

أثر السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية الإماراتية (2005-2019)

Impact Of Financial Policy On The Performance Of The UAE Stock Exchange (2005-2019)

د. نور الهدى عمارة^{1*}

¹ جامعة العربي بن مهدي – أم البواقي، houdaamara90@yahoo.com

تاريخ التسليم: 2022-01-22 تاريخ المراجعة: 2022-01-29 تاريخ القبول: 2022-04-17

Abstract

الملخص

Stock markets play an influential role in achieving economic development, as they affect various areas of economic activity. At the same time, they are affected by several policies and variables surrounding them, as financial policy is one of the most critical factors affecting the performance of these markets. This study aims to determine the nature and direction of the relationship between public spending policy, tax policy, and the performance of stock markets in the UAE.

The study concluded that there is a direct correlation between public spending and market size and prices indicators, and inversely with market liquidity indicators. And the absence of a relationship between tax revenues and market performance indicators.

Keywords : financial policy, public expenditure, Tax policy, Performance indicators, stock market.

تلعب أسواق الأوراق المالية دورا فعالا في تحقيق التنمية الاقتصادية، فهي تؤثر في مختلف مجالات النشاط الاقتصادي، وفي الوقت ذاته تتأثر بجملة من السياسات والمتغيرات التي تحيط بها، حيث تعد السياسة المالية من أبرز العوامل المؤثرة على أداء هذه الأسواق. تهدف هذه الدراسة إلى تحديد طبيعة واتجاه العلاقة بين سياسة الإنفاق العام والسياسة الضريبية وأداء أسواق الأوراق المالية في دولة الإمارات.

وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط طردية بين الإنفاق العام ومؤشرات حجم السوق والأسعار، وعكسية مع مؤشرات سيولة السوق. وعدم وجود علاقة بين الإيرادات الضريبية ومؤشرات أداء السوق.

الكلمات المفتاحية: السياسة المالية- الإنفاق العام- السياسة الضريبية- مؤشرات الأداء- سوق الأوراق المالية.

1. مقدمة: تلعب أسواق الأوراق المالية دورا هاما وحيويا في الحياة الاقتصادية، حيث يتم من خلال هذه الأسواق جذب رؤوس الأموال العاطلة وتوظيفها بشكل فعال في الدورة الاقتصادية، عن طريق عمليات الاستثمار التي يقوم بها الأفراد والشركات وكذا الحكومات في مختلف الأوراق المالية كالأسهم، السندات والصكوك المطروحة في أسواق الأوراق المالية. كما توفر هذه الأخيرة الموارد الحقيقية لتمويل الشركات من خلال طرحها للأسهم أو السندات للتداول في الأسواق المالية.

ومن خلال الدور المتعدد الجوانب الذي تقوم به أسواق الأوراق المالية، فهي تؤثر في مختلف مجالات وجوانب النشاط الاقتصادي، وفي نفس الوقت فهي تتأثر به. فقياس أداء أسواق الأوراق المالية ودراسة درجة تطورها ونموها يستدعي دراسة مختلف الجوانب والعوامل المؤثرة فيها، وتعد السياسة المالية للدولة من بين السياسات التي تتأثر بها أسواق الأوراق المالية. فتعتبر الأسواق المالية من أفضل القنوات التي تستطيع من خلالها الدولة تطبيق سياستها المالية الكلية، كما تعد كذلك أحد المنافذ الرئيسية لتمويل النفقات الحكومية، من خلال إصدار الدولة للسندات الحكومية وطرحها للتداول في السوق المالية. وتؤثر السياسة المالية على أسواق الأوراق المالية من خلال أربعة عناصر، تتمثل في النفقات العامة، السياسة الضريبية، سياسة تمويل عجز الميزانية، سياسة إدارة الدين العام. ونقتصر في هذه الدراسة على العنصرين الأول والثاني فقط.

إشكالية البحث: إن تقييم أداء أسواق الأوراق المالية يستدعي دراسة مختلف العوامل والسياسات المؤثرة فيها ومنها السياسة المالية بشقيها الإنفاقي والضريبي. حيث يتم من خلال هذه الدراسة البحث في مدى تأثير سياسة الإنفاق العام والسياسة الضريبية على أداء السوق الإماراتية (سوقي أبو ظبي ودبي للأوراق المالية)، ومن هنا يمكن طرح إشكالية الدراسة في التساؤل الموالي:

ما مدى تأثير الإنفاق العام والسياسة الضريبية على أداء سوق الأوراق المالية في الإمارات؟

فرضيات الدراسة: تتمثل فرضيات الدراسة فيما يلي:

- وجود علاقة طردية قوية بين الإنفاق العام ومؤشرات حجم السوق والأسعار المحلية؛
- وجود علاقة طردية قوية بين الإنفاق العام ومؤشرات سيولة السوق؛
- وجود علاقة عكسية قوية بين الإيرادات الضريبية ومؤشرات حجم السوق والأسعار المحلية؛
- وجود علاقة عكسية قوية بين الإيرادات الضريبية ومؤشرات سيولة السوق.

أهداف البحث: تهدف هذه الدراسة إلى معرفة طبيعة واتجاه العلاقة التي تربط بين السياسة المالية (سياسة الإنفاق العام والسياسة الضريبية) ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية في دولة الإمارات.

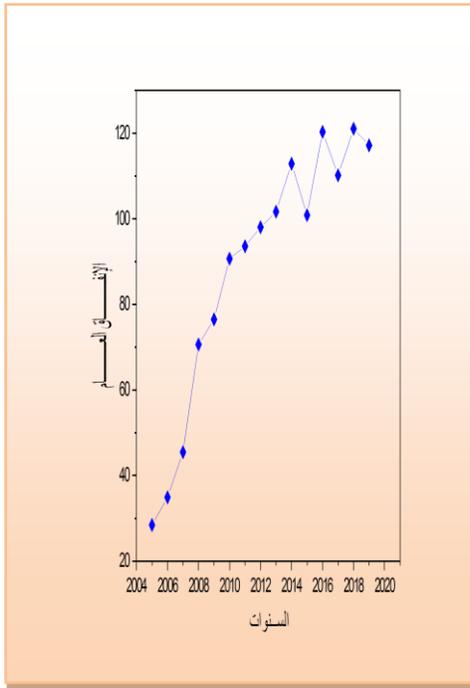
منهجية: تعتمد هذه الدراسة على المنهج التحليلي، وطرق الإحصاء الرياضي القائم على تحليل اختبار الارتباط باستخدام برنامج Eviews لمعرفة طبيعة وقوة العلاقة بين متغيرات الدراسة المتمثلة

في أدوات السياسة المالية (الإنفاق العام والإيرادات الضريبية) وبعض مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية (مؤشرات حجم السوق، سيولة السوق، مؤشرات الأسعار المحلية).

2. تطور السياسة المالية في دولة الإمارات العربية المتحدة: تم في هذا العنصر تتبع التطورات التي شهدتها النفقات العامة والإيرادات الضريبية كأهم أدوات السياسة المالية.

1.2 النفقات العامة في دولة الإمارات: عرف حجم الإنفاق العام في دولة الإمارات العربية المتحدة تطوراً هاماً خلال فترة الدراسة، حيث ارتفعت النفقات العامة من 28.436 مليون دولار أمريكي عام 2005 إلى 117.168 مليون دولار أمريكي عام 2019 (أي بمعدل نمو بلغ 310%).

الجدول 01- الشكل 01: تطور النفقات العامة في دولة الإمارات للفترة (2005-2019)



السنة	النفقات العامة (مليون دولار \$)	النسبة إلى إجمالي الناتج المحلي (%)
2005	28.436	20,8
2006	34.918	20,1
2007	45.473	17,6
2008	70.600	22,5
2009	76.486	29,4
2010	90.682	31,7
2011	93.570	26,9
2012	98.036	26,3
2013	101.663	26,3
2014	112.896	28,0
2015	100.858	28,2
2016	120.309	34,5
2017	110.184	28,7
2018	121.062	29,2
2019	117.168	27,9

المصدر: صندوق النقد العربي، 2009، ص331، 2012، ص387، 2014، ص402، 2016، ص477، 2019، ص343.

