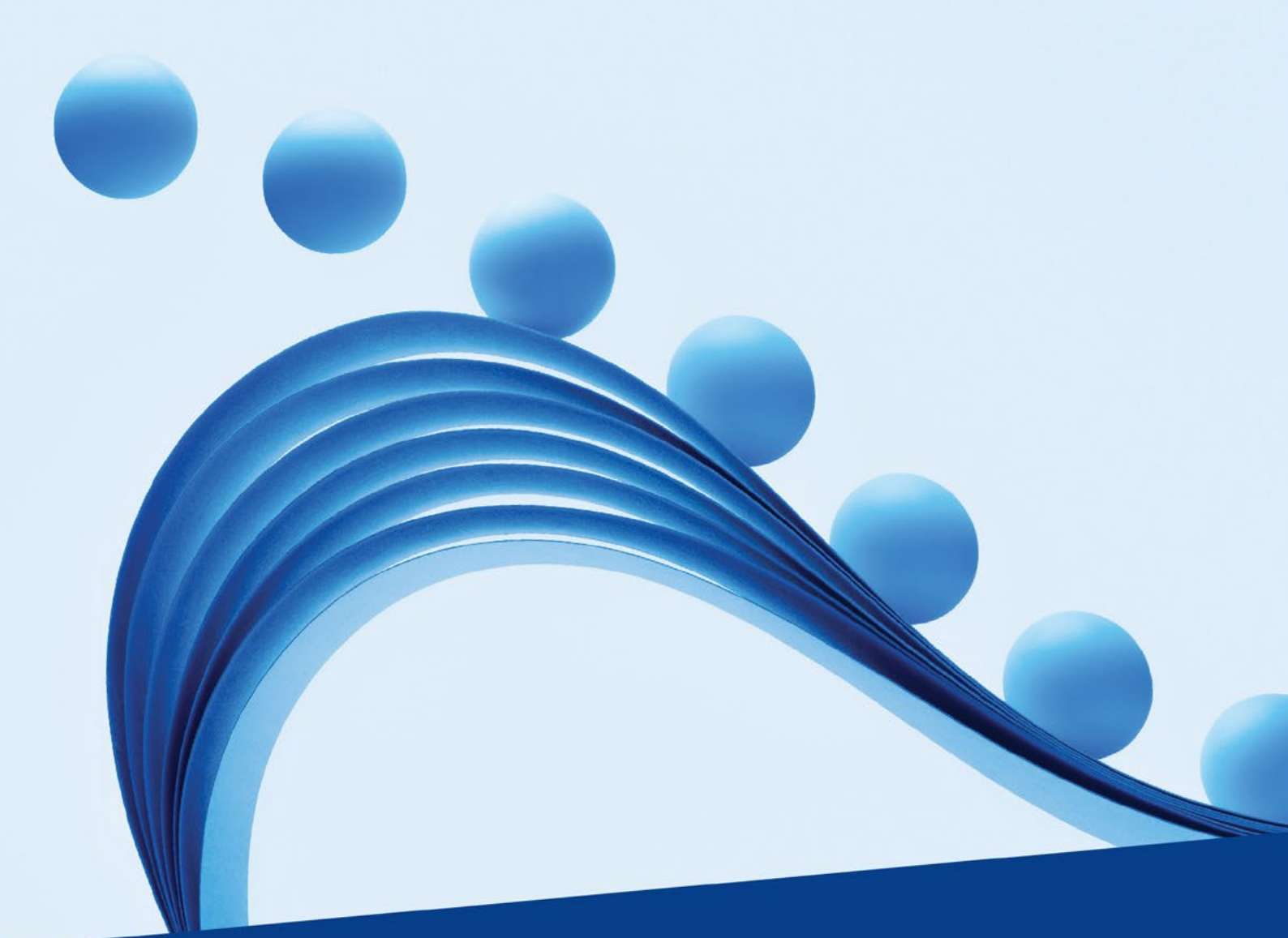


زاوية تقرير خاص

صناديق المؤشرات والاستثمار
العقاري في الأسواق العربية: فرص
النمو في مواجهة فجوات
الطلب والسيولة

ماذا تكشف لنا دراسة ضمت
13 بورصة عربية؟



رؤية أعمق للأسواق رأس المال في الشرق الأوسط

من خلال تحليلات مدعومة ببيانات موثوقة ورؤى خبراء تساعد
على فهم أوضح للمؤثرات.

امسح الرمز
للإطلاع على أحدث الأخبار
والتحليلات الاقتصادية



لمحة حول منصة زاوية

تشكل منصة زاوية (ZAWYA.com) جزءاً من مجموعة بورصة لندن مصدر رائد للأخبار والمعلومات الإقليمية، حيث تقدم خدماتها لملايين الخبراء من الإمارات والسعودية ومصر وغيرها من دول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، ويتوفر موقع المنصة الإلكتروني باللغتين الإنجليزية والعربية.

تقدم منصة زاوية آخر الأخبار والتحليلات من أسواق إقليمية وعالمية على مدار اليوم، مثل أخبار الأسهم والسلع، بالإضافة إلى أسعار العملات وتغيراتها بشكل فوري. وتنفرد المنصة بخبرة تزيد عن عشرين عاماً في مجال الأخبار المالية والأعمال في مختلف القطاعات، مثل العقارات والإنشاءات والطاقة والخدمات المصرفية والسياحة والطيران والرعاية الصحية والخدمات اللوجستية والتعليم وغيرها.

ويخزr القسم الاقتصادي في الموقع بمحتوى موثوق ومختصر، ويقدم توقعات وتحليلات دقيقة حول مختلف اقتصادات دول الخليج والشرق الأوسط والعالم؛ كما يسلط الضوء على أخبار التوظيف والبنية التحتية وعدد من المواضيع المختلفة.

www.zawya.com | © 2026 LSEG

فريق الإنتاج

إعداد

فادي قانصو
أمين عام اتحاد أسواق المال العربية

تحرير

ياسمين صالح
أنوب منون
فاطمة الكاشف

ترجمة

أحمد علي

مدير التحرير

وليد التيجي

المدير التجاري

حسن علي

المنسق التجاري

عمرالدين أبو بكر

مدير منتج

حسين حكيم

الإخراج الفني والتصميم

هاني ثابت
سليم الجندي

المحتويات

07

المقدمة

الخلفية والفكرة الرئيسية
الأهمية الاستراتيجية لصناديق المؤشرات
وصناديق الاستثمار العقاري
أهداف التقرير ونطاقه

06

الملخص التنفيذي

10

منهجية الدراسة ونتائجها

المنهجية والغرض
البورصات العربية المشاركة
نظرة عامة على النتائج

08

تعريفات

صناديق المؤشرات المتداولة (ETFs)
صناديق الاستثمار العقارية (REITs)
أوجه التشابه والاختلاف الرئيسية
فوائد ومخاطر
ملاءمتها للمنطقة العربية

15

التحديات

16

نقاط التطوير

السيولة
متطلبات الإفصاح
الإدراج المزدوج والتكامل الإقليمي
المؤشرات المرجعية الدولية والإقليمية
أولويات التطوير الإقليمي

11

المشهد العام

12

النتائج

السيولة وتنوع المنتجات
الأهداف ومشاركة المستثمرين
متطلبات صناديق المؤشرات والاستثمار العقاري

21

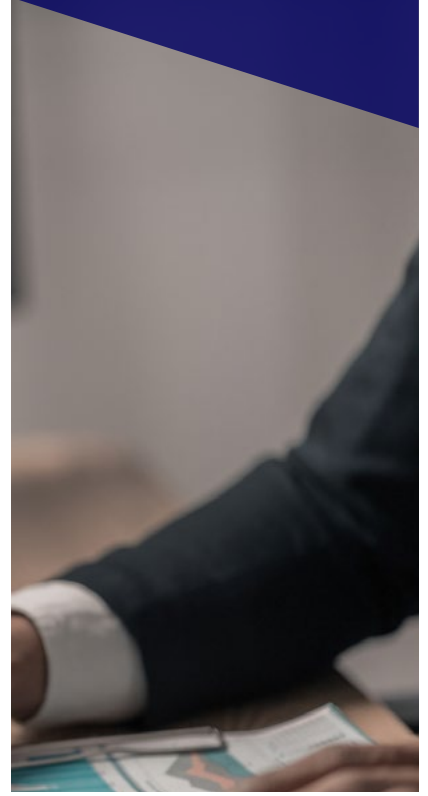
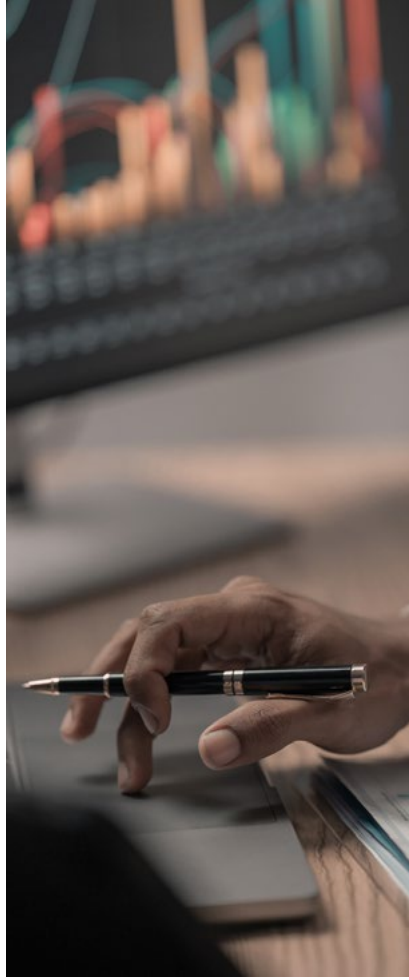
خارطة الطريق

المبادئ التوجيهية الإقليمية لصناديق المؤشرات
وصناديق الاستثمار العقاري
توافق المصطلحات وإجراءات الإدراج ومعايير الإفصاح
أطر تحفيز الجهات المصدرة وصناع السوق
المؤشرات الإقليمية والمعايير المتوافقة مع
الشريعة الإسلامية
توعية المستثمرين وبناء القدرات المؤسسية
إطار العمل الخاص بالإدراج المزدوج والترخيص
المتبادل (Passporting)

25

خاتمة

أخيرا لا آخرا
توصيات على مستوى السوق
توصيات على المستوى الإقليمي
المستقبل ... إلى أين؟



الملخص التنفيذي

يمكن لصناديق المؤشرات (ETFs) وصناديق الاستثمار العقاري (REITs) أن تسهم في تعميق أسواق رأس المال العربية وتنويع أدواتها، عبر توسيع وصول المستثمرين ودعم مشاركة المؤسسات والمستثمرين الأجانب والأفراد.

واستناداً إلى استطلاع أجراه اتحاد أسواق المال العربية (AFCM) وشمل 13 من البورصات الأعضاء فيه، يسلط هذا التقرير الضوء على التفاوت في مستويات التطور الذي شهدته هذه الصناعة في الأسواق العربية.

أفادت ثمانية بورصات مشاركة في الدراسة بوجود نوع واحد من هذه الصناديق على الأقل في أسواقها؛ فصناديق المؤشرات المتداولة مدرجة بالفعل في بورصات أبوظبي، دبي، مصر، قطر والسعودية، بينما صناديق الاستثمار العقاري تتواجد في البحرين، دبي، مصر، الكويت، مسقط والسعودية. من الجدير بالملاحظة في هذا السياق أن الموافقات التنظيمية لم يترتب عليها دائماً إصدار هذه الصناديق أو استدامة التداول عليها.

