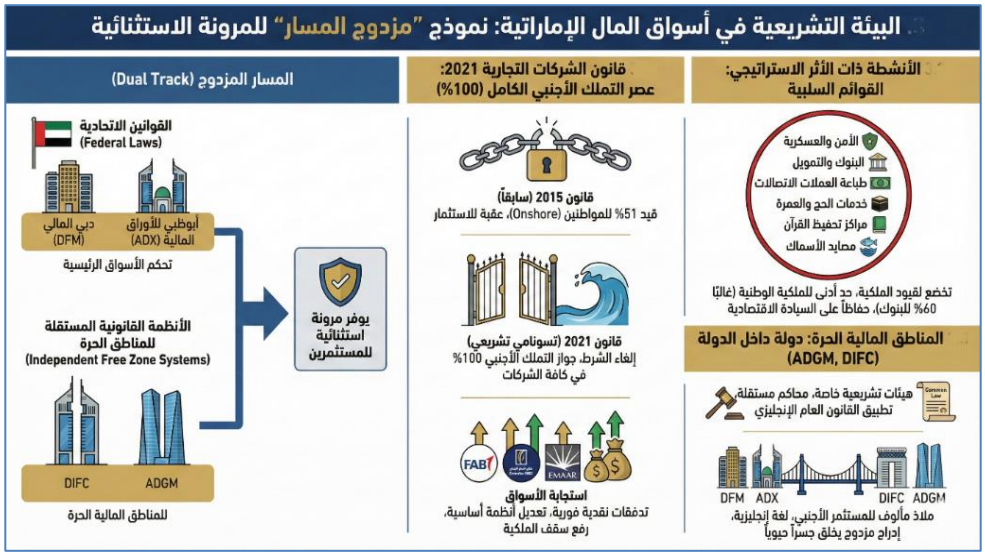
تضيف المناطق المالية الحرة (سوق أبوظبي العالمي ADGM ومركز دبي المالي العالمي DIFC) طبقة أخرى من الجاذبية، هذه المناطق لا تخضع لقانون الشركات الاتحادي ولا للمحاكم المدنية المحلية، بل تمتلك هيئاتها التشريعية الخاصة ومحاكمها المستقلة التي تطبق القانون العام الإنجليزي (Common Law).

(12) Staff Writer, ZAWYA, "Foreign Investors Account for 50% of Trading, 85% of Registered Investors on DFM," ZAWYA, LSEG (London Stock Exchange Group), Dubai, UAE, May 7, 2025. https://www.zawya.com/en/capital-markets/equities/foreign-investors-account-for-50-of-trading-85-of-registered-investors-on-dfm-h80zjauh. Accessed Dec. 4, 2025.

(13) Kayrouz & Associates, "100% Foreign Ownership in the UAE: What Investors Need to Know in 2026," Dubai, UAE, Sep. 26, 2025. https://www.kayrouzandassociates.com/insights/uae-foreign-ownership-2026. Accessed Dec. 5, 2025.

بالنسبة للمستثمر الأجنبي، وخاصة صناديق التحوط والمؤسسات المالية الغربية، توفر هذه المناطق "ملاذًا مألوفًا" من حيث العقود، وآليات التسوية، واللغة الإنجليزية كلغة وحيدة للتقاضي، وقد سمحت التشريعات الحديثة للشركات المؤسسة في هذه المناطق بالإدراج المزدوج في الأسواق الرئيسية (DFM وADX)، مما يخلق جسرًا حيويًا بين السيولة المحلية والهيكلية القانونية الدولية[14].

ويعرض الشكل (2) هيكل البيئة التشريعية في أسواق المال الإماراتية في إطار نموذج "مزدوج المسار".



شكل (2)

المصدر: من إعداد الباحث باستخدام أدوات جوجل.

الحوكمة وحماية المستثمر "نقطة التحول":

لم تعد المنافسة بين السعودية والإمارات تقتصر على فتح الأبواب، بل انتقلت إلى ضمان "سلامة البيت من الداخل"، ويركز المستثمرون المؤسسيون بشكل متزايد على جودة الحوكمة وحماية حقوق الأقلية كشرط مسبق لضخ الأموال.

ديمقراطية المساهمين: التصويت التراكمي:

تتشابه البيئة التشريعية في البلدين في تبني مبدأ "التصويت التراكمي" (Cumulative Voting) كآلية إلزامية لانتخاب مجالس الإدارة، في النظام التقليدي (التصويت بالأغلبية)، يستطيع المساهم الذي يملك 51% من الأسهم تعيين كامل أعضاء المجلس، مما يهمش الأقلية تمامًا، أما التصويت

(14) Oghli & Holh Legal Partnership (OHLLP), "Foreign Funds in the UAE: New Regulations Explained," Abu Dhabi, UAE, 2024. https://ohllp.com/foreign-funds-uae. Accessed Dec. 5, 2025.

التراكمي فيمنح كل مساهم عددًا من الأصوات يساوي عدد الأسهم التي يملكها، ويحق له منحها لمرشح واحد أو توزيعها[15].

السعودية: جعلت هيئة السوق المالية التصويت التراكمي إلزاميًا، مما مكن صغار المساهمين والمؤسسات الأجنبية من تشكيل تكتلات تصويتية لإيصال ممثلين لهم إلى مجالس الإدارة، وهو ما يعزز الرقابة على الإدارة التنفيذية.

الإمارات: ينص قانون الشركات وقواعد الحوكمة الصادرة عن هيئة الأوراق المالية والسلع (SCA) بالمثل على استخدام التصويت التراكمي، مع اشتراط نسب محددة للأعضاء المستقلين.

الثورة التشريعية السعودية: الدعاوى الجماعية (Class Actions):

تتفوق المملكة العربية السعودية بشكل ملحوظ في مجال إنفاذ حقوق الأقلية عبر تفعيل نظام الدعاوى الجماعية، في السابق، كان صغار المستثمرين يعجزون عن مقاضاة الشركات الكبرى بسبب ارتفاع تكاليف التقاضي مقارنة بقيمة الضرر الفردي.

أطلقت هيئة السوق المالية برنامجًا يسمح للمستثمرين المتضررين من نفس المخالفة (مثل التضليل في القوائم المالية أو التلاعب بالسوق) برفع دعوى واحدة يمثلهم فيها مدعٍ رئيسي، وقد شهدت لجان الفصل في منازعات الأوراق المالية – (CRSD) وهي هيئة شبه قضائية مستقلة – إصدار أحكام تاريخية بتعويضات بمئات الملايين لمجموعات من المساهمين ضد إدارات شركات ومراجعين خارجيين، هذا التطور ينقل السوق من "الإنفاذ العام" (Public Enforcement) عبر الهيئة فقط، إلى "الإنفاذ الخاص" (Private Enforcement) عبر المستثمرين أنفسهم، مما يرفع تكلفة المخالفة على إدارات الشركات ويزيد من جاذبية السوق للمستثمرين الأجانب الذين يعتادون على هذه الآليات في الأسواق الأمريكية[16].

الإمارات والرقابة الداخلية (ICFR):

في المقابل، ركزت الإمارات جهودها مؤخرًا على الجانب الوقائي عبر تعزيز الرقابة الداخلية على التقارير المالية (Internal Controls over Financial Reporting - ICFR)، وأصدرت

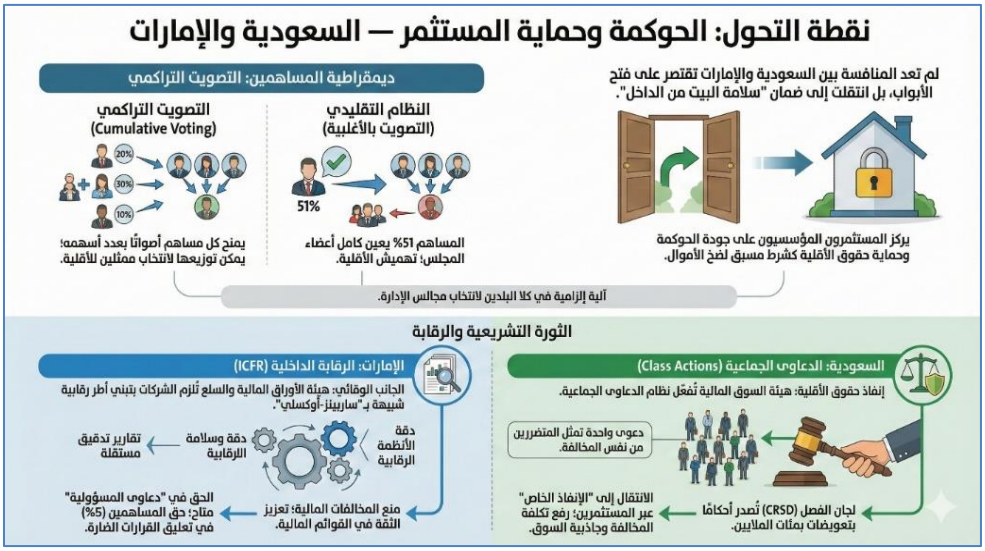
(15) Alan Sfeir, Emma Higham, and Abhi Jalan, "New Companies Laws: GCC Comparisons," in Corporate News, Clyde & Co, London, UK, Sep. 2016. https://www.clydeco.com/clyde/media/fileslibrary/MENA_Corporate_News.pdf. Accessed Dec. 6, 2025.

(16) Abdullah Faraj Al Dossari, "The Role of Legal Enforcement Measures in Managing Financial Market Risks: A Comparative Analysis of Public and Private Approaches in Saudi Arabia," Risk Governance & Control: Financial Markets & Institutions 15, no. 4 (2025): 76–84. https://doi.org/10.22495/rgcv15i4p7. Accessed Dec. 6, 2025.

هيئة الأوراق المالية والسلع تعميمًا يُلزم الشركات المدرجة بتبني أطر رقابية شبيهة بقانون "ساربينز – أوكسلي" (SOX) الأمريكي[17].

يُلزم هذا التوجه مجالس الإدارة بالمسؤولية المباشرة عن دقة وسلامة الأنظمة الرقابية، ويشترط تقارير تدقيق مستقلة حول فعالية هذه الضوابط، وبينما تفتقر الإمارات لآلية دعاوى جماعية متطورة بنفس درجة السعودية (خارج المناطق الحرة)، فإن التركيز على ICFR يهدف إلى منع وقوع المخالفات المالية من الأساس، مما يعزز الثقة في القوائم المالية، ومع ذلك، يظل الحق في رفع "دعاوى المسؤولية" متاحًا للمساهمين، وقد عززت التعديلات الأخيرة حق المساهمين الذين يملكون 5% في تعليق قرارات الجمعية العمومية الضارة[18].

ويجسّد الشكل (3) تطور الحوكمة وحماية المستثمر في السوقين.



شكل (3)

المصدر: من إعداد الباحث باستخدام أدوات جوجل.

البنية التحتية للسوق والميكروستراكشر (Market Microstructure):

تعتمد جاذبية السوق بشكل كبير على التفاصيل الفنية الدقيقة: كيف تتم التسوية؟ وهل يمكنني التحوط؟ وما هي تكلفة التداول؟

(17) CLA Emirates, "ICFR UAE: Strengthening Financial Integrity, SOX Compliance & Corporate Governance," Dubai, UAE, Nov. 12, 2025. https://www.claemirates.com/icfr-uae-strengthening-financial-integrity-sox-compliance-corporate-governance/. Accessed Dec. 7, 2025.

(18) Ibid

معضلة التسوية والتمويل المسبق (Pre-funding):

واجهت الأسواق الخليجية تحديًا تاريخيًا مع المستثمرين الأجانب يتمثل في شرط "التمويل المسبق"، حيث كان يُطلب من المستثمر توفير النقد كاملًا قبل تنفيذ أمر الشراء، هذا الشرط يخلق مخاطر وسيولة غير فعالة للمؤسسات العالمية التي تتداول عبر مناطق زمنية متعددة.

الحل السعودي والإماراتي (T+2 & DvP):

انتقل كلا البلدين إلى دورة تسوية معيارية عالمية (T+2)، أي أن التسوية النهائية للنقد والأسهم تتم بعد يومي عمل من التنفيذ، الأهم من ذلك هو تطبيق آلية التسليم مقابل الدفع (Delivery versus Payment - DvP).

في السعودية، تم تفعيل نموذج "الحفظ المستقل" (Independent Custody Model)، الذي سمح لشركات الوساطة بتقديم حدود ائتمانية للمستثمرين المؤسسيين، مما ألغى فعليًا الحاجة للتمويل المسبق للمستثمرين المؤهلين (QFIs)، هذا الإصلاح كان الشرط الأساسي لانضمام "تداول" لمؤشرات MSCI[19].

في الإمارات، تعمل الأسواق أيضًا بنظام T+2 وDvP، ومع ذلك، تشير بعض التقارير الفنية إلى أن بعض الوسطاء العالميين لا يزالون يواجهون تحديات تشغيلية طفيفة تتعلق بإجراءات التحقق من الأصول قبل البيع، لكن البنية التحتية تدعم الحسابات المجمعة (Omnibus Accounts) التي تسهل عمليات المؤسسات الكبرى[20].

أسواق المشتقات والتحوط: عمق جديد:

لا يكتمل أي سوق مال متطور دون أدوات لإدارة المخاطر.

السعودية: أطلقت "تداول" سوق المشتقات في 2020، بدءًا بالعقود المستقبلية للمؤشر (MT30) ثم العقود المستقبلية للأسهم المفردة (SSFs)، وتعمل شركة "مقاصة" (Muqassa) كطرف تعاقد مركزي (CCP) لضمان هذه العمليات، هذا التطور يتيح للمستثمرين الأجانب التحوط ضد تقلبات المحفظة (Hedging) أو اتخاذ مراكز مضاربية، وهو عنصر جذب رئيسي، كما يتم تنظيم البيع على المكشوف (Short Selling) بصرامة ولكنه متاح، مما يزيد من كفاءة التسعير[21].

(19) Saudi Stock Exchange (Tadawul), "Saudi Stock Exchange Officially Transitions to T+2 Settlement Cycle," PR Newswire, London, UK, Apr. 26, 2017. https://www.prnewswire.com/news-releases/saudi-stock-exchange-officially-transitions-to-t2-settlement-cycle-620440813.html. Accessed Dec. 8, 2025.