عرف حجم الإنفاق العام في دولة الإمارات منحي تصاعدي منذ سنة 2005 إلى غاية عام 2015، أين انخفضت النفقات العامة (بنسبة 19.2%) بفعل انخفاض الإيرادات النفطية (بنسبة 40,5%) نتيجة انخفاض أسعار النفط في الأسواق العالمية (بنسبة 48,5%)، فالإيرادات النفطية تمثل المصدر الرئيسي في تمويل نفقات دولة الإمارات (تمثل كمتوسط 62.44% من إجمالي

الإيرادات العامة والمنح للدولة خلال الفترة (2009-2015)، وقد سجلت دولة الإمارات سنة 2018 أكبر حجم للانفاق العام (121.06 مليون دولار أمريكي بنسبة 29,2% من إجمالي الناتج المحلي). وتوسعت الإمارات إلى انتهاج سياستها المالية الرشيدة المتوازنة عبر ضبط وترشيد الإنفاق الجاري واستمرار ضخ الاستثمارات على تفعيل استراتيجياتها، وتنفيذ مشروعات البنية التحتية والمشروعات الاستراتيجية لحفز النمو، والتحول نحو اقتصاد معرفي عالي الإنتاجية قائم على الإبداع والبحث والابتكار وتجهيز مشاريع الحدث العالمي أكتوب 2020، وزيادة التنوع الاقتصادي ودعم التنمية البشرية والاجتماعية. (وزارة الاقتصاد الإماراتي، 2019، ص51)

وقد اعتمدت دولة الإمارات العربية المتحدة في سنة 2019 على ميزانية ضخمة بلغت قيمتها 60.3 مليار درهم، وهي تعد الميزانية الأكبر في تاريخ الدولة بدون عجز، ركزت من خلالها على تعزيز التنمية وتحقيق التميز في خمسة محاور مهمة تشمل الرعاية الصحية والتعليم وبناء اقتصاد قائم على المعرفة وبناء مجتمع آمن ومتماسك وقضاء عادل وبنية تحتية مستدامة، وذلك بما يتوافق مع رؤية الإمارات 2021. حيث تم تخصيص ما نسبته 37.5% من إجمالي الميزانية لقطاع الشؤون الحكومية العامة (البنية التحتية والتنمية الاقتصادية، التنمية الاجتماعية، سياسات دعم علاقات الدولة دولياً وإقليمياً)، وخصصت ما نسبته 42.2% من إجمالي الميزانية العامة للتنمية الاجتماعية والمنافع الاجتماعية (الرعاية الصحية، الحماية الاجتماعية، الترفيه، الثقافة والدين، التعليم، برامج الإسكان). (وزارة المالية الإماراتية، 2020)

2.2 الإيرادات العامة والإيرادات الضريبية في دولة الإمارات العربية المتحدة: شكلت الإيرادات الضريبية لسنوات عديدة نسبة ضئيلة من إجمالي الإيرادات العامة لدولة الإمارات، إلا أن هذه النسبة عرفت منذ عام 2017 ارتفاعاً متزايداً بفعل إدخال ضرائب جديدة على المنظومة الضريبية للدولة.

الجدول 02: تطور الإيرادات العامة والضريبية في دولة الإمارات خلال الفترة (2005-2019)

السنة	الإيرادات العامة والمنح (مليون دولار \$)	النسبة إلى إجمالي الناتج المحلي (%)	الإيرادات الضريبية (مليون دولار \$)	الحصة من إجمالي الإيرادات العامة والمنح (%)	النسبة إلى إجمالي الناتج المحلي (%)
2005	39.184	28,7	1.855	4,7	1,3
2006	54.651	31,5	2.186	4,0	1,2
2007	62.120	30,4	3.767	6,0	1,9
2008	93.846	29,8	2.883	3,0	1,1
2009	54.839	21,1	5.878	10,7	2,2
2010	77.461	27,1	5.621	7,3	2,0
2011	97.889	28,2	5.370	5,5	1,5

أثر السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية الإماراتية (2005-2019) د. نور الهدى عمارة

2,4	8,8	9.133	27,7	103.263	2012
2,4	8,5	9.457	28,7	110.954	2013
2,5	8,7	9.853	25,7	103.650	2014
2,8	10,0	10.576	21,4	76.586	2015
3,2	11,8	11.709	31,2	108.852	2016
11,9	41,6	45.535	28,5	109.433	2017
13,4	44,8	55.548	29,9	124.030	2018
14,5	48,0	61.161	30,2	127.242	2019

المصدر: صندوق النقد العربي، 2010، ص365، 2012، ص383، 2014، ص397-399، 2016، ص474-472، 2017، ص344، 2019، ص339-340، 2020.

شهد حجم الإيرادات العامة لدولة الإمارات منحى تصاعدي خلال فترة الدراسة، حيث ارتفع من 39.184 مليون دولار أمريكي سنة 2005 إلى 127.242 مليون دولار أمريكي سنة 2019 (بمعدل نمو بلغ 224,7٪، وبمتوسط مساهمة في إجمالي الناتج المحلي بلغ 27,9٪)، باستثناء عامي 2009 و2015 أين شهدت خلالهما الإيرادات العامة انخفاضا هاما بنسبة 41,56٪ و26,11٪ على التوالي بسبب انخفاض الإيرادات النفطية بنسبة 42,5٪ و40,5٪ على التوالي. فبالنسبة لعام 2009 فقد انخفض الطلب العالمي على النفط متأثرا بالتباطئ الاقتصادي العالمي الذي أفرزته الأزمة المالية العالمية، حيث انخفضت أسعار النفط في 2009 بحوالي 35,38٪. أما في عام 2015 فقد انخفضت أسعار النفط بحوالي 48,6٪ (فقدت تقريبا نصف قيمتها)، مما أدى إلى تراجع حجم الإيرادات النفطية بسبب انخفاض قيمة الصادرات النفطية، ومنه انخفاض الإيرادات العامة الإماراتية نتيجة ارتباطها الكبير بقطاع النفط كمصدر هام وأساسي للإيرادات في الإمارات.

كما عرفت الإيرادات الضريبية هي الأخرى تطورا كبيرا، حيث ارتفعت قيمتها من 1.855 مليون دولار أمريكي سنة 2005 إلى 61.161 مليون دولار أمريكي سنة 2019 (بمعدل نمو بلغ 3197٪، وبمتوسط مساهمة في إجمالي الناتج المحلي بلغ 4,3٪)، أما فيما يخص مساهمة الإيرادات الضريبية في إجمالي الإيرادات العامة، فقد بلغت كمتوسط خلال فترة الدراسة حوالي 14,9٪، حيث تصاعدت هذه المساهمة خلال الثلاث سنوات الأخيرة بشكل كبير، ويعزى ذلك إلى تطبيق ضريبة السلع الإنتقائية (الضارة) اعتبارا من الربع الرابع من عام 2017، وضريبة القيمة المضافة ابتداء من بداية عام 2018. حيث تشكل هذه الضرائب مصدر دخل جديد لدولة الإمارات، تفرضها لتنويع إيراداتها وخفض الاعتماد على النفط والمنتجات الهيدروكربونية.

كان نمو الإيرادات الضريبية بوتيرة بطيئة جدا من سنة 2005 إلى غاية سنة 2016، ومع نهاية سنة 2017 ارتفعت الإيرادات الضريبية بشكل ملموس (ارتفعت بنسبة 288,8٪ مقارنة بسنة

(2016) وذلك مع فرض ضريبة السلع الانتقائية، واستمر ارتفاعها عام 2018 (ارتفعت بما يقارب 2.2% مقارنة بسنة 2017) بسبب فرض الدولة لضريبة القيمة المضافة.

وبناء على قانون الإيرادات العامة للدولة تم تكليف وزارة المالية بتحصيل الإيرادات العامة وحددت المادة الثانية منه بأن مصادر "الإيرادات العامة" تتكون من المصادر الأساسية التالية:

- الضرائب والرسوم والعوائد الاتحادية؛

- الرسوم والأجور التي تحصلها الدولة في مقابل الخدمات العامة التي تؤديها؛

- الحصة التي تسهم بها كل إمارة في الميزانية السنوية للدولة الاتحادية؛

- إيرادات الدولة من أملاكها ومشروعاتها الاقتصادية؛

- عوائد الغرامات، وعوائد استثمارات الدولة. (وزارة الاقتصاد، 2017، ص 06)

ويمكن الإشارة إلى أنواع الضرائب في دولة الإمارات العربية المتحدة كما يلي:

ضريبة الدخل وضريبة الشركات: لا تفرض دولة الإمارات ضريبة الدخل على الأفراد، وتشجيعاً منها للاستثمار فهي لا تفرض ضرائب على الشركات باستثناء شركات النفط والغاز (بمعدل ضريبة من 50% إلى 55%)، وفروع المصارف الأجنبية (20%). (حكومة الإمارات، 2020)

ضريبة القيمة المضافة والضريبة الانتقائية: تُطبق ضريبة القيمة المضافة (ضريبة غير مباشرة) بنسبة 05% على جميع السلع والخدمات الاستهلاكية، ولا يتم فرض ضريبة القيمة المضافة على الرسوم الدراسية، رسوم الرعاية الطبية، تكاليف الدواء، تكاليف الجراحة، النقل العام، تذاكر الخطوط الجوية، رسوم التأشيرات، ومكافآت الرواتب (تم، 2020).

وتُطبق الضريبة الانتقائية (ضريبة غير مباشرة) على سلع معينة، تُضَرُّ بصحة الإنسان والبيئة بهدف الحد من استهلاك هذه السلع والاستفادة من الإيرادات في الخدمات العامة مثل المشروبات الغازية (50%) ومشروبات الطاقة (100%) والتبغ ومشتقاته (100%) (تم، 2020).