قد لاحظنا أيضاً أن الهياكل الأساسية في الأسواق متطورة نسبياً، بما في ذلك أنظمة الإيداع المركزي للأوراق المالية والتسوية، وأمناء الحفظ، أمناء الصناديق، وقواعد الإدراج. أما المكونات المتخصصة، بما في ذلك الوسطاء المعتمدون (Authorized Participants - APs)، والجهات المؤهلة لإصدار الصناديق، صناع السوق، وموارد تثقيف المستثمرين، فهي الجانب الأقل تطوراً بصورة ملحوظة.

بالنظر إلى التحديات الرئيسية، يمكن تلخيصها في انخفاض وعي المستثمرين، نقص الجهات المؤهلة لإصدار صناديق المؤشرات، ضعف السيولة في السوق الثانوية، قلة دعم صناع السوق، ومحدودية قدرات مديري صناديق الاستثمار العقاري أو توافر الأصول المؤهلة. وترتبط هذه التحديات ببعضها؛ إذ قد يضعف الطلب جدوى الإصدار، فيما تقلل قاعدة المنتجات المحدودة الجدوى التجارية لصناعة السوق، ويحد انخفاض السيولة من مشاركة المستثمرين.

وتتيح عدة أسواق مشاركة إمكانية الإدراج المزدوج (Cross-listing) بينما لا تزال ترتيبات الترخيص المتبادل الإقليمي (Regional Passporting) في مراحلها الأولى. ومن ثم، ينبغي أن يركز التعاون الإقليمي في البداية على التوافق العملي من خلال توحيد المفاهيم، والمبادئ التوجيهية لصناديق المؤشرات وصناديق الاستثمار العقاري، ومبادئ الإفصاح المماثلة، ومعايير صناع السوق، وبناء القدرات المؤسسية. وبعد ذلك، من الممكن أن نرى ترتيبات تجريبية للإدراج المزدوج أو الاعتراف المتبادل بين الأسواق المتوافقة.

أما التطوير فينبغي أن يتم على مراحل؛ تبدأ بوضع أطر واضحة وبناء القدرات المؤسسية، ثم تنشيط منتجات محلية ذات جدوى تجارية وتعزيز السيولة والتوزيع، قبل التوسع في تنويع المنتجات والسعي إلى الإدراج المزدوج إقليمياً حيثما تسمح الأطر التنظيمية والتشغيلية.

وفي النهاية، ينبغي أن تكون الأولوية لجودة المنتجات واستدامتها، وليس لعدد عمليات الإدراج في أسواق المال العربية.

المقدمة

الخلفية والفكرة الرئيسية

يمكن لصناديق المؤشرات وصناديق الاستثمار العقاري المتداولة أن تساهم في توسيع نطاق مشاركة المستثمرين، وإتاحة الوصول إلى مجموعة أشمل من الأصول المالية والعقارية.

توفر صناديق المؤشرات فرصة الاستثمار في محافظ الأوراق المالية أو الأصول الأخرى من خلال أداة استثمارية واحدة مدرجة في البورصة، في حين تتيح صناديق الاستثمار العقارية إمكانية الوصول إلى محافظ عقارية مدرة للدخل تدار باحترافية. ويتيح هذان النوعان لأسواق رأس المال العربية فرصاً لتنويع الأدوات المالية المدرجة وجذب المستثمرين من المؤسسات والأجانب والأفراد. كما يشكل قطاع التمويل الإسلامي الراسخ في المنطقة، والقطاع العقاري الضخم، والاهتمام المتزايد بالاستثمار غير النشط والقائم على المؤشرات، قاعدة محتملة لتطوير هذه الصناعة.

مع ذلك، لا يزال المشهد الإقليمي متفاوت بين الأسواق؛ إذ تمتلك بعض الأسواق بالفعل النوعين المذكورين من الصناديق، بينما أسواق أخرى تسمح بتداول هذه المنتجات دون وجود إصدارات فعلية، أو دون وضع الأطر التنظيمية المخصصة لها. وحتى في الأسواق المدرجة فيها هذه المنتجات، قد يواجه تطويرها عوائق مثل محدودية قدرات الجهات المصدرة، وضعف سيولة السوق الثانوية، وغياب الدعم الكافي من صناع السوق، وانخفاض وعي المستثمرين.

لذلك، ينبغي النظر إلى تطوير هذه الصناديق باعتباره عملية لبناء منظومة متكاملة، وليس مجرد إدراج منتجات جديدة. وتتطلب الأسواق الناجحة تنسيق بين الجهات التنظيمية والبورصات والجهات المصدرة ومديري الصناديق ومزودي الخدمات، تدعمه آليات تقييم موثوقة، إفصاحات واضحة، حوكمة ملائمة، وقنوات توزيع فعالة.

في هذا السياق، أجرى اتحاد أسواق المال العربية دراسة استقصائية شملت عدد من البورصات الأعضاء لتقييم واقع تطوير الصناديق الاستثمارية على المستوى الإقليمي، تحديد الاحتياجات الخاصة بكل سوق، وأولويات التعاون الإقليمي.

الأهمية الاستراتيجية لصناديق المؤشرات وصناديق الاستثمار العقاري

يمكن لصناديق المؤشرات وصناديق الاستثمار العقاري دعم تطوير أسواق رأس المال عبر تسهيل الوصول إلى فئات أصول قد يصعب أو ترتفع تكلفة الاستثمار فيها بطرق أخرى. وتوفر صناديق المؤشرات استثماراً متنوعاً من خلال صفقة واحدة، بينما تتيح صناديق الاستثمار العقاري الوصول إلى العقارات المدرة للدخل عبر وحدات قابلة للتداول.

من الممكن أن تخدم هذه الصناديق فئات مختلفة من المستثمرين، حيث يمكن للمستثمرين الأفراد استخدامها لتنويع محافظتهم الاستثمارية، بينما تستطيع المؤسسات توظيفها لتخصيص الأصول، أو إدارة السيولة، أو تحقيق الدخل.

كما يمكن لصناديق المؤشرات المتداولة أن تدعم حركة مؤشرات الأسواق والمؤشرات المرجعية والاستثمار غير النشط، في حين يمكن لصناديق الاستثمار العقاري ربط أسواق رأس المال بالاقتصاد الحقيقي عبر تمكين مالكي العقارات من تسهيل أصولهم وإعادة تدوير رأس المال.

إضافة إلى ذلك، تنطوي صناديق المؤشرات المتداولة للأسهم والصكوك والسلع المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، والصناديق العقارية المتوافقة مع الشريعة أيضاً، على فرصة مهمة للمنطقة في ضوء خبرتها في التمويل الإسلامي. لكن هذه المزايا لا تتحقق بمجرد الإدراج؛ إذ يجب أن يستند تطوير المنتجات إلى طلب حقيقي من المستثمرين، أصول أساسية مناسبة، ومنظومة دعم متطورة بما يكفي.

أهداف التقرير ونطاقه

يقيم هذا التقرير واقع تطوير صناديق المؤشرات وصناديق الاستثمار العقاري في أسواق رأس المال العربية، والشروط اللازمة لتحقيق توسع مستدام، مستنداً على دراسة استقصائية شملت 13 بورصة عضو في اتحاد أسواق المال العربية.

يرصد التقرير المنتجات المتاحة حالياً وفرص تطويرها، ويقيم المنظومة المؤسسية، التنظيمية والتشغيلية، ويحدد العقبات أمام الإصدار، السيولة وإقبال المستثمرين، كما يقترح إطار إقليمي وخارطة طريق مرحلية.

يغطي التحليل هياكل المنتجات، الجهات المصدرة والمديرين، الوسطاء المعتمدين، صناع السوق، مزودي المؤشرات، أمناء الحفظ، وأمناء الصناديق، إلى جانب التقييم، عمليات الإنشاء والاسترداد، الإفصاح، الضرائب، الحوكمة المتوافقة مع الشريعة، توعية المستثمرين، والانتشار عبر الحدود. كما يحدد التقرير مبادئ عامة يمكن تكييفها مع اختلاف الأنظمة القانونية وهياكل الأسواق ومراحل تطورها.

صناديق الاستثمار العقارية (REITs)

صندوق الاستثمار العقاري هو أداة استثمارية تمتلك الأصول العقارية أو تديرها أو تمولها، وتتيح للمستثمرين المشاركة فيها من خلال وحدات أو أسهم مدرجة في البورصة.

عادة ما تمتلك صناديق الاستثمار العقاري القائمة على الملكية (Equity REITs) عقارات مدرة للدخل مثل المكاتب، المباني السكنية، الفنادق، ومرافق البيع بالتجزئة أو مرافق لوجستية. وتوفر هذه الصناديق فرص للاستثمار في القطاع العقاري دون الحاجة إلى ملكية أو إدارة مباشرة للعقارات، مع تمكين المالكين والمطورين من تسهيل الأصول المستقرة وإعادة تدوير رأس المال.

تتطلب العديد من أنظمة هذا النوع من الصناديق، توزيع جزء كبير من الدخل المؤهل على المستثمرين، على الرغم من أن هذه التوزيعات ليست مضمونة وتعتمد على دخل العقارات وتكاليفها والتمويل. تعتمد مصداقية صندوق الاستثمار العقاري أيضا على جودة الأصول، الإدارة، التقييم المستقل، والحوكمة.



صناديق المؤشرات المتداولة (ETFs)

صندوق المؤشرات هو أداة استثمار جماعي، تدرج وحداته وتتداول في أسواق المال.

تتيح هذه الأداة إمكانية الاستثمار في مؤشر محدد، أو فئة أصول، أو استراتيجية استثمارية معينة. قد تشمل محافظ صناديق مؤشرات الأسهم، أو أدوات الدخل الثابت، أو الصكوك، أو السلع، أو أي أصول أخرى مؤهلة.

من السمات المميزة لهذه الصناديق آلية الإنشاء والاسترداد؛ حيث يقوم الوسطاء المعتمدون بمبادلة الأوراق المالية أو النقدية مقابل وحدات صندوق المؤشرات، مما يسمح للمعروض بالاستجابة لحجم الطلب، ويساعد على موازنة أسعار السوق مع قيم المحفظة الأساسية.

تعكس سيولة صناديق المؤشرات المتداولة كل من تداولات السوق الثانوية وسيولة الأصول الأساسية نفسها. بناءً على ذلك، لا يُعد حجم التداول بمفرده مقياس كامل للسيولة؛ نظرا لأن الوسطاء المعتمدين يمكنهم إنشاء وحدات إضافية وقتما كانت الأوراق المالية الأساسية تتمتع بسيولة كافية.

أوجه التشابه والاختلاف الرئيسية

يمكن تداول كل من صناديق المؤشرات وصناديق الاستثمار العقاري في أسواق المال، كما يتيح النوعان الاستثمار غير المباشر في محافظ من الأصول الأساسية. ويتطلب كلاهما إفصاحات واضحة، تقييمات متوقعة، خدمات حفظ وتسوية، وإجراءات فعالة لحماية المستثمرين، لكنهما يختلفان في عدة جوانب:

أولاً

نموذج التشغيل: تعتمد صناديق المؤشرات المتداولة على الوسطاء المعتمدين وآلية الإنشاء والاسترداد، في حين تمتلك الصناديق العقارية الأصول العقارية أو تمولها، وتستمد أداؤها من دخل العقارات، التقييم، التمويل والإدارة. وعادة ما يمكن تقييم محافظ صناديق المؤشرات التي تحتوي على أوراق مالية مدرجة في البورصة باستخدام أسعار السوق المرصودة، بينما تعتمد الصناديق العقارية المتداولة بشكل أكبر على تقييمات احترافية دورية.

ثانياً

السيولة: تعكس سيولة صناديق المؤشرات المتداولة على الوحدات، سيولة المحفظة الأساسية، والقدرة على الإنشاء والاسترداد. أما سيولة الصناديق العقارية المتداولة، فتعتمد بشكل أساسي على حجم الوحدات الحرة المتاحة للاستثمار، طلب المستثمرين، تركيز الملكية، ودعم صناع السوق.

