

الاستثمار في أسواق المال الخليجية ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية؛ «دراسة حالة بورصة قطر»

محمد كمال أبو عمشة^(*)

أكاديمي في الجامعة الأمريكية، باحث وكاتب
في مجال التمويل والاستثمار، وخبير بالأسواق
المالية.

مقدمة

لا يستطيع أحد أن يتجاهل دور الاستثمارات الأجنبية في التنمية الاقتصادية لجميع الدول، وبخاصة الدول النامية التي ينقصها رأس المال، وحيث تكون معدلات الادخار في تلك الدول عادة منخفضة. وتمارس أسواق الأوراق المالية دوراً كبيراً في جذب الاستثمارات الأجنبية، أو الاستثمارات المالية للأجانب، ما يساهم في توفير التمويل اللازم للشركات المحلية لتوسيع أنشطتها الإنتاجية، وبخاصة في حالة الاكتتابات الأولية، وهو ما ينعكس على زيادة الدخل والتوظيف، وبالتالي تحسين مستوى المعيشة في البلد. كما تساهم أسواق رأس المال في المحافظة على رؤوس الأموال الوطنية، وتحول دون تسربها إلى الخارج بحثاً عن فرص مجزية للاستثمار، ما يزيد من قدرة الاقتصاد على تحويل مدخراته إلى أنشطة إنتاجية وطنية. وكذلك، فإن أسواق المال، من خلال آلية السعر، تقدم مؤشراً يعكس أداء الشركات المدرجة فيها، وبالتالي فهي توجه الاستثمارات المالية الأجنبية والمحلية نحو الفرص الاستثمارية الأكثر كفاءة وربحية في الأمد البعيد، ما ينعكس بدوره على ارتفاع معدلات النمو والتوظيف.

لقد تعرضت المدخرات الوطنية في دولة قطر إلى التذبذب نتيجة تعرض الأسواق العالمية إلى الانهيارات الناتجة من ردة فعل المستثمرين المبالغ فيها والبيع والشراء، وما صاحبها من عدم الثقة في الأسواق المالية الناتجة من المضاربات، حيث سادت نظرية القطيع في الأسواق المالية العالمية الناتجة من الاستثمار من دون علم فيها، واتباع صغار المستثمرين لكبار المستثمرين في الأسواق المالية، أو اتباع صغار المستثمرين للمستثمرين الأجانب في عملية البيع والشراء من دون استخدام استراتيجية أو سياسة استثمارية في عملة البيع والشراء. وقد حاولت دولة قطر في العقد المنصرم تشجيع الاستثمار من خلال سياسات تقوم على تحسين البيئة الاستثمارية، وسنّ التشريعات اللازمة لتشجيع الاستثمار، وتحديث البنية التحتية، وبناء المؤسسات، وغيرها. كما قامت وتقوم بتشجيع قيام بورصة قطر من أجل المساهمة في تجميع المدخرات الوطنية والأجنبية، وتحويلها إلى استثمارات إنتاجية تعزز الاقتصاد الوطني وتنوع الاقتصاد القطري.

مشكلة الدراسة

تواجه بورصة قطر معوقات تحدّ من تطورها، وتمثل هذه المعوقات بصفة خاصة حجم البورصة، وقلة عدد الشركات المدرجة والأدوات المالية الاستثمارية، وعدم القدرة على جذب المدخرات والاستثمارات الأجنبية. كما تفتقد البورصة إلى الانفتاح على الأسواق المالية العربية بما يؤمن تعبئة المدخرات وتوظيفها وتفعيل البورصات العربية الموحدة وتبني نظام للإفصاح المالي والالتزام به وتبادل طرح الإصدارات.

ونؤكد أنه على الرغم من التعدد والانتشار النسبي لأسواق الأوراق المالية العربية، وكذلك الاهتمام بتنشيطها، إلا أن هذه الأسواق لم تكتسب حتى الآن سمات الأسواق المتطورة والواسعة، مثلما هو الأمر في الدول الصناعية الرئيسة، أو حتى مثل الدول حديثة التصنيع.

وجدير بالذكر أن الهبوط السريع والمريع الذي أصاب بورصة قطر خاصة، والبورصات العربية عامة، خلال الأعوام الماضية على الرغم من ارتفاع أسعار النفط والتائج الإيجابية التي تحققت الشركات المدرجة في الأسواق، يرجع إلى وجود خلل في أداء البورصة ذاتها، وإلى عوامل تعيق عملها، ما يستلزم ضرورة معالجتها بشكل عاجل للحفاظ عليها.

نذكر أن مشكلة تطوير بورصة قطر وانفتاحها على الأسواق العربية، يعدان أمرين ضروريين للغاية في ظل العولمة المالية والمستجدات الاقتصادية على الصعيدين العربي والعالمي، بما يؤمن تعبئة المدخرات العربية وتوظيفها في أوجه الاستثمارات المختلفة.

ونود هنا أن نوضح أن الاندماج في النظام العالمي الجديد، ومواجهة تحديات العولمة، وإزالة الحواجز أمام تجارة السلع والخدمات، وخاصة المالية منها، تفرض العمل على التطوير حتى يتم التوصل إلى سوق موحدة من خلال ربط البورصات العربية، وإقامة سوق مالية مشتركة، بالإضافة إلى ضرورة تطوير البنية المؤسسية لأسواق المال وإعادة هيكلتها وتذليل العقبات التي تواجهها.

ونشير هنا إلى أن المخاطر والمعوقات التي تواجه بورصة قطر والأسواق المالية العربية، وتحدّد من نشاطها، تتمثل بضآلة الحجم النسبي لهذه البورصة وانخفاض طاقتها الاستيعابية، بمعنى أنها لم تستقطب بعد المدخرات لتحويلها إلى استثمارات مالية. ويقاس ذلك من خلال مقارنة حجم التداول بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي. كما نشير إلى أن هناك الكثير من الشركات الأجنبية والمحلية في دولة قطر والدول العربية عامة المؤهلة، والتي استوفت شروط الإدراج، ولكن غير مدرجة حتى الآن، خاصة الشركات العائلية والأجنبية، التي من الممكن أن تزيد من عمق البورصة ومن تعدد الأدوات المالية غير التقليدية التي من الممكن الاستثمار بها، مثل المستقبلات والسلع والمعادن والعملات والأوراق المالية الإسلامية وغيرها.

الجدول الرقم (١)

حجم الفجوة التي تحتاجها دولة قطر للاستثمارات الأجنبية

السنة	الإيرادات النفط والغاز الطبيعي	الاحتياجات الاستثمارية	الفجوة	إيرادات النفط والغاز الطبيعي
٢٠٠٨	٥٨,٢ مليار ريال قطري	٢٠٠ مليار ريال قطري	١٤١,٨ مليار ريال قطري	٤٩,١ مليار دولار
٢٠٠٩	٦٧,٦ مليار ريال قطري	٢٠٠ مليار ريال قطري	١٣٢,٤ مليار ريال قطري	٥٠,٧ مليار دولار
٢٠١٠	٨٤,١ مليار ريال قطري	٢٠٠ مليار ريال قطري	١١٥,٩ مليار ريال قطري	٥٤,١ مليار دولار
٢٠١١	٩٩,٦ مليار ريال قطري	٢٠٠ مليار ريال قطري	١٠٠,٤ مليار ريال قطري	٥٥,٧ مليار دولار

المصدر: تجميع الباحث من نشرات مختلفة، جهاز الإحصاء القطري.

وتتويجاً لمراحل عملية الاستثمار بالأوراق المالية في الدولة، فقد كان إصدار قانون بإنشاء السوق المالية وهيئة سوق رأس المال، خطوة مهمة بالاتجاه الصحيح نحو قوينة عمليات التداول وتنظيمها بعيداً عن التداول العشوائي، والذي يترتب عليه الكثير من المخاطر، خاصة لصغار المستثمرين والمتعاملين في السوق. وقد تبع تلك الخطوة المهمة انطلاق سوق المال، ومع كل ما ذكرناه سابقاً من مشكلات تواجه بورصة قطر إلا أنه لا تزال هناك قيود وضعف في إقبال المستثمرين الأجانب لبورصة قطر، حيث سنعمل في هذه الدراسة على تحليل وتقييم أداء البورصة ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية، من خلال تحليل جميع العناصر والأدوات والفاعلين الرئيسيين في البورصة، ومدى مساهمتها في الناتج المحلي الإجمالي، فضلاً عن دورها في تعزيز الاقتصاد الوطني القطري على الصعيدين الكلي والجزئي، إذ يتضح لنا من الجدول الرقم (١) حجم الفجوة بين المدخرات المحلية وإيرادات النفط والغاز المستخدمة في مصروفات الدولة، والاحتياجات إلى الاستثمار الأجنبي لتمويل الاستثمارات التي تحتاج إليها دولة قطر لتعزيز الاقتصاد القطري وتغطية المشروعات المحلية التي تعمل الحكومة القطرية على إنجازها في السنوات العشر القادمة. ولهذه الأسباب المجتمعة لمشكلة الدراسة، يمكننا التعبير عنها بالسؤال الآتي:

ما هو دور بورصة قطر في جذب الاستثمارات الأجنبية، وما هي مساهمتها في الناتج المحلي الإجمالي لتعزيز الاقتصاد القطري الكلي والجزئي؟

أهداف وأهمية الدراسة

احتفلت بورصة قطر، قبل شهور قليلة، بالذكرى السنوية الخامسة عشرة لتأسيسها. وقد أظهر تقييم تجربة السنوات الخمس عشرة الماضية نجاحات عديدة، كانت كبيرة في بعض المجالات ومتواضعة في مجالات أخرى. ولن نحاول في هذه الدراسة إعادة تقييم تلك التجربة، ولكننا سنحاول تقييم الدور الذي يمكن أن تقوم به بورصة قطر في جذب الاستثمارات الأجنبية للاقتصاد القطري لسد الفجوة بين الادخارات المحلية والاحتياجات الاستثمارية للاقتصاد القطري^(١).

كما تهدف الدراسة إلى تحديد عوامل جذب الاستثمار الخارجي للاقتصاد القطري، وبخاصة المتعلقة ببورصة قطر، بغية الخروج بسياسات وآليات لتفعيل دور البورصة في جذب الاستثمار الخارجي للاقتصاد.

وتأتي أهمية هذه الدراسة في أنها الأولى التي تتناول دور البورصة القطرية في جذب الاستثمارات الخارجية. لقد كانت هناك محاولات محدودة لتقييم دور البورصة في الاقتصاد القطري بشكل عام، أو لتقييم تجربة الإدراج والإفصاح والشفافية في السوق من دون ربط ذلك بالاستثمارات الأجنبية، أو دراسات نظرية حول دور الحكومة في تمكين المساهمين والمستثمرين، وغيرها. ومن ناحية أخرى،

(١) يمكن التمييز بين نوعين من الاستثمارات، النوع الأول هو الاستثمار في الاكتتاب الأولي الذي يشكّل استثماراً فعلياً، والنوع الثاني هو الاستثمار في تداول أسهم شركة قائمة، والذي لا يمثل استثماراً فعلياً، بل هو نقل ملكية السهم من طرف إلى آخر.

هناك عدد من الدراسات التي تناولت هذا الموضوع في دول أخرى من العالم، إلا أن هذه الدراسة تتميز بأنها تأخذ بالاعتبار خصوصية الظروف المحيطة بالاقتصاد القطري. وتزداد أهمية هذه الدراسة في هذا الوقت بالذات حيث يتميز الاقتصاد القطري في تدني الاستثمارات الأجنبية، وذلك لمحدودية النسبة المسموح الاستثمار بها. ويمكن التمييز بين نوعين من الاستثمارات، النوع الأول هو الاستثمار في الاكتتاب الأولي الذي يشكل استثماراً فعلياً، والنوع الثاني هو الاستثمار في تداول أسهم شركة قائمة، الذي لا يمثل استثماراً فعلياً، بل هو نقل ملكية السهم من طرف إلى آخر.

كما نأمل أن تساهم هذه التوصيات التي تقدّمها الدراسة في المحافظة على المدخرات المحلية داخل الاقتصاد القطري، وتحويلها إلى أنشطة منتجة تدعمه.

منهجية الدراسة

وتعتمد منهجية الدراسة على استخدام البيانات الخاصة بورصة قطر والشركات المدرجة فيها للتعرف إلى التطورات التي حدثت خلال السنوات الخمس الماضية، والحوافز التي تم تقديمها من تلك الشركات (ومن السوق) لتحفيز وجذب الاستثمار الأجنبي، ومتابعة تطور حجم هذا الاستثمار وحصته خلال الفترة الماضية، بالاعتماد على المنهج التاريخي والمنهج الوصفي والمنهج القانوني والنظري. وللحصول على المعلومات التفصيلية حول الموضوع، فقد قام الباحث بإجراء اتصالات مع عدد من المسؤولين في بورصة قطر وهيئة قطر للأسواق المالية، وشركات الوساطة القطرية، وبعض المستثمرين لاستكمال الجوانب المختلفة للموضوع.

تستعرض الدراسة في الجزء الثاني، بعد هذه المقدمة والمنهجية، الخلفية النظرية لدور الأسواق المالية في جذب الاستثمارات الأجنبية وعملية التنمية، والدراسات السابقة في هذا المجال. وتستعرض في الجزء الثالث واقع بورصة قطر وتطورها خلال السنوات العشرة الماضية، وما صاحب ذلك من تذبذب في مؤشرات السوق. كما تستعرض الدراسة في هذا الجزء اللاعبين الأساسيين في بورصة قطر، وبالذات الشركات المدرجة في البورصة، وشركات الوساطة، وهيئة قطر للأسواق المالية، وكذلك الإطار القانوني الذي تعمل بورصة قطر في ظلّه، والقيود والضوابط على الاستثمارات الأجنبية في السوق. وأما الجزء الرابع وهو محددات جاذبية بورصة قطر للاستثمار الأجنبي، فيتناول بعض الأمور المنهجية، وبخاصة تحديد مفهوم المستثمر الأجنبي، وأسلوب تقدير حجم الاستثمارات الأجنبية في بورصة قطر، وكذلك تحديد العوامل التي تساعد على جذب الحقائق الاستثمارية إلى السوق القطرية. في الجزء الذي يليه (الخامس) يتناول تقييم جاذبية بورصة قطر في جذب الاستثمارات الأجنبية حيث سنقوم باستخدام تلك العوامل كمؤشرات ومعايير لتقييم بورصة قطر على جذب الاستثمارات الأجنبية. وأما في الجزء السادس والأخير، فسنعرض أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة والتوصيات التي يمكن ان تساهم في جذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية إلى الاقتصاد القطري.