وبدأ من 1 ديسمبر 2019 بدأت الهيئة الاتحادية للضرائب بتنفيذ قرار مجلس الوزراء، بشأن السلع الانتقائية والنسب الضريبية التي تُفرض عليها، وكيفية احتساب السعر الانتقائي الذي صدر في 4 أغسطس 2019، والذي بموجبه تم توسيع نطاق السلع التي تطبق عليها الضريبة الانتقائية:

- السوائل المستخدمة في أجهزة وأدوات التدخين الإلكترونية (100%)؛
- أجهزة وأدوات التدخين الإلكترونية (100%)؛
- المشروبات المُحَلَّاة (50%). (حكومة الإمارات، 2020)

الضرائب على المرافق السياحية: تفرض على المطاعم والفنادق والشقق الفندقية والمنتجات وغيرها واحدة أو أكثر من الضرائب التالية: 10% على سعر الغرفة، 10% رسوم خدمة، 10% رسوم بلدية، من 6 إلى 10% ضريبة المدينة، 6% رسوم سياحية. (حكومة الإمارات، 2020)

الرسوم: تفرض حكومة الإمارات بعض الرسوم مقابل الحصول على بعض الخدمات العامة المقدمة من قبل المؤسسات والهيئات الحكومية مثل: رسوم تجديد واستخراج الرخص التجارية، رسوم استخراج الوثائق الرسمية ورسوم إصدار تراخيص العمل، رسوم انتظار السيارات بالمواقف، ورسوم الصيانة للمحافظة على كفاءة الطرق والحدائق، الرسوم البلدية الأخرى بخلاف رسوم الإيجارات، رسوم الاستقدام وتجديد وإنهاء الإقامة، رسوم عبور الطرق الداخلية، رسوم مخالفات الإقامة والمرور، رسوم الخدمات الفندقية والترفيهية ورسوم درهم السياحة. (وزارة الاقتصاد، 2017، ص 07)

وتتسم الإجراءات والآليات التي تطبقها الهيئة الاتحادية للضرائب في تحصيل الضرائب بالمرونة والبساطة والوضوح، من خلال أنظمة إلكترونية على مدار 24 ساعة دون تعاملات ورقية، تعد الأحدث من نوعها عالمياً، في ظل بيئة تشريعية متطورة تم توفيرها بما يتوافق مع أفضل المعايير المتبعة في هذا المجال.

3. تطور أداء سوق الأوراق المالية الإماراتية:

ترتبط كل من سوق أبو ظبي للأوراق المالية وسوق دبي المالي بسوق الإمارات للأوراق المالية، وتعامل هذه السوق بشكل رئيسي بأسهم الملكية، الأوراق المالية، السندات، الأسهم المستقبلية، صناديق الاستثمار، المشتقات، والصكوك الإسلامية. وتعد هيئة الأوراق المالية والسلع هي الجهة التي تعمل تحت إشرافها كل من سوق دبي وأبو ظبي. (هيئة الأوراق المالية والسلع، 2020)

يتم التعرف على أداء سوق الإمارات للأوراق المالية من خلال تتبع التطورات الحاصلة في مؤشرات أداء بورصتي أبو ظبي ودبي، وتتمثل المؤشرات التي تم الاعتماد عليها في هذه الدراسة في: مؤشرات حجم السوق، مؤشرات الأسعار ومؤشرات سيولة السوق.

1.3 تطور مؤشر حجم السوق: عرفت القيمة السوقية الإجمالية (مجموع القيم السوقية لمجموع الأوراق المالية المتداولة في بورصتي دبي وأبو ظبي) لسوق الأوراق المالية الإماراتية تذبذباً بين الارتفاع والانخفاض خلال فترة الدراسة، حيث انتقلت إجمالي القيمة الكلية لسوقي الأسهم في كل من أبو ظبي ودبي مجتمعين من 244.4 مليار دولار أمريكي عام 2005 إلى 246.57 مليار دولار أمريكي عام 2019، أي بارتفاع طفيف تقدر نسبته بحوالي 0,90%.

أما بالنسبة لعدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الإماراتية فقد ارتفع من 89 شركة عام 2005 إلى 136 شركة عام 2019 (بنسبة نمو بلغت 52,8%). ويرجع ذلك إلى توظيف

أثر السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية الإماراتية (2005-2019) د. نور الهدى عمارة

التطورات الإلكترونية على مستوى البورصة، خصوصاً الشركات العمومية، تسهيل إجراءات الإدراج في البورصة، وتحسين البيئة الاستثمارية.

الجدول 03: تطور مؤشرات حجم السوق في السوق الإماراتية للأوراق المالية (2005-2019)

الوحدة: مليار دولار أمريكي

السنوات	سوق أبو ظبي للأوراق المالية		سوق دبي المالي		السوق الإماراتية	
	عدد الشركات	القيمة السوقية	عدد الشركات	القيمة السوقية	عدد الشركات	القيمة السوقية
2005	59	132.41	30	111.99	89	244.4
2006	60	80.74	46	86.89	106	167.63
2007	64	121.12	55	138.17	119	259.29
2008	65	68.81	65	63.09	130	131.90
2009	67	80.20	67	58.09	134	138.29
2010	64	77.08	64	54.69	128	131.77
2011	66	71.33	64	49.03	130	120.36
2012	66	77.65	57	49.52	123	127.17
2013	66	116.90	55	70.69	121	187.59
2014	67	110.44	59	87.86	126	198.30
2015	68	110.00	59	83.86	127	193.86
2016	71	120.95	61	91.93	132	212.88
2017	73	124.53	65	107.28	138	231.81
2018	70	137.59	67	93.47	137	231.06
2019	69	144.60	67	101.97	136	246.57

المصدر: صندوق النقد العربي، 2006، ص56، 2007، ص54، 2009، ص62، 2012، ص407، 2014، ص420، 2015، ص471، 2016، ص494، 2017، ص364، 2018، ص367، 2019، ص360.

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أنه بعد التحسن الذي شهدته الأسواق الإماراتية من حيث ارتفاع عدد الشركات والقيمة السوقية خلال عام 2007، عرفت بعدها وبالتحديد في النصف الثاني من عام 2008 تقلبات كبيرة ناجمة عن الأزمة المالية العالمية، حيث انخفضت القيمة السوقية خلال هذا العام بنحو 49,13% (وبلغ الانخفاض في سوقي أبو ظبي ودبي 54,33% و 43,18% على التوالي)، إلا أنه خلال هذا العام عرف عدد الشركات المدرجة في السوق الإماراتية ارتفاعاً بنسبة 9,24% (18,18% في سوق دبي و 1,56% في سوق أبو ظبي). وفي عام 2011 شهدت الأسواق الإماراتية انخفاضاً آخر في القيمة السوقية بنسبة 8,65% (7,45% في سوق أبو ظبي و 10,34% في سوق دبي). وشهدت بعدها القيمة السوقية سنوات 2012، 2013 و 2014 ارتفاعاً مستمراً. ولقد

تأثر نوعاً ما أداء السوق المالية الإماراتية بالتراجع الحاد الذي شهدته أسعار النفط العالمية عام 2015 (بدءاً من النصف الثاني من عام 2014)، حيث انخفضت القيمة السوقية بنسبة 2.23% ويعود هذا الانخفاض بشكل رئيسي إلى الانخفاض في القيمة السوقية لبورصة دبي بنحو 4.55%. شهد عدد الشركات المدرجة في السوق الإماراتية للأوراق المالية ارتفاعاً مستمراً، وقد شهدت سنة 2017 أكبر عدد من الشركات المدرجة بسوق الإمارات للأوراق المالية (مقارنةً بسنوات الدراسة الأخرى)، والتي بلغ عددها 138 شركة (بلغ عدد الشركات المدرجة في سوق أبو ظبي للأوراق المالية 73 شركة بنسبة إدراج بلغت 52.9% من إجمالي الشركات المدرجة بسوق الإمارات، فيما بلغ عدد الشركات المدرجة في سوق دبي للأوراق المالية 65 شركة بنسبة إدراج بلغت 47.1% من إجمالي الشركات المدرجة بسوق الإمارات).

وقد ارتفعت القيمة السوقية سنة 2016 واستمر الارتفاع إلى سنة 2019، وبالنسبة لكل بورصة على حدى، فقد شهدت بورصة أبو ظبي ارتفاعاً في القيمة السوقية بـ 5.1%، في حين ارتفعت القيمة السوقية لبورصة دبي بنسبة 1.1% خلال نفس السنة. وقد قامت هيئة الأوراق المالية والسلع خلال هذه السنة بتعديل شروط إدراج أسهم شركات المناطق الحرة المالية في أسواق دولة الإمارات. وشملت التعديلات إلغاء الشرط القاضي بأن لا يزيد عدد الأسهم التي سيتم إدراجها على 30% من رأس مال الشركة، ويتوقع أن يسهم هذا التعديل في زيادة الإدراج في أسواق دولة (مصرف الإمارات المركزي، 2019، ص50)

2.3 تطور مؤشرات سيولة السوق: تتمثل مؤشرات السيولة في حجم التداول (عدد وقيمة الأسهم المتداولة)، فهناك علاقة طردية بين عدد الأسهم المتداولة وقيمة الأسهم المتداولة، حيث أن إدراج شركات جديدة في البورصة يؤدي إلى ارتفاع عدد الأسهم، والذي يؤدي بدوره إلى ارتفاع قيمة الأسهم المتداولة. بالإضافة إلى مؤشر معدل دوران الأسهم والذي يعبر عن قيمة الأسهم المتداولة كنسبة من متوسط إجمالي القيمة السوقية.