بناءً على ذلك، يجب أن تكون التشريعات التنظيمية مخصصة لكل منتج، إذ ينبغي أن تركز القواعد المنظمة لصناديق المؤشرات المتداولة على المؤشرات الرئيسية المرجعية، شفافية المحفظة، كفاءة أدوات التتبع، الوسطاء المعتمدين، عمليات الإنشاء والاسترداد، والتقييم الفوري خلال جلسة التداول.

في المقابل، يجب أن تركز قواعد الصناديق العقارية على أهلية الأصول، والتقييم المستقل، والتوزيعات، ونسب الرفع المالي (المديونية)، والمعاملات مع الأطراف ذات الصلة، وإدارة العقارات.

ملاءمتها للمنطقة العربية

تختلف أولويات التطوير بناءً على مدى جاهزية كل سوق؛ فالأسواق التي تتوافر فيها هذه المنتجات بالفعل قد تركز على التنوع، وزيادة الحجم، والسيولة، والانتشار العابر للحدود. أما الأسواق التي تمتلك أطر تنظيمية تمكينية ولكنها تفتقر إلى الإدراجات، فقد تركز على بناء قاعدة من الجهات المصدرة المحتملة والتنشيط التجاري. والأسواق التي تمر بمراحل مبكرة، يمكنها التركيز على التعريفات القانونية، المسؤوليات المؤسسية، منظومة الإفصاح، وإجراءات الحوكمة.

أما الهدف الإقليمي الأوسع، فهو بناء أطر موثوقة ومتوافقة مع طبيعة كل سوق، بدلا من السعي إلى أكبر عدد ممكن من المنتجات أو تطبيق نموذج موحد على جميع الأسواق والتشريعات.

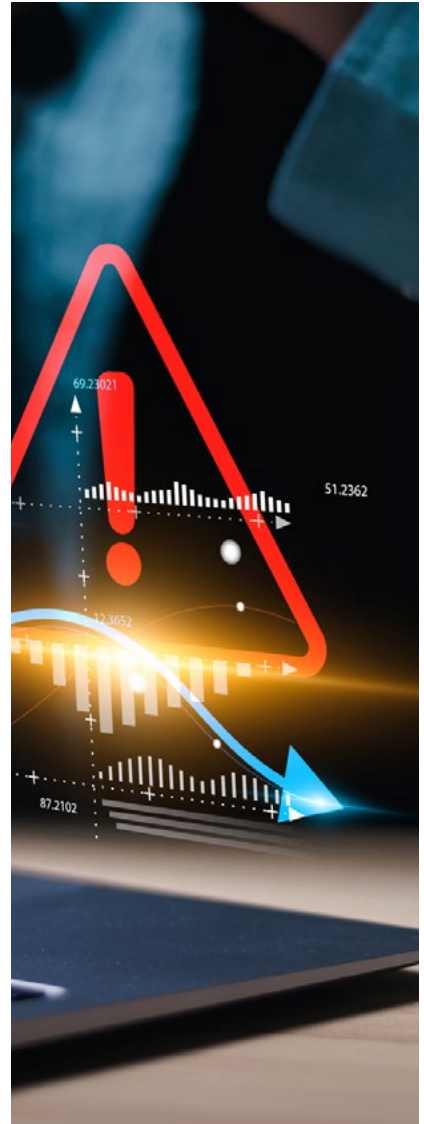
تتماشى صناديق المؤشرات وصناديق الاستثمار العقاري مع الأولويات الإقليمية، بما في ذلك تنوع المنتجات وتوفير إمكانية الوصول للاستثمارات غير النشطة (Passive)، والاستثمارات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وأدوات الدخل الثابت، والاستثمار العقاري.

يمكن للمؤشرات الإقليمية وصناديق المؤشرات المتداولة أن تتيح فرصة الاستثمار في عدة أسواق عربية من خلال منتج واحد، إلا أن ذلك يتطلب وجود مؤشرات مرجعية قابلة للاستثمار، بيانات موثوقة، وإمكانية الوصول إلى الأوراق المالية الأساسية، بالإضافة إلى عقد اتفاقيات حول توافق إجراءات التسوية.

بالمثل، يمكن للقطاع العقاري الكبير في المنطقة أن يوفر أصول مدرة للدخل لصالح الصناديق العقارية المتداولة، شريطة توافر الإدارة الملائمة، والتقييم السليم، وإجراءات حماية المستثمرين.

يمكن لصناديق المؤشرات وصناديق الاستثمار العقاري زيادة إمكانية وصول المستثمرين للأسواق المال وتنوع نطاق الأصول المالية والعقارية المدرجة، ولكن هذا النوع من الاستثمارات ينطوي على مخاطر خاصة به. قد يواجه مستثمرو صناديق المؤشرات مخاطر تقلبات السوق، أو علاوات أو خصومات على صافي قيمة الأصول، أو فروق في التتبع، أو قيود على السيولة، أو رسوم مفروضة.

أما مستثمرو صناديق الاستثمار العقاري فقد يواجهون مخاطر سوق العقارات والتقييم، تركيز المستأجرين، الرفع المالي، مخاطر أسعار الفائدة، والتغيرات في التوزيعات. من هذا المنطلق، تعد منظومة الإفصاح الواضحة وتثقيف المستثمرين أمرين أساسيين في هذا المجال، حيث تعتمد خصائص المنتجات ومخاطرها على الأصول الأساسية، والهيكل، والإدارة، وبيئة التداول.



منهجية الدراسة ونتائجها

المنهجية والغرض

تبحث هذه الدراسة الاستقصائية في مدى توافر المنتجات، والمنظومة الأوسع الداعمة لإصدار مثل هذا النوع من الصناديق، التداول، السيولة، الإفصاح ومشاركة المستثمرين.

يتكون الاستبيان الخاص بها من عشرة أسئلة حول صناديق المؤشرات والاستثمار العقاري المتوفرة في الأسواق العربية وأنواعها، أهداف التطوير، المكونات الأساسية للمنظومة الداعمة، قيود السوق، الإجراءات المتعلقة بصناع السوق، متطلبات الإفصاح، الإدراج المزدوج والترخيص المتبادل (Passporting)، المؤشرات المرجعية الدولية، وفرص التعاون الإقليمي.

يجمع الاستبيان بين عناصر واقعية وأخرى استشرافية؛ حيث عندما ميزت البورصات المشاركة في الاستبيان بين الترتيبات القائمة والمقترحة، فقد جرى الحفاظ على هذا التمييز في التحليل. أما في الحالات التي لم نرى فيها أي تمييز، فقد فسرنا نتائجها تفسير متحفظ.

تقدم الدراسة الاستقصائية نظرة إقليمية شاملة استناداً إلى المعلومات التي أفادت بها البورصات المشاركة. وهي ليست تقييم قانوني رسمي لكل بورصة على حدة، ولا تقييم كمي لآداء المنتجات، بل تحدد أنماط التطور الإقليمي، والقيود المشتركة، والمجالات التي من الممكن أن يضيف فيها تنسيق اتحاد أسواق المال العربية قيمة مضافة.

البورصات العربية المشاركة

تلقت هذه الدراسة ردود من 13 بورصة عربية: سوق أبوظبي للأوراق المالية (ADX)، بورصة عمان (ASE)، بورصة البحرين (BHB)، بورصة الدار البيضاء (CSE)، سوق دبي المالي (DFM)، البورصة المصرية (EGX)، سوق العراق للأوراق المالية (ISX)، بورصة الكويت (BK)، بورصة مسقط (MSX)، بورصة فلسطين (PEX)، بورصة قطر (QSE)، السوق المالية السعودية - تداول (Tadawul)، وبورصة تونس (TSE).

هناك تباين بين البورصات المشاركة من حيث الحجم السوقي، السيولة، مشاركة المستثمرين، نضج الأطر التنظيمية، وتوافر المنتجات؛ من أسواق لديها منتجات قائمة، إلى أخرى لديها أطر تنظيمية تمكينية دون إدراجات فعلية، أو تفتقر إلى أطر متخصصة.

لذلك، تختلف احتياجات التطوير من سوق إلى أخرى بحسب مستوى الجاهزية؛ بدءاً من طرح منتجات أولية، وصولاً إلى تنويع المنتجات القائمة أو تسهيل الانتشار عبر الحدود.

نظرة عامة على النتائج

ما تزال المنطقة تشهد حالة من عدم التكافؤ في مدى تطور صناديق المؤشرات والاستثمار العقاري المتداولة في أسواقها؛ حيث سجلت 8 بورصات من أصل 13 بورصة مشاركة إدراج واحد على الأقل؛ وأفادت 5 بورصات وجود عمليات إدراج لصناديق المؤشرات المتداولة، وسجلت 6 بورصات عمليات إدراج لصناديق عقارية أو أدوات استثمار عقاري، بينما سجلت 3 بورصات إدراج لكلا الفئتين معاً. لم تؤد دائماً الموافقات التنظيمية والقانونية إلى تطوير السوق. فالمغرب وفلسطين تسمحان بالمنتجين معاً لكنهما لم تفيدا بوجود أي عمليات إدراج؛ والأردن أشار إلى أن الأطر التنظيمية ذات الصلة لا تزال قيد الدراسة، بينما أفادت العراق وتونس بعدم وجود إطار تنظيمي متخصص.

لاحظنا أيضاً أن البنية التحتية الأساسية للبورصات وللعمليات اللاحقة لعملية التداول تتوافر بصورة أكبر من الوظائف المتخصصة مثل الوسطاء المعتمدين، صناع السوق، وموارد تثقيف المستثمرين.

تتلخص الأهداف الرئيسية في توسيع نطاق الوصول إلى منتجات متنوعة وتحسين السيولة، بينما تضمنت التحديات الرئيسية محدودية وعي المستثمرين، ونقص الجهات المؤهلة لإصدار صناديق المؤشرات، وانخفاض السيولة في السوق الثانوية، ومحدودية قدرة إدارة صناديق الاستثمار العقاري، وعدم كفاية دعم صناعة السوق.

بشكل عام، تشير النتائج إلى أن التحدي لا يقتصر على الأطر القانونية، بل يمتد إلى المنظومة ككل؛ إذ يتطلب تطوير منتجات قابلة للاستمرار وجود مؤسسات، بنية تحتية، سيولة وطلب من المستثمرين.

المشهد العام

أفادت خمس بورصات امتلاكها لصناديق مؤشرات، وست بورصات عن توافر صناديق استثمار عقاري أو أدوات استثمار عقاري مدرجة في البورصة. وهناك أسواق مثل بورصة دبي ومصر والسعودية لديها الفئتان معا. وفي دول مثل المغرب وفلسطين، تسمح الجهات الرقابية بوجود هذا النوع من الصناديق، ولكن دون أي إدراج رسمي في أسواقهما. وفي الأردن، ما يزال الأمر قيد الدراسة، بينما العراق وتونس يفتقران للآطر التنظيمية المتخصصة.

حالة السوق	البورصات
كل من صناديق المؤشرات والاستثمار العقاري مدرجة	دبي ومصر وتداول
صناديق المؤشرات مدرجة، والاستثمار العقاري غير مدرجة	أبوظبي وقطر
صناديق استثمار عقاري مدرجة، وصناديق مؤشرات غير مدرجة	البحرين والكويت ومسقط
مسموح بإدراج الفئتين، دون وجود عمليات إدراج فعلية	الدار البيضاء وفلسطين
منتجات قيد الدراسة الرقابية والتنظيمية	عمان
لا توجد أطر عمل لكلا الفئتين	العراق وتونس

تعكس النتائج مراحل متفاوتة من التطور بين أسواق المنطقة، بدءا من الأسواق التي لا تزال المنتجات فيها قيد الدراسة التنظيمية، وصولا إلى الأسواق التي تسمح بإحداها أو كليهما دون إدراجات فعلية.