أولاً: مفهوم وأنواع الاستثمارات

١- الاستثمار الأجنبي المباشر

تعرف الأدبيات^(٢) الحديثة الاستثمار الأجنبي المباشر بأنه التدفقات المالية الوافدة على دولة غير دولته الأصلية، والمستخدمه مباشرة للغرض الذي تم التمويل من أجله، إذ من خلال الاستثمار الأجنبي المباشر يمتلك المستثمر الأجنبي جزءاً من المشروع أو كله، بالإضافة إلى المشاركة في إدارة المشروع مع المستثمر الوطني، فضلاً عن قيام المستثمر الأجنبي بتحويل كمية من الموارد المالية والتكنولوجيا والخبرة الفنية والمهارات الإدارية والتسويقية والمالية في جميع المجالات إلى الدولة المضيفة. ومن هنا تسعى العديد من الدول إلى جذب هذا النوع من الاستثمار لما فيه من انعكاسات إيجابية على الاقتصاد الوطني، ليس في مجال رفع الطاقة الإنتاجية وزيادة النمو، وإنما أيضاً من حيث رفع الكفاءات الإدارية والتكنولوجية واستيعاب الأيدي العاملة في البلد المضيف، إضافة إلى تميز الاستثمارات الأجنبية المباشرة بأنها استثمارات طويلة الأجل، إذ يقوم المستثمر الأجنبي بإنشاء المصانع والشركات في البلد المضيف، وبالتالي التواجد الفعلي على أرض البلد المضيف من جهة، وصعوبة انسحاب مثل هذه الاستثمارات، وذلك لارتفاع تكلفة الانسحاب، وتحديدًا ما يسمى بالتكلفت الغارقة (Sunk Cost) من جهة أخرى^(٣). وعلى الرغم من هذه الإيجابيات هناك العديد من المحددات والمعوقات التي تحدّ وتعيق من تدفق هذا النوع من الاستثمارات، ومن أهمها محددات سياسية واجتماعية وأيدولوجية. فمثلاً في منطقة الشرق الأوسط، والتي شهدت ثلاث حروب إقليمية خلال العقد الأخيرين، انعكست هذه الحروب على الاستقرار السياسي لدول المنطقة، وأثرت بشكل مباشر وسلب في تدفقات الاستثمار الأجنبي إلى دول المنطقة. وخير مثال على تأثير العوامل السياسية والاقتصادية في تدفق الاستثمارات الأجنبية، هي الحالة السعودية، وما تمر به المنطقة الخليجية والعربية والعالمية من أزمات وانتكاسات اقتصادية، ما يعيق أي سياسات اقتصادية للمملكة، ويضعف من قدرتها على جذب الاستثمارات بأشكالها المختلفة.

من هنا تسعى الدول المضيفة إلى إزالة هذه المعوقات ورسم سياساتها لجذب أنواع معينة من الاستثمارات الأجنبية المباشرة، وتوجيهها إلى قطاعات محددة للمساهمة في تحقيق خطط التنمية الاقتصادية لهذه الدول وتحقيق الاستفادة القصوى من هذه التدفقات الاستثمارية.

٢- الاستثمار الأجنبي غير المباشر

يتمثل الاستثمار الأجنبي غير المباشر^(٤) بالاستثمارات المحفظة في أسواق الأوراق المالية في

Andreas Billmeier and Isabella Massa, «What Drives Stock Market Development in the Middle East and Central Asia-institutions, Remittances, or Natural Resources?», IMF Working Paper, WP/07/157 (2007).

Augusto De La Torre, Juan Carlos Gozzi and Sergio L. Schmukler, «Stock Market Development under Globalization: Whither the Gains from Reforms?», World Bank Policy Research, Working paper 4184 (2007).

Geert Bekaert, Campbell R. Harvey and Christian Lundblad, «Does Financial Liberalization Spur Growth?», NBER Working Paper; no. 8245 (2001).

الدول المضيفة، وأهم ما يميز هذا النوع من الاستثمارات هو سهولة الدخول والخروج إلى الدول المضيفة والأسواق المستهدفة، إذ يسعى مستثمرو المحافظ الدولية إلى تعديل مراكزهم الاستثمارية، وبالتالي الخروج أو الدخول إلى أسواق الأوراق المالية في الدول المضيفة وفقاً لتطور الأسواق المالية لهذه الدول، وما لذلك من انعكاسات على استقرار أسواق الأوراق المالية في هذه الدول.

ومن مزايا هذا النوع من الاستثمار أنه يعمل على زيادة سيولة وعمق أسواق الأوراق المالية، إذ إنه يكون في الأغلب في شكل استثمارات مؤسسية تتصف قراراتها الاستثمارية بطول الأمد، وتكون مبنية على أسس علمية رشيدة إضافة إلى سرعة اتخاذ القرار وتنفيذه.

أما من أبرز سلبيات هذه النوع من الاستثمار^(٥) فهو صعوبة تحكّم الأسواق المالية المضيفة في مثل هذه الاستثمارات وضبط إيقاعها، إذ قد تنسحب هذه الاستثمارات بصورة مفاجئة، وفي شكل موجات بيع ضخمة نتيجة عدة عوامل، ما يؤثر سلباً في استقرار سوق الأوراق المالية في البلد المضيف، كما حصل في الأزمة المالية العالمية الأخيرة. أضف إلى ذلك أن هذا النوع من الاستثمار الأجنبي قد لا يساهم بصورة مباشرة في تنمية الاقتصاد الوطني، من خلال تخفيض معدلات البطالة ورفع الطاقة الإنتاجية وزيادة معدلات النمو، وذلك لأنه يتمثل باستثمار في الأدوات المالية المدرجة في سوق الأوراق، ولا يأخذ بالضرورة الأولويات الاقتصادية الكلية.

٣ - اتجاهات الاستثمارات الأجنبية ودور الدول العربية في جذب الاستثمارات الدولية

لقد تزايد الاهتمام بدراسة سلوك واتجاهات الاستثمار الأجنبي في العقدين الأخيرين نتيجة العولمة والانفتاح الاقتصادي الذي يشهده العالم. أما في ما يتعلق بالتدفقات المالية إلى الدول الناشئة، فقد واصل الاستثمار الأجنبي المباشر تدفقه الذي يشكل أهم مصادر التمويل الخارجية في الدول الناشئة، إذ بلغ ٩، ١٠٢٩ مليار دولار في عام ٢٠٠٩، و٦، ١٢٩٦ مليار دولار في عام ٢٠١٠، أي بزيادة نسبتها ٩، ٢٥ بالمئة.

ويعكس ذلك استمرار الثقة لدى المستثمرين الأجانب في الانتعاش الاقتصادي الذي تشهده أغلبية الدول الناشئة. وتحتل مجموعة دول آسيا وأقيانوسيا المرتبة الأولى من بين مجموعات الدول الناشئة في استقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر، إذ بلغ مجموع التدفقات التي تلقتها تلك المجموعة نحو ٥٤٥، ٥ مليار دولار في عام ٢٠١٠، مقارنة بنحو ٣، ٤٥٢ مليار دولار في عام ٢٠٠٩، أي بزيادة نسبتها ٢٩ بالمئة. ولا تزال الصين وهونغ كونغ وسنغافورة وتركيا والهند وتايلند تشكّل أكثر الدول استقطاباً للاستثمار الأجنبي المباشر في هذه المجموعة^(٦).

(٥) Andreas Billmeier and Isabella Massa, «What Drives Stock Market Development in the Middle East and Central Asia-Institutions, Remittances, or Natural Resources?», IMF Working Paper; WP/07/157 (2007).

(٦) للمزيد من التفاصيل انظر: جامعة الدول العربية، الأمانة العامة [وآخرون]، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام ٢٠١١ (أبو ظبي: صندوق النقد العربي، الدائرة الاقتصادية والفنية؛ القاهرة: جامعة الدول العربية، الأمانة العامة، ٢٠١١).

الجدول الرقم (٢)

تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في العالم (٢٠٠٨ - ٢٠١٠)

(مليار دولار)

التدفقات إلى الداخل		الدول			
الحصة للعالم عام ٢٠١٠ (بالمئة)	نسبة التغيير عام ٢٠١٠ (بالمئة)	٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	
١٠٠	٣٨,١	١٣٠٥,٩	٩٤٥,٨	٧٤٢,١	العالم
٦٥,٧	٤٥,٣	٨٥٧,٥	٥٩٠,٣	٤١٨,٩	الدول المتقدمة
٥,٣	٦٨,٣	١٤٣,٦	٨٥,٣	٦٩,٣	جنوب - شرق أوروبا ورابطة الدول المستقلة
٤,٨	٣٦,٢	٩٩,٦	٧٣,١	٦٢,٤	الدول النامية
٢٩	٢٠,٦	٥٤٥,٥	٤٥٢,٣	٣٧٩,١	آسيا وأوقيانوسيا
١٦,٧	٢٤,٣	٣٩٩,٦	٣٢١,٥	٢٢٠,٩	أمريكا اللاتينية
٦,٤	١٠,٩	١٠٨,٣	٩٧,٧	٨٣,٨	الدول العربية

المصدر: مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (الأونكتاد)، قاعدة بيانات الاستثمار الأجنبي المباشر (٢٠١٠).

وتأتي مجموعة دول أمريكا اللاتينية والبحر الكاريبي في المرتبة الثانية، حيث بلغت تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إليها نحو ٣٢١,٥ مليار دولار في عام ٢٠١٠، مقارنة بنحو ٣٩٩,٩ مليار دولار في عام ٢٠٠٩، أي زيادة نسبتها ١٦,٧ بالمئة. وتعتبر البرازيل والمكسيك والتشيلي أكثر دول هذه المجموعة استقطاباً للاستثمار الأجنبي المباشر. ويأتي ذلك في المرتبة الثالثة الدول العربية التي تلقت استثمارات أجنبية بحوالي ١٠٨,٣ مليار دولار في عام ٢٠١٠، مقابل ٩٧,٧ مليار دولار في عام ٢٠٠٩، أي زيادة نسبتها ١٠,٩ بالمئة. غير أن نصيب الدول العربية من إجمالي التدفقات العالمية من الاستثمار الأجنبي إلى الداخل بقي في مستوى ٦,٤ بالمئة عامي ٢٠٠٩ و٢٠١٠. فبلغ حجم تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى الدول العربية في عام ٢٠٠٨ مبلغ ٨٣,٨ مليار دولار (أونكتاد، ٢٠١٠).

أما القارة الإفريقية فقد شهدت تراجعاً في تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إليها، وبلغ مجموع ما تلقت في عام ٢٠١٠ نحو ١٢ مليار دولار، ما يشكل نسبة انخفاض بحوالي ٢١ بالمئة عن مستوى عام ٢٠٠٩. ولقد ركزت الاستثمارات الأجنبية المباشرة بصورة رئيسة في دولتين، هما نيجيريا وغينيا الاستوائية. وأما بالنسبة إلى اقتصادات السوق الناشئة الأخرى، فقد بلغت تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى مجموعة دول شرق أوروبا ورابطة الدول المستقلة نحو ٦٩,٣ مليار دولار في عام ٢٠١٠، مقارنة بنحو ٤١,٢ مليار دولار في عام ٢٠٠٩، أي زيادة ملحوظة بلغت نسبتها ٦٨,٣ بالمئة.

أما في ما يتعلق بالاستثمارات العربية البينية و حجمها، مقارنة بالاستثمار الأجنبي المباشر، فلا يوجد مصادر توفر بيانات دقيقة حول هذه المؤشرات. فقد بدأت حديثاً بعض الجهات الدولية برصد ومتابعة الاستثمارات الأجنبية في منطقة الشرق الأوسط. فوفقاً للبيانات الصادرة عن الأونكتاد (٢٠١٠)،

بلغت الاستثمارات العربية البينية في عام ٢٠٠٩ مبلغ ٧,٢ مليار دولار، مقابل مبلغ ٥,٩ مليار دولار في عام ٢٠٠٧. وتشير هذه الأرقام إلى أن الاستثمارات العربية ما زالت أقل من الاستثمارات الأجنبية في المنطقة العربية، إذ تمثل الاستثمارات العربية البينية ما نسبته ١٠ بالمئة من حجم الاستثمارات الأجنبية في الدول العربية.

أما في ما يخص الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة، وهي التي تمثل الاستثمارات الأجنبية في أسواق الأوراق المالية العربية، فما زالت محدودة نسبياً. فعلى سبيل المثال بلغت قيمة الأسهم المشتراة من قبل المستثمرين الأجانب في سوق السعودية المالية حتى نهاية شهر آب/أغسطس ٢٠١٠ ما نسبته ١٩,٨ بالمئة من حجم التداول الكلي. وبلغت نسبة مساهمة الأجانب في الشركات المدرجة في البورصة السعودية، ولنفس الفترة، حوالي ٤٩,٨ بالمئة من إجمالي القيمة السوقية، إذ شكلت مساهمة العرب ٣٤,١ بالمئة، في حين شكلت مساهمة غير العرب ١٥,٧ بالمئة من إجمالي القيمة السوقية للبورصة. وأما في ما يتعلق بسوق دبي المالية، فقد بلغت قيمة مشتريات المستثمرين الأجانب من الأسهم خلال الربع الأول من عام ٢٠٠٨ ما يقارب ٣٥,٦٨ من إجمالي قيمة التداول، بينما بلغت قيمة مبيعات الأجانب من الأسهم للفترة نفسها ما نسبته ٣٦,١٤ بالمئة من إجمالي قيمة التداول، وبالتالي بلغ صافي الاستثمار الأجنبي ٤٦,٠ بالمئة كمحصلة بيع، ما يشير إلى سهولة خروج المستثمر الأجنبي غير المباشر من الأسواق المالية، مع ضرورة الإشارة إلى أن المعلومات المتوفرة عن الاستثمارات الأجنبية في أسواق المال العربية هي معلومات ليست تفصيلية في أغلب الأسواق المالية العربية، ما يصعب تحليل جنسية الاستثمارات الأجنبية.

٤ - خصائص بورصة قطر كسوق واعد

تتشرك غالبية البورصات العربية في بعض الميزات على الرغم من تباينها في ما يتعلق ببعض المؤشرات، ويشير ميتشل وآخرون إلى بعض هذه الخصائص كما يلي:

أ - ضيق السوق: تتميز بورصة قطر بضيقها، سواء من حيث عدد الشركات المدرجة أو من حيث القيمة الإجمالية للأسهم المسجلة فيها، مقارنة بالنتائج المحلي الإجمالي للدولة، والذي يعبر عنه بمعدل الرسملة (Taux De Capitalization)، حيث تحسب هذه النسبة بين قيمة الأسهم المسجلة في البورصة وقيمة الناتج المحلي الإجمالي، ويصل هذا المعدل إلى أكثر من واحد في دولة قطر، بينما يصل المعدل إلى ٠,٠٦ في دول مثل المغرب ومصر والأردن، وما يمكن قوله إنه كلما اتصفت السوق بالضيق، فلا يمكنها في أي حال أن تقوم بدورها في تمويل الاقتصاد.

ب - التركيز (Concentration): يقيس هذا المؤشر قيمة مساهمة مجموعة من الشركات مقيدة في البورصة يصل عددها إلى ٦٧ شركة، الأولى من حيث ترتيبها في الرسملة الإجمالية للبورصة، وتمتاز بورصة قطر بتسجيل معدل يصل إلى ٦٠ بالمئة، بينما لا تتعدى نسبة الأسواق المتطورة ٢٠ بالمئة.

ج - التذبذب (Volatility): يقيس هذا المؤشر مدى تذبذب وعدم استقرار عائدات البورصة القطرية، ويقاس باحتساب النسبة بين سعر السهم إلى أرباحه، وهي النسبة التي تسجل ارتفاعات كبيرة في معظم الأسواق الناشئة، ومنها بورصة قطر، ما جعلها سوقاً تتميز بدرجة مخاطرة كبيرة. وقد سجلت هذه النسبة في بورصة دبي ومصر وتونس ما مقداره ثماني مرات النسبة المسجلة في بورصة هولندا.