(20) Clearstream Banking, "Settlement Process – United Arab Emirates (Nasdaq Dubai)," Luxembourg, last updated Dec. 4, 2023. https://www.clearstream.com/clearstream-en/res-library/market-coverage/settlement-process-united-arab-emirates-nasdaq-dubai--1281526. Accessed Dec. 8, 2025.

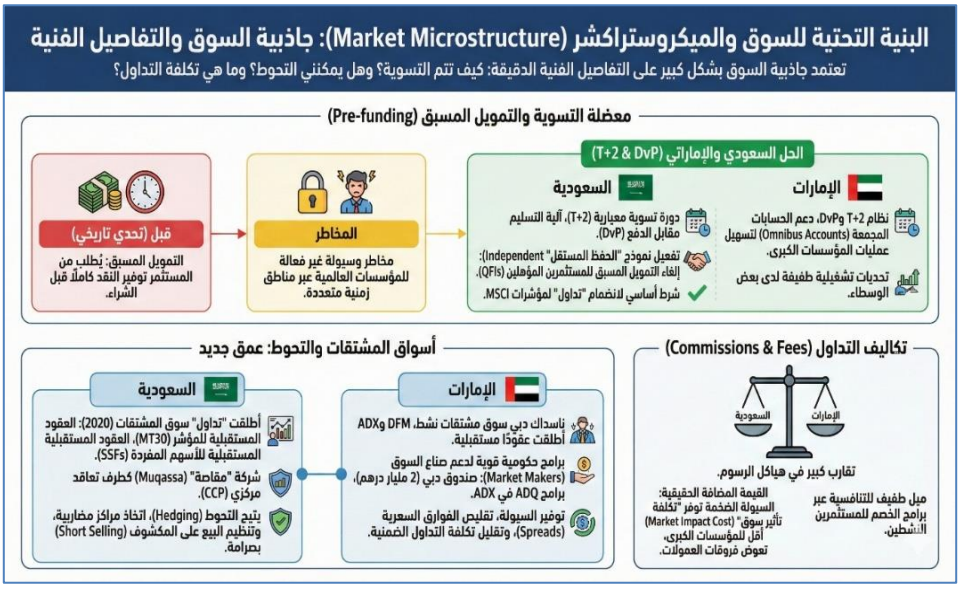
(21) Sunil Kumar Singh, "Here's How Derivatives Trading in Saudi Arabia Will Be a Game Changer for GCC Markets," Argaam Investment Company, Riyadh, Saudi Arabia, Aug. 28, 2020. https://www.argaam.com/en/article/articledetail/id/1402393. Accessed Dec. 10, 2025.

الإمـارات: يتمتـع ناسـداك دبـي بسـوق مشـتقات نشـط، كمـا أطلقـت الأسـواق المحليـة (DFM وADX) عقـودًا مسـتقبلية، وتتميـز الإمـارات بوجـود بـرامج حكوميـة قويـة لـدعم صـناع السـوق (Market Makers)، أطلقـت دبـي صـندوقًا بقيمـة 2 مليـار درهـم لـدعم صـانعي السـوق، وتقدم "أبـوظبي القابضـة" (ADQ) بـرامج مماثلـة فـي ADX، وتهـدف هـذه البـرامج إلـى تـوفير السـيولة وتقليص الفوارق السعرية (Spreads)، مما يقلل تكلفة التداول الضمنية على المستثمر الأجنبي[22].

تكاليف التداول:

تعتبر تكاليف التداول (Commissions & Fees) عاملًا مؤثرًا في صافي العوائد، وهناك تقارب كبير في هياكل الرسوم، مع ميل طفيف للتنافسية في الإمارات عبر برامج الخصم للمستثمرين النشطين، ومع ذلك، فإن القيمة المضافة الحقيقية تأتي من السيولة؛ فالسوق السعودي، بفضل سيولته الضخمة، يوفر "تكلفة تأثير سوق" (Market Impact Cost) أقل للمؤسسات الكبرى مقارنة بالأسواق الأخرى، وهو ما قد يعوض أي فروقات طفيفة في العمولات المباشرة.

وتتلخص الأبعاد الفنية للبنية التحتية للسوقين كما يبيّنها الشكل (4).



شكل (4)

المصدر: من إعداد الباحث باستخدام أدوات جوجل.

(22) GBO Correspondent, "Discussing MENA's IPO Oasis," Global Business Outlook, London, UK, Jan. 30, 2024. https://globalbusinessoutlook.com/magazine/economy-magazine/discussing-menas-ipo-oasis/. Accessed Dec. 9, 2025.

السيولة وتدفقات المؤشرات:

تأثير الانضمام للمؤشرات العالمية (MSCI/FTSE):

شكل انضمام الأسواق السعودية والإماراتية لمؤشرات الأسواق الناشئة (MSCI Emerging Markets و FTSE Russell) نقطة تحول في طبيعة المستثمرين.

السعودية: أدى الانضمام إلى تدفقات نقدية "خاملة" (Passive Flows) بمليارات الدولارات من الصناديق التي تتبع هذه المؤشرات تلقائيًا، وتشير التقديرات إلى أن وزن المملكة في هذه المؤشرات مرشح للزيادة مع طرح المزيد من أسهم أرامكو والشركات الكبرى، مما يجبر مدراء الأصول العالميين على الاحتفاظ بأسهم سعودية في محافظهم[23].

الإمارات: تستفيد الإمارات أيضًا من هذا الإدراج، لكن وزنها النسبي أقل من السعودية، ومع ذلك، فإن تنوع القطاعات في الإمارات (سياحة، عقارات، لوجستيات) يوفر للمستثمرين "قصة نمو" مختلفة عن قصة البتروكيماويات والطاقة المهيمنة في السعودية، مما يخلق نوعًا من التكامل في محافظ المستثمرين الإقليمية[24].

الطروحات الأولية (IPOs): محرك السيولة الجديد:

تشهد المنطقة طفرة في الطروحات الأولية، وهي أداة رئيسية لجذب السيولة الأجنبية.

في السعودية: يقود صندوق الاستثمارات العامة برنامجًا ضخمًا لإدراج الشركات، مما يعمق السوق ويزيد تنوعه، كما أن الإدراجات الجديدة (مثل أكوا باور، علم، مجموعة تداول) جذبت اهتمامًا عالميًا كبيرًا[25].

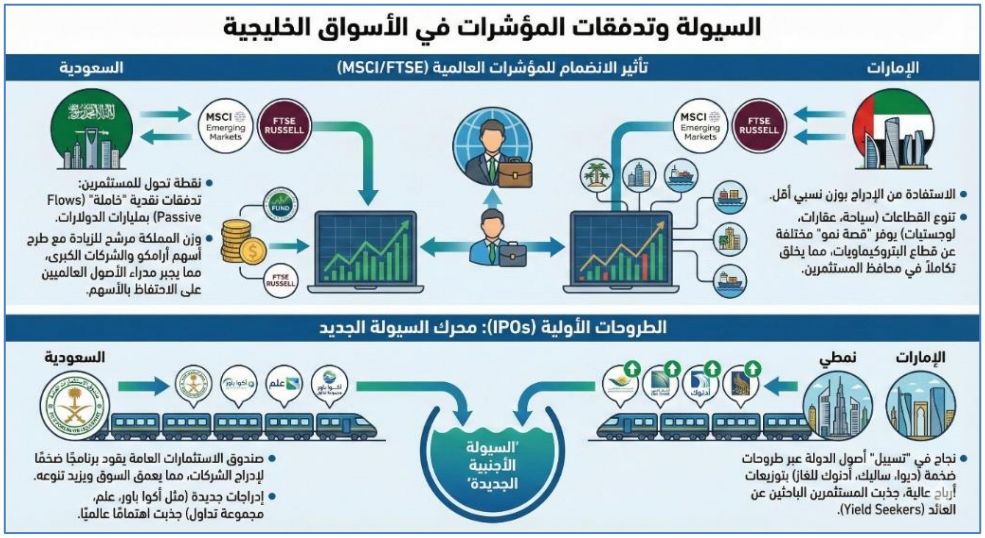
في الإمارات: نجحت دبي وأبوظبي في "تسييل" أصول الدولة عبر طروحات ضخمة وناجحة (ديوا، ساليك، أدنوك للغاز)، تميزت بتوزيعات أرباح عالية جذبت المستثمرين الباحثين عن العائد (Yield Seekers) في بيئة الفائدة المرتفعة.

وتتجلى أبعاد السيولة وتدفقات المؤشرات في السوقين كما يبيّنها الشكل (5).

(23) U.S.-Saudi Business Council, "Economic Report: February 2019," Vienna, VA, USA, Feb. 2019. https://www.ussaudi.org/wp-content/uploads/2019/09/February-2019.pdf. Accessed Dec. 11, 2025.

(24) FTSE Russell, "FTSE Equity Country Classification – Interim Review Announcement – April 2025," LSEG (London Stock Exchange Group), London, UK, Apr. 2025. https://www.lseg.com/content/dam/ftse-russell/en_us/documents/country-classification/ftse-interim-country-classification-review-2025.pdf. Accessed Dec. 12, 2025.

(25) Mohammed Al-Baz, "Saudi Exchange Prepares to Launch a New Generation of Debt and Derivatives Products," Arab News / Asharq Bloomberg, Riyadh, Saudi Arabia, Nov. 20, 2025. https://www.arabnews.com/node/2623296/business-economy. Accessed Dec. 13, 2025.



شكل (5)

المصدر: من إعداد الباحث باستخدام أدوات جوجل.

التنافس الاستراتيجي والتوجهات المستقبلية:

معركة المقرات الإقليمية (RHQ):

أطلقت السعودية برنامج المقرات الإقليمية، الذي يمنع الجهات الحكومية من التعاقد مع شركات عالمية لا تتخذ من المملكة مقرًا إقليميًا لها بحلول 2024، هذا القرار يهدف إلى تحويل الرياض إلى مركز ثقل تجاري ومالي، مما يخلق طلبًا محليًا على الخدمات المالية والقانونية ويزيد من عمق السوق، وفي المقابل، تراهن الإمارات على جودة الحياة، والبنية التحتية، ومنظومة التأشيرات المرنة (الإقامة الذهبية)، والنظام القانوني الموثوق للحفاظ على جاذبيتها كمركز للمواهب ورؤوس الأموال[26].

التمويل المستدام وسوق الكربون:

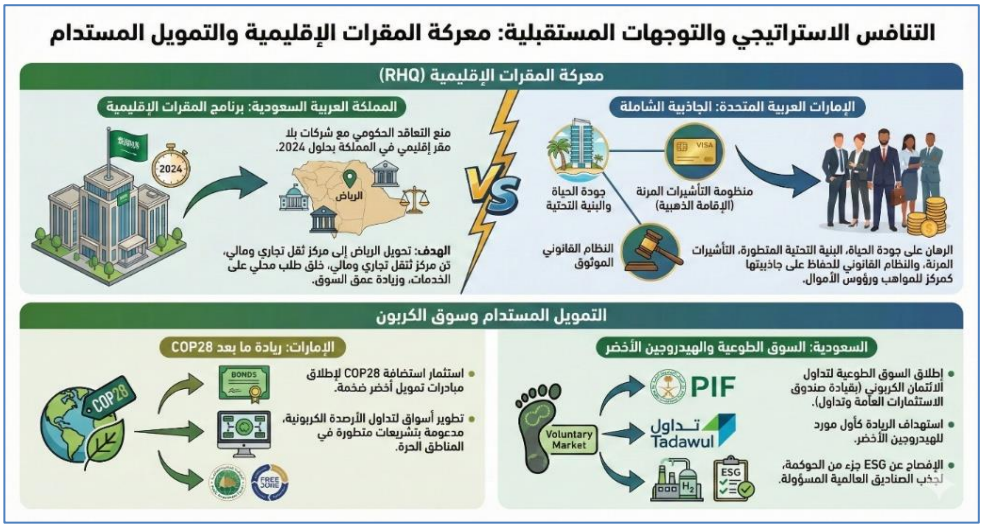
يبرز التمويل المستدام كميدان جديد للتنافس والريادة.

الإمارات: استثمرت استضافة COP28 لإطلاق مبادرات تمويل أخضر ضخمة، وتعمل على تطوير أسواق لتداول الأرصدة الكربونية، مدعومة بتشريعات متطورة في المناطق الحرة.

السعودية: أطلقت السوق الطوعية لتداول الائتمان الكربوني (بقيادة صندوق الاستثمارات العامة وتداول)، وتستهدف أن تكون المورد الأول للهيدروجين الأخضر، الإفصاح عن ESG أصبح جزءًا لا يتجزأ من متطلبات الحوكمة، مما يجذب الصناديق العالمية الملتزمة بالاستثمار المسؤول.

ويبرز الشكل (6) ملامح التنافس الاستراتيجي والتوجهات المستقبلية في السوقين.

(26) Dezan Shira & Associates, supra note 6.



شكل (6)

المصدر: من إعداد الباحث باستخدام أدوات جوجل.

قياس الأثر الكمي للإصلاحات التشريعية في البلدين (2010–2024):

يمثل قياس الأثر الكمي للإصلاحات التشريعية خطوة منهجية مكملة للتحليل الوصفي والتنظيمي، إذ لا تكتمل دراسة جاذبية الاستثمار الأجنبي في أسواق المال بالاقتصار على تحليل النصوص القانونية والتوجهات المؤسسية، ما لم يُدعم ذلك بتتبع الانعكاسات الفعلية لهذه الإصلاحات على الأداء السوقي؛ فمنظومة التشريعات، مهما بلغت درجة تطورها، تظل في التحليل الاقتصادي وسيلة وليست غاية، ويُقاس نجاحها بقدرتها على إحداث تحولات ملموسة في مؤشرات السوق وسلوك المستثمرين.

وانطلاقًا من ذلك، يهدف هذا المحور إلى رصد وتحليل الأثر الكمي للإصلاحات التشريعية والتنظيمية التي شهدتها أسواق المال في المملكة العربية السعودية ودولة الإمارات العربية المتحدة خلال الفترة (2010–2024)، من خلال تتبع تطور مجموعة من المؤشرات السوقية التي تعكس جاذبية الاستثمار الأجنبي، وبما ينسجم مع طبيعة التحليل الوصفي–الاستكشافي للدراسة.