الجدول 04: تطور مؤشرات سيولة السوق في السوق الإماراتية للأوراق المالية (2005-2019)

الوحدة: مليون دولار أمريكي

السنة	سوق أبو ظبي للأوراق المالية			سوق دبي المالي			السوق المالي الإماراتي		
	قيمة الأسهم المتداولة	عدد الأسهم المتداولة (مليون)	معدل دوران الأسهم	قيمة الأسهم المتداولة	عدد الأسهم المتداولة (مليون)	معدل دوران الأسهم	قيمة الأسهم المتداولة	عدد الأسهم المتداولة (مليون)	معدل دوران الأسهم
2005	9.359	4.337	7,0	26.914	7.569	24,0	36.273	11.906	14,9
2006	19.222	11.296	23.81	94.735	39.643	109,0	113.957	50.939	68,0

أثر السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية الإماراتية (2005-2019) د. نور الهدى عمارة

58,2	155.323	151.043	74,8	105.257	103.297	39,42	50.066	47.746	2007
110,9	126.415	146.210	131,7	76.508	83.096	91,72	49.907	63.114	2008
47,8	147.253	66.005	81,3	110.683	47.239	23,40	36.570	18.766	2009
21,4	55.973	28.260	34,7	38.362	18.976	12,0	17.611	9.284	2010
12,8	40.840	15.406	17,8	25.163	8.736	9,4	15.677	6.670	2011
15,1	56.803	19.294	26,7	40.460	13.245	7,8	16.343	6.049	2012
35,5	178.635	66.609	61,6	127.180	43.517	19,8	51.455	23.092	2013
72,2	218.939	143.335	118,2	160.532	103.839	35,8	58.407	39.496	2014
29,5	123.887	57.216	48,0	98.231	41.206	14,3	25.656	16.010	2015
23,3	135.287	49.722	41,4	105.800	36.392	11,5	29.487	13.330	2016
19,1	110.395	44.314	31,4	82.154	31.225	10,7	28.241	13.089	2017
11,6	60.612	26.895	17,2	45.376	16.118	7,8	15.236	10.777	2018
12,1	55.571	29.909	14,16	40.045	14.448	10,69	15.526	15.461	2019

المصدر: صندوق النقد العربي، 2006، ص56-60، 2007، ص54-58، 2009، ص62-66، 2012، ص409، 2014، ص422، 2015، ص473، 2017، ص366، 2019، ص361.

- Arab Federation of Exchanges, 2019, p 36-38.

بعد التحسن في أداء سوق الإمارات للأوراق المالية خلال سنوات 2005، 2006 و 2007 (حسب مؤشر سيولة السوق)، شهد هذا الأخير بعدها وخلال عام 2008 تراجعاً متأثراً بالأزمة المالية العالمية، حيث انخفضت قيمة الأوراق المالية المتداولة بنحو 3,19%، ويعود ذلك بشكل رئيسي إلى الانخفاض في قيمة الأوراق المتداولة في بورصة دبي بنحو 19,55%. كما تراجع عدد الأسهم المتداولة خلال نفس العام بنسبة 18,61%، وهو ناجم عن الانخفاض في عدد الأسهم المتداولة في سوق دبي بنحو 27,31%. أما في ما يخص معدل دوران الأسهم في سوق الأوراق المالية الإماراتية، فقد عرف أعلى قيمة له سنة 2008 (110,9%).

وقد استمر التراجع في مؤشرات سيولة السوق، حيث عرفت سوق الأوراق المالية الإماراتية اضطرابات وشحا في السيولة في عام 2011، متأثرة بالأحداث السياسية التي شهدتها عدد من الدول العربية، فقد تراجع نشاط التداول حيث انخفضت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة بنسبة 45,48% (بنسبة انخفاض بلغت 28,15% و 53,96% في سوقي أبو ظبي ودبي على التوالي)، كما انخفض عدد الأوراق المالية المتداولة بنحو 27,03% (بنسب انخفاض 11% في سوق أبو ظبي و 34,4% في سوق دبي)، أما فيما يخص معدل الدوران فقد انخفض (للعام الثالث على التوالي) من 21,4% عام 2010 إلى 12,8% عام 2011 وهو أدنى معدل سجلته السوق الإماراتية منذ 2005. واتخذت هيئة الأوراق المالية عام 2011 بالتعاون مع سوقي أبو ظبي ودبي العديد من التدابير:

- تطبيق آلية التسوية القائمة على الدفع مقابل التسليم (DVP) للحد من مخاطر التسوية؛

- إدخال تعديلات على نظام التداول، المقاصات، التسويات، نقل الملكية وحفظ الأوراق المالية، وكذا على نظام الوسطاء ونظام عمل السوق، بالإضافة إلى تعديل آلية توزيع الأرباح التي أصبحت تتم عبر الحسابات المصرفية اختياريًا وليس إلزاميًا؛

- البدء في تطبيق الإفصاح الإلكتروني للتقارير المالية للشركات المدرجة باستخدام البرمجية للتقارير المالية (XBRL). (صندوق النقد العربي، 2012، ص161).

وفي عام 2015 كان أداء السوق الإماراتية سلبيا حسب مؤشرات سيولة السوق، متأثرة بالهبوط الحاد في أسعار النفط في الأسواق العالمية، وكذا بالتراجع الكبير في أداء الأسواق اليونانية والصينية، فبسبب ذلك في تراجع ثقة المتعاملين في الأسواق الإماراتية، حيث تراجعت قيمة الأسهم المتداولة بنسبة 60,08% (بلغ الانخفاض في سوقي دبي وأبو ظبي 60,31% و 59,46% على التوالي). ولقد مثل حجم تعاملات الاستثمار الأجنبي (بما فيه الخليجي والعربي) خلال عام 2015 ما نسبته 48,6% و 48,9% من إجمالي التعاملات في سوقي دبي وأبو ظبي على التوالي.

ومن بين الإجراءات التي اتخذت خلال هذا العام من قبل هيئة الأوراق المالية والسلع ما يلي:

- تحديد الضوابط الخاصة بطرح وإدراج الشركات المساهمة العامة حديثة التأسيس؛
- إقرار تعديلات على عدد من الأنظمة: الإفصاح والشفافية، المقاصة والتسويات، ونقل الملكية؛
- إلزام شركات الوساطة بآلية التعامل مع الحسابات الراكدة للعملاء؛
- إلزام المدققين الداخليين في شركات الوساطة بإعداد تقارير رقابة داخلية ربع سنوية، وفق نموذج معين تم تعميمه على شركات الوساطة. (صندوق النقد العربي، 2016، ص222)

وخلال عام 2018 شهدت معظم أسواق الأسهم العالمية أداء سلبيا، حيث كان هذا التراجع هو الأسوأ منذ الأزمة المالية العالمية. مما أدى إلى التراجع العادي في أداء سوق الأسهم. وتوجد العديد من الأسباب تقف وراء تراجع أحجام التداول في سوق الأسهم، منها إجماع بعض المستثمرين عن الاستثمار في أسواق الأسهم بسبب أجواء عدم اليقين التي أحاطت بالاقتصاديات العالمية الرائدة بشكل عام، بالإضافة إلى الأداء الاقتصادي البطيء لبعض القطاعات الرئيسية في السوق مثل السوق العقاري. كما أدت الأحداث الجيوسياسية في المنطقة، وأثرها على الآفاق الاقتصادية بوجه عام، إلى أن يلجأ المستثمرون إلى الاحتفاظ بالنقد وبأدوات الاستثمار منخفضة المخاطر (مصرف الإمارات المركزي، 2019، ص49). وقد جاءت في هذه السنة بورصة دبي الثالثة بعد السعودية ومصر في قائمة الأسواق المالية العربية الأكثر نشاطا بمعدل دوران للأسهم بلغ 17.2%، أما بورصة أبو ظبي فقد بلغ معدل دوران الأسهم بها 7.8%. وتواصل ظهور منتجات وخدمات مالية مبتكرة جديدة من خلال شركات التكنولوجيا الناشئة مثل تقنيات البلوك تشاين والعملات الرمزية

الأمنية (security tokens) خلال عام 2018. وتمثل هذه التطورات والابتكارات إضافة نوعية في أسواق رأس المال والقطاع المالي بشكل عام (مصرف الإمارات المركزي، 2019، ص49).
 عرفت سوق الأوراق المالية الإماراتية ارتفاعاً في السيولة في سنة 2019، حيث ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة بنحو 11,2% مقارنة بعام 2018 (الذي عرفت فيه شحا في السيولة)، ويعود هذا الارتفاع إلى زيادة مستوى السيولة في سوق أبو ظبي، حيث ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة بنسبة 43,4% (أي بما يزيد عن 4684 مليون دولار أمريكي)، فيما عرفت سوق دبي انخفاضاً في قيمة الأسهم المتداولة بنسبة 10,3%. وتعمل هيئة الأوراق المالية والسلع على زيادة عمق السوق من خلال إصدار أنظمة جديدة تسمح بمزيد من التنوع في المنتجات أو أدوات الاستثمار مثل أسهم الأفضلية، بالإضافة إلى مشاريع لتحسين سيولة السوق المالية مثل التمويل الجماعي وآليات تمويل المشاريع الصغيرة والمتوسطة. (مصرف الإمارات المركزي، 2019، ص51)

3.3 تطور مؤشرات الأسعار:

الجدول 05: تطور مؤشرات الأسعار المحلية في سوق الأوراق المالية الإماراتية (2005-2019)

السنوات	سوق أبو ظبي للأوراق المالية		سوق دبي المالي	
	مؤشر السوق (نقطة)	التغير في المؤشر (%)	مؤشر السوق (نقطة)	التغير في المؤشر (%)
2005	5202.9	-	1019.69	-
2006	2999.7	-42	4127.3	305
2007	4551.8	52	5932.0	44
2008	2390.0	-47	1636.3	-72
2009	2743.6	15	1803.6	10
2010	2711.1	-1	1630.5	-10
2011	2402.3	-11	1353.4	-17
2012	2630.9	10	1622.5	20
2013	4290.3	63	3369.8	108
2014	4528.9	6	3774.0	12
2015	4307.3	-5	3151.0	-17
2016	4546.4	6	3530.9	12
2017	4398.4	-3	3370.1	-5
2018	4915.1	12	2529.8	-25
2019	5075.8	3	2764.9	9

المصدر: صندوق النقد العربي، 2006، ص56-60، 2007، ص54-58، 2009، ص62-66، 2012، ص408، 2014، ص421، 2015، ص472، 2016، ص495، 2017، ص365، 2018، ص368، 2019، ص360.