ويضيف سيسمل^(٧) الخصائص الآتية:

أ - التطور السريع: تسجل البورصة القطرية في فترة وجيزة نمواً كبيراً في عدد الشركات المدرجة، وكذلك حجم الأوراق المالية المتداولة فيها، باعتبارها أسواقاً تزامنت في إنشائها مع دخول تلك البلدان في تطبيق برامج خصخصة واسعة. وكان هدفها الأساسي تخليص الدولة مما تمتلكه من مؤسسات القطاع العام لمصلحة شركات مساهمة تتداول أوراقها المالية في البورصة. وفي هذا الإطار، يمكن ذكر بورصة عمان للأوراق المالية التي شهدت قيد ١٠٩ شركات في فترة لا تزيد على أربع سنوات من إنشائها (الفترة الممتدة من ١٩٧٩ إلى ١٩٨٣).

ب - افتقارها إلى التنظيم: تشهد البورصة القطرية عموماً سوء تنظيم وعدم كفاءة في الإدارة، كونها سوقاً وُجدت نتيجة ظروف اقتصادية ميّزت دولة قطر، ولم يتوخَّ في إنشائها تحضير القوانين والتشريعات المنظمة للعمل فيها، بمعنى أن سلطات الدولة لم تول أهمية لائقة للجوانب التنظيمية التي توجه عملها بما يحسن كفاءتها. وتتعلق الجوانب التنظيمية بالشروط الخاصة بقيد الشركات في هذه الأسواق، وتكلفة الحصول المعلومات عن تلك الشركات ونشرها، والكيفيات التي تتم بها المعاملات في البورصة، من حيث فرض شروط تأديبية على جميع أعضائها والوسطاء فيها.

ج - ارتفاع عوائد الاستثمار فيها: تمثل بورصة قطر مركزاً لاستقطاب الاستثمار الأجنبي، ولا سيما من قبل المستثمرين في الأسواق المتقدمة لما يحققونه من عوائد مرتفعة على استثماراتهم في هذه الأسواق، مقارنة بما يحققونه في الأسواق المتطورة. ففي دراسة ميدانية لمجموعة من الباحثين ثبت «باستعمال قاعدة بيانات تخص ٢٤ سنة من نشاط بعض الأسواق العربية، منها بورصة قطر أن العائد على السهم فيها أحسن من العائد على السهم في الأسواق المتطورة، وأن العائد على المحفظة يحقق نمواً سنوياً مقداره ٥,١ بالمئة في السنة»، وهو ما مكن هذه الأسواق من جذب رؤوس الأموال المحلية المستثمرة في الخارج وجذب الرساميل الأجنبية لخدمة الاستثمار المحلي.

د - ضعف الاستقبال للاستثمارات الأجنبية: على الرغم من تزايد رؤوس الأموال المتجهة نحو البورصات العربية، ومنها دولة قطر، من ١٣ مليار دولار في عام ١٩٩٠ إلى ٢٠ مليار دولار في عام ١٩٩٣، ولتصل إلى أكثر من ٩١ مليار دولار في عام ٢٠١١، فهناك دراسات للمصرف الدولي توضح أن الحصة الأكبر من رؤوس الأموال المستثمرة في الأسواق المالية الدولية تتركز فيها أكثر مما هو الحال في الدول الصناعية، ذلك أن الأسواق المالية العربية أكثر مردودية وتنوعاً.

Raul Susmel, «Extreme Observations and Diversification in Latin American Emerging Equity Markets.» (٧) *Journal of International Money and Finance*, vol. 20 (2001), pp. 971-986.

٥ - دور بورصة قطر في النشاط الاقتصادي

تقوم بورصة قطر بدور بالغ الأهمية في جذب الفائض في رأس المال غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد القومي. وفي هذا السياق تسعى دول العالم المختلفة، ودولة قطر خاصة، إلى استقطاب الاستثمارات الأجنبية، نظراً إلى ما تعود به من فوائد اقتصادية عليها. وتركز دولة قطر على استقطاب الاستثمارات الأجنبية المباشرة، بينما لا تبدي حماساً كبيراً في استقطاب تدفقات المحافظ الاستثمارية، إذ يعتبر هذا النوع من الاستثمارات استثماراً مؤقتاً يسهل تصفيته ويبيعه متى ما شاء المستثمر التخلص من محفظته، ما يعني زيادة المخاطر التي يمكن أن تؤدي إليها تلك التدفقات على اقتصاد الدولة النامية، وعدم وجود قيمة مضافة للاقتصاد الوطني نتيجة هذه الاستثمارات.

وعلى الرغم من المخاطر التي تنطوي عليها تدفقات الحقائق الاستثمارية، فإن العديد من الدول المتطورة الناشئة، ومنها دولة قطر، سعت خلال العقود الماضية إلى استقطاب تلك التدفقات إلى الأسواق المالية المحلية، وذلك بتحرير بورصة قطر وإنهاء القيود المفروضة على تدفقات الاستثمارات الأجنبية بشكل نسبي. وتعتقد تلك الدول، ومنها دولة قطر، أن عملية تحرير الأسواق تؤدي بشكل عام إلى زيادة حجم الاستثمارات في الدولة وتوسيع قاعدة المستثمرين، وهو ما يؤدي إلى زيادة السيولة وتوفير المزيد من رؤوس الأموال للمؤسسات المحلية. إضافة إلى ذلك فإن دخول المستثمرين الأجانب إلى السوق المحلية ومتابعة ما يجري في تلك الأسواق بتفحص وتدقيق، يرفع من مستوى الإفصاح والشفافية، ويعزز من ممارسات الحكم الرشيد في الشركات المدرجة في البورصة، وبالتالي يتوقع أن يؤدي تحرير الأسواق المالية إلى زيادة كفاءة وعمق السوق المالية في دولة قطر، كما سيؤدي إلى تحسين أساليب الإفصاح وتعزيز بيئة المعلومات^(٨).

كما تحتل بورصة قطر دوراً مهماً في دعم عجلة النمو الاقتصادي وتحريكها من خلال مجموعة من القنوات. فأولاً، يشجع وجود قطاع مالي متطور على زيادة نسبة الادخار في الاقتصاد، إذ تتمكن الأسواق المالية وشركات الوساطة من خلال استخدام وفورات الحجم والخبرة المتوفرة لديها من توفير عائد أعلى للمدخرين، ما يؤدي إلى رفع مستوى الادخار في الدولة. وثانياً، يساهم القطاع المالي في النمو الاقتصادي من خلال تقليل تكاليف المعلومات والمعاملات (Transaction Costs)، حيث يقوم القطاع المصرفي والسوق المالية بنقل الأموال بطريقة فعالة من المقرضين إلى المقترضين (أي بتحويل المدخرات إلى استثمارات). وثالثاً، تحتل وظيفة توفير السيولة للمشاريع الاستثمارية أهمية بالغة في مساهمة السوق المالية في عملية النمو الاقتصادي. فالمشاريع الكبيرة تتطلب التزاماً طويلاً الأمد من قبل المستثمرين، ما يجعل معظم المستثمرين يترددون في التنازل عن مدخراتهم لفترات طويلة. غير أن وجود أسواق مالية تتمتع بسيولة عالية، يجعل من السهل على المستثمرين ربط مدخراتهم في مثل تلك المشاريع طويلة الأمد، إذ سيكون باستطاعتهم بيع حصصهم في أي مشروع بسهولة ويسر من خلال السوق

La Torre, Gozzi and Schumkler, «Stock Market Development under Globalization: Whither the Gains (A) from Reforms?».

المالية، ما يعني أن السوق المالية تتمتع بسيولة عالية من مخاطر الاستثمار المتعلقة بالمشاريع طويلة الأمد، وتشجع بالتالي على الاستثمار في تلك المشاريع، ويحسن من فرص النمو الاقتصادي.

كما تساهم السوق المالية أيضاً في دعم النمو الاقتصادي من خلال تحفيز الرقابة الإدارية. فأسواق رأس المال التي يمكن وصفها بأنها أسواق كفاءة تسهل من عملية ربط كفاءة مدراء الشركات بأداء أسهم الشركة في السوق، ما يحفز إدارات هذه الشركات على بذل جهود كبيرة من أجل تحقيق أفضل النتائج واستخدام أساليب الحكم الرشيد في إدارتهم لهذه الشركات.

٦ - بورصة قطر وديناميكية التنمية الاقتصادية

يرى روس ليفين^(٩) (Ross Levine) أن وجود بورصة في دولة قطر يساهم في إحداث ديناميكية اقتصادية، وبالتالي تحريك عجلة التنمية فيها، وتبرز هذه المساهمة من خلال الأوجه الآتية:

أ- يساهم وجود هذه البورصة في تعبئة الإذخارات المحلية المتناثرة لدى كافة الأطراف الاقتصادية لخدمة الاستثمار المحلي بما يوفر لعارضي وطالبي الأموال فرصة تحقيق عوائد مجزية عن ذلك. ففي وجود آلية تمكّن المستثمرين من الانتقال من أعلى درجات السيولة إلى أدناها، وعلى العكس من ذلك، يمكن تشجيعهم على عدم الإقبال على الاحتفاظ بالنقد باعتبارها لا تدرّ ربحاً في حد ذاتها.

بهذا الشكل يمكن للبورصة أن تحقق نمواً سريعاً مسهمه بذلك في رفع درجة سيولة الأوراق المالية المتداولة فيها، وقد أثبتت الدراسات الميدانية أن الدول التي تميزت أسواقها بسيولة مرتفعة، حققت معدلات نمو أسرع من معدلات النمو في الدول التي كانت أسواقها أقل سيولة.

ب- يعتبر نشاط بورصة قطر، والأسواق عموماً، مؤشراً يعكس حقيقة النشاط الاقتصادي من حيث انتعاشة أو ركوده. ففي الحالات التي تشهد فيها بورصة قطر نمواً متزايداً، وتعكس أسعار أوراقها المالية حقيقة الشركات المصدرة لها، فإن الأمر يعتبر بمثابة حافز للمستثمرين من حيث توجيههم إلى الاستثمار في هذه الأسواق التي تعكس مدة كفاءة وفعالية نشاط الشركات المصدرة، بما يوجه الموارد المالية للمجتمع نحو القطاعات المنتجة والمساهمة في التنمية الاقتصادية وسد الطريق أمام القطاعات الطفيلية التي لطالما ساهمت في تفاقم الأزمات الاقتصادية.

ج- يساعد وجود هذه البورصة على استقطاب رؤوس الأموال المحلية المستثمرة في الخارج أو المودعة في مصارف أجنبية، بغرض خدمة الاستثمار المحلي، ومنه استغلال هذه الموارد المهمة داخل دولة قطر، ما سيعزز كثيراً عملية التنمية الاقتصادية في الدولة، وتحقيق التوازن المالي بين أقطابها، حيث يشهد جزء منها عجزاً مالياً كبيراً، ويشهد جزء آخر فائضاً في ذلك. ففي غياب أسواق محلية توفر بدائل استثمارية متنوعة تحقق عوائد مجزية، فإن الفرصة ستكون مهياً لهروب رؤوس الأموال المحلية إلى الخارج.

(٩) روس ليفين، «أسواق الأوراق المالية دفعة للنمو الاقتصادي»، التمويل والتنمية (آذار/ مارس ١٩٩٦).

د - تساهم البورصة في تخفيف الضغط على موازنة دولة قطر، ولا سيما في ما يتعلق بالمديونية الخارجية. ففي وجود فرصة استبدال ديون تلك الدول بمساهمات في بعض من شركاتها، يمكن للدولة تخفيف مشكلة مديونيتها الخارجية. وتكون بذلك مركز جذب لرؤوس الأموال الأجنبية، بما ينشط أسواقها، ويزيد من درجة سيولتها، باعتبار أن المستثمرين الأجانب يمثلون أهم الأطراف على الإطلاق في البورصة القطرية، لما لها من خبرة في المجال.

هـ - يمكن لبورصة قطر أن تضطلع بمهمة التمويل باللا-وساطة المالية كأسلوب حديث في التمويل، وبالتالي تحجيم دور المؤسسات المالية، خاصة المصارف التجارية في القيام بالتمويل في الآجال الطويلة كأسلوب تقليدي في ذلك. فالمعضلة تنطوي في الواقع على توفير رؤوس أموال بالكمية، والتكلفة، والتوقيت المناسب لعملية الاستثمار، وإتاحة خيارات تمويل واسعة أمام الشركات القائمة أو قيد التأسيس.

ثانياً: متطلبات جذب الاستثمار في بورصة قطر كإحدى أسواق رأس المال العربية

حتى تكون أسواق رأس المال قادرة على جذب الاستثمارات المحلية والأجنبية، فهناك عدة عوامل يجب على دولة قطر، ممثلة بالجهات المشرفة والقائمة على سوقها المالية توفيرها. ويمكن تلخيص هذه العوامل كالآتي^(١٠):

١ - عوامل تعود على النظام السياسي والاقتصادي

• الاستقرار السياسي والاقتصادي: فكلما كان الوضع الاقتصادي مستقرًا لدولة قطر والمنطقة العربية، كانت معدلات النمو مرتفعة ومعدلات البطالة منخفضة، وكان ذلك مؤشراً على أن الاقتصاد قوي، وأن الاستثمار في المؤسسات المدرجة في السوق المالية ستحقق أرباحاً مجزية للمستثمرين.

• الإدارة العامة: يجب العمل على تطوير الإدارة العامة، والتي تعتبر أحد المحددات الرئيسة للبيئة الاستثمارية. ويشمل ذلك السياسات الضريبية، والبيروقراطية، والحكم الرشيد، والقضاء وغيرها.

• تطوير القطاع المصرفي: من العوامل الرئيسة المؤثرة في جذب الاستثمارات الأجنبية هو مدى تطور القطاع المصرفي، إذ يمارس هذا القطاع دوراً مهماً في جمع الموارد المالية من المودعين ونقلها للاستثمار في السوق المالية. وعليه يعتبر مدى تطور القطاع المصرفي من المؤشرات المهمة في درجة جاذبية البلد الاستثمارية من وجهة نظر المستثمر الأجنبي. ويصعب أن تنشأ سوق مالية متطورة وناجحة

(١٠) محمد كمال أبو عمشة، «تعزيز دور سوق قطر في جذب الاستثمارات الأجنبية»، ورقة عمل مقدمة لهيئة قطر للأسواق المالية عام ٢٠١١.

في ظل غياب قطاع مصرفي متطور يلبي احتياجات المستثمرين المالية، ويسهل عملية الاستثمار في السوق المالية.

٢ - عوامل خاصة بالسوق المالية

• تنوع الأدوات الاستثمارية: من الضروري تنوع الأدوات المالية في البورصة القطرية، فكلما كانت هناك أدوات مالية كثيرة ومختلفة، وفر ذلك فرصاً استثمارية أكبر، وقُلب من المخاطر.

• كفاءة السوق المالية: يقوم المستثمر الأجنبي بدراسة كفاءة السوق المالية وفعاليتها بتمعن قبل أن يقوم باستثماراته في السوق، وتحديدًا في ما يخص الكفاءة التشغيلية في السوق أو كفاءة العمليات من حيث آليات عمل السوق، والتكنولوجيا المستخدمة فيها، والفترة الزمنية اللازمة لإنجاز الصفقات، وسرعة تنفيذ العمليات، وبيئة التداول العادل، وسيولة السوق (عمقها واتساعها)، ومدى تكامل السوق مع الأسواق الأخرى في المنطقة.

٣ - عوامل تنظيمية وإشرافية وقانونية

• تطوير الأنظمة والقوانين: حيث يجب على الجهات المشرفة على بورصة قطر العمل على تطوير القوانين والأنظمة والتعليقات المتعلقة بالسوق المالية، بهدف تعزيز فصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي لسوق الأوراق المالية.