ولا تضمن الأطر التنظيمية وحدها إطلاق هذه المنتجات فعليا؛ إذ قد تحتاج الأسواق التي تسمح بها دون إدراجات إلى بناء قاعدة من الجهات المصدرة، ووضع ترتيبات لصناعة السوق، تطوير قنوات التوزيع/ الانتشار، وتعزيز طلب المستثمرين.



السيولة وتنوع المنتجات

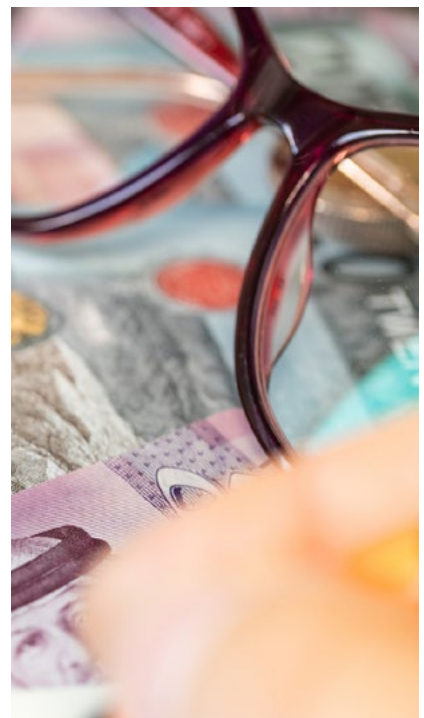
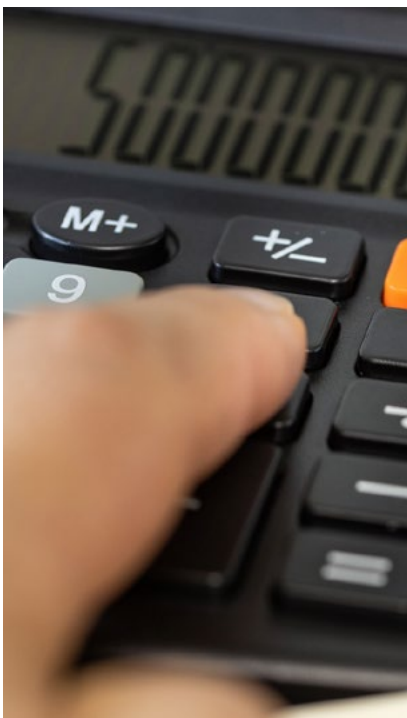
كانت صناديق المؤشرات المتداولة التي تستثمر في الأسهم (Equity Index ETFs) هي الفئة الأكثر شيوعاً من صناديق المؤشرات، حيث أفادت بها سبع أسواق، تليها الصناديق المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في خمس أسواق، ثم صناديق الدخل الثابت أو الصكوك في ثلاث أسواق. وتتفاوت حالتها بين الإدراج، أو وجود موافقات رقابية بإدراجها، أو استمرار وضعها قيد الدراسة التنظيمية.

أما صناديق القطاعات، والسلع، والصناديق المعنية بالحوكمة البيئية والاجتماعية والمؤسسية (ESG) أو الاستدامة، فقد أفادت بها الكويت والسعودية فقط. وبما أن الكويت ليس لديها أي إدراج فعلي لصناديق المؤشرات المتداولة، فإن هذه الردود تشمل فئات ينظر إليها على أنها ذات صلة بالتطوير المستقبلي، وليس فقط منتجات حالية متداولة.

على مستوى صناديق الاستثمار العقاري أو أدوات الاستثمار العقاري المدرجة، قد أفيد بوجودها في ست أسواق.

فئة المنتج	البورصات التي أفادت بتوافره
صناديق المؤشرات المستثمرة في الأسهم	أبوظبي، والدار البيضاء، ودبي، ومصر، والكويت، وقطر، والسعودية
صناديق الاستثمار العقاري أو أدوات الاستثمار العقاري المدرجة	البحرين، ودبي، ومصر، والكويت، ومسقط، والسعودية
الصناديق المتوافقة مع الشريعة الإسلامية	أبوظبي، ودبي، والكويت، وقطر، والسعودية
صناديق الدخل الثابت أو الصكوك	أبوظبي، والكويت، والسعودية
صناديق القطاعات	الكويت والسعودية
الصناديق السلعية	الكويت والسعودية
الصناديق المعنية بالحوكمة البيئية والاجتماعية والمؤسسية (ESG) أو الاستدامة	الكويت والسعودية

لا يزال المشهد الإقليمي لصناديق المؤشرات المتداولة متركزاً حول منتجات مؤشرات الأسهم والمنتجات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، في حين لا تزال الفئات الأكثر تخصصاً محدودة. وفي هذه المرحلة، ينبغي أن يُعطي التوسع الأولوية للمنتجات ذات الأصول الأساسية المناسبة، كما يجب أن تكون هذه المنتجات عليها طلب من المستثمرين، وضمن قدرات الجهات المصدرة، ومدعومة من صناع السوق.



الأهداف ومشاركة المستثمرين

كان توسيع نطاق وصول المستثمرين إلى منتجات متنوعة هو الهدف الرئيسي، حيث اختارته 11 بورصة، ويليها تحسين سيولة السوق، الذي اختارته 10 بورصات. أما جذب المستثمرين الأجانب، ودعم الاستراتيجيات الخاصة بالاستثمار غير النشط (Passive) وتلك التي تتبع المؤشرات، وتمكين المشاركة في القطاع العقاري من خلال صناديق الاستثمار العقاري المتداولة، فقد اختارتهما سبع بورصات.

كما اختار ستة مشاركون تشجيع مشاركة المستثمرين الأفراد. واختارت خمس بورصات كلا من تطوير المنتجات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والتكامل الإقليمي. وحددت أبوظبي والسعودية تطوير الوصول إلى سوق الدخل الثابت أو الصكوك كهدف استراتيجي.

الهدف الاستراتيجي	البورصات التي اختارت الهدف
توسيع نطاق وصول المستثمرين إلى منتجات متنوعة	سوق أبوظبي للأوراق المالية؛ بورصة عمان؛ بورصة البحرين؛ بورصة الدار البيضاء؛ سوق دبي المالي؛ البورصة المصرية؛ بورصة مسقط؛ بورصة فلسطين؛ بورصة قطر؛ السوق المالية السعودية (تداول)؛ بورصة تونس
تحسين سيولة السوق	سوق أبوظبي للأوراق المالية؛ بورصة عمان؛ بورصة البحرين؛ بورصة الدار البيضاء؛ سوق دبي المالي؛ بورصة الكويت؛ بورصة مسقط؛ بورصة فلسطين؛ السوق المالية السعودية (تداول)؛ بورصة تونس
جذب المستثمرين الأجانب	سوق أبوظبي للأوراق المالية؛ بورصة عمان؛ سوق دبي المالي؛ بورصة الكويت؛ بورصة مسقط؛ بورصة فلسطين؛ السوق المالية السعودية (تداول)
دعم استراتيجيات الاستثمار غير النشطة وتلك التي تتبع المؤشرات	سوق أبوظبي للأوراق المالية؛ بورصة عمان؛ سوق دبي المالي؛ البورصة المصرية؛ بورصة الكويت؛ بورصة مسقط؛ السوق المالية السعودية (تداول)
دعم المشاركة العقارية من خلال صناديق الاستثمار العقاري	بورصة البحرين؛ سوق دبي المالي؛ البورصة المصرية؛ بورصة الكويت؛ بورصة مسقط؛ بورصة فلسطين؛ السوق المالية السعودية (تداول)
تشجيع مشاركة الأفراد	سوق دبي المالي؛ البورصة المصرية؛ بورصة الكويت؛ بورصة مسقط؛ بورصة فلسطين؛ السوق المالية السعودية (تداول)
تعزيز منتجات الاستثمار المتوافقة مع الشريعة الإسلامية	سوق أبوظبي للأوراق المالية؛ بورصة البحرين؛ سوق دبي المالي؛ بورصة فلسطين؛ السوق المالية السعودية (تداول)
دعم التكامل الإقليمي والاستثمار عبر الحدود	سوق أبوظبي للأوراق المالية؛ بورصة البحرين؛ بورصة الكويت؛ بورصة مسقط؛ السوق المالية السعودية (تداول)
تطوير الوصول إلى سوق الدخل الثابت أو الصكوك	سوق أبوظبي للأوراق المالية؛ السوق المالية السعودية (تداول)

تظهر النتائج أن البورصات المشاركة لا تنظر إلى صناديق المؤشرات المتداولة وصناديق الاستثمار العقاري باعتبارها مجرد أوراق مالية إضافية، بل كأدوات للتنويع، تعزيز السيولة وتوسيع قاعدة المستثمرين. لكن تحقيق هذه الأهداف لا يعتمد على الإدراج وحده؛ إذ تتوقف مساهمة هذه الصناديق في السيولة والمشاركة على تصميم المنتج، قنوات التوزيع، الانتشار، والتكلفة، فهم المستثمرين، وتوافر مزودي سيولة فعالين.

متطلبات صناديق المؤشرات والاستثمار العقاري

قيمت الدراسة المكونات الهيكلية الرئيسية اللازمة لأسواق صناديق المؤشرات وصناديق الاستثمار العقاري. وجاءت البنية التحتية للإيداع المركزي والتسوية في الصدارة، إذ أفادت بتوافرها عشر بورصات، تليها خدمات أمناء الحفظ أو أمناء الصناديق في تسع بورصات.

أفادت ثمانية بورصات بوجود مديري صناديق الاستثمار العقاري أو صناديق العقارات، وقواعد إدراج تنظيمية واضحة، وآليات صافي قيمة الأصول (NAV) اليومية أو الاسترشادية، وترتيبات الإنشاء والاسترداد. وحددت سبع بورصات مصدري صناديق الاستثمار المتداولة أو مديري الأصول، ومزودي المؤشرات.

أما وظائف السيولة الأكثر تخصصاً، فكانت أقل شيوعاً. فقد حددت ست بورصات صناع السوق أو مزودي السيولة، بينما أفادت خمس بورصات بوجود وسطاء معتمدين. وأشارت مصر إلى أن الإطار التنظيمي ذا الصلة بكليهما قيد التطوير.