تراجعت أسواق الأوراق المالية بدولة الإمارات في عام 2008 متأثراً بأداء نظيرتها العالمية، حيث شهدت هذه الأسواق تقلبات حادة على أعقاب الأزمة المالية العالمية، فبعد التحسن في أدائها في عام 2007 عادت مؤشرات الأسعار في السوق الإماراتية إلى الانخفاض، فقد عرف المؤشر العام لسوق دبي المالي هبوطاً حاداً بنسبة 72,41% عند مستوى 1636.3 نقطة، فيما هبط المؤشر العام لسوق أبوظبي للأوراق المالية بنسبة 47,49% عند مستوى 2390.0 نقطة.

وبعد تعافي الأسواق المالية في الإمارات من تداعيات الأزمة المالية العالمية وتحسن أدائها، إلا أن هذا التحسن لم يلبث طويلاً لتشهد هذه الأسواق عام 2011 اضطرابات متأثرة بالأحداث السياسية (ثورات الربيع العربي) التي شهدتها الدول العربية (تونس، مصر، ليبيا، سوريا، اليمن)، وكذا بتداعيات تقادم أزمة المديونية الأوروبية، فقد تراجعت مؤشرات بورصتي دبي وأبوظبي بنسبة 17% و 10% على التوالي، لتعكس مخاوف المستثمرين من تداعيات هذه الأحداث. فمن خلال ما سبق يتضح الارتباط الشديد بين مؤشرات السوق الإماراتية (خاصة سوق دبي) والأسواق العالمية خاصة بعد الأزمة المالية العالمية.

وقد تحسن أداء سوقي دبي وأبوظبي سنوات 2012، 2013 و 2014، ليأتي أداء السوق الإماراتية بعد ذلك (أي في عام 2015) سلبياً، حيث تراجعت مؤشرات الأسعار في بورصتي دبي وأبوظبي بنسبة 17% و 5% على التوالي. ويعود ذلك بشكل أساسي إلى الهبوط الحاد في أسعار النفط العالمية إلى ما دون 50 دولار للبرميل، إضافة إلى التراجع الحاد في مؤشرات أسعار الأسواق المالية الصينية، وكذا أزمة الديون اليونانية وتأثيرها على الأسواق المالية. كل تلك الأسباب أدت إلى حدوث حالة من الارتباك بين أوساط المتعاملين وتراجع ثقتهم في الأسواق المالية.

نلاحظ من خلال الجدول تبين أداء سوق أبو ظبي للأوراق المالية وسوق دبي المالي، فقد كان مؤشر أسعار أسهم سوق أبوظبي للأوراق المالية أعلى في سنة 2018، حيث عرف ارتفاعاً ملموساً بنسبة 12% مقارنة بسنة 2017 (-3%)، مدفوعاً بالقطاع المصرفي وبالانتعاش النسبي في أسعار النفط وإصلاحات المالية العامة، واعتماد برنامج أبو ظبي للمسرعات التنموية "غدا 21" الهادف إلى تسريع تنفيذ المشاريع المجتمعية، ودعم قطاع الأعمال وترسيخ جاذبية الإمارة للاستثمار (وزارة الاقتصاد، 2019، ص 49). بينما لوحظ عكس ذلك بالنسبة لمؤشر أسعار أسهم سوق دبي المالي والذي تراجع بنسبة 25% خلال عام 2018 (-5%) مدفوعاً بالتراجع بالقيمة السوقية وتراجع المؤشرات الفرعية للقطاع العقاري بصورة رئيسية، قطاع الصناعة والخدمات المالية.

أما خلال سنة 2019، بينما ارتفع مؤشر سوق دبي بنسبة 9% على أساس سنوي، ارتفع مؤشر سوق أبو ظبي بنسبة 3% فقط.

4. أثر النفقات العامة والإيرادات الضريبية على مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية الإماراتية:

1.4 أثر الإنفاق العام على أداء سوق الأوراق المالية:

إن لسياسة الإنفاق العام دورا هاما في تحسين وتنمية أداء أسواق الأوراق المالية، يتضح من خلال العديد من الأساليب التي تتبعها الدولة في تطبيقها لتلك السياسة وتتمثل في ما يلي:

- **الخصوصية والاستثمار الخاص**، حيث أن تخلي الدولة عن دورها كمنافس للقطاع الخاص، وذلك بتخفيض حجم ونطاق القطاع العام من شأنه أن يوسع رقعة الملكية الخاصة بالاقتصاد الوطني(بوشلوش، 2016، ص 388)، وكذا توجيه الإنفاق العام نحو الأنشطة المكملة لأنشطة القطاع الخاص لا المنافسة لها، من شأنه تنشيط القطاع الخاص بزيادة عدد المشاريع والشركات الخاصة والمشاركة مع القطاع العام، ومنه زيادة عدد الأسهم والأوراق المالية التي تطرحها تلك الشركات، وبالتالي ارتفاع عدد الأوراق المالية المسجلة والمتداولة وزيادة عدد الصفقات في سوق الأوراق المالية، مما يؤدي إلى اتساع نطاق هذه الأخيرة، زيادة نشاطها وتطور أدائها.

- **زيادة الإنفاق الحكومي بشقيه الجاري والرأسمالي** (سياسة مالية توسعية)، يؤدي إلى رفع حجم الدخل الوطني، وبالتالي زيادة دخول الأفراد، ومنه زيادة الطلب الكلي، الأمر الذي ينجم عنه ارتفاع في أرباح الشركات (باعتبار أن عائد السهم يحدد قيمته)، حيث أن السعر السوقي للسهم يعتمد إلى حد كبير على الإيرادات التي تنتجها أصول الشركات، والذي ينعكس أثره على أسعار الأصول المالية في أسواق الأوراق المالية (بن دحان، 2018، ص162). وكما تؤدي الإعانات العامة الاقتصادية المقدمة للشركات الخاصة والعامة إلى زيادة مقدرتها الإنتاجية ومنه زيادة معدلات أرباح تلك الشركات (المزروعي، 2012، ص621)، ومن ثم ارتفاع قيمة أسهمها وزيادة الطلب عليها، كل ذلك من شأنه أن يدعم نمو أسواق الأوراق المالية ويوسع نطاقها.

ومن خلال ما سبق نستنتج وجود علاقة طردية بين الإنفاق العام ومؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية، والتي نسعى لإثباتها من خلال دراسة أثر سياسة الإنفاق العام على بعض مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية الإماراتية من خلال العناصر الآتية.

2.4 أثر النفقات العامة على مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية الإماراتية:

الجدول 06: نتائج اختبار الارتباط بين الإنفاق العام ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية الإماراتية

المتغيرات	عدد الشركات	القيمة السوقية	قيمة الأسهم المتداولة	عدد الاسهم	معدل دوران الاسهم	مؤشر أبو ظبي	مؤشر دبي
النفقات العامة	0.8026	0,0158	-0,3937	0,2639	-0,3744	0,1852	-0,0459

بالأسود الغليظ: معامل الارتباط دال عند مستوى 5%.

أما المعاملات الأخرى فغير دالة إحصائيا.

تم تحديد معاملات الارتباط الدالة بناء على اختبار الدلالة الموضح في الجدول (07):

المتغيرات	عدد الشركات	القيمة السوقية	قيمة الأسهم المتداولة	عدد الاسهم	معدل دوران الاسهم	مؤشر أبو ظبي	مؤشر دبي
التدفقات العامة	0,0003	0,9553	0,1465	0,3419	0,1692	0,5088	0,8709

تمثل قيم الجدول أعلاه مستوى الدلالة المحسوب (أو الاحتمالية)، فإذا كانت قيمتها أقل من 0,05 دل ذلك على أن معامل الارتباط دال عند مستوى 5%، وإذا كان أقل من 0,1 دل على أن معامل الارتباط دال عند مستوى 10%.

نلاحظ من خلال الجدول رقم (06) ما يلي:

- بالنسبة لمؤشرات حجم السوق، توجد علاقة طردية قوية بين عدد الشركات والإنفاق العام، وتكاد أن تكون العلاقة بين هذا الأخير والقيمة السوقية منعقدة، وهذا ما لا يتوافق مع النظرية الاقتصادية. والشكل (04) يوضح وجود علاقة طردية بين الإنفاق العام وكل مؤشرات حجم السوق بداية من عام 2009 أي بعد الأزمة المالية العالمية.

وبما أن عام 2008 يشير إلى تاريخ انفجار الأزمة المالية العالمية، فارتباطاً أن نعيد حساب الارتباط بين المتغيرات السابقة ولكن بتغيير السلسلة الزمنية لتصبح (2009-2019).