• حماية حقوق المستثمرين: وذلك من خلال تعزيز عمليات الإفصاح وتوفير معلومات مالية ملائمة بصورة دورية وفورية، واتخاذ كافة الإجراءات اللازمة لمنع الغش والتلاعب في عمليات التداول، وتخفيض تكلفات التداول ما أمكن. ومن العوامل التي تزيد من تكلفات التداول اتساع الهوة ما بين سعر العرض وسعر الطلب على الورقة المالية، ما يحد من سيولتها، ويزيد من مخاطر الاستثمار في تلك الورقة المالية.

٤ - متطلبات على المستوى القطري الكلي

• تحرير السوق المالية: ضرورة التنسيق مع الأسواق العربية حول السياسات ذات العلاقة بالأسواق المالية، وذلك من خلال العمل على تحرير السوق المالية، وإزالة المعوقات التي تحد من تدفقات الاستثمارات الأجنبية.

• مواءمة الأنظمة والتشريعات: من الضروري قيام السوق المالية القطرية بمواءمة الأنظمة والتشريعات في ما بينها وبين الدول العالمية والمتعلقة بالأسواق المالية، وتشجيع عمليات الإدراك المشترك.

• الحملات الترويجية: يجب على البورصة القطرية التركيز على الجانب التسويقي لبورصتها، من خلال تنفيذ حملات ترويجية متخصصة تبرز مزايا وفرص الاستثمار التي يمكن أن توفرها البورصة، وإمكانية توفيرها لمزايا تنوعية لمستثمري المحافظ الاستثمارية.

ثالثاً: واقع بورصة قطر

سوق الأوراق المالية، مثل سوق أي سلعة أخرى، تعني المكان أو الآلية التي يتم من خلالها بيع الأوراق المالية وشراؤها (أسهم، سندات، مشتقات، وغيرها). وتتكون من مجموعة من المستثمرين (يمثلون جانب الطلب، في حين يمثل البائعون جانب العرض). ويسمى المكان أو الآلية التي يتم فيها التبادل بـ «السوق المالية» أو «البورصة». ولم يكن قبل عام ١٩٩٥، ثمة مكان (بورصة) يتم فيه تبادل الأوراق المالية، وبخاصة أن عدد الشركات المساهمة العامة في قطر كان محدوداً.

ولكن بعد عام ١٩٩٥، ومع زيادة التوقعات بانتعاش الاقتصاد القطري، وظهور الغاز الطبيعي في دولة قطر، وبدء انتشار الشركات المساهمة العامة، تأسست بورصة قطر (سوق الدوحة سابقاً) بموجب القانون الرقم (١٤) لسنة ١٩٩٥، وباشرت أعمالها في ٢٦ أيار/ مايو ١٩٩٧، وذلك من أجل استقطاب المدخرات القطرية في دولة قطر وخارجها، وتشجيع الاستثمارات الأجنبية في قطر، بهدف توفير التمويل طويل الأجل لمشروعات اقتصادية تنهض بالاقتصاد الوطني القطري.

من هنا، وتلافياً لأي التباس، نود التشديد على أهمية التمييز بين سوق الأوراق المالية في دولة قطر وسوق الدوحة للأوراق المالية (أو البورصة القطرية). ففي حين تشير الأخيرة إلى كيان قانوني محدد، له مالكون وعملاء، ومرخص له من قبل هيئة رسمية معينة (في هذه الحالة، هيئة قطر للأسواق المالية)، فإن الأولى (سوق الأوراق المالية في قطر) هي مفهوم أوسع بكثير، وتشير إلى مجموعة من الفاعلين الرئيسيين، من بينهم سوق الدوحة للأوراق المالية (البورصة) والشركات المدرجة في البورصة، وشركات الوساطة، وهيئة سوق رأس المال، والمستثمرون، والمساهمون، وغيرهم. ونظراً إلى أن اهتمامنا في هذه الدراسة يشمل سوق الأوراق المالية بأكملها، فسوف نقدم في ما يأتي وصفاً موجزاً للفاعلين الأساسيين فيها.

١ - بورصة قطر للأوراق المالية: نبذة تاريخية

بدأت بورصة قطر (سوق الدوحة للأوراق المالية) بشكل متواضع بواقع خمس جلسات أسبوعياً، وبعدد قليل من الشركات المدرجة، بلغت ١٧ شركة مساهمة عامة، لا يتجاوز رأسمالها ٢٢٥, ٥٦٧, ١٠ دولاراً. وزاد عدد الشركات المدرجة ليصل إلى ٢٨ شركة عام ٢٠٠٣، ومن ثم إلى ٤٢ شركة برأسمال قدره ٣, ١ مليار ريال قطري في نهاية عام ٢٠٠٩. وخلال السنوات العشر الماضية، تم الترخيص لـ ٧ شركات (حتى لحظة إعداد الدراسة). ويوجد لهذه الشركات مكاتب فرعية في عدد من المحافظات القطرية.

وكما يتضح من الجدول الرقم (٣)، فقد ارتفع حجم التداول من ٤٨٧، ٩٦٩، ٨٦٨ ريال قطري في عام ٢٠٠٠ إلى ١٠٢ مليار ريال قطري في عام ٢٠٠٥. ثم انخفض إلى ١٤٠، ٧٦٧، ٩٣٦، ٧٤ ريال قطري في عام ٢٠٠٦، في حين ارتفع إلى ١٠٢، ٥٢٩، ١٦٤، ٩٢ ريال قطري في عام ٢٠٠٩. ويعكس هذا الارتفاع في حجم التداول خلال الأعوام ٢٠٠٧ - ٢٠٠٩ الطفرة الاقتصادية التي يتمتع بها الاقتصاد القطري، نتيجة ارتفاع أسعار البترول التي وصلت إلى أكثر من ١٥٠ دولاراً للبرميل الواحد، فضلاً عن الثقة الكبيرة في الاقتصاد القطري وإنجازاته التاريخية، والتي كان آخرها استضافة قطر لمندوب كأس العالم لعام ٢٠٢٢، والتطور في أنظمة وقوانين دولة قطر.

ويتضح النمط نفسه في بقية المؤشرات الأخرى. فقد ارتفع عدد الأسهم المتداولة للشركات المدرجة من ٣٤٨، ٦١٠، ٣١ سهم في عام ٢٠٠٠، واستمر في الارتفاع في الأعوام ٢٠٠٧، ٢٠٠٨، ٢٠٠٩، ليواصل ارتفاعه إلى ما يقارب ٧٨٤، ٠٨٦، ٤٥٠، ٣ سهماً في عام ٢٠٠٩، مع اختلاف القيمة السوقية، وعدد الصفقات، ما يعكس الاتجاه نفسه، للأسباب نفسها.

الجدول الرقم (٣)

مؤشرات بورصة قطر للأوراق المالية (٢٠٠٠ - ٢٠٠٩)

السنة	عدد الأسهم المتداولة	قيمة الأسهم المتداولة (مليون ريال قطري)	عدد جلسات التداول	عدد الصفقات	القيمة السوقية (مليون ريال قطري)
٢٠٠٠	٣١، ٦١٠، ٣٤٨	٨٦٨، ٩٦٩، ٤٨٧	٢٤٦	١٢، ٢٢٥	١٨، ٨٠٥، ٦٩١، ٤١٩
٢٠٠١	٥١، ٠١٥، ٣٩٥	١، ٥٠٣، ٧٢٥، ٥٤٤	٢٤٩	١٥٧٧١	٢٦، ٧٢٠، ٩٥٢، ٤٨٠
٢٠٠٢	٧٩، ٦٠٦، ٤٠٣	٣، ٢١٥، ٠٢٥، ٠٧٤	٢٥٣	٢٩، ٧٨٧	٣٨، ٤٧٥، ٢٦٠، ٩٢٧
٢٠٠٣	١٨٩، ٩٧٢، ٥١٩	١١، ٧٢٢، ٤٠٩، ٧٦٢	٢٥٠	١٣٤، ٦٩٦	٩٧، ٢٢٢، ٣٩٥، ٦٤٨
٢٠٠٤	٣٠٥، ٣٨٦، ٧٥٦	٢٣، ٠٩٤، ٥٦٧، ٩٣٠	٢٥٢	٢٨٤، ٦٤٤	١٤٧، ١٩٠، ٧٢٠، ٦٧٢
٢٠٠٥	١، ٠٣٣، ٠٨١، ١٤٦	١٠٢، ٨٤٢، ٦٨٢، ٦١١	٢٥٥	١، ١٣٠، ٠٤٧	٣١٧، ٢٠١، ٧٤٥، ٨٧٩
٢٠٠٦	١، ٨٦٥، ٤٤٠، ٩٩٤	٧٤، ٩٣٦، ٧٦٧، ١٤٠	٢٤٨	١، ٧٣٢، ٦٣٨	٢٢١، ٧٢٩، ٧٤٠، ١٦٠
٢٠٠٧	٣، ٤١١، ٢٥٦، ٧٣٩	١٠٨، ٩٢٩، ٤٦٦، ١٧٩	٢٥٢	١، ٨١١، ٧٧٩	٣٤٧، ٦٩٥، ٠٣٢، ٤٦٨
٢٠٠٨	٣، ٨٩٣، ٥١٩، ٧١٩	١٧٥، ٥٥٢، ٣٥١، ٧٣٤	٢٥٤	٢، ١٧٩، ٨٦١	٢٧٩، ٠٣٨، ٢١٦، ٤٤٢
٢٠٠٩	٣، ٤٥٠، ٠٨٦، ٧٨٤	٩٢، ١٦٤، ٥٢٩، ١٠٢	٢٥٣	١، ٦٩٠، ٠٨٥	٣٢٠، ٠٨١، ٢٤٧، ٦٢٧

المصدر: بورصة قطر للأوراق المالية، بيانات منشورة.

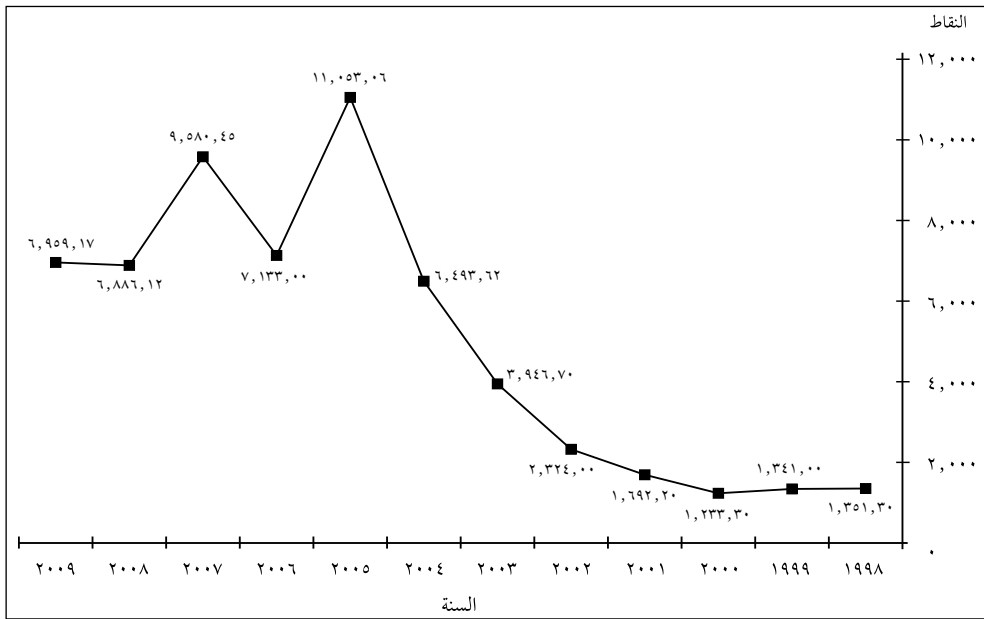
ويعكس مؤشر السوق الصورة السابقة نفسها^(١١). فقد استمر مؤشر بورصة قطر في تحقيق

(١١) يعتبر مؤشر بورصة قطر (الذي تمّ اعتماده في عام ١٩٩٨) أحد المؤشرات الرئيسية في بورصة قطر، وهو مقياس مرجّح بالقيمة السوقية لأسهم ٢٠ شركة مدرجة، نشطة التداول، تمّ اختيارها لتمثل جميع القطاعات الاقتصادية المتداولة في السوق، وقد اعتمدت أسعار جلسة الإغلاق في ٣١/١٢/١٩٩٨ كنقطة أساس، بحيث تساوي القيمة ١٠٠ بالمئة.

معدلات نمو عالية، وارتفعت قيمته من ١٣٥١,٣ نقطة عام ١٩٩٨ (سنة إنشائه) ليصل إلى ١١٠٥٣,٠٦ نقطة في عام ٢٠٠٥، انظر الشكل الرقم (١)، وهي أعلى نقطة وصل المؤشر إليها، ثم عاود الانخفاض إلى ٧١٣٣ نقطة في عام ٢٠٠٦. ومن ثم ارتفع مرة أخرى في عامي ٢٠٠٧ و٢٠٠٨، فوصل إلى ٦٨٨٦,١٢ نقطة في عام ٢٠٠٨، وارتفع في عام ٢٠٠٩ بشكل بسيط فوصل إلى ٦٩٥٩,١٧ نقطة. ويعزي الباحث هذا الانخفاض إلى الأزمة المالية العالمية التي عصفت بالعالم، والتي أثرت في جل أسواق المال العالمية، ومنها بورصة قطر. وعلى الرغم من التذبذب في قيمة المؤشر، إلا أن الزيادة في حجم التداول تعكس رغبة المستثمرين في استثمار أموالهم في السوق، ما يعكس إمكانية كبيرة لقدرة السوق على حشد المدخرات وجذب الاستثمارات إلى الاقتصاد القطري في المستقبل.

الشكل الرقم (١)

المؤشر العام لأسعار الأسهم في السوق (١٩٩٨ - ٢٠٠٩)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات بورصة قطر المنشورة.

وتؤكد هذه الأرقام والمؤشرات مقدار حساسية السوق المالية للتغيرات الاقتصادية والأمنية والسياسية التي تجري في العالم، ومنطقة الخليج خاصة، ما يشير تحديداً كبيراً أمام محاولات السوق المالية لجذب الاستثمارات الأجنبية والمحلية إلى الاقتصاد القطري في ظل الظروف الصعبة.

٢- الشركات المدرجة في بورصة قطر

هناك ٤٤ شركة مساهمة عامة مدرجة في بورصة قطر للأوراق المالية، موزعة على أربعة قطاعات رئيسية، هي: قطاع المصارف والمؤسسات المالية، وقطاع التأمين، وقطاع الصناعة، وقطاع الخدمات. في ما يلي استعراض موجز لأهم البيانات الخاصة بهذه الشركات، بما يتلاءم واحتياجات الدراسة، موزعة بحسب القطاع.

أ- قطاع المصارف

ضمّ قطاع المصارف حتى نهاية ٢٠٠٩ في دولة قطر ١٩ مصرفاً، ويندرج في بورصة قطر للأوراق المالية ٩ مصارف. وكما يتضح من الجدول الرقم (٤)، فقد شكل عدد الأسهم المتداولة لهذا القطاع ١,٣٨٧ مليار سهم، أو ما نسبته ٤١,٠ من عدد الأسهم المتداولة في ذلك العام، وهي تمثل حوالى ٣٣,٩ بالمئة من القيمة السوقية و٤١,٠ بالمئة من عدد الصفقات، و٣٨,٠٨ من قيمة الأسهم المتداولة في السوق. ويشكل صافي الأرباح لقطاع المصارف حوالى ٢٠٦ مليار ريال قطري، أي ما يعادل ١٢,٧ من صافي الأرباح للقطاعات كافة في السوق. كما بلغ عدد المساهمين في هذا القطاع ٦٩٢٢ مساهماً، يمثلون حوالى ١٠ بالمئة من عدد المساهمين في السوق.