ويعتمد هذا المحور على تحليل ثلاث مؤشرات كمية رئيسة، تعكس المتغيرات التابعة للدراسة، وهي: تطور القيمة السوقية وحجم ملكية المستثمرين الأجانب، وصافي تدفقات الاستثمار الأجنبي، وقيمة التداول السنوي بوصفها مؤشرًا على السيولة وعمق السوق وكفاءة التنفيذ؛ ويسمح هذا الإطار التحليلي بتقييم مدى ترجمة الإصلاحات التشريعية إلى نتائج اقتصادية قابلة للرصد، وبإجراء مقارنة منهجية بين التجربتين السعودية والإماراتية، بما يساهم في تعميق الفهم العلمي للعلاقة بين التشريع والأداء الكمي لأسواق المال في الاقتصادات الناشئة.

تحليل تطور القيمة السوقية وحجم الاستثمارات الأجنبية (2010–2024):

يمثل تطور القيمة السوقية وحجم ملكية المستثمرين الأجانب أحد المؤشرات الكمية الأساسية لقياس جاذبية أسواق المال، إذ يعكس قدرة السوق على استيعاب رؤوس الأموال الأجنبية ودرجة الثقة في الإطار التشريعي والتنظيمي الحاكم له؛ وبخلاف صافي التدفقات الذي يقيس حركة السيولة في الأجل القصير، فإن هذا المؤشر يعبّر عن الأثر التراكمي للإصلاحات التشريعية على عمق السوق وبنيته الاستثمارية.

ويُظهر جدول (1) أن العلاقة بين التطورات التشريعية ونمو القيمة السوقية وملكية الأجانب اتخذت مسارًا مرحليًا، ارتبط بدرجة الانفتاح التنظيمي، والترقيات المؤشرية، والطروحات الكبرى، بما يعكس تفاوت استجابة السوقين السعودي والإماراتي للإصلاحات عبر الزمن.

جدول (1)

تطور القيمة السوقية وقيمة ملكية الأجانب في أسواق السعودية والإمارات (بالمليار دولار)

السنة	القيمة السوقية (السعودية)	ملكية الأجانب (السعودية)	القيمة السوقية (الإمارات)	ملكية الأجانب (الإمارات)	الملاحظات والتحليل (الارتباط التشريعي)
2010	353.4	4.5	105.0	7.5	مرحلة ما قبل التحول: انغلاق السوق السعودي (سواب فقط) وقوة دبي النسبية كمركز إقليمي.
2011	338.9	4.8	98.2	7.2	استقرار حذر بانتظار تعافي الأسواق العالمية من أزمة الدين الأوروبي.
2012	373.4	5.2	110.5	8.1	بداية بوادر الانفتاح التدريجي في أنظمة الإفصاح والحوكمة في البلدين.
2013	467.4	6.1	180.2	13.5	الطفرة الإماراتية: انتعاش قوي مع الفوز بإكسبو 2020، والسعودية تتوسع محلياً.
2014	483.5	6.8	216.9	15.8	الترقب: الإمارات تنضم لمؤشر MSCI، والسعودية تعلن نيتها لفتح السوق (QFI).
2015	421.1	26.5	205.6	15.0	تغير الهيكلية (KSA): قفزة في قيمة الملكية بالسعودية ناتجة عن "فتح السوق المباشر" وإعادة تصنيف المستثمرين.
2016	448.5	23.8	221.3	17.2	تراجع القيمة السوقية عالمياً بسبب النفط، لكن الأجانب حافظوا على حصصهم.
2017	451.7	23.1	240.6	23.1	التوازن التشريعي: السعودية تعيد هيكلة الاقتصاد (رؤية 2030) والإمارات تعمق قوانين المقاصة.
2018	495.7	23.2	234.2	22.4	ترقية السعودية لمؤشر (FTSE) وبدء التدفقات الاستباقية للمحافظ الأجنبية.
2019	2,406.7	35.9	244.1	26.5	عام أرامكو: قفزة السعودية المليارية والانضمام لـ MSCI. الإمارات تستعد لإصلاحات قانون الشركات.
2020	2,427.2	55.5	297.3	32.3	اختبار كورونا: نمو قيمة المحافظ الأجنبية رغم الجائحة بفضل الثقة في الإجراءات الحكومية.

السنة	القيمة السوقية (السعودية)	ملكية الأجانب (السعودية)	القيمة السوقية (الإمارات)	ملكية الأجانب (الإمارات)	الملاحظات والتحليل (الارتباط التشريعي)
2021	2,669.1	81.4	554.7	57.5	التحول الإماراتي: صدور قانون التملك 100% وانطلاق استراتيجية ADX One ضاعفا ملكية الأجانب.
2022	2,634.1	92.5	871.9	95.9	سنة الطروحات: إدراجات حكومية عملاقة في أبوظبي ودبي جذبت كبار المؤسسات العالمية.
2023	3,002.4	107.0	990.6	121.8	نضوج التشريعات وتجاوز ملكية الأجانب في الإمارات حاجز الـ 120 مليار دولار.
2024	2,720.0	112.8	1,061.0	144.1	قمة النضوج: البيانات الختامية تؤكد تجاوز أسواق الإمارات حاجز التريليون دولار، ونمو مستدام في السعودية.

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على البيانات السنوية الصادرة عن: تداول، سوق دبي، وسوق أبوظبي.

يعكس جدول (1) مسارًا كميًا واضحًا لتأثير الإصلاحات التشريعية والتنظيمية على جاذبية أسواق المال في كلٍ من المملكة العربية السعودية ودولة الإمارات العربية المتحدة خلال الفترة (2010–2024)، عبر متغيرين تابعين شديدي الدلالة: القيمة السوقية الإجمالية بوصفها مؤشرًا على عمق السوق واتساع قاعدة الشركات المدرجة، وقيمة ملكية الأجانب بوصفها قياسًا مباشرًا لمستوى الثقة الاستثمارية الأجنبية وقدرة السوق على استقطاب رأس المال الخارجي؛ وتُظهر البيانات أن العلاقة بين التشريع والتدفقات ليست خطية دائمًا، لكنها تتخذ نمطًا مرحليًا تتسارع فيه الاستجابة حين تتزامن الإصلاحات مع أحداث هيكلية كبرى (ترقيات مؤشرات، طروحات سيادية، أو تحرير قواعد الملكية).

مرحلة ما قبل التحول (2010–2014) – تفوق إماراتي نسبي وسعودية أكثر انغلاقًا:

خلال الأعوام (2010–2014) ظلّت السوق السعودية أكبر حجمًا من حيث القيمة السوقية (من 353.4 مليار$ في 2010 إلى 483.5 مليار$ في 2014)، لكن ملكية الأجانب ظلت هامشية (4.5–6.8 مليار$)، وهو ما يتسق مع محدودية قنوات دخول المستثمر الأجنبي واعتماد الوصول غير المباشر (سواب/مشتقات ملكية اقتصادية دون حقوق ملكية كاملة).

في المقابل، تُظهر الإمارات قدرة أعلى على جذب الاستثمار الأجنبي في الفترة ذاتها؛ إذ ارتفعت القيمة السوقية من 105.0 مليار$ (2010) إلى 216.9 مليار$ (2014)، وقفزت ملكية الأجانب من 7.5 إلى 15.8 مليار$، بما يعكس تموضع دبي/أبوظبي كمركز إقليمي أكثر انفتاحًا وسهولةً في النفاذ للمستثمرين الدوليين، فضلًا عن أثر "قصة النمو" المرتبطة بالأحداث الترويجية الكبرى (مثل تأثير الفوز بإكسبو 2020 الذي بدأ ينعكس مبكرًا في 2013–2014).

وعليه، يمكن توصيف هذه المرحلة بأنها مرحلة فجوة تشريعية في النفاذ: السعودية سوق أكبر لكن أقل قابلية لاستقبال رأس المال الأجنبي، والإمارات سوق أصغر نسبيًا لكن أكثر انفتاحًا وجذبًا للمحافظ الخارجية.

نقطة التحول السعودية (2015–2018) – من "حواجز الدخول" إلى "فتح السوق المباشر":

يمثل عام 2015 نقطة انعطاف كمية في السوق السعودية؛ إذ تراجعت القيمة السوقية إلى 421.1 مليار$ مقارنة بعام 2014، لكن قيمة ملكية الأجانب قفزت قفزة هيكلية إلى 26.5 مليار$؛ هذا السلوك (ارتفاع ملكية الأجانب رغم انخفاض القيمة السوقية) يُفسَّر بوصفه أثرًا تنظيميًا مباشرًا: انتقال السوق إلى نموذج دخول أكثر مباشرة للمؤسسات الأجنبية (وبداية إعادة تصنيف المستثمرين الأجانب ورفع قابلية التسجيل والامتثال)، بما أدى إلى إعادة تسعير عنصر الثقة لدى المستثمر الأجنبي ورفع حضوره في هيكل الملكية.

وفي الأعوام (2016–2018) حافظت السوق السعودية على استقرار نسبي في القيمة السوقية (448.5–495.7 مليار$)، بينما بقيت ملكية الأجانب مرتفعة ومستقرة نسبيًا (23.1–23.8 مليار$)؛ ويعكس ذلك أن الإصلاحات التشريعية في هذه المرحلة عملت كـ مُثبّت ثقة (Confidence Anchor): حتى مع تقلبات أسعار النفط وانعكاساتها على المنطقة، لم تشهد ملكية الأجانب ارتدادًا حادًا، ما يوحي بتغير نوعية المستثمر من تدفقات ظرفية إلى تمركز مؤسسي أكثر تماسكًا.

كما يلاحظ في 2018 ظهور إشارات "التدفقات الاستباقية" المرتبطة بتحولات التصنيف في المؤشرات العالمية، وهو ما يعزز فكرة أن التشريعات، حين تتكامل مع متطلبات الانضمام لمؤشرات دولية، تُترجم إلى تدفقات قبلية واستعدادات إعادة موازنة المحافظ.

مرحلة التعميق الهيكلي وصدمة الحجم (2019–2020) – أثر الطروحات والترقيات المؤسسية:

في عام 2019 شهدت السوق المالية السعودية قفزة غير مسبوقة في قيمتها السوقية إلى 2,406.7 مليار$، بالتوازي مع ارتفاع ملكية المستثمرين الأجانب إلى 35.9 مليار$، وهي قفزة تعكس صدمة حجم وهيكلة ناتجة عن توسّع قاعدة السوق وارتفاع وزنها المؤشري، مدفوعة بصورة رئيسة بإدراج شركة أرامكو السعودية، الذي أعاد تشكيل هيكل السوق من حيث الرسملة، والسيولة، والتركيز القطاعي؛ ورغم أن نمو ملكية الأجانب لم يوازِ الزيادة الحادة في القيمة السوقية، فإن الدلالة الأهم تمثلت في انتقال السوق إلى وضع «السوق العملاق»، حيث تغيّر معيار الجاذبية من مجرد فتح قنوات النفاذ إلى تعميق البنية السوقية، وتوسيع المنتجات، وتعزيز الحوكمة المؤسسية، بما يتوافق مع متطلبات المستثمر المؤسسي العالمي.

وفي 2020، وعلى الرغم من اختبار جائحة كوفيد–19، بقيت القيمة السوقية مرتفعة (2,427.2 مليار$) وارتفعت ملكية الأجانب إلى 55.5 مليار$؛ ويُقرأ هذا كأثر مزدوج: ثبات نسبي في الثقة المؤسسية واعتقاد المستثمر بأن الإطار التنظيمي والتدخلات الحكومية حافظت على الاستقرار، ما شجع استمرار الانكشاف على الأصول السعودية بدلًا من الخروج منها.

التحول الإماراتي الكبير (2021–2024) – "تملك 100%" وتسييل الأصول والطفرات الإدراجية:

تمثل بيانات الإمارات بعد 2021 انتقالًا من مرحلة الجاذبية "المرنة" إلى مرحلة التوسع الكمي المتسارع؛ إذ قفزت القيمة السوقية من 297.3 مليار$ في 2020 إلى 554.7 مليار$ في 2021، وارتفعت ملكية الأجانب من 32.3 إلى 57.5 مليار$ في العام نفسه؛ هذه القفزة تُعد ترجمة كمية مباشرة لإصلاحات الملكية والتشريعات التي رفعت سقف التملك، فضلًا عن تطوير الاستراتيجيات المؤسسية للسوق (ومنها برامج تعميق السيولة وتوسيع الإدراجات).

ثم جاءت (2022–2024) كمرحلة "الطفرة الإدراجية والرسملة"؛ حيث ارتفعت القيمة السوقية إلى 871.9 مليار$ في 2022 ثم 990.6 مليار$ في 2023 وصولًا إلى 1,061.0 مليار$ في 2024، بينما ارتفعت ملكية الأجانب إلى 95.9 ثم 121.8 ثم 144.1 مليار$؛ هذه الحركة تعني أن الإمارات لم تعد تجذب المستثمر الأجنبي عبر سهولة النفاذ فقط، بل عبر توسيع عمق السوق نفسه (زيادة الشركات والقطاعات المدرجة وتنامي رسملة الشركات) بما جعل السوق قادرًا على استيعاب محافظ مؤسسية ضخمة من دون "تكلفة تأثير" كبيرة.

قراءة مقارنة للنتائج – أي السوقين يعكس أثر التشريع بشكل أوضح؟

تكشف المقارنة بين البلدين عن نمطين مختلفين للأثر التشريعي:

السعودية (نمو "بالقيمة السوقية العملاقة" مع تراكم تدريجي لملكية الأجانب):

ارتفعت القيمة السوقية السعودية بقوة خلال (2019–2023) لتبلغ 3,002.4 مليار$ في 2023، فيما ارتفعت ملكية الأجانب تدريجيًا لتصل 112.8 مليار$ في 2024؛ هذا يشير إلى أن الأثر التشريعي في السعودية اتخذ مسار "التأسيس المؤسسي" (حوكمة، حماية الأقلية، تطوير بنية السوق) الذي يعزز ثقة المستثمر ويزيد مشاركته تدريجيًا داخل سوق ضخم تهيمن عليه الطروحات الكبرى والسيولة المحلية.