الجدول 08: نتائج اختبار الارتباط بين الإنفاق العام ومؤشرات حجم السوق في الإمارات

المتغيرات	معامل الارتباط	المتغيرات	معامل الارتباط
الإنفاق العام/إجمالي عدد الشركات	0,838340	الإنفاق العام/إجمالي عدد الشركات	0,802551
الإنفاق العام/ القيمة السوقية (أبو ظبي)	0,801419	الإنفاق العام/ عدد الشركات (أبو ظبي)	0,872058
الإنفاق العام/ القيمة السوقية (دبي)	0,840062	الإنفاق العام/ عدد الشركات (دبي)	0,719967

يبين الجدول (08) وجود ارتباط طردي قوي بين متغير الإنفاق العام مع مؤشرات حجم السوق (القيمة السوقية وعدد الشركات)، حيث تتفق هذه النتائج مع منطق النظرية الاقتصادية.

-بالنسبة لمؤشرات سيولة السوق، فيبين الجدول (06) وجود ارتباط سلبي ضعيف بينها وبين الإنفاق العام وهذا ما يتنافى مع النظرية الاقتصادية، فحسب نتائج الجدول فإن الإنفاق العام لا يفسر التغيرات التي عرفتها هذه المؤشرات، ولا يوجد أي ارتباط بين هذه المتغيرات.

وقد قمنا بتعديل السلسلة الزمنية لتصبح (2009-2019) كما فعلنا مع مؤشرات حجم السوق:

الجدول 09 : نتائج اختبار الارتباط بين الإنفاق العام ومؤشر سيولة السوق في الإمارات

المتغيرات	معامل الارتباط
الإنفاق العام/ قيمة الأسهم المتداولة	0.092625
الإنفاق العام/ عدد الأسهم المتداولة	0.042798
الإنفاق العام/ معدل دوران الأسهم	-0.667322

نستنتج من الجدول (09) وبعد تعديل الفترة الزمنية وجود ارتباط طردي ضعيف جدا يكاد ينعدم بين الإنفاق العام ومؤشرات حجم التداول، وارتباط سلبي أو عكسي بين الإنفاق العام ومؤشر دوران الأسهم، وهي نتائج تتنافى مع منطق النظرية الاقتصادية التي تنص على وجود ارتباط طردي قوي. فهذه النتائج تعني عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين متغير الإنفاق العام ومؤشرات حجم التداول وبين متغير الإنفاق العام ومؤشر دوران الأسهم.

-أما بالنسبة لمؤشر الأسعار لكلا السوقيين (دبي وأبو ظبي)، فتبين النتائج وجود ارتباط طردي ضعيف جدا يكاد ينعدم بين الإنفاق العام ومؤشر أبو ظبي، وارتباط سلبي مع مؤشر دبي. وبما أن الأزمة المالية العالمية لعام 2008 أثرت بشكل كبير على الأسواق المالية العالمية بما فيها السوق المالية الإماراتية، فقد تم إعادة حساب معامل الارتباط بين مؤشر الأسعار والإنفاق العام باستبعاد عام الأزمة أي خلال الفترة (2009-2019) وكانت النتائج كما يلي:

الجدول 10: نتائج اختبار الارتباط بين الإنفاق العام ومؤشر الأسعار المحلية في الإمارات

المتغيرات	معامل الارتباط
الإنفاق العام/ مؤشر سوق أبو ظبي	0,849455
الإنفاق العام/ مؤشر سوق دبي	0,660597

من خلال حساب معامل الارتباط تبين وجود ارتباط إيجابي قوي بين الإنفاق العام ومؤشر الأسعار لسوق أبو ظبي، في حين كان هناك ارتباط إيجابي أو طردي متوسط بين الإنفاق العام ومؤشر الأسعار لسوق دبي، وهو ما يوضح تأثير الأزمة المالية على نتائج الدراسة.

من خلال ما سبق نستنتج وجود علاقة طردية بين الإنفاق العام ومؤشرات حجم السوق ومؤشر الأسعار، فقد بذلت الدولة الإماراتية الكثير من الجهود في سبيل تطوير اقتصادها بما في ذلك تطوير أسواق أوراقها المالية، وتوفير كافة الشروط لجعلها في مصاف الأسواق المالية المتقدمة، وتم إبراز تلك الجهود من خلال عرض ترتيبها في مختلف المؤشرات العالمية.

موقع دولة الإمارات العربية المتحدة في بعض المؤشرات العالمية: إن سياسة الإنفاق العام كما رأينا من شأنها أن تؤثر في أسواق الأوراق المالية، إما أن تدعم نموها أو تثبطه، نحاول من خلال هذا العنصر أن نعرض على موقع الإمارات في أهم المؤشرات العالمية (نظرا لكثرة عددها)، والتي تعكس سعي الدولة الدؤوب إلى تطوير اقتصادها من خلال زيادة إنفاقها على شتى القطاعات الاقتصادية والاجتماعية لتحسين أدائها، ومن ثم تطوير وتحسين كل العوامل المؤثرة في أسواق الأوراق المالية، وهو ما يبرز دور النفقات العامة في تنمية سوق الأوراق المالية.

مؤشر سهولة ممارسة الأعمال: إن تحسين مناخ الاستثمار من خلال تقديم مختلف التسهيلات والامتيازات لممارسة النشاطات والأعمال، من شأنه أن يحفز ويشجع على استقطاب الاستثمارات

المحلية والأجنبية وزيادة عددها، ومن ثم ارتفاع عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية، وبالتالي اتساع نطاق هذه السوق ونموها. وقد نجحت دولة الإمارات في خلق بيئة أعمال دولية جلبت المستثمرين الأجانب آسيا، أمريكا... وجاءت دولة الإمارات العربية المتحدة عام 2019 في المرتبة 11 عالميا (من أصل 189 دولة) والأولى عربيا حسب مؤشر سهولة ممارسة أنشطة الأعمال بمعدل 81.28 مقارنة بمعدل 78.73 عام 2018. (The world Bank, 2019, p05)، هذا المؤشر المركب يتكون من عشر مؤشرات فرعية، حيث جاءت دولة الإمارات في قائمة الدول العشرة الأوائل على مستوى العالم في خمس مؤشرات فرعية (المركز الأول حسب مؤشر الحصول على الكهرباء، الثانية من حيث دفع الضرائب، 05 من حيث استخراج تراخيص البناء، 07 من حيث تسجيل الممتلكات، 09 من حيث إنفاذ العقود)، كما احتلت الإمارات المركز 15 حسب مؤشر حماية صغار المستثمرين، 25 حسب مؤشر بدء النشاط التجاري، 44 من حيث الحصول على الائتمان، 75 من حيث تسوية حالات الإعسار (تصفية النشاط)، و98 في التجارة عبر الحدود. (The world Bank, 2019, p 211)، وقد وثق تقرير البنك الدولي عن قيام الإمارات بستة تحسينات إجرائية قامت بها في أربعة محاور هي: الحصول على الكهرباء، الحصول على الائتمان، تسجيل الممتلكات، وبدأ العمل التجاري. (الهيئة الاتحادية للتنافسية والإحصاء، 2020) مؤشر التنافسية العالمية: تتبأت الإمارات حسب المرتبة 25 عالميا (75 نقطة) والأولى عربيا.

الجدول 11: ترتيب دولة الإمارات العربية المتحدة في المحاور 12 لمؤشر التنافسية العالمية 2019

المحور	تمكين البيئة				رأس المال البشري	
	المؤسسات	البنية التحتية	تبنى تكنولوجيا المعلومات والاتصالات	استقرار الاقتصاد الكلي	الصحة	التعليم والمهارات
المرتبة	15	12	02	01	92	39
المحور	الأسواق				النظام البيئي للابتكار	
	سوق المنتج	سوق العمل	النظام المالي	حجم السوق	ديناميكية العمل	القدرة الابتكارية
المرتبة	04	34	31	32	31	33

Source: World Economic Forum, 2019, p 574.

يشيد التقرير بجهود الإمارات في تطوير البنية التحتية للنقل، منوها إلى الاستثمارات الخاصة بالإعداد لمعرض إكسبو 2020، والتي توفر واحدة من أحدث أنظمة النقل في العالم. حيث يتواصل الإنفاق الحكومي على مشروعات البنية التحتية في مختلف أرجاء الدولة، وتشمل شبكات الطرق، الأنفاق، ومشروع القطار الإتحادي. وكما يشيد بالتحسينات الكبيرة في تبنى تكنولوجيا المعلومات والاتصالات، وبيئة الاقتصاد الكلي المستقرة، ونظام مالي متطور جدا يوفر المزيد من الفرص

للاستثمار في الأسهم، كما أشار إلى أن تعزيز رأس المال البشري سيضع الأسس لإنشاء نظام إيكولوجي أكثر ابتكاراً يدفع الدولة لتكون واحدة من أكثر الدول تنافسية في العالم.

مؤشر الحرية الاقتصادية: احتلت دولة الإمارات ضمن مؤشر الحرية الاقتصادية لسنة 2019 الصادر عن مؤسسة "Heritage Foundation" المرتبة 09 عالمياً (77,6 نقطة)، وتحتل المرتبة الأولى بين 14 دولة في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، ودرجاتها الإجمالية أعلى بكثير من المتوسط الإقليمي والعالمي. (The Heritage Foundation, 2019)

أما في المؤشرات الفرعية الأخرى فقد سجلت الإمارات النقاط الآتية: مؤشر الإنفاق الحكومي (68,8)، حقوق الملكية (81,8)، الفعالية القضائية (87,1)، نزاهة الحكومة (78,8)، العبء الضريبي (99,2)، الصحة الجبائية (88,9)، حرية الأعمال التجارية (79,9)، في حرية العمال (81,1)، الحرية النقدية (80,9)، الحرية التجارية (84,4)، الحرية الاستثمارية (40,0)، الحرية المالية (60,0). (The Heritage Foundation, 2020)

ويشير التقرير إلى أن سيادة القانون في دولة الإمارات العربية المتحدة يتم الحفاظ عليها بشكل جيد، وتعتبر الإمارات واحدة من الدول الأقل فساداً في المنطقة، والقطاع المالي الحديث قادر على المنافسة ويقدم خدمات متنوعة، كما حافظت البنوك المملوكة للدولة على حضور قوي.