الجدول الرقم (٤)

المؤشرات الرئيسة لقطاع المصارف حتى ٢٠٠٩/١٢/٣١

المؤشر	قطاع المصارف (بالمليار)	حصة القطاع من السوق (بالمئة)
القيمة السوقية (ريال قطري)	١٠٨,٤٢٦,٧٧٣,٠٣٥	٣٣,٩
قيمة الأسهم المتداولة (ريال قطري)	٣٥,٠٩٨,٥٤٧,٢٢٧,٢٥	٣٨,٠٨
عدد الأسهم المتداولة	١,٣٨٧,٩٩٧,١٢٢	٠,٤١
صافي الأرباح (ريال قطري)	٢٠٦٠٥٣١٨	١٢,٧
إجمالي عدد المساهمين	٦٩٢٢	١٠

المصدر: الشرة السنوية لبورصة قطر للأوراق المالية لعام ٢٠٠٩. تعبر الأرقام عن تسعة مصارف مدرجة حتى عام ٢٠٠٩، ولا تشمل المصارف غير المدرجة في السوق.

ب- قطاع التأمين

يوجد في قطاع التأمين في دولة قطر، خمس عشرة شركة تأمين، خمسة منها مدرجة في بورصة قطر، وهي بذلك أقل القطاعات تمثيلاً في السوق المالية من ناحية عدد الشركات. ويعتبر قطاع التأمين في دولة قطر من القطاعات متوسطة الحجم، ويغطي أنواعاً عديدة من التأمين، وبخاصة تأمين السيارات

والحوادث والتأمين على الحياة، والتأمين الصحي، وغيرها. وغالباً ما يعاد التأمين لدى شركات خارج دولة قطر، وبخاصة في أوروبا. كما يعتبر قطاع التأمين من القطاعات الواعدة في دولة قطر. وتخضع شركات التأمين العاملة في دولة قطر لقانون التأمين الرقم (٤) لسنة ١٩٩٢، وهو القانون المعمول به حتى الآن. ولا يخضع قطاع التأمين لهيئة رقابة إدارية من قبل مؤسسة مستقلة.

وكما يتضح من الجدول الرقم (٥)، فإن حصة قطاع التأمين لا تتجاوز ٢,٣٢ بالمئة من القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة قطر. كما أن نسبة الأسهم المتداولة لا تتعدى كذلك ١,٦ بالمئة من إجمالي حجم الأسهم المتداولة في الشركات المدرجة، على الرغم من أن عدداً من تلك الشركات كان من أوائل الشركات المدرجة في السوق. ويمكن أن يُعزى ضعف مساهمة وأثر هذا القطاع في السوق إلى عدم توجه الناس إلى خدمات التأمين غير الإلزامية، بسبب الثقافة العامة حول التأمين على الحياة وما يتبعها من خدمات.

الجدول الرقم (٥)

المؤشرات الرئيسية لقطاع التأمين حتى ٣١/١٢/٢٠٠٩

المؤشر	قطاع التأمين (بالمليار)	حصة القطاع من السوق (بالمئة)
القيمة السوقية (ريال قطري)	٧,٤٢٢,٣٨٧,٥٢٥	٢,٣٢
قيمة الأسهم المتداولة (ريال قطري)	١,٤٧٠,٣٩١,٤٠٠,٦٠	١,٦
عدد الأسهم المتداولة	٣٣,٨٤٩,٢٣٢	٠,٩٨
صافي الأرباح (ريال قطري)	٧٥٥	٠,٨
إجمالي عدد المساهمين	٢٦٨٠	٥

المصدر: النشرة السنوية لبورصة قطر للأوراق المالية لعام ٢٠٠٩.

وقد بلغ عدد الأسهم المتداولة في قطاع الصناعة ما يزيد على ٣٣,٨٥ مليون سهم، بواقع ٠,٩٨ بالمئة، وثالث قطاع من قطاعات البورصة القطرية. كما نلاحظ أيضاً أن عدد المساهمين في هذا القطاع هو ٢٦٨٠ مساهماً، أو نسبة ٥ بالمئة من عدد المساهمين في البورصة، إضافة إلى أنه حقق نسبة أرباح بلغت ٥ بالمئة من حجم الأرباح المحققة في البورصة. وقد بلغ عدد شركات التأمين المدرجة في البورصة ٥ شركات من حجم الشركات المدرجة، وهو رابع قطاع من حيث عدد الشركات المدرجة.

ج - قطاع الصناعة

يعتبر قطاع الصناعة ثالث قطاع من حيث عدد الشركات الذي يحتويه والمدرجة في السوق. وقد أصبح يضم سبع شركات. وعلى الرغم من ذلك فإن حصة القطاع لم تتجاوز ٢,٣٢ بالمئة من إجمالي القيمة السوقية. وأما قيمة الأسهم المتداولة فقد بلغت ١٦,٧٢ من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة

في السوق. ويمكن أن يُعزى ذلك إلى أن أغلب الشركات الصناعية تأثرت بالأزمة المالية العالمية، إذ انخفضت أرباحها عن العام الماضي بمقدار ١٤ مليار ريال قطري.

الجدول الرقم (٦)

المؤشرات الرئيسية لقطاع الصناعة حتى ٣١/١٢/٢٠٠٩

المؤشر	قطاع الصناعة (بالمليار)	حصة القطاع من السوق (بالمئة)
القيمة السوقية (ريال قطري)	٧٤,٠٥٤,٦٩٣,١٤٠	٣,٣٢
قيمة الأسهم المتداولة (ريال قطري)	١٥,٤١١,٠٨٩,١٧٧	١٦,٧٢
عدد الأسهم المتداولة	٣١٢,٣٣٢,١٧٢	٩,٠٥
صافي الأرباح (ريال قطري)	٦,٨	١٥,٩
إجمالي عدد المساهمين	٥٤١	٢٢

المصدر: النشرة السنوية لبورصة قطر للأوراق المالية لعام ٢٠٠٩.

وقد بلغ عدد الأسهم المتداولة في قطاع الصناعة ما يزيد على ٣١٢ مليون سهم، بواقع ٩,٠٥ بالمئة، وثاني قطاع من قطاعات البورصة القطرية. كما نلاحظ أيضاً من عدد المساهمين في هذا القطاع، والبالغ عددهم ٥٤١ مساهماً، بنسبة ٢٢ بالمئة من عدد المساهمين في البورصة، إضافة إلى أنه حقق نسبة أرباح بلغت ١٥,٩ بالمئة من حجم الأرباح المحققة في البورصة. وقد بلغ عدد شركات هذا القطاع المدرجة في البورصة ٧ شركات من حجم الشركات المدرجة، وهو ثالث قطاع من حيث عدد الشركات المدرجة.

د - قطاع الخدمات

يتضح من الجدول الرقم (٧) أن قطاع الخدمات هو من أكبر القطاعات في بورصة قطر، إذ إن عدد الشركات التي يتم تداول أسهمها في السوق وصلت إلى ٢٣ شركة. وتمثل القيمة السوقية لقطاع الخدمات ٤٠,٦٧ بالمئة من قيمة السوق السوقية، بقيمة أسهم تداول تجاوزت ٤٠ مليار ريال قطري وبنسبة ٤٣,٦ بالمئة. فقد حققت شركات الخدمات ما يزيد على ٨ مليارات ريال قطري خلال عام ٢٠٠٩.

الجدول الرقم (٧)

المؤشرات الرئيسية لقطاع الخدمات حتى ٣١/١٢/٢٠٠٩

المؤشر	قطاع الخدمات (بالمليار)	حصة القطاع من السوق (بالمئة)
القيمة السوقية (ريال قطري)	١٣٠,١٧٧,٣٩٣,٩٢٧	٤٠,٦٧
قيمة الأسهم المتداولة (ريال قطري)	٤٠,١٨٤,٥٠١,٢٩٧	٤٣,٦

يتبع

٤٩,٧٤	١,٧١٥,٩٠٨,٢٥٨	عدد الأسهم المتداولة
٦٣,٤	٨,٥٩٧٤	صافي الأرباح (ريال قطري)
٦٣	٥٢١٠	إجمالي عدد المساهمين

المصدر: النشرة السنوية لبورصة قطر للأوراق المالية لعام ٢٠٠٩.

وقد بلغ عدد الأسهم المتداولة في قطاع الخدمات ما يزيد على ١,٧ مليار سهم، بواقع ٤٩,٧٤ بالمئة، أي ما يقارب نصف حجم البورصة، وهذا يعني أنه من أهم القطاعات في البورصة القطرية، وهذا ملاحظ أيضاً من عدد المساهمين في هذا القطاع، والبالغ عددهم ٥٢١٠ مساهمين، بنسبة ٦٣ بالمئة من عدد المساهمين في البورصة، إضافة إلى أنه حقق نسبة أرباح بلغت ٤, ٦٣ بالمئة من حجم الأرباح المحققة في البورصة، ما يدل على أهمية هذا القطاع والإقبال على الاستثمار فيه. وقد بلغ عدد شركات الخدمات المدرجة في البورصة ٢٣ شركة من حجم الشركات المدرجة، وهو أكبر قطاع من حيث عدد الشركات المدرجة.

نلاحظ من الجداول السابقة أن أعداد المساهمين في البورصة بلغ ١٥٣٥٣ مساهماً. ويعتبر هذا الرقم متواضعاً، ويدل على عدم عمق البورصة. ويرجع ذلك إلى قلة الأدوات المالية المعمول بها في السوق، والتي تقتصر على الأسهم فقط، وأحياناً السندات الحكومية. ونلاحظ عدم وجود شركات مدرجة متخصصة بالزراعة.

هـ- شركات الوساطة

تمارس شركات الوساطة المالية دوراً مهماً في جذب الاستثمارات الأجنبية من خلال شبكة علاقاتها بالأسواق المالية الخارجية. فهي، كما يوحي اسمها، تقوم بدور الوساطة بين المستثمرين والسوق المالية، وهي بالتالي القناة الرئيسة لتدفق الأموال من الداخل والخارج، وبخاصة إذا كان لها فروع في الخارج، حيث يستطيع أي شخص، من خلال هذه الشركات، أن يتاجر، أو يتداول، في الأسواق المالية، ما يسهل عملية الاستثمار من قبل المستثمرين المحليين والأجانب في الدول المختلفة. وقد بدأت أول شركة وساطة العمل في هذا المجال في دولة قطر في عام ١٩٩٦، قبل بدء التداول في سوق الدوحة للأوراق المالية. وفي الواقع، فقد تأسست ثلاث شركات قبل بدء التداول في سوق الدوحة للأوراق المالية، وكانت تعمل وسيطاً في الأسواق المالية الخليجية، ولجذب المستثمرين القطريين من الأسواق المالية الخارجية. ومع تأسيس سوق الدوحة للأوراق المالية في عام ١٩٩٧، ازداد عدد شركات الوساطة المالية المحلية والأجنبية، العاملة في دولة قطر لتصل في نهاية عام ٢٠٠٩ إلى سبع شركات.

ويبين الجدول الرقم (٨) أسماء تلك الشركات، بحسب تاريخ تأسيسها ومقر عملها. وهذا يشير إلى أن نشاط سوق الدوحة للأوراق المالية يحتاج إلى هذا التطور في عدد الوسطاء، وربما أكثر، خاصة

خلال السنوات العشر القادمة، وذلك من أجل التطور الاقتصادي لدولة قطر، كما يحتاج إلى انتشار أكبر لها في الداخل والخارج، وربما تجدر الإشارة هنا إلى أهمية دعوة شركات الوساطة من الدول المختلفة وتشجيعها لفتح فروع لها في دولة قطر، لزيادة قنوات الاستثمار المتاحة للأجانب.

الجدول الرقم (٨)

تطور شركات الوساطة المالية العاملة في دولة قطر

عدد الفروع	سنة التأسيس	مقرها	اسم الشركة
٢	١٩٩٦	الدوحة	المجموعة للأوراق المالية
٢	١٩٩٧	الدوحة	مجموعة الاستثمارات الخليجية
٤	١٩٩٧	الدوحة	قطر للأوراق المالية
٢	١٩٩٦	الدوحة	العالمية للأوراق المالية
٣	٢٠٠٣	الدوحة	الإسلامية للأوراق المالية
٣	٢٠٠٥	الدوحة	شركة دلالة للوساطة
٣	٢٠٠٦	الدوحة	شركة دلالة الإسلامية

المصدر: بورصة قطر للأوراق المالية.

وتقوم هذه الشركات بتقديم خدمة شراء كافة الأوراق المالية المطروحة لدى بورصة قطر للأوراق المالية وبيعها، وتقديم الاستشارات المالية للمستثمرين، فضلاً عن تقديم معلومات وتحليلات للأسواق المالية الأخرى التي يرغب المستثمر المحلي في الاستثمار فيها، إضافة إلى تزويد المتعاملين بتقارير حول بيانات الشركات وإفصاحها، وكذلك توفير بعض المعطيات عن المؤشرات الاقتصادية الموجودة في دولة قطر من خلال مواقعها الإلكترونية.

وتعكس هذه الخدمات أهمية الدور الذي تمارسه شركات الوساطة في جذب الاستثمارات الأجنبية إلى السوق المحلية، وفي الحد من عملية هروب رأس المال المحلي إلى الأسواق الخارجية.

٣- هيئة قطر للأسواق المالية

أسست هيئة قطر للأوراق المالية بموجب القانون (٣٣) لعام ٢٠٠٥، والمعدل بالمرسوم الأميري (١٤) لعام ٢٠٠٧، والقانون الرقم (١٠) لعام ٢٠٠٩، كهيئة تنظيمية وإشرافية مستقلة تعنى بالأسواق المالية في قطر، وتمتلك الصلاحيات اللازمة لممارسة الإشراف التنظيمي، وتطبيق القوانين على البورصة والشركات والمهنة المنظمة، بما يتفق مع مواد القانون والأنظمة الصادرة في هذا الشأن.

وتسعى الهيئة إلى حماية المستثمرين في الأوراق المالية، وتوفير السيولة وتعزيزها في السوق، وتحقيق مبادئ الشفافية والإفصاح العادل والشامل، من خلال التنظيم والرقابة والإشراف على نشاطات المؤسسات غير المصرفية، ومراقبة تطورها، بما يضمن سلامة عملها. كما تقوم الهيئة بتنظيم عملية الإفصاح المتعلقة بهذا المجال. وقد أُنبط بها كثير من الأعباء الرقابية المتخصصة والمتعددة، في حين أنها أسقطت على السوق القطرية إسقاطاً، ولم يتم إنشاؤها وتطورها مع الشركات المساهمة العامة، أو بورصة قطر للأوراق المالية، وإنما بعد ثماني سنوات من عمل بورصة قطر للأوراق المالية. وبالتأكيد كان العديد من الشركات قد أنشئ بحسب قانون الشركات القطري. وتقوم الهيئة حالياً بالإشراف على جميع العمليات المتعلقة بقطاع الأوراق المالية ومراقبتها وترخيصها، وتندرج تحت الهيكل التنظيمي لهيئة قطر للأسواق المالية مجموعة من المهام المتخصصة في جميع أنواع الرقابة المالية غير المصرفية، وهي على النحو الآتي:

أ- إصدار القواعد واللوائح المتعلقة بسوق رأس المال والتعامل بالأوراق المالية داخل دولة قطر، استناداً إلى المعايير الدولية، وبما يتناسب مع احتياجات السوق القطرية ويحقق الأغراض الرقابية للهيئة.