المكون	البورصات التي أفادت بتوافره
البنية التحتية لأنظمة الإيداع المركزي للأوراق المالية والتسوية	سوق أبوظبي للأوراق المالية؛ بورصة عمان؛ بورصة البحرين؛ بورصة الدار البيضاء؛ سوق دبي المالي؛ البورصة المصرية؛ بورصة الكويت؛ بورصة مسقط؛ بورصة فلسطين؛ السوق المالية السعودية (تداول)
أمناء الحفظ أو أمناء الصناديق	سوق أبوظبي للأوراق المالية؛ بورصة عمان؛ بورصة البحرين؛ بورصة الدار البيضاء؛ سوق دبي المالي؛ البورصة المصرية؛ بورصة الكويت؛ بورصة مسقط؛ بورصة قطر؛ السوق المالية السعودية (تداول)
مدراء صناديق الاستثمار العقاري أو صناديق العقارات	بورصة البحرين؛ بورصة الدار البيضاء؛ سوق دبي المالي؛ البورصة المصرية؛ بورصة الكويت؛ بورصة مسقط؛ بورصة قطر؛ السوق المالية السعودية (تداول)
قواعد إدراج تنظيمية واضحة	بورصة عمان؛ بورصة البحرين؛ بورصة الدار البيضاء؛ سوق دبي المالي؛ البورصة المصرية؛ بورصة الكويت؛ بورصة مسقط؛ السوق المالية السعودية (تداول)
آليات صافي قيمة الأصول (NAV) اليومية أو الاسترشادية	سوق أبوظبي للأوراق المالية؛ بورصة البحرين؛ سوق دبي المالي؛ البورصة المصرية؛ بورصة الكويت؛ بورصة مسقط؛ بورصة قطر؛ السوق المالية السعودية (تداول)
آليات الإنشاء والاسترداد	بورصة البحرين؛ بورصة الدار البيضاء؛ سوق دبي المالي؛ البورصة المصرية؛ بورصة الكويت؛ بورصة مسقط؛ بورصة قطر؛ السوق المالية السعودية (تداول)
مصدرو صناديق الاستثمار المتداولة أو مديرو الأصول	سوق أبوظبي للأوراق المالية؛ بورصة الدار البيضاء؛ سوق دبي المالي؛ البورصة المصرية؛ بورصة الكويت؛ بورصة قطر؛ السوق المالية السعودية (تداول)
مزودو/مبتكرو المؤشرات	سوق أبوظبي للأوراق المالية؛ بورصة الدار البيضاء؛ سوق دبي المالي؛ البورصة المصرية؛ بورصة الكويت؛ بورصة قطر؛ السوق المالية السعودية (تداول)
صناع السوق أو مزودو السيولة	سوق أبوظبي للأوراق المالية؛ بورصة الدار البيضاء؛ سوق دبي المالي؛ البورصة المصرية؛ بورصة الكويت؛ بورصة قطر؛ السوق المالية السعودية (تداول)
أطر الحوكمة الشرعية	سوق أبوظبي للأوراق المالية؛ بورصة البحرين؛ سوق دبي المالي؛ بورصة مسقط؛ بورصة فلسطين؛ بورصة قطر
الوسطاء المعتمدون	سوق أبوظبي للأوراق المالية؛ سوق دبي المالي؛ بورصة الكويت؛ بورصة قطر؛ السوق المالية السعودية (تداول)
مواد تثقيف المستثمرين	سوق دبي المالي؛ بورصة مسقط؛ بورصة قطر؛ السوق المالية السعودية (تداول)
إطار ضريبي محدد بوضوح	سوق دبي المالي

تشير النتائج إلى أن البنية التحتية الأساسية لأسواق المال وبنية المرحلة اللاحقة لعملية التداول أكثر تطوراً من المكونات التجارية والتشغيلية المتخصصة اللازمة لأسواق صناديق المؤشرات المتداولة. وقد تؤدي محدودية توافر الوسطاء المعتمدين وصناع السوق إلى تقييد عمليات الإصدار والسيولة حتى في وجود قواعد الإدراج وترتيبات التسوية.

من الأمور اللافتة للنظر بوجه خاص محدودية توافر مواد تثقيف المستثمرين، لأن وعي المستثمرين كان من أكثر التحديات شيوعاً. ويكشف هذا التفاوت عن مجال واضح للتدخل.

قد حدد سوق دبي المالي وحده إطار ضريبي كمكون متاح من مكونات المنظومة. ولا يعني هذا بالضرورة أن الأسواق الأخرى تفتقر إلى إجراءات مماثلة قابلة للتطبيق، بل قد يشير إلى أن المعالجة الضريبية غير معترف بها صراحةً ضمن أطر صناديق الاستثمار المتداولة وصناديق الاستثمار العقاري لديها.





التحديات

من أبرز تحديات هذه الصناعة انخفاض وعي المستثمرين، وقلة جهات الإصدار المؤهلة، وانخفاض السيولة في السوق الثانوية، حيث إن هذه الأمور خصتها بالذكر سبع بورصات.

أشارت ست بورصات إلى العدد المحدود لمديري صناديق الاستثمار العقاري أو الأصول العقارية المؤهلة. وأفادت خمس بورصات لكل من عدم وجود صناع السوق أو مزودي السيولة، وعدم كفاية الحوافز الممنوحة للجهات المصدرة أو صناع السوق.

نوهت بورصتا عمان ومسقط إلى وجود حالة من الغموض التنظيمي محيطة بهذه الصناعة في بلدهما، كما توصلت الدراسة لأربعة تحديات أخرى - كل تحدي من التحديات الأربعة أفادت به بورصة واحدة فقط. وهذه التحديات الأربع: محدودية توافر المعايير/المؤشرات المرجعية، والقيود التشغيلية، وعدم وضوح عملية الإنشاء والاسترداد، وصعوبات متعلقة بالهيكل الضريبية أو القانونية.

التحدي	البورصات التي أفادت به
انخفاض وعي المستثمرين	سوق أبوظبي للأوراق المالية؛ بورصة عمان؛ بورصة البحرين؛ بورصة الدار البيضاء؛ سوق دبي المالي؛ البورصة المصرية؛ بورصة الكويت
قلة الجهات المؤهلة لإصدار صناديق المؤشرات المتداولة	سوق أبوظبي للأوراق المالية؛ بورصة عمان؛ بورصة البحرين؛ سوق دبي المالي؛ البورصة المصرية؛ بورصة الكويت؛ بورصة مسقط
انخفاض السيولة في السوق الثانوية	بورصة البحرين؛ سوق دبي المالي؛ بورصة الكويت؛ بورصة مسقط؛ بورصة قطر؛ السوق المالية السعودية (تداول)؛ بورصة تونس
العدد المحدود لمديري صناديق الاستثمار العقاري أو الأصول المؤهلة	بورصة عمان؛ بورصة البحرين؛ سوق دبي المالي؛ البورصة المصرية؛ بورصة الكويت؛ بورصة مسقط
عدم وجود صناع السوق أو مزودي السيولة	بورصة عمان؛ بورصة البحرين؛ البورصة المصرية؛ بورصة مسقط؛ بورصة تونس
عدم كفاية الحوافز لجهات الإصدار أو صناع السوق	بورصة عمان؛ البورصة المصرية؛ بورصة الكويت؛ بورصة فلسطين؛ بورصة قطر
عدم اليقين التنظيمي أو المتعلق بالترخيص	بورصة عمان؛ بورصة مسقط
محدودية توافر المؤشرات أو المعايير المرجعية	بورصة البحرين
قيود الحفظ أو التسوية أو القيود التشغيلية	بورصة مسقط
عدم وضوح عملية الإنشاء والاسترداد	بورصة قطر
صعوبات الهيكل الضريبية أو القانونية	بورصة تونس

يتبين مما تقدم أن العوائق الرئيسية تتجاوز الجانب التنظيمي. فحتى في وجود الأطر الرسمية، قد يعوق تطوير المنتجات محدودية العرض والطلب وقنوات الانتشار وانخفاض السيولة. إضافة إلى ذلك، تزيد التحديات المذكورة من وطأة بعضها البعض، فانخفاض الوعي يضعف الطلب ويثبط من عزيمة جهات الإصدار؛ وقاعدة المنتجات الصغيرة تقلل الجاذبية التجارية لصناع السوق؛ وانخفاض السيولة يحد من المشاركة بشكل أكبر. لذا، يتطلب التطوير المستدام تدخل منسق عبر سلسلة من تطوير المنتجات.

نقاط التطوير

السيولة

استقصت الدراسة آليات صناعة السوق أو دعم السيولة التي تُطبق حالياً أو ينبغي أن تُطبق على صناديق المؤشرات المتداولة وصناديق الاستثمار العقاري. وكانت آليتا إلزام صناديق الاستثمار المتداولة بتعيين صناع سوق، وحواجز البورصات لمزودي السيولة، هما الآليتان الرائدتان، حيث حددت كلا منهما ثمانين بورصات.

اختار ستة مشاركين إلزام صناديق الاستثمار العقاري بتعيين صناع سوق والالتزام بفروق الأسعار. واختار خمسة مشاركين رد جزء من الرسوم المفروضة (حسومات الرسوم)، وتحديد حد أدنى لأحجام عروض الأسعار، ومتطلبات الحد الأدنى للتواجد في السوق، بينما حدد أربعة مشاركين ترتيبات صناعة السوق الطوعية.

الآلية	البورصات التي حددت الآلية
إلزام كل صندوق مؤشرات بتعيين صانع سوق	بورصة عمان؛ بورصة الدار البيضاء؛ سوق دبي المالي؛ بورصة الكويت؛ بورصة مسقط؛ بورصة قطر؛ السوق المالية السعودية (تداول)؛ بورصة تونس
حواجز البورصات لمزودي السيولة	سوق أبوظبي للأوراق المالية؛ بورصة عمان؛ بورصة البحرين؛ سوق دبي المالي؛ البورصة المصرية؛ بورصة الكويت؛ بورصة مسقط؛ السوق المالية السعودية (تداول)
إلزام كل صندوق استثمار عقاري بتعيين صانع سوق	بورصة عمان؛ بورصة الدار البيضاء؛ سوق دبي المالي؛ البورصة المصرية؛ بورصة مسقط؛ بورصة قطر
الالتزام بفروق الأسعار	سوق أبوظبي للأوراق المالية؛ بورصة عمان؛ سوق دبي المالي؛ بورصة الكويت؛ بورصة مسقط؛ بورصة قطر
حسومات الرسوم أو تخفيض رسوم التداول	بورصة عمان؛ بورصة البحرين؛ سوق دبي المالي؛ بورصة الكويت؛ بورصة قطر
الالتزام بالحد الأدنى لأحجام عروض الأسعار	سوق أبوظبي للأوراق المالية؛ سوق دبي المالي؛ البورصة المصرية؛ بورصة الكويت؛ بورصة قطر
الحد الأدنى للتواجد خلال ساعات التداول	سوق أبوظبي للأوراق المالية؛ سوق دبي المالي؛ البورصة المصرية؛ بورصة الكويت؛ بورصة قطر
ترتيبات صناعة السوق الطوعية	سوق دبي المالي؛ البورصة المصرية؛ بورصة الكويت؛ بورصة مسقط
لا يوجد إطار مخصص لصناعة السوق	سوق دبي المالي وبورصة فلسطين

ميّزت دبي بين الآليات المطبقة فعلاً والآليات التي ينبغي أن تطبق. فقد أفادت بأن صناعة السوق الطوعية، وحواجز البورصات، وحسومات الرسوم، ومتطلبات التسعير التشغيلية، هي آليات قائمة، في حين أن التعيينات الإلزامية لصناع السوق هي إجراءات ينبغي أن تطبق. والإشارة إلى غياب إطار رسمي متخصص يعني أن المعالجة قد تختلف حسب المنتج أو قطاع السوق.

بصورة عامة، تُظهر الدراسة دعم إقليمي واسع لوضع ترتيبات هيكلية للسيولة، تجمع بين التعيين الرسمي لصناع السوق، وفرض التزامات قابلة للقياس بشأن التسعير والتواجد، وإقرار حواجز مرتبطة بالأداء.



متطلبات الإفصاح

كان الإفصاح عن صافي قيمة الأصول الاسترشادي خلال جلسة التداول هو مطلب الإفصاح الرائد، حيث اختارته تسع بورصات مشاركة في الدراسة. وفي المرتبة التالية، يأتي إعداد تقارير تقييم الأصول العقارية، وهو المطلب الذي حددته ثمانية بورصات. وأما سبعة بورصات بأهمية الإفصاح عن مكونات المحفظة.

أما الإفصاح عن صافي قيمة الأصول اليومي، منهجية المؤشر، الرسوم، معلومات السيولة، وسياسات التوزيع، فقد حددتها ست بورصات. واختارت خمس بورصات الإفصاح المتعلق بالشريعة الإسلامية، بينما حددت أربع بورصات الإفصاح عن خطأ التتبع، الإفصاح المتعلق بالحوكمة البيئية والاجتماعية والمؤسسية (ESG).