كما يتم تسجيل قطع الأراضي المملوكة ملكية خاصة في سجل الممتلكات غير المنقولة، والحقوق المرتبطة بها محمية من قبل الحكومة، وتحفظ الإمارات العربية المتحدة بأنظمة مواتية بشكل عام لتشكيل وتشغيل الشركات الخاصة، ويمثل الأجانب أكثر من 85 ٪ من السكان وأكثر من 95 ٪ من القوى العاملة في القطاع الخاص. (The Heritage Foundation, 2020) ما يوضح اهتمام الدولة الإماراتية بالقطاع الخاص ودعمها حتى يكون مكملاً للقطاع العام لا منافساً له.

3.4 أثر السياسة الضريبية على أسواق الأوراق المالية: إن السياسة الضريبية التي تنتهجها الدولة لها أثر هام على أداء سوق الأوراق المالية، ويتجلى ذلك من خلال النقاط الآتية:

ضريبة المعاملات وأثرها على أداء سوق الأوراق المالية، تؤدي التخفيضات والإعفاءات الضريبية الممنوحة لشركات الوساطة المالية إلى خفض تكاليف التعاملات في سوق الأوراق المالية وانتعاش حركة التداول بها، كما يساهم خفض تكاليف العضوية التي يدفعها السماسرة في تنمية سوق الأوراق المالية، والعكس صحيح عند الرفع من معدلات هذه الضرائب. (دردوري، 2018، ص115)

ضريبة الأرباح الموزعة والأرباح الرأسمالية وأثرها على أداء سوق الأوراق المالية: إن الضريبة على أرباح الشركات تؤدي بهذه الأخيرة إلى التوجه نحو التمويل بالقروض بدلاً من إصدار الأسهم،

ذلك لأن فوائد القروض هي ديون تحقق وفرا ضريبيًا، كما يمكن أن تخضع الأرباح الموزعة إلى ازدواج ضريبي، حيث تفرض ضرائب على أرباح الشركات التي تحققها، وإذا تم توزيعها على الأفراد فهي تتعرض للضريبة على دخول الأفراد (مناصرية، 2016، ص194)، وبالتالي فإن خفض معدلات الضريبة على أرباح الشركات له أثر إيجابي على أرباحها الصافية، حيث يزيد من قيمة التوزيعات على مالكي الأسهم، مما يزيد من الطلب على تلك الأسهم وبالتالي زيادة تداول الأسهم في سوق الأوراق المالية. كما تشجع الإعفاءات الضريبية من تحول الشركات العائلية إلى شركات مساهمة وبالتالي زيادة عدد الأوراق المالية المتداولة. (بسبع، 2017، ص 70) ومنه فهناك علاقة عكسية بين فرض الضرائب (الإيرادات الضريبية) وأداء أسواق الأوراق المالية.

4.4 أثر الإيرادات الضريبية على مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية الإماراتية:

من خلال الجانب النظري اتضح لنا وجود علاقة عكسية بين الإيرادات الضريبية ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، وهذا ما نحاول التأكد من انطباقه أو لا على حالة دولة الإمارات.

الجدول 12: نتائج اختبار الارتباط بين الإيرادات الضريبية ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية الإماراتية

المتغيرات	عدد الشركات	القيمة السوقية	قيمة الأسهم المتداولة	عدد الاسهم	معدل دوران الاسهم	مؤشر أبو ظبي	مؤشر دبي
الإيرادات الضريبية	0.5350	0.5066	-0.3863	-0.1782	-0.4444	0.5079	0.0520

بالأسود الغليظ: معامل الارتباط دال عند مستوى 5 %.

بالأزرق: معامل الارتباط دال عند مستوى 10 %.

أما المعاملات الأخرى فغير دالة احصائياً.

تم تحديد معاملات الارتباط الدالة بناء على اختبار الدلالة والموضح في الجدول (13):

المتغيرات	عدد الشركات	القيمة السوقية	قيمة الأسهم المتداولة	عدد الأسهم	معدل دوران الاسهم	مؤشر أبو ظبي	مؤشر دبي
الإيرادات الضريبية	0.0399	0.0539	0.1549	0.5252	0.0970	0.0533	0.8540

تمثل قيم الجدول أعلاه مستوى الدلالة المحسوب (أو الاحتمالية)، فإذا كانت قيمتها أقل من 0.05 دل ذلك على

أن معامل الارتباط دال عند مستوى 5%، وإذا كان أقل من 0.1 دل على أن معامل الارتباط دال عند مستوى 10%.

نلاحظ وجود علاقة طردية بين الإيرادات الضريبية ومؤشرات حجم السوق وكذا مؤشرات الأسعار المحلية، وهو ما يتتافى مع منطق النظرية الاقتصادية. وبالتالي فالنتائج تدل على عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين متغير السياسة الضريبية ومؤشرات أداء السوق.

كما رأينا في العناصر السابقة، فدولة الإمارات لا تفرض أي نوع من الضرائب المتعارف عليها، كضريبة الأجور والمربحات، ضريبة الدخل الشخصي، ضريبة الأرباح الرأسمالية، ضريبة الأرباح

التجارية والصناعية، ضريبة المهن الحرة، ضريبة القيم المنقولة، ضريبة الملكية وضريبة الشركات، فذلك يفسر عدم وجود أثر سلبي للسياسة الضريبية على حجم الشركات والقيمة السوقية.

كما أن التشريعات الضريبية لم تميز بين القطاع العام والخاص، حيث تخضع التوريدات التي تقوم بها جهات حكومية معينة لضريبة القيمة المضافة، وبالتالي فهي لا تحظى بامتيازات ضريبية تميزها عن القطاع الخاص، باستثناء بعض التوريدات التي يقوم بها القطاع العام إذا لم تكن بمنافسة مع القطاع الخاص أو كونها المزود الوحيد لهذه التوريدات. (وزارة المالية الإماراتية، 2020)

فقد حصلت دولة الإمارات -حسب تقرير البنك الدولي حول سهولة ممارسة الأعمال لعام 2018- على المرتبة الأولى عالمياً، في محور عدم تأثير دفع الضرائب على الأعمال (بمعدل 99.44)، فقد قامت الإمارات بالكثير من الخطوات في مجال الضرائب لتشجيع وتحفيز الاستثمار، حيث جعلت دفع الضرائب سهلاً، وذلك من خلال تأسيس نظام التسجيل والدفع عبر الإنترنت لاشتراكات الضمان الاجتماعي، وبالتالي فإن الشركات تدفع ضرائبها أربع مرات في السنة وسطياً، فيما يبلغ الوقت المطلوب لتسجيل الضرائب وإعدادها ودفعها (12 ساعة سنوياً)، وتشكل تلك الضرائب نحو 15.9% من الربح. (The world Bank, 2018, p 201)

ونلاحظ وجود علاقة ارتباط عكسية ضعيفة بين الإيرادات الضريبية ومؤشرات سيولة السوق، وهو كذلك ما يتنافى مع منطق النظرية الاقتصادية التي تنص على وجود علاقة ارتباط عكسية قوية.

وتطبق على شركات الوساطة المالية العاملة في الأسواق المالية الإماراتية (وهي 48 شركة وساطة تعمل في مجال الأوراق المالية ومسجلة لدى هيئة الأوراق المالية والسلع، والتي تبلغ إيراداتها أو تفوق 375 ألف درهم سنوياً) ضريبة القيمة المضافة بنسبة 05% وهي الأكثر انخفاضاً عالمياً. وهي ضريبة على العمولة التي يتم فرضها على عمليات البيع والشراء، وعمليات البيع والشراء نفسها للأسهم لن تخضع للضريبة، كما ستعفى المنتجات التي تعتمد على الهامش من أي ضرائب. ويعفى إصدار الأوراق المالية أو سندات دين أو تخصيصها أو نقل ملكيتها من ضريبة القيمة المضافة. (الهيئة الاتحادية للضرائب، 2018) أما فيما يتعلق بالازدواج الضريبي، فقد وقعت دولة الإمارات على 94 اتفاقية مع الدول الأخرى لتجنب الازدواج الضريبي على الدخل، وتخفيف الأعباء الضريبية على الاستثمارات الإماراتية في الخارج. (حكومة الإمارات، 2020)

5. خاتمة:

تم من خلال هذه الدراسة تتبع مختلف التطورات التي شهدتها النفقات العامة، الإيرادات العامة والإيرادات الضريبية في دولة الإمارات العربية المتحدة خلال الفترة الممتدة من عام 2005 إلى عام 2019، كما تم رصد كافة التطورات التي شهدتها أسواق الأوراق المالية الإماراتية (سوقي أبو ظبي

ودبي للأوراق المالية) خلال نفس الفترة المذكورة، وذلك من خلال تتبع تطور بعض المؤشرات التي تقيس أداء هذه السوق (مؤشرات الحجم، مؤشرات السيولة ومؤشرات الأسعار المحلية).