ب- ضمان نزاهة السوق وشفافيتها بمراقبة عمليات التداول، بالموازاة مع بورصة قطر، بصفتها الجهة المختصة، وكشف التلاعبات والمخالفات التي قد تطرأ في السوق أو الصفقات المشبوهة، واتخاذ الإجراءات اللازمة في هذا الشأن وفقاً للقوانين واللوائح.

ج- متابعة إفصاح الشركات المدرجة في البورصة، ومراقبة تداول الأوراق المالية، ومتابعة التزام الشركات والأفراد المرخص لهم بمزاولة أنشطة أو وظائف خاضعة للرقابة بشروط التراخيص الممنوحة لهم.

د- القيام بعمليات التفتيش الدورية، وغير الدورية، على البورصة والشركات المرخص لها بمزاولة الأنشطة الخاضعة للرقابة.

هـ- الترخيص بإدراج الأوراق المالية للتداول في بورصة قطر.

و- دعم نمو سوق رأس المال وتطورها في دولة قطر، ويشمل ذلك تشجيع إدخال أدوات مالية وآليات تداول جديدة وتطبيق التكنولوجيا المتطورة وزيادة وعي المستثمرين.

ز- ترخيص الأفراد والشركات لمزاولة الأنشطة والوظائف الخاضعة لرقابة الهيئة.

أصدرت الهيئة مجموعة من التعليمات والتعميمات المنظمة للسوق، من أهمها تعميم ترخيص شركات الأوراق المالية، وتعميم ترخيص صناديق الاستثمار، بالإضافة إلى التعميم الخاص بإفصاح الشركات المساهمة العامة غير المدرجة، وتعميم بخصوص تنظيم اجتماع الهيئات العامة للشركات المدرجة. وهناك تعميمات أخرى تتناول بالدرجة الأولى موضوع إفصاح شركات الأوراق المالية عن الأمور الجوهرية في تلك الشركات، والتغيرات التي تحدث في مجالس إدارة الشركات والأعضاء فيها، وأي معلومات أخرى ذات أهمية.

٤ - الإطار القانوني

خضعت بورصة قطر للأوراق المالية لرقابة وزارة الاقتصاد والتجارة بموجب اتفاقية موقعة بينهما، وذلك حتى صدور «قانون تنظيم السوق» الرقم (١٤) لسنة ١٩٩٥، والقانون الرقم (٣٣) لسنة ٢٠٠٥ المعدل بالقانون الرقم (١٤) لسنة ٢٠٠٧ بشأن هيئة قطر للأسواق المالية وشركة سوق قطر للأوراق المالية. وقد عرّف «القانون» الأوراق المالية بأنها حقوق ملكية أو أدوات دين، سواء أكانت محلية أم أجنبية، ويجب أن توافق الهيئة على اعتمادها. وتشمل هذه الأوراق المالية الأسهم والسندات، والوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار، والمشتقات المالية، مثل الأسهم والسندات القابلة للتحويل وغيرها، والعقود آنية أو آجلة التسوية. ويستثنى القانون الأوراق المالية التجارية (شيكات، كمبيالات)، والاعتمادات المستندية، والأوراق التي تتداولها المصارف في ما بينها حصراً، وبوليصات التأمين وحقوق المتقاعدين.

أما في ما يتعلق بالاستثمار الأجنبي وتملك الأجانب، فيتعرض القانون لموضوع التملك والاستثمار في أسهم السوق من خلال عدة بنود، إلا أنه لا يتطرق بشكل مباشر إلى الاستثمارات الأجنبية في السوق، من حيث تنظيمها، أو تقييدها، أو تحديدها. وهذا لا يعتبر نقصاً أو ضعفاً إذا نظرنا إلى أن القيود والإجراءات أو الشروط، وبخاصة على الاستثمار الأجنبي، ستكون موعوقاً لا مشجعاً على تدفق الاستثمارات. وبالنسبة إلى الأمور الرقابية والحماية، فستكون هذه الاستثمارات كذلك تحت الرقابة من خلال آليات مختلفة في السوق. وقد ترك القانون والسوق نسبة تملك الأجانب في الشركات لقانون الشركات نفسه ولأنظمتها الداخلية.

وقد حدد قانون الأوراق المالية صلاحيات السوق، ولكنه أخضعها لرقابة هيئة سوق رأس المال، التي منحها القانون أيضاً حق الإشراف والتفتيش والتدقيق في سجلات السوق. كما طلب القانون من السوق تقديم الأنظمة الداخلية والتعليمات الخاصة بقواعد السوق إلى الهيئة، والتي يمكن أن تطلب إجراء تعديلات عليها إذا رأت ذلك ضرورياً. وقد بين القانون شروط إصدار الأوراق المالية وطرحها للاكتتاب العام، وشروط الترخيص لشركات الأوراق المالية والخدمات التي تقدمها، وصناديق الاستثمار، وسندات القرض، والعرض العام للأوراق المالية، وأعمال الغش والخداع، واستغلال المعلومات غير المنشورة التي يعاقب عليها القانون، والمسؤوليات المدنية، والتحقيق والعقوبات، إضافة إلى أحكام أخرى. وقد نص القانون بشكل أساسي أن على السوق أن تبلغ الهيئة عن أي شخص يملك ١٠ بالمئة أو أكثر، بشكل مباشر أو غير مباشر، من الأوراق المالية للمصدر، كما يجب على كل من يملك أو يتصرف بنسبة ١٠ بالمئة أو أكثر بصورة مباشرة أو غير مباشرة من الأوراق المالية في شركة واحدة، أن يبلغ السوق. كما أوجب القانون على جميع الشركات المساهمة العامة أن تقدم طلباً لإدراج أسهمها في السوق، وأعطى الشركات القائمة مهلة ستة أشهر من تاريخ نفاذ القانون لتقديم طلب إدراج أسهمها في السوق، وأن تصوّب أوضاعها بما يتماشى مع أحكام هذا القانون.

أما قانون هيئة الأسواق المالية، فقد أنشئت بموجبه هيئة اعتبارية تسمى «هيئة قطر للأسواق المالية»، وحدد أهدافها وصلاحياتها ومهامها، التي تشمل الإشراف على سوق الأوراق المالية،

والتنظيم والرقابة والإشراف على نشاطات المؤسسات المالية غير المصرفية، بما فيها تداول الأوراق المالية، وتنظيم الإفصاح عن أي بيانات أو معلومات تخص القطاع المالي غير المصرفي، ومراقبة تطور المؤسسات المالية غير المصرفية. وقد بين القانون تركيبة إدارة الهيئة، ومهام وصلاحيات مجلس إدارتها، ودوائرها، وموازنتها، وغيرها من الأحكام.

قررت الهيئة العامة للسوق، في صيف العام ٢٠٠٨، تحويل سوق الدوحة للأوراق المالية إلى شركة مساهمة عامة، وطرح ٥٠ بالمئة من أسهمها للاكتتاب العام للجمهور وللمستثمرين آخرين، من بينهم شركات أوراق مالية أعضاء في السوق، ومستثمر استراتيجي أجنبي، ما يعكس على زيادة الشفافية والحكم الجيد في السوق، إلا أن هذه المحاولة، على الأقل حتى إعداد الدراسة، لم تستكمل.

٥ - القيود على الاستثمارات الأجنبية في بورصة قطر للأوراق المالية

كما أشرنا سابقاً، لم يحدد قانون الأوراق المالية نسبة التملك للفرد أو المؤسسة، سواء أكان محلياً أم أجنبياً، ولم يتطرق كذلك إلى إجمالي نسبة التملك المسموح بها للأجانب. ويعتبر نظام السوق أن النظام الداخلي للشركات المدرجة هو نفسه الذي يحدد ذلك، وليس السوق، وبخاصة أن أحد أهداف السوق هو تشجيع الاستثمارات الأجنبية في الأسهم المدرجة فيها، مع الأخذ بعين الاعتبار عدم سيطرة فئات معينة على السوق أو الشركات. كما أن بعض الشركات المدرجة تعود في مجال تحديد نسبة الاستثمار المسموح بها للأجانب إلى الجهة المشرفة عليها، مثل المصارف التي تخضع لإشراف المصرف المركزي القطري ورقابتها، مع العلم أن سلطة النقد لا تشترط أن يكون المستثمر محلياً أو أجنبياً، وتترك نسبة الاستثمار المسموح بها للأجانب أيضاً للنظام الداخلي للشركة. إلا أن المصرف المركزي يحدد في أنظمتها أن لا تزيد حصة الفرد محلياً أم أجنبياً على ١٠ بالمئة من قيمة رأس المال وكحصة منه، وفي حال الزيادة فإنه يدرس حالة المستثمر من نواحٍ عديدة، وذلك لضمان عدم سيطرة فئات معينة على المصرف وأعماله المصرفية^(١٢).

وتفاوتت الشركات المدرجة في بورصة الدوحة للأوراق المالية من حيث القيود التي تفرضها أنظمتها الداخلية على الاستثمار الأجنبي في ملكيتها، حيث تراوحت نسبة التملك الأجنبي بين ٢ بالمئة و ٢٥ بالمئة، وهي نسبة مقبولة نوعاً ما، إذا ما قورنت بالأسواق المتطورة التي لا تفرض قيوداً على تملك الأجانب، بحيث لا تتجاوز حصة المستثمر ١٠ بالمئة من إجمالي الأسهم بالشركة. لكن كحالة خاصة، مثل دولة قطر، والأسواق المالية العربية الأخرى، فمن الممكن أن تكون نسبة التملك للأجانب بحدود معقولة لا تتجاوز ٥٠ بالمئة من قيمة أسهم الشركة إلى حين يتم تطوير البورصة القطرية وزيادة عمقها وتنويع الأدوات المالية المتاحة للاستثمار فيها.

(١٢) مقابلة هاتفية مع قسم الرقابة والتفتيش في المصرف المركزي القطري.

رابعاً: محددات جاذبية بورصة قطر للاستثمار الأجنبي: المنهجية

عند محاولة تقييم جاذبية بورصة قطر للاستثمار الأجنبي، أو التعرف إلى حجم الاستثمارات الأجنبية في السوق المالي، تصادفنا مجموعة من العقبات والصعوبات المنهجية، التي نستعرض بعضها هنا قبل أن نتقل إلى محاولة تقدير هذه الاستثمارات، وتحليل إمكانية جذب المزيد منها إلى الاقتصاد القطري من خلال بورصة قطر للأوراق المالية.

١ - من هو المستثمر الأجنبي

اعتمدت بورصة قطر للأوراق المالية معايير مختلفة لتحديد جنسيات المساهمين، ولكن منذ نيسان/ أبريل عام ٢٠٠٧، عُرّف المستثمر الأجنبي بأنه الشخص أو الجهة الاعتبارية (شركة أو مؤسسة... إلخ) التي لا تملك عند التسجيل هوية قطرية، أو جواز سفر قطري، أو من حملة الجنسيات الأمريكية والأوروبية أو أي جنسيات أخرى. وتعتبر هذه من الصعوبات المنهجية للدراسة، بحيث يأتي تحديد التعريف ليتمكن الباحث من متابعة التغيرات التي تحدث في هذا المجال عند اتخاذ سياسات معينة.

٢ - حجم الاستثمارات الأجنبية في بورصة قطر للأوراق المالية

ينقسم الاستثمار في السوق المالية بحسب الجهة المستثمرة إلى نوعين: استثمار الشركات، واستثمار الأفراد. ويمكن التمييز في كل منهما بين الاستثمار المحلي والاستثمار الأجنبي. ولتحليل الاستثمارات الأجنبية في بورصة قطر للأوراق المالية، فإن القيمة المثلّي هي اعتبار قيمة الاستثمار المباشر في لحظة القيام به. إلا أن قانون بورصة قطر الرقم (٣٣) لا يسمح للسوق بالإفصاح عن هذه البيانات لأي شخص، حفاظاً على سرية المعلومات الخاصة بالمستثمرين. وللتعويض عن ذلك، يمكن دراسة واقع الاستثمار الخارجي في بورصة قطر للأوراق المالية بتحليل القيمة السوقية لأسهم المستثمرين الأجانب في نهاية العام، وذلك بضرب عدد الأسهم المملوكة للأجانب بسعر إغلاق هذه الأسهم في نهاية العام.

وكما يتضح من الجدول الرقم (٩)، فإن نسبة الأسهم المملوكة للأجانب تتجاوز ٣١, ١٨ بالمائة في الفترة ما بين العامين ٢٠٠١ و٢٠٠٦. وعلى الرغم من أن هذه النسبة لم تتغير كثيراً خلال تلك الفترة، فإن عدد الأسهم المملوكة للأجانب قد ارتفع إلى أكثر من الضعف، ليصل إلى ٦٣١٧١٠٨٩٠ سهماً في عام ٢٠٠٩، وبنسبة نمو تقارب ٥٧ بالمائة مقارنة بعام ٢٠٠٨. ويمكن أن يعزى ذلك إلى دخول مساهمين جدد إلى السوق بشكل مباشر، أو لإدراج شركات جديدة في بورصة قطر مملوكة للأجانب، أو للفرص الاستثمارية التي يمكن أن يحققها المستثمرون للنمو الكبير في بورصة قطر وللاقتصاد القطري، وللمستقبل الكبير للاقتصاد القطري والتطور الكبير فيها^(١٣).

(١٣) لا تتوفر بيانات مفصلة حول طبيعة الاستثمار، وهل يمثل اكتتاباً عاماً أولاً، أو دخول شريك استراتيجي (توسيع رأس المال)، أو شراء أسهم لشركات قائمة.

الجدول الرقم (٩)

عدد الأسهم موزعة بحسب الجهة المستثمرة (٢٠٠٤ - ٢٠٠٩)

السنة	إجمالي عدد الأسهم	استثمار محلي	استثمار أجنبي	نسبة الأسهم المملوكة للأجانب (بالمئة)	مساهمون غير مكتملي البيانات
٢٠٠٤	٣٠٥,٣٨٦,٧٥٦	٢٨٨٢٨٥٠٩٨	١٧١٠١٦٥٨	٥,٦	٩٩٢٢٩٦٠
٢٠٠٥	١,٠٣٣,٠٨١,١٤٦	٩٥١٤٦٧٧٣٥	٨١٦١٣٤١١	٧,٩	٩٩٢٢٩٦٠
٢٠٠٦	١,٨٦٥,٤٤٠,٩٩٤	١٦٨٤٤٩٣٢١٨	١٨٠٩٤٧٧٧٦	٩,٧	٩٩٢٢٩٦٠
٢٠٠٧	٣,٤١١,٢٥٦,٧٣٩	٣٠١٤١٨٦٤٥٥	٣٩٧٠٧٠٢٨٤	١١,٦٤	١٠٢٨٥٨٧٧
٢٠٠٨	٣,٨٩٣,٥١٩,٧١٩	٣٣٧٤٩٠٢٨٩٢	٥١٨٦١٦٨٢٧	١٣,٣٢	١٤٧٤٤٠٦٣
٢٠٠٩	٣,٤٥٠,٠٨٦,٧٨٤	٢٨١٨٣٧٥٨٩٤	٦٣١٧١٠٨٩٠	١٨,٣١	٢١٥٤٨٠٩١

المصدر: بورصة قطر للأوراق المالية، بيانات غير منشورة.