الإمارات (نمو "مدفوع بتحرير الملكية والتوسع الإدراجي" مع استجابة أسرع لملكية الأجانب):

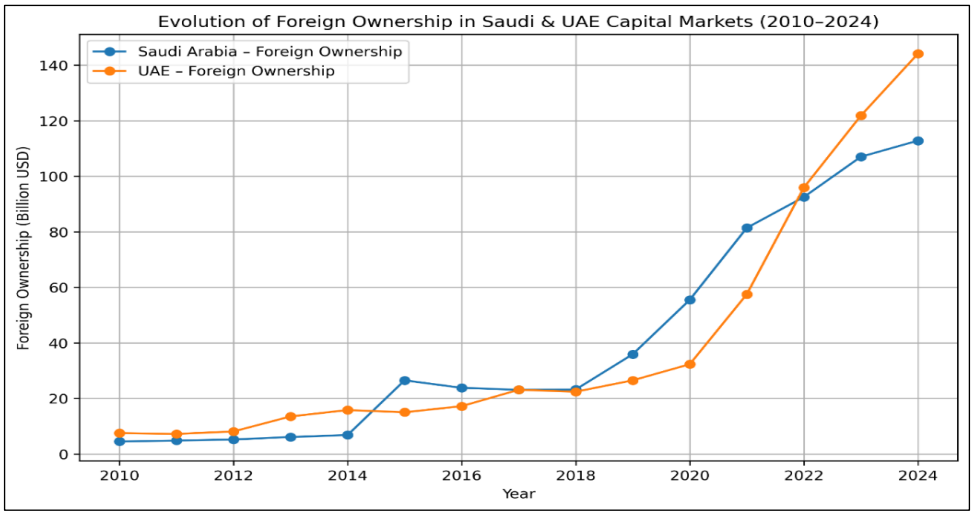
قفزت ملكية الأجانب بوتيرة أعلى نسبيًا بعد 2021، وترافقت مع توسع رسملة السوق إلى ما فوق تريليون دولار في 2024؛ ويعني ذلك أن التشريعات الإماراتية، خصوصًا في جانب الملكية ومرونة الإطار القانوني، خلقت استجابة كمية سريعة تظهر بوضوح في متغير "ملكية الأجانب" جنبًا إلى جنب مع توسع القيمة السوقية.

استنتاجات كمية تخدم فرضية الدراسة:

يمكن استخلاص ثلاث دلالات تخدم هذا المحور بوصفه "متغيرًا تابعًا" لقياس أثر المتغير المستقل (التشريعات):

- إن **التحولات التشريعية تُترجم كميًا** إلى ارتفاعات ملموسة في ملكية الأجانب، وقد تظهر هذه الاستجابة حتى في سنوات تراجع القيمة السوقية (كما في السعودية 2015)، ما يؤكد أن التشريع قد يعمل كعامل مستقل في توليد الثقة بعيدًا عن دورة السوق.
- إن التنافس التشريعي بين البلدين انعكس في **تسارع تعميق السوق:** السعودية عبر تضخيم الرسملة والوزن المؤشري وتطوير البنية المؤسسية، والإمارات عبر تحرير الملكية وتوسيع الإدراجات وتطوير بيئة قانونية جذابة لرأس المال الدولي.
- إن الوصول إلى **قمة النضوج في 2024** (الإمارات تتجاوز حاجز التريليون دولار، والسعودية تستقر عند مستويات رسملة مرتفعة مع نمو مستدام لملكية الأجانب) يبرهن أن الإصلاحات لم تعد مجرد "فتح أبواب" بل أصبحت **أداة استراتيجية للأمن الاقتصادي** وتحويل الأسواق إلى منصات لاستقطاب رأس المال العالمي.

وبذلك، فإن جدول (1) يقدم دليلًا كميًا داعمًا لجوهر الدراسة: تحسين جودة البيئة التشريعية واليقين القانوني ليس عاملًا ثانويًا، بل محددًا رئيسيًا في إعادة تشكيل حجم السوق وملكية المستثمر الأجنبي عبر الزمن، مع اختلاف نمط الاستجابة بين السعودية (تعميق مؤسسي تدريجي ضمن سوق عملاق) والإمارات (استجابة أسرع مدفوعة بتحرير الملكية وتوسيع الرسملة والإدراجات).



الشكل (7): تطور ملكية المستثمرين الأجانب في أسواق المال السعودية والإماراتية (2010–2024)

المصدر: إعداد الباحث باستخدام برنامج أكسل، وبالاستناد إلى البيانات في الجدول (1).

يوضح الشكل تسارع استجابة ملكية المستثمرين الأجانب للإصلاحات التشريعية في كلا السوقين، مع بروز أثر فتح السوق السعودي في 2015، والتحول الهيكلي في الإمارات بعد إقرار التملك الأجنبي الكامل في 2021، بما يعكس الأثر المباشر للتشريعات على حركة رأس المال الأجنبي.

التحليل الوصفي الإحصائي واختبارات الاتجاه للسلاسل الزمنية للقيمة السوقية وملكية الأجانب (2010–2024):

يهدف هذا الجزء إلى دعم التحليل الكمي الوصفي للقيمة السوقية وملكية الأجانب لأسواق السعودية والإمارات من خلال توظيف أدوات إحصائية وصفية واختبارات اتجاه ملائمة لطبيعة البيانات المتاحة، لرصد خصائص السلاسل الزمنية والتحقق من اتساق اتجاهاتها عبر الزمن.

أولًا: التحليل الوصفي الإحصائي:

يُظهر التحليل الوصفي لمؤشرات القيمة السوقية وملكية المستثمرين الأجانب خلال الفترة (2010–2024) تباينًا واضحًا في مستويات المتوسطات والانحرافات المعيارية، بما يعكس التحولات الهيكلية التي شهدتها السوقان، كما هو موضح في جدول (2)؛ فقد بلغ متوسط القيمة السوقية في السوق السعودية نحو 1,312.9 مليار دولار بانحراف معياري مرتفع نسبيًا (1,132.8 مليار دولار)، وهو ما يشير إلى انتقال السوق من مرحلة رسملة متوسطة إلى سوق ضخم ذي وزن مؤشري عالمي، خاصة بعد عام 2019؛ في المقابل، بلغ متوسط القيمة السوقية في الأسواق الإماراتية نحو 375.5 مليار دولار بانحراف معياري قدره 330.0 مليار دولار، ما يعكس مسار نمو تراكمي متسارع، خصوصًا في المرحلة اللاحقة لعام 2021.

جدول (2)

الإحصاءات الوصفية لمؤشرات الدراسة (2010–2024) (بالمليار دولار)

المتغير	المتوسط	الانحراف المعياري	الحد الأدنى	الوسيط	الحد الأقصى
القيمة السوقية – السعودية	1,312.9	1,132.8	338.9	483.5	3,002.4
ملكية الأجانب – السعودية	40.6	39.2	4.5	23.8	112.8
القيمة السوقية – الإمارات	375.5	330.0	98.2	234.2	1,061.0
ملكية الأجانب – الإمارات	40.5	44.2	7.2	22.4	144.1

المصدر: إعداد الباحث بناء على بيانات الجدول (1) باستخدام لغة البرمجة Python.

أما من حيث ملكية المستثمرين الأجانب، فقد بلغ متوسطها في السوق السعودية 40.6 مليار دولار، مقابل 40.5 مليار دولار في الأسواق الإماراتية، مع انحرافات معيارية مرتفعة في كلا السوقين، الأمر الذي يدل على أن تطور الملكية الأجنبية لم يكن تدريجيًا خطيًا، بل ارتبط بمراحل تشريعية وتحولات مؤسسية واضحة.

وتؤكد معدلات النمو السنوي المركب (CAGR) هذا الاتجاه، كما يبينه جدول (3)؛ إذ سجلت ملكية المستثمرين الأجانب نموًا سنويًا مركبًا قدره 25.9% في السوق السعودية و23.5% في السوق الإماراتية، مقابل 15.7% و18.0% للقيمة السوقية على التوالي، بما يعكس أن وتيرة تعميق الحضور الأجنبي كانت أسرع من نمو الرسملة نفسها، وهو مؤشر على تطور نوعي في هيكل المستثمرين.

جدول (3)
معدلات النمو السنوي المركب لمؤشرات الدراسة (2010–2024)

المؤشر	معدل النمو السنوي المركب (CAGR)
القيمة السوقية – السعودية	%15.7
ملكية الأجانب – السعودية	%25.9
القيمة السوقية – الإمارات	%18.0
ملكية الأجانب – الإمارات	%23.5

المصدر: إعداد الباحث بناء على بيانات الجدول (1) باستخدام لغة البرمجة Python.

ثانيًا: تحليل الاتجاه والاتساق الزمني:

لدراسة اتساق الاتجاهات الزمنية، تم استخدام معامل ارتباط الرتب لسبيرمان بين كل متغير والزمن خلال الفترة محل الدراسة، كما هو موضح في جدول (4)؛ وقد أظهرت النتائج معاملات ارتباط مرتفعة للغاية؛ حيث بلغ معامل سبيرمان 0.936 للقيمة السوقية في السوق السعودية و0.968 لملكية المستثمرين الأجانب فيها، بينما سجلت الأسواق الإماراتية معاملات أعلى بلغت 0.989 لكل من القيمة السوقية وملكية الأجانب.

جدول (4)
معاملات ارتباط سبيرمان بين مؤشرات الدراسة والزمن (2010–2024)

المتغير	معامل سبيرمان (ρ)
القيمة السوقية – السعودية	0.936
ملكية الأجانب – السعودية	0.968
القيمة السوقية – الإمارات	0.989
ملكية الأجانب – الإمارات	0.989

المصدر: إعداد الباحث بناء على بيانات الجدول (1) باستخدام لغة البرمجة Python.

وتشير هذه القيم المرتفعة إلى وجود اتجاه تصاعدي منظم ومتسق في جميع السلاسل الزمنية المدروسة، بما يعني أن تطور هذه المؤشرات لم يكن عشوائيًا أو ناتجًا عن تقلبات ظرفية قصيرة الأجل، بل جاء في إطار مسار زمني واضح يتسم بالاستمرارية؛ ويُعد هذا الاتساق الزمني داعمًا للتحليل الوصفي القائم على الربط بين التطورات التشريعية والترقيات المؤشرية والطروحات الكبرى من جهة، والتحولات الكمية في مؤشرات السوق من جهة أخرى.

وعليه، يمكن القول إن النتائج الإحصائية الوصفية واختبارات الاتجاه لا تضيف بُعدًا سببيًا جديدًا، لكنها تعزز مصداقية التحليل الكمي للدراسة من خلال إظهار أن التحولات المرصودة في القيمة السوقية وملكية المستثمرين الأجانب تمثل اتجاهات طويلة الأجل مستقرة، وليست مجرد ملاحظات وصفية آنية، وهو ما يتسق مع الطابع الاستكشافي–التحليلي للدراسة ويعزز نتائجها الرئيسة.

مؤشر صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي (حركة السيولة النقدية المباشرة):

يمثل مؤشر صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي أحد أكثر المؤشرات حساسية لقياس الأثر الفعلي للإصلاحات التشريعية، إذ يعكس سلوك المستثمر الأجنبي في لحظة القرار (دخول/خروج السيولة)، وليس مجرد التمركز طويل الأجل في هيكل الملكية؛ وبخلاف القيمة السوقية أو ملكية الأجانب، فإن هذا المؤشر يقيس درجة الثقة قصيرة ومتوسطة الأجل، واستجابة المستثمر للتغيرات التنظيمية والاقتصادية والكلية في الزمن الحقيقي.

جدول (5)

تطور صافي تدفقات الأجانب في أسواق السعودية والإمارات (بالمليار دولار) للفترة (2010–2024)

السنة	السعودية (Tadawul)	الإمارات (ADX + DFM)	الملاحظات التحليلية (الارتباط التشريعي والزمني)
2010	+ 0.2	+ 0.3	مرحلة التعافي: الأسواق تلملم جراح الأزمة المالية العالمية؛ الاستثمار في السعودية محصور في "المبادلات" (Swaps).
2011	+ 0.3	+ 0.1	استقرار التدفقات عند مستويات دنيا بسبب اضطرابات "الربيع العربي" وتأثيرها على شهية المخاطرة إقليمياً.
2012	+ 0.4	+ 0.2	تحسن طفيف في التدفقات نحو الإمارات بفضل استقرار الاقتصاد الكلي وبدء الحديث عن ترقية الأسواق.
2013	+ 0.4	+ 0.9	طفرة الثقة: انتعاش قوي في الإمارات (خاصة دبي) تزامناً مع الفوز بـ "إكسبو 2020"، مما جذب سيولة استباقية.
2014	+ 0.5	+ 1.6	التفوق الإماراتي: انضمام الإمارات الرسمي لمؤشر MSCI، بينما السعودية ظلت تعتمد على السواب المنغلق.
2015	- 1.1 (سالب)	- 0.2 (سالب)	صدمة النفط: رغم فتح السوق السعودي (نظام QFI) في يونيو، إلا أن انهيار أسعار النفط تسبب في خروج سيولة دفاعية.
2016	- 0.3 (سالب)	+ 0.7	التعافي المتباين: مرونة التشريع الإماراتي سمحت بعودة سريعة للسيولة، بينما ظل نظام QFI السعودي في مراحله التجريبية الصارمة.
2017	- 1.4 (سالب)	+ 0.4	مرحلة الترقب: خروج أموال "ساخنة" من السعودية تزامناً مع إطلاق رؤية 2030؛ المستثمر الأجنبي يترقب جدية الإصلاحات.
2018	+ 0.7	+ 0.5	نقطة التعادل: توازن الأداء مع بدء التدفقات المؤسسية استجابة لإعلان ترقية السعودية في مؤشرات FTSE.
2019	+ 24.3	+ 1.8	سنة الانفجار (KSA): أثر تشريعات الانضمام لمؤشر MSCI جلب أضخم تدفق نقدي في تاريخ المنطقة في عام واحد.
2020	+ 5.0	+ 1.9	اختبار المتانة: استمرار التدفقات الإيجابية رغم الجائحة؛ التشريعات أصبحت تعمل "كمصدات" تمنع الهروب الجماعي للسيولة.
2021	+ 6.8	+ 4.7	الزخم الإماراتي: قانون التملك 100% بدأ يغير خارطة المشتريات الأجنبية نحو الاستثمار المؤسسي طويل الأجل.
2022	+ 11.6	+ 8.0	سباق الطروحات: ذروة التدفقات بفضل خصخصة أصول حكومية عملاقة (أدنوك/مرافق في السعودية) و(ديوا/بروج في الإمارات).
2023	+ 3.8	+ 8.5	التفوق النوعي للإمارات: تفوق صافي الشراء في الإمارات بفضل الزخم العقاري، وتشريعات "الإقامة الذهبية" التي وطّنت الأموال.
2024	+ 5.6	+ 7.1	الاستقرار والنضوج: (أرقام ختامية) السعودية تسجل صافي شراء مؤسسي متين بـ 21 مليار ريال، والإمارات تحافظ على الصدارة في "جذب الأموال الجديدة".