متطلبات الإفصاح	البورصات التي حددته
صافي قيمة الأصول الاسترشادي خلال جلسة التداول	سوق أبوظبي للأوراق المالية؛ بورصة الدار البيضاء؛ سوق دبي المالي؛ بورصة الكويت؛ بورصة مسقط؛ بورصة فلسطين؛ بورصة قطر؛ السوق المالية السعودية (تداول)؛ بورصة تونس
تقارير تقييم الأصول العقارية	بورصة عمان؛ بورصة البحرين؛ سوق دبي المالي؛ البورصة المصرية؛ بورصة الكويت؛ بورصة مسقط؛ بورصة قطر؛ السوق المالية السعودية (تداول)
الإفصاح عن مكونات المحفظة	بورصة البحرين؛ بورصة الدار البيضاء؛ سوق دبي المالي؛ بورصة الكويت؛ بورصة مسقط؛ بورصة قطر؛ السوق المالية السعودية (تداول)
الإفصاح عن صافي قيمة الأصول اليومي	سوق أبوظبي للأوراق المالية؛ بورصة الكويت؛ بورصة مسقط؛ بورصة فلسطين؛ بورصة قطر؛ السوق المالية السعودية (تداول)
الإفصاح عن منهجية المؤشر	سوق دبي المالي؛ بورصة الكويت؛ بورصة مسقط؛ بورصة فلسطين؛ بورصة قطر؛ السوق المالية السعودية (تداول)
الإفصاح عن الرسوم ونسبة المصروفات	سوق دبي المالي؛ البورصة المصرية؛ بورصة الكويت؛ بورصة مسقط؛ بورصة قطر؛ السوق المالية السعودية (تداول)
الإفصاح عن السيولة وحجم التداول	بورصة البحرين؛ سوق دبي المالي؛ بورصة الكويت؛ بورصة مسقط؛ بورصة قطر؛ السوق المالية السعودية (تداول)
الإفصاح عن سياسة توزيع الأرباح أو التوزيعات	سوق أبوظبي للأوراق المالية؛ بورصة البحرين؛ سوق دبي المالي؛ بورصة مسقط؛ بورصة قطر؛ السوق المالية السعودية (تداول)
الإفصاح عن نتائج التدقيق الشرعي أو تقارير هيئة الرقابة الشرعية	سوق دبي المالي؛ بورصة الكويت؛ بورصة مسقط؛ بورصة قطر؛ السوق المالية السعودية (تداول)
الإفصاح عن خطأ التتبع	سوق دبي المالي؛ بورصة الكويت؛ بورصة قطر؛ السوق المالية السعودية (تداول)
الإفصاح المتعلق بالحوكمة البيئية والاجتماعية والمؤسسية أو الاستدامة	بورصة البحرين؛ البورصة المصرية؛ بورصة مسقط؛ بورصة قطر

علاوة على ذلك، طالبت البحرين بالإفصاح عن القوائم المالية المدققة والتقارير الشهرية لصافي قيمة أصول صناديق الاستثمار العقاري، في حين أدرجت دبي القوائم المالية ضمن متطلباتها الحالية.

تختلف متطلبات الإفصاح حسب نوع المنتج الاستثماري؛ إذ تتطلب صناديق المؤشرات تحديثات مستمرة بشأن صافي قيمة الأصول، مكونات المحفظة، منهجية المؤشر الاسترشادي، جدوى تتبع المؤشر، والتكاليف. من ناحية أخرى، تتطلب صناديق الاستثمار العقاري معلومات تفصيلية حول تقييم العقارات، الدخل، التوزيعات، نسبة الرفع المالي، والحوكمة. ويُشترط في المنتجين شفافية الإفصاح عن الرسوم، مستويات السيولة، والمخاطر الجوهرية.



الإدراج المزدوج والتكامل الإقليمي

تسمح ست بورصات بالإدراج المزدوج لصناديق المؤشرات أو قد توافق عليه تنظيمياً، بينما قد تسمح أربع بورصات بتداول صناديق مؤشرات أجنبية محلياً، وتسمح ثلاث بورصات بالإدراج المزدوج لصناديق الاستثمار العقاري.

من جهة أخرى، أفادت الكويت وعمان بإمكانية إدراج المنتجات المحلية أو توزيعها في الخارج، وأن الترتيبات المتعلقة بالترخيص المتبادل إقليمي (Regional Passporting) قيد الدراسة حالياً.

البورصات التي حددت الترتيب	ترتيبات الاعتراف البيئي
سوق أبوظبي للأوراق المالية؛ بورصة البحرين؛ سوق دبي المالي؛ بورصة الكويت؛ بورصة مسقط؛ بورصة قطر	الإدراج المزدوج لصناديق المؤشرات مسموح أو خاضع لموافقة الجهات التنظيمية
بورصة البحرين؛ سوق دبي المالي؛ بورصة الكويت؛ بورصة مسقط	قد يُسمح بصناديق المؤشرات الأجنبية للتداول المحلي
سوق دبي المالي؛ بورصة الكويت؛ بورصة مسقط	الإدراج المزدوج لصناديق الاستثمار العقاري مسموح
بورصة الكويت؛ بورصة مسقط	المنتجات المحلية قد تُدرج أو تُوزع في الخارج
بورصة الكويت؛ بورصة مسقط	الترخيص المتبادل إقليمياً قيد الدراسة

كشفت بورصة مصر بأن الإدراج المزدوج غير مسموح به حالياً. وحددت الأردن والمغرب وفلسطين والسعودية وتونس عدم وجود ترتيبات سارية، بينما لم تقدم بورصة العراق رد موضوعي.

نستنتج وجود مسارات للاستثمار عبر الحدود، لكنها لا تزال مجزأة وخاضعة للموافقات الوطنية. ومع اقتران دراسة ترتيبات الترخيص المتبادل الإقليمي على الكويت وعمان، لا يزال التوزيع الإقليمي المنسق في مرحلة مبكرة.

المؤشرات المرجعية الدولية والإقليمية

طلبت الدراسة من المشاركين تحديد الأسواق الدولية أو الإقليمية لصناديق المؤشرات وصناديق الاستثمار العقاري التي يمكن أن تكون نماذج يحتذى بها للأسواق رأس المال العربية. كانت السعودية والإمارات (أي سوق أبوظبي للأوراق المالية أو سوق دبي المالي) من أبرز الأسواق المرجعية إقليمياً.

عالمياً، وقع الاختيار على أسواق الولايات المتحدة الأمريكية، فيما يتعلق بسيولة صناديق المؤشرات المتداولة، عمق صناعة السوق، والابتكار في المنتجات. ووقع الاختيار أيضاً على الأسواق الأوروبية فيما يتعلق بأساليب المواءمة بين أسواقها، الترخيص المتبادل (Passporting) بين دولها، والانتشار المؤسسي. وذكرت أيضاً بعض الأسواق الآسيوية نظراً للتطور الذي تشهده بورصات هذه المنطقة، ومشاركة المستثمرين الأفراد.

السوق المرجعي أو النموذج	البورصات التي حددت السوق المرجعي
السوق السعودية لصناديق المؤشرات وصناديق الاستثمار العقاري	بورصة عمان؛ بورصة البحرين؛ بورصة الكويت؛ بورصة فلسطين
سوق الإمارات لصناديق المؤشرات وصناديق الاستثمار العقاري	سوق أبوظبي للأوراق المالية؛ بورصة عمان؛ بورصة البحرين؛ بورصة الكويت
سوق صناديق المؤشرات الأمريكية	بورصة البحرين؛ بورصة الكويت؛ بورصة فلسطين
سوق صناديق المؤشرات الأوروبية	بورصة الدار البيضاء؛ بورصة الكويت
أسواق آسيوية مختارة لصناديق المؤشرات	بورصة البحرين؛ بورصة الكويت
لم يُحدد سوق مرجعي معين	سوق دبي المالي؛ البورصة المصرية؛ بورصة مسقط؛ بورصة قطر؛ السوق المالية السعودية (تداول)؛ بورصة تونس

يشير الدور الريادي الذي تتمتع به السعودية والإمارات إلى أن التجربة الإقليمية قد تقدم دروس أكثر قابلية للتكيف مع الهياكل التنظيمية العربية، تركيبة المستثمرين، ومتطلبات الحوكمة الشرعية.

أولويات التطوير الإقليمي

طرح السؤال الأخير استفسار عن المبادرات التي قد تدعم تطوير صناديق المؤشرات المتداولة وصناديق الاستثمار العقاري على نحو أكثر فعالية عبر أسواق رأس المال العربية. وتصدر قائمة التوصيات المبادئ التوجيهية الإقليمية لصناديق المؤشرات المتداولة، وبرنامج تثقيف المستثمرين، وبناء القدرات للجهات المصدرة والوسطاء والجهات التنظيمية، حيث اختارت كل منها تسع بورصات. وفي المرتبة الثانية، وقع الاختيار على المبادئ التوجيهية الإقليمية لصناديق الاستثمار العقاري عبر ثماني بورصات.

دعم ستة مشاركين وضع إطار للإدراج المزدوج والترخيص المتبادل الإقليمي (Regional Passporting)، وإطار إقليمي لحواجز صناع السوق، فضلاً عن تكوين فريق عمل إقليمي معني بصناديق المؤشرات المتداولة وصناديق الاستثمار العقاري.

اختار خمسة مشاركين توحيد المصطلحات، وتطوير المؤشرات الإقليمية، والمعايير المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وتحسين الهياكل الضريبية أو القانونية.

التوصية	البورصات التي اختارت التوصية
المبادئ التوجيهية الإقليمية لصناديق المؤشرات المتداولة	سوق أبوظبي للأوراق المالية؛ بورصة عمان؛ بورصة الدار البيضاء؛ سوق دبي المالي؛ البورصة المصرية؛ سوق العراق للأوراق المالية؛ بورصة مسقط؛ بورصة فلسطين؛ السوق المالية السعودية (تداول)
برامج تثقيف المستثمرين	سوق أبوظبي للأوراق المالية؛ بورصة عمان؛ بورصة البحرين؛ سوق دبي المالي؛ بورصة الكويت؛ بورصة مسقط؛ بورصة قطر؛ السوق المالية السعودية (تداول)؛ بورصة تونس
بناء القدرات للجهات المصدرة والوسطاء والجهات التنظيمية	بورصة عمان؛ بورصة البحرين؛ سوق دبي المالي؛ البورصة المصرية؛ بورصة مسقط؛ بورصة فلسطين؛ بورصة قطر؛ السوق المالية السعودية (تداول)؛ بورصة تونس
المبادئ التوجيهية الإقليمية لصناديق الاستثمار العقاري	بورصة عمان؛ بورصة الدار البيضاء؛ سوق دبي المالي؛ البورصة المصرية؛ سوق العراق للأوراق المالية؛ بورصة مسقط؛ بورصة فلسطين؛ السوق المالية السعودية (تداول)
إطار للإدراج المزدوج أو الترخيص المتبادل الإقليمي	سوق أبوظبي للأوراق المالية؛ سوق دبي المالي؛ البورصة المصرية؛ سوق العراق للأوراق المالية؛ بورصة مسقط؛ السوق المالية السعودية (تداول)
إطار لحواجز صناع السوق	بورصة عمان؛ بورصة البحرين؛ سوق دبي المالي؛ بورصة مسقط؛ بورصة قطر؛ السوق المالية السعودية (تداول)
فريق عمل إقليمي معني بصناديق المؤشرات المتداولة وصناديق الاستثمار العقاري	بورصة البحرين؛ سوق دبي المالي؛ البورصة المصرية؛ بورصة الكويت؛ بورصة مسقط؛ السوق المالية السعودية (تداول)
المصطلحات والتعريفات الموحدة لصناديق المؤشرات المتداولة	بورصة عمان؛ سوق دبي المالي؛ بورصة الكويت؛ بورصة مسقط؛ السوق المالية السعودية (تداول)
تطوير المؤشرات الإقليمية	بورصة البحرين؛ سوق دبي المالي؛ البورصة المصرية؛ بورصة مسقط؛ السوق المالية السعودية (تداول)
المعايير المتوافقة مع الشريعة الإسلامية لصناديق المؤشرات المتداولة وصناديق الاستثمار العقاري	سوق أبوظبي للأوراق المالية؛ بورصة البحرين؛ سوق دبي المالي؛ بورصة مسقط؛ السوق المالية السعودية (تداول)
تحسين الهياكل الضريبية والقانونية	بورصة عمان؛ سوق دبي المالي؛ بورصة مسقط؛ السوق المالية السعودية (تداول)؛ بورصة تونس
معايير الإدراج والإفصاح المتناسقة	سوق دبي المالي؛ بورصة الكويت؛ بورصة مسقط؛ السوق المالية السعودية (تداول)

تجمع هذه الأولويات بين بناء القدرات على مستوى السوق والتنسيق الإقليمي. وتؤكد التوصيات الرائدة على الأسس العملية: مبادئ توجيهية واضحة، ومؤسسات قادرة، ومستثمرون على دراية ووعي كاف، وقدرة أقوى على تطوير المنتجات.