يلاحظ من الجدول الرقم (٩) أن تصنيف المستثمرين محليين وأجانب بدأ منذ عام ٢٠٠٤ فقط. وإضافة إلى ذلك، فإن هناك العديد من المساهمين (أو الأسهم المملوكة) ليسوا مصنفين محليين أو أجانب، أي مساهمين غير مكتملي البيانات، وهذه الأسهم في زيادة، وليست في نقصان، ما قد يضلل النتائج القابلة للتحليل. كما يلاحظ وجود نقص في التصنيف، حيث يجب تصنيف المساهمين، سواء أجانب أم محليين، إلى شركات وأفراد، وذلك بحسب النظام المستخدم في مركز الإيداع والتحويل، ما يوضح مدى اهتمام الشركات في الاستثمار في بورصة قطر للأوراق المالية. فعلى سبيل المثال، يمكن معرفة مدى اهتمام المصارف في الاستثمار في الأوراق المالية، أو مدى اهتمام الشركات المحلية والأجنبية في إنشاء شركات قطرية أو تداول أسهمها، وغيرها.

في بداية عام ٢٠٠٨، تم العمل على تصنيف الاستثمار في مركز الإيداع والتحويل إلى أربع فئات هي أفراد محليين، وشركات محلية، وأفراد أجانب، وشركات أجنبية، وبالتالي توزعت أعداد المساهمين وأعداد الأسهم على هذه الفئات الأربع بعد أن كانت محصورة في فئتين. وبالتالي لا يمكن استخدام بيانات عام ٢٠٠٨ المصنفة إلى أربع فئات، لأنه لا توجد سنوات بالتصنيف نفسة للمقارنة بها. ولكن لا بد من استعراضها لبيان حصة الشركات من الأسهم. فالبنظر إلى الجدول الرقم (١٠)، نلاحظ أن حصة الشركات من الاستثمار الأجنبي تمثل ٦٦ بالمئة. ولكن، كما ذكرنا سابقاً، فإن هناك نسبة، ولو ضئيلة، تتعلق بالأسهم المملوكة لمساهمين غير مكتملي البيانات بلغت ٦, ٢ بالمئة في عام ٢٠٠٦.

الجدول الرقم (١٠)

عدد الأسهم موزعة بحسب الجهة المستثمرة لعام ٢٠٠٩

مساهمون غير مكتملي البيانات	شركة			فرد		إجمالي عدد الأسهم
	حكومة	أجنبية	محلية	أجنبي	محلي	
٢١,٥٤٨	١٣	٤,٤٨٧	٢٨٨,٧١٩	٦٥٨,٩٢١	٢٩٣,٢١٩	

المصدر: بورصة قطر للأوراق المالية، بيانات غير منشورة.

وقد حاولنا حساب القيمة السوقية لاستثمارات الأجنبي في أسهم الشركات المدرجة في بورصة قطر للأوراق المالية، وتحويلها إلى نسب موزعة على القطاعات المختلفة لبيان أهمية القطاع بالنسبة إلى المستثمرين الأجنبي (انظر الجدول الرقم (١١)). وقد لوحظ أن نسبة قيمة الاستثمار الأجنبي تشابهت تقريباً مع نسبة عدد الأسهم المملوكة للأجنبي، التي أشرنا إليها قبل ذلك، باستثناء عامي ٢٠٠٥ و ٢٠٠٦، حيث حصل ارتفاع في حصة المستثمرين الأجنبي من الأسهم، ترافق مع ارتفاع نسبي في أسعار إغلاق الأسهم في نهاية العام، مقارنة بأسعار السنوات الأخرى السابقة.

ارتفعت قيمة الاستثمار الأجنبي في السنوات ٢٠٠٤ - ٢٠٠٩ بشكل كبير، حيث كانت تقارب ١,٠٦ مليار ريال قطري في عام ٢٠٠٤، وانخفضت في عامي ٢٠٠٥ و ٢٠٠٦ عن هذه القيمة. إلا أنها تجاوزت ١,٥ مليار ريال قطري في عام ٢٠٠٧، وتضاعفت في عام ٢٠٠٨ إلى أكثر من ٦ مليارات ريال قطري، وهي سنة مميزة لنشاط السوق من حيث التداول وأسعار الأسهم، ومن ثم انخفضت في نهاية عام ٢٠٠٩ إلى ٥,٦٥٦ مليار ريال قطري.

الجدول الرقم (١١)

التوزيع النسبي للاستثمارات الأجنبية بين القطاعات (٢٠٠٩ - ٢٠٠٤)

نسبة الاستثمار الأجنبي (بالمئة)						القطاع
٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	
١١,٣	٣٦,٢	٥٤,٤	٥٢,٣	٥٢,١	٥٢,٧	المصارف
٩٠,٦	١٠,٠	١٤,٧	١,٠	٩,٢	٨,٨	التأمين
٢٨,٠	٥,٧	٤,٣	٥,١	٦,٠	٦,٤	الصناعة
١٣,١	٤٩,٩	٣٧,٢	٤٣,٨	٤٢,٦	٤٣,٣	الخدمات

المصدر: بورصة قطر للأوراق المالية، بيانات غير منشورة.

أما من الناحية القطاعية، فيلاحظ أن نسبة الاستثمارات الأجنبية في القطاع الصناعي بقيت على ما هي عليه طوال السنوات ما بين ٢٠٠١ - ٢٠٠٥، وأن حصة الأجنبي في هذا القطاع ارتفعت إلى ٢٨

بالمئة (٣١٥ مليون ريال قطري). وأما قطاع الخدمات، فيلاحظ تذبذب النسبة بشكل ضئيل في السنوات الأولى وانخفاضها بشكل كبير من ٤٩,٩ بالمئة إلى ١٣,١ بالمئة بين عامي ٢٠٠٨ و ٢٠٠٩. وأما في قطاع المصارف، فشكّلت نسبة الاستثمار الأجنبي أكثر من ٥٠ بالمئة، ما عدا عام ٢٠٠٨ الذي انخفضت فيه إلى ٣٦,٢ بالمئة، ثم واصلت انخفاضها إلى ١١,٣ بالمئة في عام ٢٠٠٩. وأما بالنسبة إلى قطاع التأمين، فقد سجل تغييراً كبيراً في نهاية عام ٢٠٠٩ في حصة الاستثمار الأجنبي، حيث بلغت نسبتها ٩٠,٦ بالمئة، أي ما يعادل ٤,٥ مليار ريال قطري.

نلاحظ مما سبق أن عام ٢٠٠٩ سجل تحولات كبيرة في مساهمة المستثمرين الأجانب بين القطاعات المختلفة، ما يعكس اهتمامات المستثمرين الأجانب وتقييمهم لجاذبية القطاعات المختلفة عند اتخاذ قرار الاستثمار. ويشير هذا تساؤلاً مهماً حول العوامل التي تحدد جاذبية الاستثمار في قطاع معين دون سواه، وفي بلد معين دون غيره، وهو ما سنحاول التطرق إليه في ما يلي.

٣- محددات جذب تدفقات الحقائق الاستثمارية

من أجل تقييم مدى جاذبية بورصة قطر للاستثمارات الأجنبية، وبخاصة تدفقات الحقائق الاستثمارية، ينبغي مراجعة العوامل التي يتطلع إليها المستثمر الأجنبي ويهتم بها عند اتخاذ القرار بالاستثمار أو عدم الاستثمار في بلد ما. وتشير الأدبيات الاقتصادية إلى مجموعة من العوامل التي تحدد جاذبية البلد للاستثمارات الأجنبية^(١٤)، ويمكن تقسيم هذه العوامل إلى أربع مجموعات رئيسية، هي:

أ- عوامل الاقتصاد الكلي

وتشمل هذه العوامل:

- الاستقرار السياسي والاقتصادي: فكلّما كان الوضع الاقتصادي مستقرًا، وكانت معدلات النمو مرتفعة ومعدلات البطالة منخفضة، كان ذلك مؤشراً على أن الاقتصاد قوي، وأن الاستثمار في المؤسسات المدرجة في السوق المالية سيحقق أرباحاً مجزية للمستثمرين.
- الإدارة العامة: وتمثل أحد المحددات الرئيسية للبيئة الاستثمارية، ويشمل ذلك السياسات الضريبية، والبيروقراطية، والحكم الرشيد، والقضاء وغيرها.
- المؤسسات المالية والمصرفية: للقطاع المصرفي دور مهم في جمع الموارد المالية من المودعين ونقلها للاستثمار في السوق المالية. لذلك، يمكن اعتبار مدى تطور هذا القطاع من المؤشرات المهمة في درجة جاذبية البلد الاستثمارية من وجهة نظر المستثمر الأجنبي. ويصعب أن تنشأ سوق مالية متطورة وناجحة في ظل غياب قطاع مصرفي متطور، يلبي احتياجات المستثمرين المالية، ويسهل عملية الاستثمار في السوق المالية.

(١٤) انظر مراجعة الأدبيات في المبحث الثاني من هذه الدراسة.

ب - العوامل الخاصة بالسوق المالية «بورصة قطر»

وتشمل هذه العوامل:

- الشركات المدرجة في السوق من حيث عددها وحجمها ورؤوس أموالها. فكلما كان عددها كبيراً، ورأس مالها مرتفعاً، كانت هناك فرصة للمستثمر الأجنبي أن يزيد من استثماراته في السوق.
- ربحية الشركات المدرجة في السوق: حيث يعتبر العائد على رأس المال وحقوق المساهمين من المؤشرات المهمة للمستثمرين المحليين والأجانب على السواء. فالمستثمر يسعى، بصفة عامة، إلى تعظيم القيمة الصافية لحقوقه، ضمن حدود مقبولة من المخاطرة. وفي كثير من الأحيان، يقبل المستثمر معدلات مرتفعة من المخاطرة، إذا تم تعويض ذلك بمعدلات عوائد مجزية.
- الأدوات المالية المتوفرة في بورصة الأوراق المالية: فكلما كانت هناك أدوات مالية كثيرة ومختلفة، وفر ذلك فرصاً استثمارية أكبر وقّلت من المخاطر.

ج - العوامل المتعلقة بكفاءة السوق

يقوم المستثمر الأجنبي عادة بدراسة كفاءة السوق المالية وفعاليتها بتمعن قبل أن يقوم باستثماراته فيها^(١٥). ويشمل ذلك آليات عمل السوق، والتكنولوجيا المستخدمة فيها، والفترة الزمنية لإنجاز الصفقات، وسرعة تنفيذ العمليات، وبيئة التداول العادل، وسهولة السوق (عمقها واتساعها)، ومدى اندماج السوق مع الأسواق الأخرى في المنطقة، والمصرف الحاضن (الحافظ الأمين). ويهتم هذا الجزء كذلك بحساب مؤشرات مالية واقتصادية بغية تقييم بعض الأبعاد المهمة في أسواق الأوراق المالية. ومن بين هذه المؤشرات نسبة القيمة السوقية للأسهم المدرجة في السوق من الناتج المحلي الإجمالي، والتي تعكس الجزء الخاص بالمستثمر في الناتج المحلي الإجمالي من خلال استثماره في الشركات المدرجة، وبالتالي يعبر هذا المؤشر عن قدرة الشركات المدرجة في استقطاب المزيد من المستثمرين، وهي تعبر، بمعنى آخر، عن عمق السوق واتساعها. وأما المؤشر الثاني، وهو نسبة حجم التداول من الناتج المحلي الإجمالي، فيقيس الجزء من الناتج المحلي الإجمالي الخاص بسيولة الأصول المتداولة في السوق كجزء من الاقتصاد الكلي، والذي يعكس بالتالي قدرة السوق على توفير سيولة نقدية للمستثمرين. كما توجد مؤشرات أخرى يمكن أن تعكس سيولة السوق، مثل نسبة معدل دوران رأس المال في السوق إلى الناتج المحلي الإجمالي، ولكن من الصعب تناولها وحسابها لعدم توفر معدل دوران رأس المال في السوق.

د - حماية المستثمرين

من أهم العوامل التي تجذب الاستثمار إلى السوق المالية هو ثقة المستثمر واطمئنانه إلى أن أمواله غير معرضة للضياع بسبب الغش أو الخداع، وبالتالي فهو ينظر إلى الآليات التي تقدم إليه وإلى أمواله الحماية اللازمة، ومن أهمها:

(١٥) ليس المقصود هنا كفاءة سوق المال بالمعنى الأكاديمي.

• التشريعات والقوانين: تحاول العديد من الأسواق المالية الحفاظ على صدقيتها أمام المستثمرين، المحليين والأجانب، من خلال فرض قوانين وأنظمة تطمئن المستثمر إلى وجود رقابة صارمة تمنع حدوث أي تلاعب أو غش، وتضمن حقوقه، وتؤكد له أن مؤشرات السوق تعبر تماماً عن أوضاع الشركات المدرجة فيها، وتضمن حرية انتقال رأس المال والأرباح.

• حوكمة الشركات: هناك الكثير من التعريفات لمصطلح الحوكمة (Corporate Governance)، وتعرّف مؤسسة التمويل الدولية (IFC) الحوكمة بأنها: «النظام الذي يتم من خلاله إدارة الشركات والتحكم في أعمالها». كما تعرّف منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) الحوكمة بأنها: «مجموعة من العلاقات في ما بين القائمين على إدارة الشركة ومجلس الإدارة وحملة الأسهم وغيرهم من المساهمين».

تعتبر الحوكمة بشكل عام عن نظام أو مجموعة نظم تحكم العلاقات بين الأطراف التي تؤثر في أداء الشركة أو المؤسسة، وتهتم هذه الأنظمة أيضاً بتعزيز قوة المؤسسة على المدى البعيد واستبعاد احتمالات انهيارها. كما تحدد أنظمة الحوكمة أيضاً المسؤول في الشركة أو المؤسسة والمسؤولية الملقاة على عاتقه.

تهدف قواعد الحوكمة بشكل أساسي إلى تحقيق الشفافية والعدالة، ومنح الحق لأصحاب المصالح في مساءلة الإدارات، والحد من استغلال السلطة في غير المصلحة العامة لذوي العلاقة، والالتزام بأحكام القانون، ومراجعة الأداء المالي، وإدخال جهات مستقلة إلى مجالس الإدارة تحقق رقابة مستقلة على القرارات وتنفيذها، ما يؤدي إلى زيادة تدفق الاستثمارات في السوق المالية. وهناك محددات داخلية وأخرى خارجية للحوكمة. وتهتم المحددات الخارجية بالمناخ العام للاستثمار في الدولة وفي الاقتصاد ككل، وتشمل كل ما هو متاح لضمان حسن إدارة المؤسسات والشركات، بحيث تقلل الفجوة والتعارض بين العائد الاجتماعي والعائد الخاص، وبخاصة القوانين والأنظمة (قانون الأوراق المالية، أو قانون بورصة قطر، وقانون الشركات، وقانون المنافسة والاحتكار والإفلاس... إلخ)، والقطاع المالي (المصارف، وسوق المال)، وكفاءة أجهزة الرقابة وهيئاتها (هيئة قطر للأسواق المالية، ومؤسسة الرقابة... إلخ)، وبعض مؤسسات تنظيم الأعمال والعمال (الجمعيات المهنية، والنقابات... إلخ)، وغيرها من مؤسسات المجتمع المدني والجهات الأخرى. وأما المحددات الداخلية، فتتناول الشركة من الداخل، من حيث اتخاذ القرارات، وتوزيع السلطات بين مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين، والهيئة العامة، لضمان عدم التعارض بين هذه الأطراف.