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على البيانات السنوية الصادرة عن: تداول، سوق دبي، وسوق أبوظبي.

ويُظهر جدول (5) أن العلاقة بين التشريع وتدفقات السيولة اتخذت مسارًا دوريًا وغير خطي، يتأثر بالتوقيت، ونضج الإطار التنظيمي، والتفاعل مع الصدمات الخارجية (النفط، الأزمات العالمية، الجوائح).

مرحلة التعافي الحذر وضعف النفاذ التشريعي (2010–2014):

خلال الفترة (2010–2014)، اتسمت تدفقات الاستثمار الأجنبي في السوق السعودية بالضآلة والاستقرار النسبي، حيث تراوحت بين (+0.2) و(+0.5) مليار دولار سنويًا؛ ويُعزى ذلك إلى محدودية قنوات الدخول واعتماد المستثمر الأجنبي على اتفاقيات المبادلة (Swaps)، التي وفّرت تعرضًا اقتصاديًا دون ملكية قانونية مباشرة، ما حدّ من شهية التدفقات النقدية الكبيرة.

في المقابل، أظهرت الإمارات أداءً أكثر ديناميكية؛ إذ ارتفعت التدفقات من (+0.3) مليار دولار في 2010 إلى (+1.6) مليار دولار في 2014، مدفوعة بعوامل تشريعية ومؤسسية أبرزها سهولة النفاذ، ووضوح الأطر التنظيمية، إضافة إلى أثر "القصة الاستثمارية" المرتبطة بترقية السوق لمؤشر MSCI.

وعليه، يمكن توصيف هذه المرحلة بأنها مرحلة تفوق تشريعي إماراتي في جذب السيولة قصيرة الأجل، مقابل سوق سعودي كبير الحجم لكنه أقل مرونة في استقبال التدفقات النقدية الأجنبية.

صدمة النفط واختبار الإصلاحات الأولية (2015–2017):

تمثل الأعوام (2015–2017) مرحلة اختبار حقيقية للأطر التشريعية في البلدين؛ ففي 2015، ورغم إطلاق نظام المستثمر الأجنبي المؤهل (QFI) في السعودية، سجّلت السوق صافي تدفقات سالبة (−1.1 مليار دولار)، بالتزامن مع انهيار أسعار النفط وخروج سيولة دفاعية من الأسواق الناشئة؛ ويكشف هذا التناقض أن الإصلاح التشريعي وحده لا يكفي لوقف النزوح الرأسمالي إذا لم يكن قد بلغ مستوى النضج والاتساع الكافي.

في 2016 و2017، استمر الأداء السلبي في السعودية (−0.3 ثم −1.4 مليار دولار)، ما يعكس أن نظام QFI في مراحله الأولى كان مقيّدًا نسبيًا، ويستلزم متطلبات صارمة حدّت من قدرة المستثمر الأجنبي على التحرك بحرية.

في المقابل، أظهرت الإمارات مرونة أعلى؛ إذ عادت التدفقات إلى الإيجابية في 2016 (+0.7 مليار دولار) واستمرت في 2017 (+0.4 مليار دولار)، ما يدل على أن البيئة التشريعية الأكثر انفتاحًا عملت كـ مخزن امتصاص للصدمات (Shock Absorber) في مواجهة التقلبات الإقليمية والدولية.

نقطة التحول المؤسسية وعودة الثقة (2018):

يمثل عام 2018 نقطة تعادل كمية في مسار التدفقات؛ إذ تحولت السعودية إلى صافي تدفقات إيجابية (+0.7 مليار دولار)، تزامنًا مع إعلان ترقية السوق إلى مؤشر FTSE، وبدء تدفقات استباقية من الصناديق المؤسسية.

ويشير هذا التحول إلى أن المستثمر الأجنبي بدأ في تسعير الأثر المستقبلي للتشريعات، وليس فقط وضعها القائم، وهو ما يعكس تغيرًا نوعيًا في طبيعة التدفقات من أموال ساخنة قصيرة الأجل إلى تمركزات مؤسسية قائمة على التوقعات التنظيمية.

كما حافظت الإمارات على تدفقات إيجابية (+0.5 مليار دولار)، بما يعكس استقرارًا نسبيًا في جاذبية السوقين قبل الدخول في مرحلة القفزات الكبرى.

سنة الانفجار الكمي والتدفقات غير المسبوقة (2019):

يُعد عام 2019 عامًا استثنائيًا في تاريخ أسواق المال الخليجية، خصوصًا في السعودية، حيث سجّلت السوق صافي تدفقات قياسي بلغ +24.3 مليار دولار، وهو أعلى رقم مسجل في المنطقة خلال عام واحد.

هذا التدفق الضخم لم يكن عشوائيًا، بل نتيجة مباشرة لـ الاندماج الكامل في مؤشر MSCI، وما رافقه من تدفقات "خاملة" (Passive Flows) من الصناديق العالمية، إضافة إلى ترسيخ الإطار التنظيمي وإزالة كثير من القيود السابقة.

في المقابل، سجّلت الإمارات تدفقات إيجابية (+1.8 مليار دولار)، لكنها بدت أقل حجمًا مقارنة بالطفرة السعودية، ما يعكس اختلاف طبيعة المرحلة: السعودية استفادت من صدمة الإدراج المؤشري، بينما كانت الإمارات قد استوعبت جزءًا كبيرًا من هذه التدفقات في مراحل سابقة.

متانة التشريعات في مواجهة الأزمات (2020):

خلال جائحة كوفيد–19، سجّل البلدان تدفقات إيجابية: (+5.0) مليار دولار للسعودية و(+1.9) مليار دولار للإمارات؛ وتشير هذه الأرقام إلى أن الإصلاحات التشريعية تحولت من مجرد أدوات جذب إلى آليات تثبيت للاستقرار المالي؛ إذ لم تشهد الأسواق هروبًا جماعيًا للسيولة، بل حافظ المستثمر الأجنبي على انكشافه، مستندًا إلى الثقة في الأطر التنظيمية، والسياسات الحكومية الداعمة، ووضوح آليات التسوية والخروج.

التحول الإماراتي وتسارع المنافسة (2021–2024):

بدءًا من 2021، يظهر أثر التشريعات الإماراتية الجديدة بوضوح في مسار التدفقات؛ إذ ارتفعت من (+4.7) مليار دولار في 2021 إلى (+8.0) في 2022، ثم (+8.5) في 2023، مع الحفاظ على مستوى مرتفع في 2024 (+7.1 مليار دولار).

ويعكس هذا المسار أن تحرير التملك الأجنبي بنسبة 100%، مقرونًا بتشريعات الإقامة طويلة الأجل (الإقامة الذهبية)، أسهم في تحويل التدفقات من طابع مضاربي إلى استثمارات مؤسسية مستقرة وطويلة الأجل.

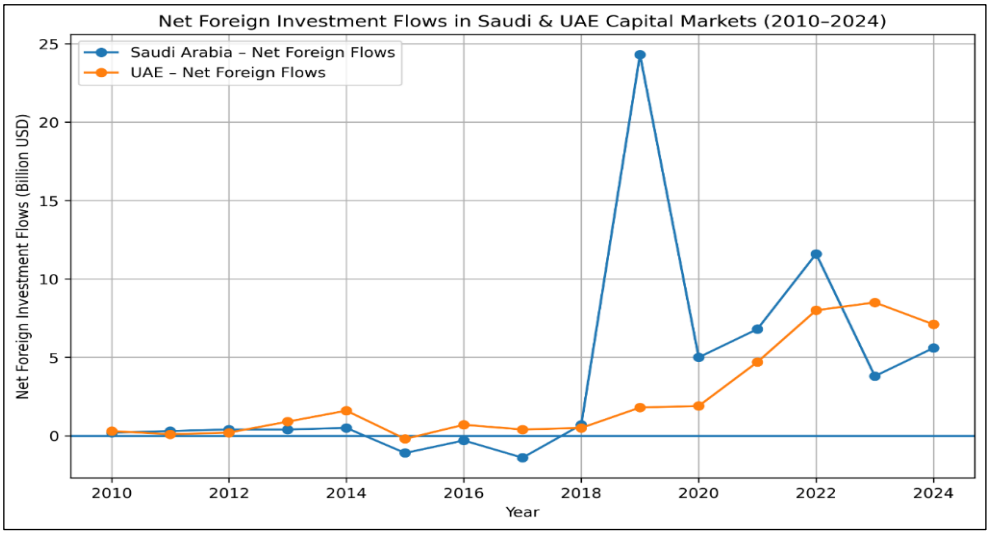
أما السعودية، فقد واصلت تسجيل تدفقات إيجابية قوية (+6.8 في 2021، +11.6 في 2022)، قبل أن تتراجع نسبيًا في 2023 (+3.8) ثم تعود للاستقرار في 2024 (+5.6)؛ ويُفسَّر هذا التذبذب النسبي بطبيعة السوق السعودية الأكبر حجمًا، حيث تتأثر التدفقات بإيقاع الطروحات الكبرى ودورات إعادة الموازنة المؤشرية، أكثر من تأثرها بعوامل النفاذ التشريعي وحدها.

استخلاصات كمية داعمة لفرضية الدراسة:

تسمح نتائج جدول (5) باستخلاص مجموعة من الدلالات الجوهرية:

- إن صافي التدفقات الأجنبية يُعد المؤشر الأكثر حساسية للتشريعات، إذ يستجيب بسرعة لأي تغيير في قواعد النفاذ أو الملكية أو الحوكمة.
- أظهرت الإمارات قدرة أعلى على الحفاظ على إيجابية التدفقات في فترات الاضطراب، بفضل مرونة الإطار التشريعي وتنوع أدوات الجذب غير المالية.
- حققت السعودية قفزات نوعية في التدفقات عندما اقترنت الإصلاحات التشريعية بالاندماج المؤشري والطروحات الكبرى، ما يدل على أن أثر التشريع يتعاظم حين يتكامل مع بنية سوقية عميقة.
- تؤكد مرحلة (2021–2024) أن التنافس بين البلدين انتقل من جذب "الأموال الساخنة" إلى استقطاب السيولة المؤسسية طويلة الأجل، وهو ما يعكس نضجًا تشريعيًا واستراتيجيًا في كلا السوقين.

وبذلك، يبرهن هذا المؤشر الكمي أن الإصلاحات التشريعية في السعودية والإمارات لم تؤثر فقط على حجم السوق أو ملكية الأجانب، بل أعادت تشكيل ديناميكية حركة السيولة نفسها، وهو ما يدعم بقوة فرضية الدراسة بأن التشريع يمثل متغيرًا مستقلاً حاسمًا في تفسير جاذبية الاستثمار الأجنبي في أسواق المال الخليجية.



الشكل (8) تطور صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي في أسواق المال السعودية والإماراتية (2010–2024)
المصدر: إعداد الباحث باستخدام برنامج أكسل، وبالاستناد إلى البيانات في الجدول 5.

يبيّن الشكل التحول النوعي في استجابة التدفقات الأجنبية للإصلاحات التشريعية، حيث تظهر السوق السعودية طفرة استثنائية في 2019 مرتبطة بالاندماج المؤشري، بينما تعكس الإمارات مسارًا أكثر استقرارًا وتراكميًا في جذب السيولة المؤسسية بعد تحرير التملك الأجنبي.

التحليل الوصفي الإحصائي واختبارات الاتجاه لصافي تدفقات الاستثمار الأجنبي (2010–2024):

يهدف هذا الجزء إلى تعزيز التحليل الكمي الوصفي لصافي تدفقات الاستثمار الأجنبي في أسواق المال السعودية والإماراتية خلال الفترة (2010–2024)، من خلال توظيف أدوات إحصائية وصفية واختبارات اتجاه مناسبة لطبيعة البيانات الزمنية المتاحة، وذلك لرصد خصائص السلاسل الزمنية واتساق مساراتها عبر الزمن.

أولًا: التحليل الوصفي الإحصائي لصافي التدفقات:

يُظهر التحليل الوصفي لصافي تدفقات الاستثمار الأجنبي تباينًا واضحًا في المتوسطات والانحرافات المعيارية بين السوقين، بما يعكس اختلاف طبيعة الاستجابة الزمنية للتغيرات التشريعية والصدمات الاقتصادية، كما هو موضح في جدول (6).

جدول (6)

الإحصاءات الوصفية لصافي تدفقات الاستثمار الأجنبي (بالمليار دولار) (2010–2024)

المتغير	المتوسط	الانحراف المعياري	الحد الأدنى	الوسيط	الحد الأقصى
صافي التدفقات – السعودية	3.46	6.88	-1.4	0.7	24.3
صافي التدفقات – الإمارات	2.90	2.93	-0.2	1.8	8.5

المصدر: إعداد الباحث بناء على بيانات الجدول (5) باستخدام لغة البرمجة Python.

تشير القيم الواردة في الجدول إلى أن السوق السعودية تتميز بمتوسط تدفقات أعلى نسبيًا، إلا أن ذلك ترافق مع تقلب أكبر كما تعكسه قيمة الانحراف المعياري المرتفعة، ويُعزى هذا النمط إلى الطفرات غير المتكررة المرتبطة بالأحداث الهيكلية الكبرى، ولا سيما الاندماج المؤشري في عام 2019، في المقابل، تُظهر الأسواق الإماراتية متوسطًا أدنى نسبيًا، مقرونًا بانحراف معياري أقل، بما يعكس مسارًا أكثر استقرارًا وتدرجًا في استقطاب التدفقات الأجنبية.

ولتوصيف الديناميكية طويلة الأجل، تم احتساب معدل النمو السنوي المركب لصافي التدفقات خلال فترة الدراسة، كما يبينه جدول (7).

جدول (7)

معدل النمو السنوي المركب لصافي تدفقات الاستثمار الأجنبي (2010–2024)

السوق	معدل النمو السنوي المركب (CAGR)
السعودية (Tadawul)	%26.4
الإمارات (ADX + DFM)	%22.7

المصدر: إعداد الباحث بناء على بيانات الجدول (5) باستخدام لغة البرمجة Python.