يشير الدعم المقدم لترتيبات العمل، والترخيص المتبادل (Passporting) الإقليمي، وتوحيد المصطلحات، والمؤشرات الإقليمية إلى وجود اهتمام يتجاوز المبادرات الوطنية المنعزلة.



تحليلات اقتصادية حصرية للشرق الأوسط

بتبسيط تعقيدات الأسواق سريعة التغير، نتخطى رصد
الحالي لفهم المتوقع ودعم صنع القرار يوميا.

امسح الرمز
للاطلاع على أحدث الأخبار
والتحليلات الاقتصادية



خارطة الطريق

المبادئ التوجيهية الإقليمية لصناديق المؤشرات وصناديق الاستثمار العقاري

يجب وضع مبادئ توجيهية إقليمية منفصلة لصناديق المؤشرات المتداولة وصناديق الاستثمار العقاري، تراعي اختلاف هياكلها ونماذج تشغيلها ومخاطرها، وتوفر مرجع مشترك دون أن تحل محل الأطر التنظيمية الوطنية.

ينبغي أن تتناول المبادئ التوجيهية لصناديق المؤشرات المتداولة تعريفات المنتجات، الأصول المؤهلة، مسؤوليات المديرين، المؤشرات/المعايير المرجعية، الوسطاء المعتمدين، آليات الإنشاء والاسترداد، صافي قيمة الأصول، معايير الإفصاح، صناعة السوق، وإجراءات عملية التسوية.

أما المبادئ التوجيهية لصناديق الاستثمار العقاري، فينبغي أن تغطي العقارات المؤهلة، مسؤوليات الجهات الراعية، مدراء الصناديق، التقييم المستقل، التوزيعات، الرفع المالي، المعاملات مع الأطراف ذات الصلة، الحوكمة، عمليات الحفظ، والإفصاح على مستوى كل عقار.

أخيراً، ينبغي أن تميز المبادئ التوجيهية بين الحد الأدنى من المتطلبات والأحكام الخاصة بالهيكل الأكثر تقدماً أو تعقيداً، بما يسمح بتطبيقها وفقاً لمدى جاهزية كل سوق.



توافق المصطلحات وإجراءات الإدراج ومعايير الإفصاح

من شأن توحيد تعريفات صناديق المؤشرات المتداولة وصناديق الاستثمار العقاري، الوسطاء المعتمدين، صناعة السوق، صافي قيمة الأصول وصافي قيمته الاسترشادية، فروق التتبع، عائد التوزيع، والمعاملات مع الأطراف ذات الصلة، أن يسهل مقارنة المنتجات والاعتراف بها عبر الأسواق.

ينبغي لقوائم الإفصاح – بالنسبة لصناديق المؤشرات – أن تغطي حيازات/مكونات المحفظة، المعايير المرجعية، أساليب التتبع، التكاليف، ومعدلات السيولة. أما بالنسبة لصناديق الاستثمار العقاري، فينبغي أن تغطي قوائم الإفصاح تركيبة المحفظة، التقييم، الدخل، التوزيعات، ومعدلات الرفع المالي.

أطر تحفيز الجهات المصدرة وصناع السوق

ينبغي أن تغطي مبادئ صناعة السوق النموذجية فروق الأسعار، أحجام العروض التي يلتزم بها صناع السوق، مدى التواجد في السوق، ومراقبة الأداء.

قد تقدم البورصات حسومات على الرسوم مرتبطة بالأداء أو حوافز أخرى، بينما قد يشمل دعم الجهات المصدرة تسريع الموافقات، تخفيض رسوم الإدراج، وتقديم إرشادات فنية.

قد يساعد التمويل الأولي لتأسيس الصناديق (Seed Capital) والاستثمارات التأسيسية عند طرحها (Cornerstone Investment)، المنتجات على تحقيق أحجام الاستثمارات الأولية المطلوبة، شريطة ألا يؤدي تركيز الملكية إلى تقييد الأسهم المتاحة للتداول العام أو تقييد التداول في السوق الثانوية.

المؤشرات الإقليمية والمعايير المتوافقة مع الشريعة الإسلامية

يمكن للمؤشرات الإقليمية أن تدعم صناديق المؤشرات التي تغطي الأسهم العربية، أو الصكوك، أو القطاعات، أو الموضوعات الاستثمارية. ينبغي أن تتناول منهجياتها السيولة، الأسهم الحرة المتاحة للتداول، الملكية الأجنبية، العملات، إمكانية الوصول إلى السوق، التقييم الخاص بالتداول، ومراجعات إعادة ترتيب الأوزان.

وعلى إدارات البورصات ومزودي المؤشرات وضع معايير مرجعية قابلة للاستثمار، وقادرة على الاستجابة لحجم الطلب الحقيقي. يمكن للحد الأدنى من المبادئ المشتركة بين صناديق المؤشرات وصناديق الاستثمار العقاري المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، أن تدعم ثقة المستثمرين والانتشار البيئي، إذ من المفترض أن تغطي هذه المبادئ عمليات الفرز الشرعي، الإشراف، والمراجعة، التطهير (التخلص من الإيرادات/الأرباح غير المتوافقة مع الشريعة)، وعمليات الإفصاح، مع السماح في الوقت نفسه باختلاف الاجتهادات والتفسيرات الفقهية.

توعية المستثمرين وبناء القدرات المؤسسية

يتعين على الجهات التنظيمية، والبورصات، والجهات المصدرة، والجمعيات المهنية توفير مواد توعية مبسطة حول هياكل صناديق المؤشرات وصناديق الاستثمار العقاري، مزاياها، تكاليفها ومخاطرها، موجهة للمستثمرين الأفراد والوسطاء والمؤسسات.

ينبغي أن يشمل بناء القدرات الجهات التنظيمية، البورصات، الجهات المصدرة، صناع السوق، أمناء الحفظ، أمناء الصناديق، والمقيمين، مع التركيز على الموافقة على المنتجات، آليات الإنشاء والاسترداد، التقييم، السيولة، الإفصاح، والانتشار البيئي.

إطار العمل الخاص بالإدراج المزدوج والترخيص المتبادل (Passporting)

ينبغي تطوير منظومة الإدراج المزدوج والترخيص المتبادل (Cross-listing & Passporting) تدريجياً على المستوى الإقليمي، بحيث تبدأ بوضع تعريفات موحدة، ومبادئ مشتركة للحد الأدنى من الإفصاح، وتبادل المعلومات، تليها مرحلة الاعتراف الثنائي أو إطلاق مشاريع تجريبية للإدراج المزدوج بين الأسواق المتوافقة.

يجب أن تشمل هذه المشروعات التجريبية الأولية منتجات استثمارية تتميز بالشفافية، وتستند إلى أصول أساسية ذات سيولة عالية، وتتمتع بحوكمة واضحة مع توفير حماية كافية للمستثمرين.

يتعين على السلطات التنظيمية الوطنية الاحتفاظ بصلاحيات ترخيص المنتجات والإشراف عليها، مع تحديد واضح لتوزيع المسؤوليات بين الدولة الأم (بلد التأسيس) والدول المستضيفة للتوزيع أو الإدراج المزدوج.

أخيراً، يجب اختبار التوافق التشغيلي قبل البدء في التنفيذ الفعلي، ويشمل ذلك تقاويم التداول، العملات، عمليات التسوية، الحفظ، إجراءات الشركات (Corporate Actions)، والمنظومة الضريبية، بالإضافة إلى قدرة صناع السوق على نقل المراكز الاستثمارية أو التحوط منها.

◀ مراحل تنفيذ خارطة الطريق

تتكون خارطة الطريق المقترحة من ثلاث مراحل:

المرحلة	المدة الاسترشادية	الأولويات
المرحلة الأولى: التأسيس	حتى 18 شهر	الاتفاق على توحيد المصطلحات؛ إعداد المبادئ التوجيهية وقوائم الإفصاح لصناديق المؤشرات المتداولة وصناديق الاستثمار العقاري؛ تقييم الفجوات القانونية والضريبية والبنية التحتية الوطنية؛ تعزيز تثقيف المستثمرين وبناء القدرات المؤسسية
المرحلة الثانية: تنشيط السوق	18 – 36 شهر	بناء قاعدة من الجهات المصدرة المستهدفة؛ وضع مبادئ وحوافز صناع السوق؛ تطوير المؤشرات المحلية والإقليمية؛ تحسين التقييم وبيانات المنتجات؛ ودعم الإدراجات الأولية وفقاً لما تسمح به الأطر التنظيمية
المرحلة الثالثة: التوسع الإقليمي	36 – 60 شهر	إجراء مشروعات تجريبية للإدراج المزدوج والاعتراف المتبادل؛ طرح منتجات إقليمية مناسبة؛ مقارنة مؤشرات جودة السوق؛ وتوسيع نطاق الترخيص المتبادل (Passporting) حيثما يسمح التوافق التنظيمي

من الضروري أن يتمتع هذا التسلسل بالمرونة، وأن يعكس مدى جاهزيته للتطبيق. فقد تتجه الأسواق التي لديها منتجات إلى التنوع والتوزيع الإقليمي، بينما قد تبدأ الأسواق التي تفتقر إلى الأطر التنظيمية بوضع التعريفات القانونية والمسؤوليات المؤسسية.

◀ أدوار الجهات المعنية الرئيسية

الجهة المعنية	المسؤوليات الرئيسية
الجهات التنظيمية	وضع قواعد المنتجات؛ ترخيص المديرين ومقدمي الخدمات؛ الموافقة على المنتجات؛ الإشراف على الإفصاح والحوكمة وحماية المستثمرين
البورصات	وضع قواعد الإدراج؛ تقييم الجاهزية؛ مراقبة التداول وصناع السوق؛ ودعم المؤشرات والجهات المصدرة والتثقيف والانتشار
أنظمة الإيداع المركزي والمقاصة	توفير الحفظ والتسوية؛ تسهيل الإنشاء والاسترداد؛ وإدارة المخاطر اللاحقة للتداول والمخاطر التشغيلية
الجهات المصدرة والمديرون	تصميم منتجات قابلة للاستمرار؛ تعيين مقدمي خدمات مؤهلين؛ إدارة الأصول؛ والحفاظ على التقييم والإفصاح وقواعد الامتثال
الوسطاء المعتمدون وصناع السوق	دعم الإنشاء والاسترداد ومواءمة الأسعار وسيولة السوق الثانوية
مزودو المؤشرات	تطوير معايير مرجعية قابلة للاستثمار مع حساب موثوق وحوكمة سليمة
أمناء الصناديق وأمناء الحفظ وجهات التقييم	حماية الأصول، دعم الرقابة، وتوفير التقييم المستقل
الوسطاء والموزعون	توفير الوصول، تقديم معلومات متوازنة عن المنتجات، وتدريب الموظفين
المستثمرون من المؤسسات	دعم الحجم الأولي، والمساهمة في طلب مستدام في السوق الثانوية

تتطلب عملية التطبيق الفعال وضوح المسؤوليات، والتنسيق الوطني بين كافة الجهات المعنية بالأمر.