ومن خلال ما تم تناوله في هذه الدراسة تم التوصل إلى بعض النتائج تتمثل فيما يلي:

- شهدت النفقات العامة لدولة الإمارات تطورا ملحوظا خلال فترة الدراسة، إلا أنها كانت تعرف تراجعاً في الأعوام التي تسجل فيها أسعار النفط هبوطاً حاداً، فالإيرادات النفطية تمثل المصدر الرئيسي في تمويل نفقات دولة الإمارات.

- لقد شهدت الإيرادات العامة في دولة الإمارات تطورا خلال فترة الدراسة، إلا أنها ترتبط ارتباطاً وثيقاً بقطاع النفط الذي تشكل إيراداته نسبة معتبرة من إجمالي الإيرادات العامة للدولة، وبالتالي فالتقلبات التي شهدتها أسعار النفط في الأسواق العالمية أثرت بشكل كبير على الإيرادات العامة للإمارات، أما الإيرادات الضريبية فكان حجمها منخفضاً خلال الفترة (2005-2016) وبنمو بوتيرة بطيئة جداً، إذ لم يشهد ارتفاعاً ملموساً إلا بعد فرض ضريبة القيمة الإئنتقائية في عام 2017 وضريبة القيمة المضافة في عام 2018.

- إن تتبع تطور السوق الإماراتية للأوراق المالية (سوقي دبي وأبو ظبي)، يظهر أن السنوات التي كانت تسجل فيها هذه السوق أداءاً سلبياً، لم تكن أسباب ذلك داخلية (أي متعلقة بإجراءات أو تدابير اتخذت من قبل الدولة الإماراتية)، بل كانت الأسباب خارجية كالأزمة المالية العالمية لعام 2008، الإئتخفاضات الحادة في أسعار النفط العالمية (خاصة عامي 2008 و2015)، أزمات الأسواق المالية العالمية (السوق الصينية واليونانية)، أزمات الديون الأوروبية واليونانية، الأوضاع السياسية في بعض الدول العربية.

- إن إنفاق الدولة الإماراتية على مختلف القطاعات الاقتصادية والاجتماعية تعكس نجاعته المؤشرات العالمية، والتي توضح مدى اهتمام الدولة بمختلف المجالات، لا سيما تلك التي تعزز قيام سوق مالية كفأة (كتطوير البنية التحتية، دعم القطاع الخاص، تطوير القطاع المالي). فقد تبوأَت الإمارات مراكز متقدمة في أغلب المؤشرات العالمية. وهو ما أدى إلى وجود ارتباط طردي قوي بين الإنفاق العام ومؤشرات حجم السوق وكذا مؤشرات الأسعار، وهو ما يثبت صحة النظرية الأولى، في حين تبين النتائج وجود علاقة ارتباط عكسية بين الإنفاق العام ومؤشرات السيولة، وهذا ما يخالف النظرية الاقتصادية، وما ينفي كذلك صحة الفرضية الثانية.

- لا توجد في دولة الإمارات ضرائب على الدخل أو على الشركات، وتفرض ضريبة على السلع الإئنتقائية وضريبة على القيمة المضافة. أما النتائج الإحصائية فهي تبين وجود علاقة ارتباط طردية بين السياسة الضريبية ومؤشرات حجم السوق والأسعار، وهو ما يتنافى مع منطق النظرية

الاقتصادية، فهذه النتائج تعني عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين متغير السياسة الضريبية ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية. ويمكن إرجاع ذلك لعدم فرض ضرائب الدخل والضرائب على الشركات. وهو ما ينفي صحة النظرية الثالثة، فيما بينت نتائج الدراسة وجود علاقة عكسية أو ارتباط سلبي ضعيف بين السياسة الضريبية ومؤشرات سيولة السوق، ويمكن إرجاع ذلك إلى وجود ضريبة على شركات الوساطة المالية، وهو ما ينفي صحة الفرضية الرابعة التي تفترض وجود ارتباط سلبي قوي (علاقة عكسية قوية) بين الإيرادات الضريبية ومؤشرات سيولة السوق.

6. قائمة المراجع:

- بوشلوش، سعاد. (2016). دور متغيرات السياسة المالية في استقرار أسواق الأوراق المالية وتحقيق التنمية الاقتصادية. مجلة معارف، 20، 379-395.
- سبع، عبد القادر. (2017، ديسمبر). أثر السياسة الضريبية على سوق الأوراق المالية. مجلة أوراق اقتصادية، 01، 53-74.
- دردوري، لحسن، مناصرية، خولة، وبوخاري، فاطنة. (2018، ديسمبر). السياسة المالية ومقومات تنمية أسواق الأوراق المالية. مجلة المنهل الاقتصادي، 02، 109-122.
- مناصرية، خولة. (2016/2015). أثر السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية: دراسة حالة الأردن (خلال الفترة 1990-2014)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر بسكرة، بسكرة.
- بن دحان، إلياس الأزهر. (2018/2017). دور السياسة المالية والنقدية في تطوير بورصات الأوراق المالية العربية: دراسة حالة الدول العربية المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي خلال الفترة (2005-2015)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، جامعة محمد خيضر بسكرة، بسكرة.
- المزروعى، علي. (2012). أثر الإنفاق العام في الناتج المحلي الإجمالي: دراسة تطبيقية على دولة الإمارات العربية المتحدة خلال سنوات (1990-2009م). مجلة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، 01(28).
- مصرف الإمارات المركزي. (2019). تقرير الاستقرار المالي 2018. <https://www.centralbank.ae/ar>
- وزارة الاقتصاد. (2019). التقرير الاقتصادي السنوي 2019، الإصدار 27، الإمارات. www.economy.ae
- البوابة الرسمية لحكومة دولة الإمارات العربية المتحدة. (2020). <https://u.ae/ar-AE/information-and-services/finance-and-investment/taxation/other-taxes>
- تم. (2020). خدمات حكومة أبو ظبي، الإمارات. <https://www.tamm.abudhabi/ar-AE/aspects-of-life/financetaxation/taxation>
- الهيئة الاتحادية للضرائب. (2018، جانفي). معاملة ضريبة القيمة المضافة لبعض القطاعات، الإمارات.
- الهيئة الاتحادية للضرائب. (2020). مرسوم بقانون اتحادي رقم 8 لسنة 2017 في شأن ضريبة القيمة المضافة، الإمارات. <https://www.tax.gov.ae/ar/legislation>
- الهيئة الاتحادية للضرائب. (2020). اللائحة التنفيذية للمرسوم بقانون اتحادي رقم (08) لسنة 2017 في شأن ضريبة القيمة المضافة، قرار مجلس الوزراء رقم (46) لسنة 2020 الصادر في 04 يونيو 2020. الإمارات. <https://www.tax.gov.ae/ar/legislation>
- وزارة المالية. (2020). الميزانية الاتحادية للسنة المالية 2019، دولة الإمارات العربية المتحدة. <https://www.mof.gov.ae/ar/resourcesAndBudget/federalBudget/Pages/budget2019.aspx>
- سوق دبي المالي. (2020). www.dfm.ae/ar/about-dfm/about-dfm
- سوق أبوظبي للأوراق المالية. (2020). <https://www.adx.ae/Arabic/Pages/AboutADX/default.aspx>
- هيئة الأوراق المالية والسلع. (2020). الإمارات. <https://www.sca.gov.ae/ar/about-us/establishment.aspx>

- صندوق النقد العربي.(2009). *أداء أسواق الأوراق المالية العربية*، العدد 60.
- صندوق النقد العربي-(2006)،(2007). *قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية*، النشرة الفصلية، العدد 45، العدد 52.
- صندوق النقد العربي.(2019). *أداء أسواق الأوراق المالية العربية*. النشرة الفصلية، الربع 04، العدد 99.
- صندوق النقد العربي-(2012)،(2014)،(2015)،(2016)،(2017)،(2018)،(2019). *التقرير الاقتصادي العربي الموحد*.
- صندوق النقد العربي.(2020). *قاعدة البيانات الاقتصادية الإحصائية*.
www.amf.org.ae/ar/arabic_economic_database
- وزارة الاقتصاد.(2017،الربع الثاني). *إدارة التخطيط ودعم القرار، هيكل النظام الضريبي وضريبة القيمة المضافة في دولة الإمارات العربية المتحدة، الإمارات العربية المتحدة*.
- The world Bank.(2019). *DOINGBUSINESS 2019: Training for Reform*, 16th edition.
https://www.doingbusiness.org/content/dam/doingBusiness/media/Annual-Reports/English/DB2019-report_web-version.pdf (02/07/2020, 22:30)
- The world Bank.(2018). *DOINGBUSINESS 2018: Reforming to Create Jobs*, 15th edition.
- The Heritage Foundation.(2020). *Index of Economic Freedom*, the United Arab Emirates.
<https://www.heritage.org/index/explore?view=by-region-country-year&u>
- The Heritage Foundation.(2020). *Index of Economic Freedom*, 25 th Anniversary Edition, Washington, the United States of America.
- World Economic Forum.(2019). *The Global Competitiveness Report 2019*.
http://www3.weforum.org/docs/WEF_TheGlobalCompetitivenessReport2019.pdf (01/07/2020).
- Arab Federation of Exchanges.(2019). *Annual Report 2019*, Lebanon. research@arab-exchanges.org (26/06/2020, 16:00)