وتُظهر هذه النتائج أن نمو التدفقات في السوقين كان تصاعديًا على المدى الطويل، مع تفوق نسبي للسوق السعودية من حيث معدل النمو، وهو ما يعكس طبيعة التدفقات المرتبطة بالأحداث المؤسسية الكبرى أكثر من كونه نموًا خطيًا منتظمًا.

ثانيًا: تحليل الاتجاه والاتساق الزمني لصافي التدفقات:

للتحقق من اتساق الاتجاه الزمني لصافي تدفقات الاستثمار الأجنبي، تم استخدام معامل ارتباط الرتب لسبيرمان بين التدفقات السنوية والزمن خلال الفترة (2010–2024)، كما هو موضح في جدول (8).

جدول (8)

معاملات ارتباط سبيرمان بين صافي التدفقات والزمن

السوق	معامل سبيرمان (ρ)
السعودية (Tadawul)	0.714
الإمارات (ADX + DFM)	0.939

المصدر: إعداد الباحث بناء على بيانات الجدول (5) باستخدام لغة البرمجة Python.

تشير نتائج معامل سبيرمان إلى وجود اتجاه تصاعدي منظم في صافي التدفقات في كلا السوقين، مع اختلاف واضح في درجة الاتساق الزمني؛ إذ يظهر أن الاتجاه في الأسواق الإماراتية أكثر انتظامًا واستقرارًا عبر الزمن، في حين تتسم السوق السعودية باتجاه تصاعدي أقل انتظامًا نسبيًا، نتيجة الاعتماد الأكبر على طفرات تدفق مرتبطة بمحطات تشريعية أو مؤشرية محددة.

وتدل هذه القيم على أن تطور صافي التدفقات لم يكن عشوائيًا، بل اتخذ مسارًا زمنيًا واضحًا يتفاعل مع البيئة التشريعية والمؤسسية، ومع الصدمات الخارجية، مثل تقلبات أسعار النفط والأزمات العالمية.

وعليه، يمكن القول إن التحليل الوصفي واختبارات الاتجاه لصافي تدفقات الاستثمار الأجنبي تعزز نتائج الدراسة الكمية، من خلال إظهار أن تحولات السيولة الأجنبية في السوقين تمثل اتجاهات زمنية قابلة للرصد ومنظمة نسبيًا، وليست مجرد تقلبات آنية، وهو ما يتسق مع الطابع الاستكشافي–التحليلي للدراسة ويدعم استنتاجاتها الرئيسة بشأن تطور جاذبية أسواق المال السعودية والإماراتية.

مؤشر قيمة التداول السنوي (السيولة وعمق السوق وكفاءة التنفيذ):

يُعد مؤشر قيمة التداول السنوي أحد أهم المؤشرات الكمية لقياس كفاءة الأسواق المالية، إذ لا يقتصر دوره على قياس مستوى النشاط، بل يمتد ليعكس عمق السوق، وسهولة الدخول والخروج، وتكلفة تنفيذ الأوامر الكبيرة، ومدى جاذبية السوق للمستثمر المؤسسي الأجنبي؛ وعلى عكس المؤشرات السعرية، يرتبط هذا المؤشر مباشرة بمفهوم تكلفة تأثير السوق (Market Impact Cost) وكفاءة التسعير، ما يجعله متغيرًا تابعًا جوهريًا لتقييم أثر الإصلاحات التشريعية والتنظيمية في السعودية والإمارات.

جدول (9)

مقارنة قيمة التداول السنوي بين السعودية والإمارات (بالمليار دولار أمريكي) للفترة (2010–2024)

السنة	السعودية (Tadawul)	الإمارات (ADX + DFM)	تحليل "تكاليف التداول وتأثير السوق"
2010	202.4	24.0	تكاليف التداول المباشرة تؤثر في صافي العوائد، والفجوة في السيولة ترفع التكلفة الضمنية إقليمياً.
2011	293.0	16.0	تقارب في هياكل الرسوم بين السوقين، لكن عمق التداول السعودي يوفر كفاءة تنفيذ أعلى للمؤسسات.
2012	514.0	15.0	ميل للتنافسية في الإمارات عبر برامج الخصم، إلا أن القيمة المضافة تأتي من السيولة الضخمة في "تداول".
2013	365.0	45.0	انتعاش سيولة الإمارات تزامناً مع الفوز بإكسبو، مما بدأ في تقليص "تكلفة تأثير السوق" نسبياً.
2014	575.8	142.5	طفرة سيولة الإمارات (ترقية MSCI) قلصت فوارق التكلفة الضمنية بين البلدين بشكل مؤقت.
2015	442.6	65.2	انخفاض السيولة عالمياً بضغط من أسعار النفط، والسعودية تحافظ على ريادتها في "كفاءة الامتصاص".
2016	307.8	53.4	السوق السعودي يوفر تكلفة تنفيذ أقل للمؤسسات الكبرى بفضل سيولته التي تفوق الإمارات بـ 6 أضعاف.
2017	223.0	46.1	استقرار السيولة في السعودية يعوض أي فروقات طفيفة في العمولات المباشرة، مما يجذب رأس المال المؤسسي.
2018	232.8	41.3	بداية التدفقات الاستباقية لترقيات المؤشرات في السعودية، مما رفع من "جودة تنفيذ الأوامر" الضخمة.
2019	234.7	36.5	انخفاض "تكلفة تأثير السوق" في السعودية أصبح عاملاً مرجحاً مع دخول صناديق المؤشرات العالمية.
2020	556.9	41.2	عام الذروة: القفزة الهائلة في سيولة السعودية تعني سهولة تسييل المحافظ المليارية دون خسائر سعرية.
2021	595.6	202.1	قفزة تاريخية في سيولة الإمارات (أبوظبي خاصة) رفعت من تنافسية السوق في تنفيذ الأوامر الكبيرة.
2022	455.7	162.3	نشاط الطروحات الأولية عمق السيولة في البلدين، مما قلص هوامش الأسعار (Spreads) بشكل ملحوظ.
2023	355.5	110.5	استقرار السيولة العالية يضمن كفاءة تسعير أفضل للأوامر الكبيرة مقارنة بالأسواق العالمية الناشئة.
2024	496.6	122.5	واقع فعلي: زخم الطروحات والسيولة المؤسسية يرفعان تداولات السعودية بـ 40%، والإمارات تسجل نمواً مستقراً.

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على البيانات السنوية الصادرة عن: تداول، سوق دبي، وسوق أبوظبي.

ويُظهر جدول (9) أن تطور قيم التداول في السوقين لم يكن مجرد انعكاس لدورات السوق، بل ارتبط ارتباطًا وثيقًا بعمق الإصلاحات التشريعية، وترقيات المؤشرات العالمية، وتطور البنية التحتية للتداول والتسوية.

مرحلة الفجوة الهيكلية في السيولة (2010–2012):

خلال الفترة (2010–2012)، اتسمت السوق السعودية بتفوق كمي واضح في قيمة التداول، حيث ارتفعت من 202.4 مليار دولار في 2010 إلى 514.0 مليار دولار في 2012، مقابل مستويات متواضعة في الإمارات لم تتجاوز 24.0 و16.0 و15.0 مليار دولار على التوالي.

ويعكس هذا التفاوت الكبير فجوة عمق السوق بين البلدين؛ إذ كانت السيولة السعودية المرتفعة تقلل من التكلفة الضمنية لتنفيذ الأوامر الكبيرة، حتى في ظل محدودية مشاركة المستثمر الأجنبي؛ وفي المقابل، ورغم محاولات الإمارات تعزيز التنافسية عبر برامج خصم العمولات، فإن انخفاض عمق التداول جعل تكلفة تأثير السوق أعلى نسبيًا، ما حدّ من جاذبية السوق للمؤسسات الكبرى خلال تلك المرحلة.

بداية تقليص الفجوة وعودة السيولة الإماراتية (2014–2013):

شهد عام 2013 تحسنًا ملحوظًا في سيولة الإمارات (45.0 مليار دولار)، تزامنًا مع الزخم الإيجابي المرتبط بالفوز باستضافة إكسبو 2020، قبل أن تبلغ ذروتها المؤقتة في 2014 عند 142.5 مليار دولار نتيجة الانضمام إلى مؤشر MSCI.

هذا التحسن ساهم في تقليص فجوة السيولة مؤقتًا بين السوقين، وخفّض من فروق التكلفة الضمنية لتنفيذ الأوامر، خصوصًا في سوق دبي المالي؛ ومع ذلك، ظلت السوق السعودية محتفظة بتفوقها الهيكلي في قيمة التداول (575.8 مليار دولار في 2014)، بما يؤكد أن عمق السيولة السعودي لم يكن مرتبطًا بحدث واحد، بل ببنية سوقية واسعة وقاعدة مستثمرين محليين كبيرة.

مرحلة الصدمات الخارجية واختبار كفاءة الامتصاص (2017–2015):

خلال الأعوام (2015–2017)، تراجعت قيم التداول في كلا السوقين تحت ضغط انهيار أسعار النفط وتباطؤ الاقتصاد العالمي؛ ومع ذلك، أظهرت السوق السعودية قدرة أعلى على امتصاص الصدمة؛ إذ حافظت على تداولات تفوق الإمارات بأضعاف (442.6 مقابل 65.2 مليار دولار في 2015، و307.8 مقابل 53.4 في 2016).

وتشير هذه الفجوة إلى أن كفاءة التنفيذ في السوق السعودي بقيت أعلى للمستثمرين المؤسسيين، حيث تسمح السيولة العميقة بتنفيذ أوامر ضخمة دون إحداث تشوهات سعرية كبيرة، حتى في فترات التراجع؛ أما الإمارات، فرغم استقرار نسبي، ظلت سيولتها أقل قدرة على استيعاب التداولات الكبيرة بنفس الكفاءة خلال هذه المرحلة.

مرحلة التمهيد المؤشري وتحسن جودة التنفيذ (2019–2018):

في عامي 2018 و2019، بدأت آثار الترقية المؤشرية للسوق السعودية بالانعكاس على جودة السيولة، حيث استقرت قيمة التداول عند مستويات تقارب 230 مليار دولار سنويًا، مع تحسن ملحوظ في جودة تنفيذ الأوامر الضخمة نتيجة دخول صناديق المؤشرات العالمية.

ورغم أن قيم التداول لم تشهد قفزات كبيرة عددية، إلا أن التحسن النوعي في كفاءة التنفيذ (انخفاض الفوارق السعرية، وزيادة عمق دفتر الأوامر) جعل السوق السعودي أكثر جاذبية للمستثمر

المؤسسي طويل الأجل؛ وفي المقابل، ظلت الإمارات عند مستويات أقل نسبيًا (36.5–41.3 مليار دولار)، ما أبقى فجوة العمق قائمة.

عام الذروة السعودية والتحول الإماراتي المتأخر (2020–2021):

يمثل عام 2020 نقطة تحول بارزة؛ إذ قفزت قيمة التداول في السعودية إلى 556.9 مليار دولار، ما عكس قدرة استثنائية على تسييل المحافظ المليارية خلال عام الجائحة دون خسائر سعرية كبيرة؛ هذه القفزة أكدت أن السوق السعودي بلغ مرحلة السيولة العميقة المستدامة.

وفي عام 2021، شهدت الإمارات قفزة تاريخية إلى 202.1 مليار دولار، خصوصًا في سوق أبوظبي، مدفوعة بإصلاحات هيكلية، وبرامج صناع السوق، وتزايد الإدراجات الحكومية؛ ويشير هذا التطور إلى أن الإمارات بدأت تتحول من سوق منخفض السيولة إلى سوق قادر على منافسة إقليميًا في تنفيذ الأوامر الكبيرة.

مرحلة النضوج والتقارب النسبي (2022–2024):

خلال الفترة (2022–2024)، اتسمت قيم التداول في البلدين بالاستقرار عند مستويات مرتفعة نسبيًا، حيث سجلت السعودية 455.7 ثم 355.5 ثم 496.6 مليار دولار، مقابل 162.3 ثم 110.5 ثم 122.5 مليار دولار في الإمارات.

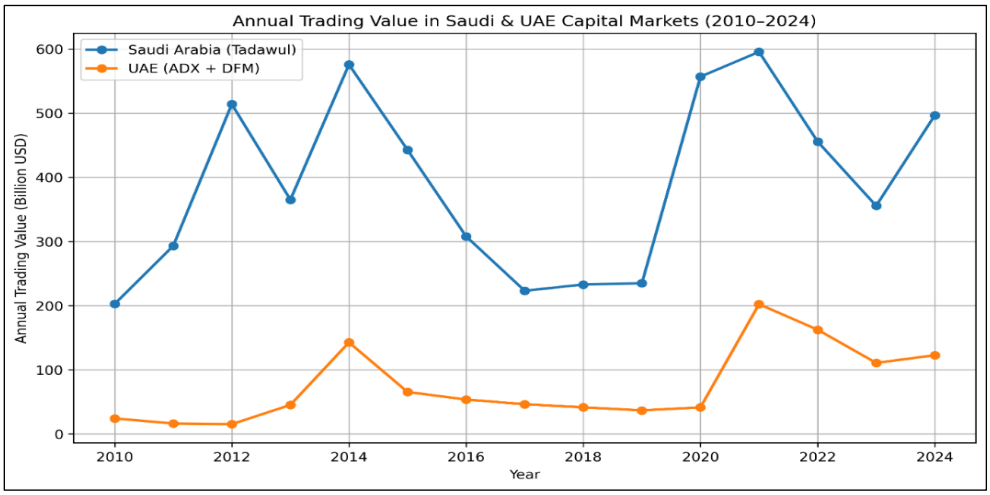
وتعكس هذه المرحلة نضوج السيولة المؤسسية في السوقين، حيث أسهمت الطروحات الأولية الكبرى في تعميق التداول، وتقليص هوامش الأسعار (Spreads)، وتحسين كفاءة التسعير مقارنة بالعديد من الأسواق الناشئة العالمية؛ ومع ذلك، بقيت السوق السعودية متقدمة من حيث القدرة على استيعاب أحجام تداول ضخمة بتكلفة تنفيذ أقل، بينما حققت الإمارات نموًا مستقرًا يدعم تحولها إلى مركز إقليمي متكامل.