مؤشرات الأداء

من أجل تقييم مدى نجاح خارطة الطريق في تحقيق تطور فعلي وملحوس في السوق، لابد من استخدام مجموعة محدودة من المؤشرات لمعرفة ما إذا كانت خارطة الطريق تحقق تطوير يتجاوز مجرد الامتثال التنظيمي الشكلي.

المجال	المؤشرات المقترحة
تطوير الأطر التنظيمية	عدد الأسواق التي أدخلت أو حُدثت قواعد صناديق المؤشرات وصناديق الاستثمار العقاري؛ ودمج المبادئ الإقليمية المشتركة
توافر المنتجات	عدد صناديق المؤشرات وصناديق الاستثمار العقاري؛ ونطاق فئات المنتجات؛ وعمليات الإدراج الجديدة وعمليات الإغلاق
حجم السوق	الأصول المُدارة لصناديق المؤشرات المتداولة؛ والقيمة السوقية لصناديق الاستثمار العقاري؛ والأسهم الحرة المتاحة للتداول
السيولة	حجم التداول؛ وفروق أسعار الشراء والبيع؛ ووتيرة التداول؛ وامتنال صناع السوق
كفاءة صناديق المؤشرات المتداولة	العلاوات والحسومات؛ وفروق التتبع؛ ونشاط الإنشاء والاسترداد
جودة صناديق الاستثمار العقاري	نسبة الإشغال؛ وتغطية التوزيعات؛ والرفع المالي؛ ووتيرة التقييم
مشاركة المستثمرين	عدد المستثمرين وتركيباتهم؛ والمشاركة المؤسسية والأجنبية
التكامل الإقليمي	المنتجات ذات الإدراج المزدوج؛ ترتيبات الاعتراف المتبادل؛ المؤشرات الإقليمية؛ ومشروعات تجريبية للترخيص المتبادل
بناء القدرات	عدد برامج التدريب، والمشاركين، والمؤسسات الممثلة

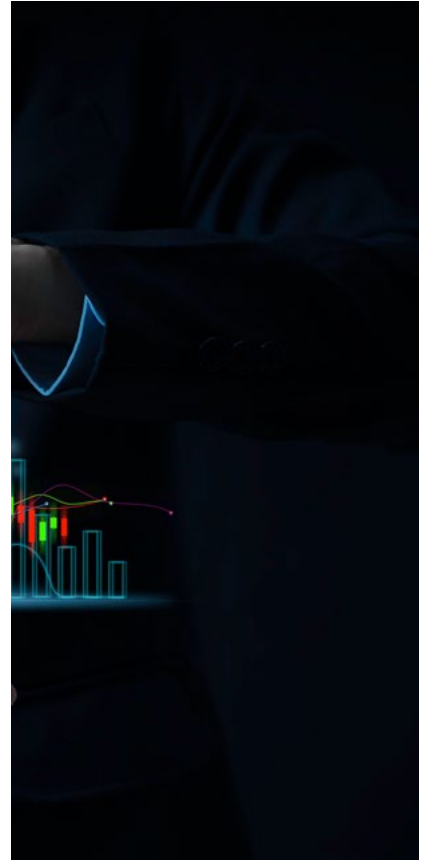
ينبغي أن تعكس المؤشرات حجم السوق ومرحلة التطور التي وصل إليها. والهدف الرئيسي من هذا الأمر ليس تصنيف البورصات على مقياس موحد، بل قياس مدى التقدم المحقق في السوق من نقطة الانطلاق مقابل الأولويات المعلنة.



يمكن لصناديق المؤشرات المتداولة (ETFs) وصناديق الاستثمار العقاري (REITs) أن تعمق أسواق رأس المال العربية من خلال زيادة توافر المنتجات وإتاحة الوصول إلى استثمارات متنوعة، بجانب دعم السيولة، والمشاركة المؤسسية، والاستثمار غير النشط (Passive)، والتمويل المتوافق مع الشريعة الإسلامية، والترابط الإقليمي.

أفادت ثماني بورصات من أصل 13 بورصة مشاركة بوجود عمليات إدراج في فئة واحدة على الأقل، بينما لدى عدة بورصات أخرى أطر تمكينية أو لا تزال تدرس إدخالها. ومع ذلك، لا يزال التقدم متفاوت، ولم يؤدِّ إصدار التراخيص التنظيمية دائما إلى إصدار الصناديق أو استدامة التداول عليها.

ولا تقتصر القيود على الجانب التنظيمي؛ إذ تعزز محدودية قدرات الجهات المصدرة، قلة الأصول المؤهلة، ضعف دعم صناعة السوق، انخفاض السيولة في السوق الثانوية، عدم كفاية الحوافز، ومحدودية وعي المستثمرين بعضها بعضا. لذلك، يتطلب تطوير السوق معالجة متكاملة لمختلف مكونات المنظومة.



توصيات على مستوى السوق

لا بد أن يقيم كل سوق مدى جاهزيته، حيث إن الأسواق التي تفتقر إلى الأطر التنظيمية يجب أن تضع تعريفات قانونية واضحة، وأن تحدد المسؤوليات المؤسسية، وأن تعتمد الحد الأدنى من متطلبات حماية المستثمرين. أما الأسواق التي تمتلك تشريعات تمكينية ولكنها تفتقر إلى أي عمليات إدراج فعلية، فيجب عليها التركيز على الجهات المصدرة ومدراء الصناديق والمنتجات وقنوات التوزيع/الانتشار ذات الجدوى التجارية.

يجب أن تشمل عملية الموافقة على المنتجات تقييم الجدوى التجارية والتشغيلية إلى جانب الامتثال القانوني، بما في ذلك مدى جاهزية الأصول الأساسية، ومزودي الخدمات، وترتيبات السيولة، والإفصاح.

من ناحية أخرى، ينبغي البدء في تثقيف المستثمرين وتطوير قنوات التوزيع/الانتشار قبل إطلاق المنتجات. ويجب أن يكون الوسطاء الماليون قادرين على شرح هياكل المنتجات ومخاطرها، في حين يتعين على الجهات المصدرة وضع خطط موثوقة لتحقيق الحجم الأولي المستهدف، والتواصل مع المستثمرين، وتقديم الدعم المستمر للسوق.

توصيات على المستوى الإقليمي

ينبغي أن تستهدف الجهود الإقليمية المشتركة في البداية تحقيق التوافق العملي والتطبيقي، بدلا من السعي نحو التوحيد التشريعي الشامل. ويمكن لتبني مصطلحات موحدة، ومبادئ توجيهية لصناديق المؤشرات وصناديق الاستثمار العقاري، ومبادئ الإفصاح، ومعايير صناعة السوق أن يشكل أساس متين لتعزيز التكامل والاندماج على نحو أعمق.

يجب أن تتقدم منظومة الإدراج المزدوج والترخيص المتبادل (Passporting) بالتزامن مع تحسن التوافق التشغيلي والتنظيمي، مدعومة بالتعاون الفني الذي يساعد الأسواق الأقل نمواً على بناء القدرات اللازمة وتطويرها.

وأخيرا، ينبغي للمبادرات الإقليمية أن تكون مكاملة لجهود تطوير الأسواق المحلية (الوطنية)، مع مراعاة الفروق والاختلافات في الأطر القانونية، هياكل الأسواق، ومدى الجاهزية المؤسسية.



المستقبل ... إلى أين؟

لا شك أن أسواق المال العربية عليها أن تمنح الأولوية لجودة المنتجات ومدى استدامتها، على حساب كمية وعدد عمليات الإدراج.

يجب أن تسير عملية التطوير في مراحل منظمة: وضع أطر تنظيمية واضحة، وتأهيل المؤسسات، وتفعيل منتجات محلية ذات جدوى اقتصادية، وتعزيز مستويات السيولة، وزيادة معدلات المشاركة، ثم التوسع في تنويع المنتجات، والسعي - أخيرا - نحو الانتشار البيئي عند الوصول لدرجة من درجات التوافق التشغيلي التي تسمح بذلك.

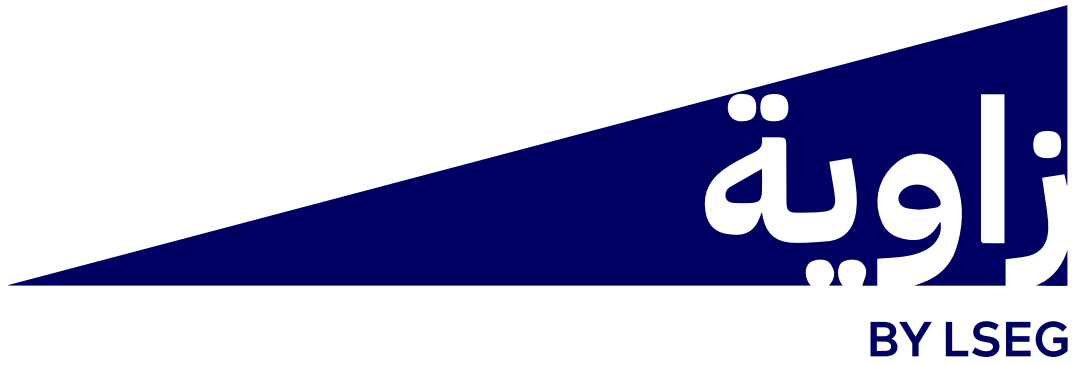
وتتمثل الفرصة الاستراتيجية على المدى الطويل في بناء سوق إقليمية مترابطة تتيح الوصول إلى الأسهم المحلية والإقليمية، الصكوك، المنتجات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، والأصول العقارية، من خلال هياكل مدرجة وموثوقة.

قراءة أوضح للمشهد المالي في الشرق الأوسط

استنادا لتحركات الأسواق، يغطي محتوى زاوية محاور التفسير
والتأثير إقليمي ودوليا.

امسح الرمز
للاطلاع على أحدث الأخبار
والتحليلات الاقتصادية





زاوية

إخلاء مسؤولية: يُقدّم هذا التقرير وأي مقال فيه للأغراض إعلامية فقط. ولا يُقدّم المحتوى أي نصائح أو آراء ضريبية أو قانونية أو استثمارية بشأن ملاءمة أو قيمة أو ربحية أي ورقة مالية أو محفظة أو استراتيجية استثمارية محددة. بعض البيانات الواردة في هذا الموقع الإلكتروني هي بيانات استشرافية. وتستند هذه البيانات الاستشرافية إلى افتراضات معينة وتعكس توقعاتنا الحالية. ونتيجة لذلك، تخضع البيانات الاستشرافية لعدد من المخاطر والشكوك التي قد تؤدي إلى اختلاف النتائج أو الأحداث الفعلية اختلافًا جوهريًا عن التوقعات الحالية. ولا يوجد ما يضمن تحقق أي من البيانات الاستشرافية. لذا، يرجى عدم الاعتماد المفرط على البيانات الاستشرافية، التي تعكس التوقعات فقط اعتبارًا من تاريخ هذا الموقع الإلكتروني. وباستثناء ما قد يقتضيه القانون المعمول به، فإننا نخلي مسؤوليتنا عن أي نية أو التزام بتحديث أو مراجعة أي من البيانات الاستشرافية.