استخلاصات كمية مرتبطة بفرضية الدراسة:

تُبرز نتائج جدول (9) مجموعة من الدلالات الأساسية:

- إن قيمة التداول السنوي تمثل متغيرًا تابعًا مباشرًا لجودة التشريعات والبنية التحتية للسوق، وليس مجرد انعكاس لحجم الاقتصاد.
- حافظت السعودية على تفوق هيكلي طويل الأجل في عمق السيولة، ما خفّض تكلفة تأثير السوق وجعلها أكثر جاذبية لتنفيذ الأوامر المؤسسية الكبيرة.
- نجحت الإمارات، خاصة بعد 2021، في تقليص فجوة السيولة عبر إصلاحات تشريعية وبرامج صناع السوق والطروحات الحكومية، ما حسّن كفاءة التنفيذ.
- تؤكد مرحلة (2022–2024) أن التنافس بين السوقين انتقل من الحجم المطلق للتداول إلى جودة السيولة وكفاءة التنفيذ، وهو ما يعكس نضوجًا تشريعيًا ومؤسسيًا متقدمًا.

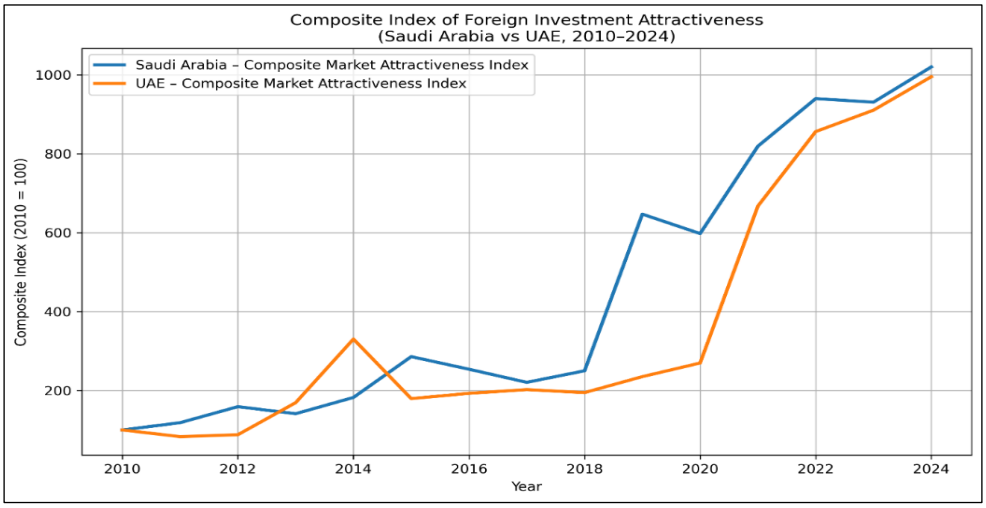
وبذلك، يدعم مؤشر قيمة التداول السنوي فرضية الدراسة القائلة بأن الإصلاحات التشريعية والتنظيمية لا تؤثر فقط على جذب المستثمر الأجنبي، بل تعيد تشكيل عمق السوق وكفاءة التنفيذ وتكلفة التداول، بما يعزز الموقع التنافسي لأسواق المال السعودية والإماراتية ضمن خريطة الأسواق الناشئة عالميًا.



الشكل (9): تطور قيمة التداول السنوي في أسواق المال السعودية والإماراتية (2010–2024)

المصدر: إعداد الباحث باستخدام برنامج أكسل، وبالاستناد إلى البيانات في الجدول 9.

يبيّن الشكل التفوق الهيكلي للسوق السعودية في عمق السيولة وكفاءة التنفيذ، مقابل تحسن ملحوظ في سيولة الأسواق الإماراتية بعد 2021، بما يعكس أثر الإصلاحات التشريعية وبرامج صناع السوق والطروحات الحكومية في تقليص فجوة التداول بين السوقين.



الشكل (10) مؤشر تركيبي لجاذبية الاستثمار الأجنبي في أسواق المال السعودية والإماراتية (2010–2024)

المصدر: إعداد الباحث باستخدام برنامج أكسل، وبالاستناد إلى البيانات في الجداول 1، 5، 9.

عكس المؤشر التركيبي المتوسط المرجح لتطور ملكية المستثمرين الأجانب، وصافي تدفقات الاستثمار الأجنبي، وقيمة التداول السنوي، بعد توحيدها إحصائيًا (2010=100)، لقياس الأثر الكلي للإصلاحات التشريعية على جاذبية أسواق المال في البلدين.

التحليل الوصفي الإحصائي واختبارات الاتجاه لقيمة التداول السنوي (2010–2024):

يهدف هذا الجزء إلى دعم التحليل الكمي الوصفي لقيمة التداول السنوي في أسواق المال السعودية والإماراتية خلال الفترة (2010–2024)، بوصفها مؤشرًا كميًا يعكس مستوى السيولة، وعمق السوق، وكفاءة تنفيذ الأوامر، وذلك من خلال توظيف أدوات إحصائية وصفية واختبارات اتجاه مناسبة لطبيعة البيانات الزمنية المتاحة.

أولًا: التحليل الوصفي الإحصائي لقيمة التداول السنوي:

يُظهر التحليل الوصفي لقيمة التداول السنوي تباينًا واضحًا في مستويات المتوسطات والانحرافات المعيارية بين السوقين، بما يعكس اختلاف عمق السيولة وكفاءة التنفيذ عبر الزمن، كما هو موضح في جدول (10).

جدول (10)

الإحصاءات الوصفية لقيمة التداول السنوي (2010–2024) بالمليار دولار

المتغير	المتوسط	الانحراف المعياري	الحد الأدنى	الوسيط	الحد الأقصى
قيمة التداول – السعودية	373.1	141.9	202.4	355.5	595.6
قيمة التداول – الإمارات	74.9	60.4	15.0	46.1	202.1

المصدر: إعداد الباحث بناء على بيانات الجدول (9) باستخدام لغة البرمجة Python.

تشير البيانات الواردة في الجدول أعلاه إلى أن السوق السعودية تتميز بمتوسط قيمة تداول سنوي مرتفع جدًا مقارنة بالأسواق الإماراتية، وهو ما يعكس عمق السيولة وقدرة السوق على استيعاب أحجام تداول كبيرة دون إحداث تشوهات سعرية كبيرة؛ كما يلاحظ أن الانحراف المعياري المرتفع نسبيًا في السوق السعودية يرتبط بفترات الذروة المرتبطة بالأحداث الهيكلية، ولا سيما عامي 2020 و2021.

في المقابل، تُظهر الأسواق الإماراتية متوسط تداول أقل نسبيًا، إلا أن الانحراف المعياري المرتفع مقارنة بالمتوسط يعكس تحولات مرحلية واضحة، خصوصًا بعد عام 2021، حين شهدت الأسواق قفزات كبيرة في السيولة نتيجة الطروحات الحكومية وبرامج دعم صناع السوق.

ولتوصيف المسار الزمني طويل الأجل لقيمة التداول، تم احتساب معدل النمو السنوي المركب خلال فترة الدراسة، كما هو مبين في الجدول الآتي:

جدول (11)
معدل النمو السنوي المركب لقيمة التداول السنوي (2010–2024)

السوق	معدل النمو السنوي المركب (CAGR)
السعودية (Tadawul)	%6.6
الإمارات (ADX + DFM)	%12.6

المصدر: إعداد الباحث بناء على بيانات الجدول (9) باستخدام لغة البرمجة Python.

وتُظهر هذه النتائج أن نمو قيمة التداول في الأسواق الإماراتية كان أسرع نسبيًا من حيث المعدل السنوي المركب، ما يعكس مرحلة تقليص فجوة السيولة بعد 2021، في حين حافظت السوق السعودية على مستويات تداول مرتفعة ومستقرة نسبيًا عبر معظم فترة الدراسة.

ثانيًا: تحليل الاتجاه والاتساق الزمني لقيمة التداول:

للتحقق من اتساق الاتجاه الزمني لقيمة التداول السنوي، تم استخدام معامل ارتباط الرتب لسبيرمان بين قيمة التداول والزمن خلال الفترة (2010–2024)، كما هو موضح في جدول (12).

جدول (12)
معاملات ارتباط سبيرمان بين قيمة التداول والزمن

السوق	معامل سبيرمان (ρ)
السعودية (Tadawul)	0.657
الإمارات (ADX + DFM)	0.911

المصدر: إعداد الباحث بناء على بيانات الجدول (9) باستخدام لغة البرمجة Python.

تشير قيم معاملات سبيرمان إلى وجود اتجاه تصاعدي منظم في قيمة التداول السنوي في كلا السوقين، مع اختلاف في درجة الاتساق الزمني؛ إذ يظهر أن الاتجاه في الأسواق الإماراتية أكثر انتظامًا واستمرارية، وهو ما يعكس انتقالها من سوق منخفض السيولة نسبيًا إلى سوق أكثر عمقًا وقدرة على استيعاب أوامر كبيرة بعد عام 2021.

في المقابل، يُظهر السوق السعودي اتجاهًا تصاعديًا أقل انتظامًا نسبيًا، نتيجة تمتع السوق أساسًا بمستويات سيولة مرتفعة منذ بداية الفترة، بحيث جاءت التحولات لاحقًا في صورة ذُرى مرحلية أكثر من كونها مسارًا تصاعديًا خطيًا.

وتدل هذه النتائج على أن تطور قيمة التداول السنوي لم يكن عشوائيًا، بل جاء ضمن مسار زمني واضح يتفاعل مع التطورات التشريعية، والترقيات المؤشرية، والطروحات الكبرى، ومع الصدمات الخارجية.

وعليه، يمكن القول إن التحليل الوصفي واختبارات الاتجاه لقيمة التداول السنوي تعزز نتائج الدراسة الكمية، من خلال إظهار أن تحسن السيولة وعمق السوق في السعودية والإمارات يمثل اتجاهًا زمنيًا مستقرًا نسبيًا، وليس مجرد تقلبات دورية قصيرة الأجل، وهو ما يتسق مع الطابع الاستكشافي–التحليلي للدراسة ويدعم استنتاجاتها بشأن تطور كفاءة أسواق المال الخليجية.

ونخلص من ذلك، أن الإصلاحات التشريعية في كلٍ من المملكة العربية السعودية ودولة الإمارات العربية المتحدة لم تُفضِ إلى آثار أحادية البعد، بل أسهمت في إعادة تشكيل البنية العميقة لأسواق المال من حيث عمق السيولة، وكفاءة التنفيذ، واستدامة التدفقات الأجنبية؛ ويشير المؤشر التركيبي إلى أن السوق السعودية حققت تحولات هيكلية كبرى ارتبطت بتعميق السوق والاندماج المؤشري، في حين اتسمت التجربة الإماراتية بمسار أكثر استقرارًا وتراكميًا في استقطاب السيولة المؤسسية طويلة الأجل، مدعومًا بتحرير الملكية وتنوع القاعدة القطاعية؛ وبذلك، تدعم النتائج الكمية الفرضية الرئيسة للدراسة التي تفيد بأن التشريعات تمثل متغيرًا مستقلاً حاسمًا في تفسير جاذبية الاستثمار الأجنبي، ليس من حيث الحجم فحسب، بل من حيث نوعية رأس المال الأجنبي واستقراره.

النتائج:

بناءً على التحليل النوعي المقارن للإصلاحات التشريعية والتنظيمية في أسواق المال السعودية والإماراتية، والمدعوم بتحليل كمي وصفي لمؤشرات القيمة السوقية، وملكية المستثمرين الأجانب، وصافي التدفقات، وقيمة التداول خلال الفترة (2010–2024)، فيما يأتي أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة:

1- تدعم النتائج الفرضية العامة بوجود علاقة طردية زمنية بين تحسن البيئة التشريعية/التنظيمية في السوقين وبين مؤشرات جاذبية الاستثمار الأجنبي خلال (2010–2024)، إذ اتخذت جميع السلاسل المدروسة اتجاهًا تصاعديًا طويل الأجل، مع اتساق زمني مرتفع خصوصًا في الإمارات (سبيرمان ≈ 0.989 لرسملة السوق وملكية الأجانب).

2- الأثر التشريعي ظهر بنمط "مرحلي" لا خطي؛ أي أن الاستجابة الكمية تتسارع عندما تتزامن الإصلاحات مع محطات هيكلية (ترقيات مؤشرات، طروحات كبرى، تحرير الملكية، تحديثات المقاصة والتسوية)؛ وعليه، لا تُقرأ التشريعات بوصفها "سببًا منفردًا"، بل كعامل مُحفِّز يتعاظم أثره عند اكتمال شروط السوق (عمق، منتجات، بنية تسوية، وزن مؤشري).

3- السعودية: تحول مؤسسي تدريجي داخل سوق عملاق؛ تُظهر البيانات انتقال السوق من محدودية النفاذ (Swaps) إلى فتح مباشر ثم تعميق مؤسسي؛ انعكس ذلك في قفزة ملكية الأجانب من 4.5 مليار دولار (2010) إلى 112.8 مليار دولار (2024)، بالتوازي مع توسع الرسملة إلى مستويات ضخمة بلغت ذروتها 3,002.4 مليار دولار (2023)؛ ويُفهم هذا النمط بوصفه تراكمًا تدريجيًا للثقة داخل سوق عميق تقوده الطروحات والاندماج المؤشري.

4- الإمارات: استجابة أسرع تقودها مرونة الإطار القانوني وتحرير الملكية؛ بعد إصلاحات التملك الكامل (2021) تسارعت المؤشرات بصورة أوضح؛ ارتفعت ملكية الأجانب من 32.3 مليار

دولار (2020) إلى 144.1 مليار دولار (2024)، وتجاوزت القيمة السوقية 1,061.0 مليار دولار (2024)؛ وتشير هذه القفزات إلى أن تحرير الملكية وتعدد المسارات القانونية (اتحادي/مناطق مالية حرة) قدّما "ميزة نفاذ" تُترجم سريعًا إلى تمركزات أجنبية.

5- صافي التدفقات هو المؤشر الأكثر حساسية للتشريعات وللتوقيت؛ في السعودية ظهرت طفرة غير مسبوقة في 2019 بلغت 24.3+ مليار دولار، بما يعكس تفاعل التشريعات مع الاندماج المؤشري والتدفقات الخاملة المرتبطة بصناديق المؤشرات؛ بينما في الإمارات اتسمت التدفقات بانتظام أعلى (سبيرمان ≈ 0.939) وبقيمة مستقرة نسبيًا في مرحلة ما بعد 2021 (من 4.7+ إلى 8.5+ ثم 7.1+ مليار دولار خلال 2021–2024)، ما يعزز فرضية أن "مرونة البيئة" تعمل كممتص صدمات أفضل في فترات التذبذب.

6- السيولة وعمق التنفيذ تحسّنا كقناة تأثير وسيطة بين التشريع والجاذبية؛ حافظت السعودية على تفوق هيكلي في قيمة التداول (متوسط 373.1 مليار دولار) بما يخفض "تكلفة تأثير السوق" للمؤسسات الكبرى، بينما حققت الإمارات نموًا أسرع في التداول على المدى الطويل، بمعدل نمو سنوي مركب بلغ 12.6% مقابل 6.6% للسعودية بما يعكس تقليص فجوة السيولة خاصة بعد 2021 عبر الطروحات وبرامج صناع السوق.

7- هناك تمايز في "نوع الجاذبية" بين السوقين:

- السعودية تميل إلى جاذبية قائمة على العمق والسيولة والوزن المؤشري مع أدوات تحوط ومقاصة وتطوير إنفاذ (حوكمة/حماية).
- الإمارات تميل إلى جاذبية قائمة على سهولة النفاذ ومرونة الإطار القانوني وتعدد البيئات التنظيمية، ما يرفع سرعة الاستجابة الكمية خصوصًا في ملكية الأجانب والتدفقات.

8- الاتساق الإحصائي يدعم متانة الاستنتاجات الوصفية للدراسة؛ إذ تُظهر معاملات الاتجاه (سبيرمان) ومعدلات النمو السنوي المركب لملكية المستثمرين الأجانب (نحو 25.9% في السوق السعودية و23.5% في الأسواق الإماراتية) أن التحولات المرصودة اتخذت مسارات زمنية منتظمة وغير عشوائية، بما يعكس ارتباطها بالتطورات التشريعية والمؤسسية محل الدراسة، ويعزز موثوقية النتائج المستخلصة في إطار التصميم المنهجي المعتمد.

9- ونخلص من ذلك، أن الإصلاحات التشريعية في السوقين تحولت من "فتح باب" إلى "هندسة بيئة استثمار"؛ غير أن ترجمة التشريع إلى جاذبية كمية تعتمد على تكامل ثلاثي: (إنفاذ وحوكمة) + (بنية سوق/تسوية/منتجات) + (وزن مؤشري/طروحات)، مع اختلاف مركز الثقل بين السعودية (العمق والاندماج المؤشري) والإمارات (تحرير الملكية والمرونة المؤسسية).

التوصيات:

في ضوء ما توصلت إليه الدراسة من نتائج تحليلية ومقارنة بين التجربتين السعودية والإماراتية في تطوير البيئة التشريعية المنظمة للاستثمار الأجنبي في أسواق المال، يمكن استخلاص مجموعة من التوصيات الموجهة إلى صانعي القرار والهيئات التنظيمية والمستثمرين، على النحو الآتي:

1- توصي الدراسة بإنشاء إطار تنسيقي بين هيئات الأسواق المالية في دول مجلس التعاون لتوحيد معايير الإفصاح والحوكمة والإدراج، بما يسهم في بناء سوق مالية خليجية موحدة قادرة على منافسة الأسواق الإقليمية والعالمية.

2- تعزيز استخدام التقنيات الرقابية (RegTech & SupTech) لتقليل الإجراءات البيروقراطية للمستثمر الأجنبي، مع رفع كفاءة المتابعة الآنية والإنفاذ عبر البيانات والتحليلات الذكية.

3- مراجعة القوانين واللوائح بشكل دوري لضمان مواكبتها للتطورات العالمية في مجالات التمويل المستدام، وحوكمة الشركات، والأسواق الرقمية، وحماية البيانات المالية.

4- دعم تطوير أسواق المشتقات والأدوات الخضراء (Green & ESG Bonds) في السعودية والإمارات لزيادة عمق السوق وتعزيز ثقة المستثمرين المؤسسيين الدوليين.

5- تشجيع الشركات المدرجة على تبني معايير إفصاح موحدة وفق مبادئ (IFRS Sustainability) و(ESG Disclosure) لرفع مستوى المقارنة الدولية وخفض علاوة المخاطر.

6- دعم برامج صُنّاع السوق والتمويل المضمون بالسيولة من خلال الصناديق الحكومية لضمان استقرار الأسعار وزيادة جاذبية الأسواق للمستثمر طويل الأجل.

7- تعزيز التعاون بين الهيئات القضائية والتنظيمية لتطوير آليات بديلة لتسوية المنازعات المالية، وتوسيع نطاق الدعاوى الجماعية ليشمل الأسواق الحرة الإماراتية.

8- إعداد حملات تعريفية للمستثمرين الدوليين حول البيئة القانونية والضمانات المتاحة في السوقين، بما يعزز الثقة ويشجع على تدفقات جديدة من رؤوس الأموال المؤسسية.

9- بناء شراكات استراتيجية بين تداول وADX/DFM لتبادل الإدراجات والتقنيات والبيانات، وتحويل المنافسة الثنائية إلى تكامل هيكلي يخدم المنطقة بأكملها.

10- إطلاق مؤشر موحد لأسواق المال الخليجية يقيس جاذبية الاستثمار الأجنبي وجودة البيئة التشريعية، ليكون أداة مرجعية للمستثمرين الدوليين وصناديق المؤشرات العالمية.

خاتمة:

تخلص هذه الدراسة إلى أن الإصلاحات التشريعية في أسواق المال السعودية والإماراتية تمثل متغيرًا مؤسسيًا فاعلًا في تفسير تطور جاذبية الاستثمار الأجنبي، ليس من حيث درجة الانفتاح فحسب، بل من حيث كيفية دمج التشريع داخل بنية السوق وآليات الإنفاذ والحوكمة؛ وتُظهر المقارنة

بين التجربتين أن اختلاف أنماط الجاذبية يعكس تباين الاستراتيجيات المؤسسية؛ إذ اعتمدت السعودية على تعميق السوق وتعظيم الوزن المؤشري وبناء منظومة إنفاذ متقدمة، في حين ارتكزت الإمارات على مرونة الإطار القانوني وتحرير الملكية وتعدد البيئات التنظيمية؛ وتُسهم هذه النتيجة في إثراء أدبيات جودة المؤسسات من خلال إيضاح أن الأثر الاقتصادي للتشريع يتحدد بمدى تكامله مع البنية السوقية، لا بمجرد صدوره؛ وعليه، تؤكد الدراسة أن استدامة جاذبية الاستثمار الأجنبي في الأسواق الناشئة تتطلب انتقال التشريع من أداة تحرير إلى أداة حوكمة واستقرار وهيكلة سوق.

المصادر:

1. Al-Baz, Mohammed, "Saudi Exchange Prepares to Launch a New Generation of Debt and Derivatives Products," *Arab News* / Asharq Bloomberg, Riyadh, Saudi Arabia, Nov. 20, 2025. https://www.arabnews.com/node/2623296/business-economy. Accessed Dec. 13, 2025.
2. Al Dossari, Abdullah Faraj, "The Role of Legal Enforcement Measures in Managing Financial Market Risks: A Comparative Analysis of Public and Private Approaches in Saudi Arabia," *Risk Governance & Control: Financial Markets & Institutions* 15, no. 4 (2025): 76–84. https://doi.org/10.22495/rgcv15i4p7. Accessed Dec. 6, 2025.
3. Al Qahthani, Muhammad, "Expanding Your Business to the Middle East: Opportunities in UAE v/s Saudi Arabia," Analytix Consulting, Riyadh, Saudi Arabia, Dec. 31, 2024. https://analytix.sa/opportunities-in-uae-v-s-saudi-arabia/. Accessed Dec. 2, 2025.
4. Alkurini, Waad, Anwaar Alshammari, and Reem Albakr, "Saudi Arabia: New Investment Law," White & Case LLP, New York, USA, Aug. 30, 2024. https://www.whitecase.com/insight-alert/saudi-arabia-new-investment-law. Accessed Dec. 4, 2025.
5. Belbagi, Zaid M., "How Regional Reforms Are Boosting Investor Confidence," *Arab News*, Riyadh, Saudi Arabia, Nov. 23, 2025. https://www.arabnews.com/node/2623682. Accessed Dec. 2, 2025.
6. Capital Market Authority (CMA), "Foreign Investors," Riyadh, Saudi Arabia, n.d. https://cma.gov.sa/en/Market/QFI/Pages/default.aspx. Accessed Dec. 9, 2025.
7. Capital Market Authority (CMA), "Qualified Foreign Investor (QFI) – Frequently Asked Questions," Riyadh, Saudi Arabia, n.d. https://cma.gov.sa/en/Market/QFI/Documents/QFI_FAQ_en.pdf. Accessed Dec. 3, 2025.
8. CLA Emirates, "ICFR UAE: Strengthening Financial Integrity, SOX Compliance & Corporate Governance," Dubai, UAE, Nov. 12, 2025. https://www.claemirates.com/icfr-uae-strengthening-financial-integrity-sox-compliance-corporate-governance/. Accessed Dec. 7, 2025.

9. Clearstream Banking, "Settlement Process – United Arab Emirates (Nasdaq Dubai)," Luxembourg, last updated Dec. 4, 2023. https://www.clearstream.com/clearstream-en/res-library/market-coverage/settlement-process-united-arab-emirates-nasdaq-dubai--1281526. Accessed Dec. 8, 2025.
10. FTSE Russell, "FTSE Equity Country Classification – Interim Review Announcement – April 2025," LSEG (London Stock Exchange Group), London, UK, Apr. 2025. https://www.lseg.com/content/dam/ftse-russell/en_us/documents/country-classification/ftse-interim-country-classification-review-2025.pdf. Accessed Dec. 12, 2025.
11. GBO Correspondent, "Discussing MENA's IPO Oasis," *Global Business Outlook*, London, UK, Jan. 30, 2024. https://globalbusinessoutlook.com/magazine/economy-magazine/discussing-menas-ipo-oasis/. Accessed Dec. 9, 2025.
12. Gupta, Kirty, and Ajay Kumar Kansal, "Determinants of FDI Attractiveness: A Systematic Literature Review," *International Journal of Latest Technology in Engineering, Management & Applied Science (IJLTEMAS)* 14, no. 9 (Sep. 2025): 278–289. https://ideas.repec.org/a/bjb/journl/v14y2025i9p278-289.html. Accessed Dec. 1, 2025.
13. Hammad & Al-Mehdar Law Firm, "Saudi's Capital Market Authority Board Excludes Foreign Strategic Investors from 49% Foreign Ownership Cap in Listed Companies," Riyadh, Saudi Arabia, Aug. 29, 2019. https://hmco.com.sa/saudis-capital-market-authority-board-excludes-foreign-strategic-investors-from-49-foreign-ownership-cap-in-listed-companies/. Accessed Dec. 4, 2025.
14. HKTDC Research, "SAUDI ARABIA: New Rules for Foreign Investment in Securities," Hong Kong Trade Development Council, Hong Kong, China, May 25, 2023. https://research.hktdc.com/en/article/MTM4NjIxMTk1NA. Accessed Dec. 3, 2025.
15. Interesse, Giulia, "Saudi Arabia vs UAE for Regional HQs: FDI Trends in the Gulf," *Middle East Briefing*, Dezan Shira & Associates, Dubai, UAE, Feb. 6, 2025. https://www.middleeastbriefing.com/news/saudi-arabia-vs-uae-for-regional-hqs-strategic-fdi-trends-in-the-gulf/. Accessed Dec. 3, 2025.
16. Kayrouz & Associates, "100% Foreign Ownership in the UAE: What Investors Need to Know in 2026," Dubai, UAE, Sep. 26, 2025. https://www.kayrouzandassociates.com/insights/uae-foreign-ownership-2026. Accessed Dec. 5, 2025.

17. Komilovich, Madumarov Husniddin, "Factors Influencing the Attraction of Foreign Direct Investment to the Economies of Developing Countries," *Journal of Multidisciplinary Academic and Practice Studies (JoMAPS)* 3, no. 2 (2025): 187–194. https://goodwoodpub.com/index.php/JoMABS/article/download/3520/1349/23007. Accessed Dec. 2, 2025.
18. Oghli & Holh Legal Partnership (OHLLP), "Foreign Funds in the UAE: New Regulations Explained," Abu Dhabi, UAE, 2024. https://ohllp.com/foreign-funds-uae. Accessed Dec. 5, 2025.
19. Saudi Stock Exchange (Tadawul), "Saudi Stock Exchange Officially Transitions to T+2 Settlement Cycle," PR Newswire, London, UK, Apr. 26, 2017. https://www.prnewswire.com/news-releases/saudi-stock-exchange-officially-transitions-to-t2-settlement-cycle-620440813.html. Accessed Dec. 8, 2025.
20. Sfeir, Alan, Emma Higham, and Abhi Jalan, "New Companies Laws: GCC Comparisons," in *Corporate News*, Clyde & Co, London, UK, Sep. 2016. https://www.clydeco.com/clyde/media/fileslibrary/MENA_Corporate_News.pdf. Accessed Dec. 6, 2025.
21. Singh, Sunil Kumar, "Here's How Derivatives Trading in Saudi Arabia Will Be a Game Changer for GCC Markets," Argaam Investment Company, Riyadh, Saudi Arabia, Aug. 28, 2020. https://www.argaam.com/en/article/articledetail/id/1402393. Accessed Dec. 10, 2025.
22. Staff Writer, ZAWYA, "Foreign Investors Account for 50% of Trading, 85% of Registered Investors on DFM," ZAWYA, LSEG (London Stock Exchange Group), Dubai, UAE, May 7, 2025. https://www.zawya.com/en/capital-markets/equities/foreign-investors-account-for-50-of-trading-85-of-registered-investors-on-dfm-h80zjauh. Accessed Dec. 4, 2025.
23. U.S.-Saudi Business Council, "Economic Report: February 2019," Vienna, VA, USA, Feb. 2019. https://www.ussaudi.org/wp-content/uploads/2019/09/February-2019.pdf. Accessed Dec. 11, 2025.
24. Zamakhchary & Co. Attorneys and Legal Consultants, "The Capital Market Authority's Rules for Foreign Investment in Securities," Riyadh, Saudi Arabia, 2023. https://zamakhchary.com/wp-content/uploads/2023/05/Z-Co-New.pdf. Accessed Dec. 3, 2025.