يزيد تطبيق الحوكمة ثقة جميع الأطراف المعنية بالاقتصاد، كما يؤدي إلى تعميق دور أسواق المال ورفع قدرتها على تعبئة المدخرات ورفع معدلات الاستثمار، ولكن بما يضمن الحفاظ على حقوق الأقلية وصغار المستثمرين. ومن جهة أخرى، فإن الحوكمة تشجع النمو في القطاع الخاص، وتزيد من قدراته التنافسية.

وتعتبر قواعد الحوكمة التي طورتها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) من أكثر القواعد قبولاً وتطبيقاً في الشركات المساهمة العامة، وتقوم هذه القواعد وفق خمسة معايير، هي:

- ضمان وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات: يجب أن يتضمن إطار حوكمة الشركات كلاً من تعزيز شفافية الأسواق وكفاءتها، كما يجب أن يكون متناسقاً مع أحكام القانون، وأن يحدد بوضوح تقسيم المسؤوليات في ما بين السلطات الإشرافية والتنظيمية والتنفيذية المختلفة.
- حفظ حقوق جميع المساهمين: بما يشمل نقل ملكية الأسهم، واختيار مجلس الإدارة، والحصول على عائد في الأرباح، ومراجعة القوائم المالية، وحق المساهمين في المشاركة الفعالة في اجتماعات الجمعية العامة.
- المعاملة المتساوية بين جميع المساهمين: وتعني المساواة بين حملة الأسهم داخل كل فئة، وحقهم في الدفاع عن حقوقهم القانونية، والتصويت في الجمعية العامة على القرارات الأساسية، وكذلك حمايتهم من أي عمليات استحواذ أو دمج مشكوك فيها، أو من الاتجار في المعلومات الداخلية، وكذلك حقهم في الاطلاع على كافة المعاملات مع أعضاء مجلس الإدارة أو المديرين التنفيذيين.
- دور أصحاب المصالح في أساليب ممارسة سلطات الإدارة في الشركة: ويشمل احترام حقوقهم القانونية، والتعويض عن أي انتهاك لتلك الحقوق، وكذلك آليات مشاركتهم الفعالة في الرقابة على الشركة، وحصولهم على المعلومات المطلوبة. ويُقصد بأصحاب المصالح المصارف والعاملون وحملة السندات والموردون والعملاء.
- الإفصاح والشفافية: ويتناول الإفصاح عن المعلومات المهمة ودور مراقب الحسابات، والإفصاح عن ملكية النسبة العظمى من الأسهم، والإفصاح المتعلق بأعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين. ويتم الإفصاح عن كل تلك المعلومات بطريقة عادلة بين جميع المساهمين وأصحاب المصالح في الوقت المناسب ومن دون تأخير.
- مسؤوليات مجلس الإدارة: وتشمل هيكل مجلس الإدارة وواجباته القانونية، وكيفية اختيار أعضائه ومهامه الأساسية، ودوره في الإشراف على الإدارة التنفيذية.

هـ- ترويج السوق المالية

- ويهدف ذلك إلى المحافظة على المستثمر المحلي وجذب المستثمر الأجنبي إلى البورصة القطرية للأوراق المالية، ويشمل:
- التوعية الاستثمارية: وتعمل التوعية الاستثمارية على جذب المستثمرين المحليين إلى السوق المالية المحلية، والمحافظة على رأس المال الوطني داخل السوق ومنع تسربه إلى الخارج. فليس من الحكمة العمل على اجتذاب رأس مال أجنبي بقيمة ١٠٠ مليون دولار، مثلاً، بينما يتم تسرب ٥٠٠ مليون دولار من المستثمر المحلي إلى الأسواق الخارجية.
 - التسويق الخارجي: ويشمل ذلك الجهود التي تُبذل للوصول إلى المستثمرين الأجانب في الأسواق الخارجية، بما في ذلك المؤتمرات والندوات وغيرها، وكذلك الحوافز والإغراءات التي

تقدم إليهم، مثل المعاملة بالمثل وحرية حركة رأس المال والأرباح، وطمأنة المستثمر الخارجي على استثماراته، وغيرها.

خامساً: تقييم جاذبية بورصة قطر للأوراق المالية للاستثمار الأجنبي

من الصعب استخدام أسلوب الاقتصاد القياسي لتحليل دور سوق الأوراق المالية في بورصة قطر في جذب الاستثمار الأجنبي، نظراً إلى عدم توفر سلاسل زمنية دقيقة من جهة، ولتأثير العوامل السياسية الكبيرة في الاستثمار الأجنبي من جهة أخرى، إضافة إلى أمور منهجية أخرى.

وبالتالي، سوف نلجأ في هذه الدراسة إلى أسلوب التحليل الوصفي من خلال عدد من المقابلات مع المسؤولين والمراقبين والمهتمين بالموضوع، للتعرف إلى الدور الذي يمكن أن يقوم به في جذب الاستثمارات الخارجية في المستقبل. وسوف نحاول في هذا المبحث تطبيق المعايير التي تمت الإشارة إليها في المبحث السابق، لتقييم قدرة بورصة قطر للأوراق المالية على جذب الاستثمارات الأجنبية إلى دولة قطر، والحيلولة دون خروج رؤوس الأموال القطرية إلى الأسواق المالية في الخارج.

١ - عوامل الاقتصاد الكلي

أ - الاستقرار السياسي والاقتصادي

عانت منطقة الخليج العربي حالة من عدم الاستقرار السياسي والاقتصادي نتيجة حربي الخليج الأولى والثانية. وقد تفاقمت هذه الأمور باندلاع حرب الخليج الثانية واحتمالية حدوث حرب جديدة مع إيران، الأمر الذي يمكن أن يؤثر بشكل سلبي في أداء الأسواق المالية وارتفاع مخاطر الاستثمار في الأسواق المالية الخليجية ومن بينها بورصة قطر، ما قد يؤدي إلى إرتفاع أسعار النفط، ويمكن بالتالي أن يؤثر في أداء الشركات الخليجية، من بينها قطاع المصارف والمؤسسات المالية، وبالتالي ارتفاع تكاليف الإقراض والاقتراض، ويلخص الجدول الرقم (١٢) بعض المؤشرات الاقتصادية المختلفة لدولة قطر (٢٠٠٤ - ٢٠٠٩).

الجدول الرقم (١٢)

بعض المؤشرات الاقتصادية المختلفة للاقتصاد القطري (٢٠٠٤ - ٢٠٠٩)

المؤشر	٢٠٠٤	٢٠٠٥	٢٠٠٦	٢٠٠٧	٢٠٠٨	٢٠٠٩
الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة	١١٥,٢٩٨	١٢٤,٠٧٧	١٤٧,١٦٢	١٨٦,٥٣٩	٢٣٣,٩٦٦	٢٥٤,١٩٤

يتبع

٧٢٣٧٦	٧٠٦٢٩	٥٧٩٥٣	٥٤٤٩٦	٤٧٨١٨	٤٢٢٨٢	نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي (بالدولار الأمريكي)
٢,٤٨	٢١,٩	٦,٣٥	١٤	١٣,١	٣٣,٤	معدل نمو الفرد من ن. م. ج (بالمئة)
٠,٥ بالمئة	٠,٣ بالمئة	٠,٥ بالمئة	٠,٩ بالمئة	-	١,٦	معدل البطالة عن العمل (بالمئة)

المصدر: من إعداد الباحث، جهاز الإحصاء القطري، الأمانة العامة لدول مجلس التعاون الخليجي.

ب - الإدارة العامة

احتل الاقتصاد القطري موقعا بارزا لدى منظمة الشفافية العالمية، حيث كان الأول عربياً والخامس والستين على مستوى العالم، حيث إن الوضع الضريبي في دولة قطر ليس سيئاً مقارنة بالدول المجاورة، كما أنه لا وجود لظاهرة الفساد والرشاوى فيه، فضلاً عن السرعة في إنجاز المعاملات بطريقة أفضل. بينما يتقارب أداء الجهاز القضائي في دولة قطر مع مثيله في الدول المحيطة. ولكن هذا لا يعني أن دولة قطر قد بلغت مرتبة متقدمة في هذا المجال، فقد صنّف مؤشر انطباعات الشفافية الدولي لعام ٢٠٠٩ (Transparency International Perception Index) دولة قطر في المرتبة الخامسة والستين على مستوى العالم. ويعكس هذا المؤشر انطباعات رجال الأعمال والاقتصاديين عن الفساد في البلدان التي يعملون فيها. ويشمل مفهوم الفساد: الرشوة، والمحسوبية، والمحاباة، والوساطة، واستغلال المنصب العام، وإهدار المال العام، وتهريب الأموال وغسيلها.

وقد قامت دولة قطر بعدد من الإجراءات والإصلاحات بهدف الحد من ظاهرة الفساد في الدولة، وتطبيق الشفافية والنزاهة في إدارة مؤسساتها، ومن أهم هذه الإجراءات:

- سنّ العديد من القوانين بهدف مكافحة الفساد والحدّ منه، ومنها قانون غسيل الأموال، وقانون الكسب غير المشروع، وقانون الرقابة الإدارية والمالية، وقانون العقوبات.
- صدور المراسيم الأميرية بشأن الهيئة القطرية المستقلة لحقوق المواطنين.
- ظهور مؤسسات المجتمع المدني مثل هيئة الشفافية والمساءلة، وجمعية حقوق الإنسان للتأكد من النزاهة والشفافية في دولة قطر.

من ناحية أخرى، على الرغم من وجود قانون حقوق الملكية الفكرية، إلا أنه يجب أن يتم تفعيله بشكل أكبر في الدولة، وهو يُعتبر ركيزة أساسية لاستقطاب الاستثمارات بشكل عام، وتدفع الحقائق الاستثمارية بشكل خاص إلى دولة قطر. وينظر المستثمرون الأجانب إلى عدم تفعيل الملكية الفكرية بأنه خلل حقيقي في البنية الاستثمارية في دولة قطر، ويجب أن يتواءم مع التطورات الحديثة وشؤون الملكية الفكرية الحديثة التي رافقت صناعة الأقراص المدمجة والإنترنت، وشهرة المحل والعلامات التجارية وغيرها.

ج - القطاع المصرفي في دولة قطر

شهد القطاع المصرفي القطري نمواً ملحوظاً، ولا سيما خلال العقد المنصرم، وذلك نتيجة التطور الكبير في البيئة الاقتصادية والاستثمارية القطرية. وفي العام ٢٠٠١ وصل عدد المصارف العاملة في دولة قطر إلى ٩ مصارف، خمسة منها قطرية، والأربعة الباقية غير قطرية. وبلغ عدد فروع هذه المصارف ٥٧ فرعاً. وأما في نهاية عام ٢٠٠٩ فبلغ عدد المصارف العاملة في دولة قطر ١٦ مصرفاً، تسعة منها قطرية، ومصرفان عريبيان، وثلاثة مصارف أوروبية، ومصرفان إيراني وأمريكي، وارتفع عدد الفروع إلى ١٥٣ فرعاً.

تصنّف جميع المصارف التي تعمل في دولة قطر بين المصارف التقليدية التجارية، والمصارف المتخصصة بالتعاملات الإسلامية، ومصارف متخصصة في الصناعة والتمويل العقاري، والتمويل الزراعي، وتقدّم باقية من الخدمات المصرفية التقليدية كفتح الحسابات المصرفية بأنواعها، وتقديم التسهيلات الائتمانية والقروض الطويلة الأجل، وتمويل المشروعات العقارية والصناعية والزراعية، وخدمات الصراف الآلي... إلخ. وقد بدأ عدد من المصارف العاملة في دولة قطر بتقديم خدمة الصيرفة الإلكترونية (E-Banking)، والبطاقات الإلكترونية مثل الفيزا كارت، والماستر كارت. وجدير بالذكر، أن دولة قطر تفتقر إلى المصارف الاستثمارية (Investment Banks) التي تقوم بدراسة وتنفيذ وتحديد السعر العادل للسهم وطرحه للاكتتاب العام. وعادة ما يتم في دولة قطر تحديد سعر دولار واحد أو ريال واحد للسهم الواحد عند الاكتتاب العام، إما من دون دراسة مفصلة لتحديد قيمة السهم، بناء على دراسة أصول الشركة وعملياتها، ومنتجاتها، أو من خلال الاعتماد على جهات أجنبية لإتمام هذا الغرض.

ومن أهم السياسات التي تبناها المصرف المركزي القطري، والتي لها الأثر الكبير في استقطاب تدفقات الحقائق الاستثمارية وطمأنة المستثمرين الأجانب، التشديد على حرية تنقل الأموال، وعدم فرض قيود على الحوالات المالية من دولة قطر وإليها. كما سمح المصرف المركزي القطري للمصارف القطرية بعملية الإقراض من أجل الاستثمار في الأسهم، وهو ما يتوقع أن ينعكس إيجاباً على بورصة قطر للأوراق المالية.

ويعتبر القطاع المصرفي القطري قطاعاً مستقراً. ويتمتع هذا القطاع بكفاءة جيدة، إذ إن عدداً كبيراً من المصارف التي تعمل في دولة قطر لها امتداد عالمي واسع، وهي ذات خبرة مصرفية عالية. وبذلك يمكن اعتبار القطاع المصرفي القطري أحد العوامل الإيجابية التي تساعد على استقطاب بورصة قطر للأوراق المالية المستثمرين الأجانب.

٢ - العوامل الخاصة ببورصة قطر للأوراق المالية

أ - الشركات المدرجة في بورصة قطر للأوراق المالية

يوجد في دولة قطر أكثر من ١٥٠ شركة مساهمة، كان منها ٤٣ شركة مدرجة في بورصة قطر للأوراق المالية في نهاية عام ٢٠٠٩. بينما لم تكن أي شركة أجنبية مدرجة في بورصة قطر للأوراق

المالية في ذلك الحين، أي حوالي ٢٩ بالمئة من عدد الشركات المساهمة العامة من أصل حوالي ١٥٠ شركة، ما يعني أن أكثر من ثلثي الشركات المساهمة العامة الموجودة في دولة قطر غير مدرجة في بورصة قطر، على الرغم من أن قانون البورصة القطري يلزم جميع الشركات المساهمة العامة أن تقدم طلباً لإدراجها في البورصة، ويعطي الشركات المساهمة العامة القائمة عند صدور القانون فترة ستة أشهر لتقديم طلب الإدراج وتصويب أوضاعها بما يتماشى مع أحكام ذلك القانون.

تنوزع الشركات المدرجة في السوق على أربعة قطاعات: قطاع المصارف والمؤسسات المالية، وقطاع التأمين، وقطاع الصناعة، وقطاع الخدمات. فقد تراوح رأسمال تلك الشركات ما بين حوالي ٣٠ مليون ريال قطري، ولكن معظمها لا يتعدى رأسمالها ٥, ٢٦ مليار ريال قطري، وحوالي نصفها أقل من مليار ريال قطري.

وتشير هذه الأرقام إلى ضحالة هذه السوق، حيث تفتقد الشركات المدرجة عاملي الحجم والقيمة، ما يقلل من جاذبيتها للاستثمار الأجنبي، إذ إنها لا توفر بدائل كثيرة للمستثمرين. من ناحية أخرى، فإن أسواق المال الضحلة سريعة التأثير بالعوامل الخارجية وبالمضاربات، ما يجعل عامل المخاطر في تلك الأسواق مرتفعاً، وبخاصة عندما يكون هناك عدد كبير من الشركات الحليفة في السوق، كما هو الحال بالنسبة إلى الشركات القابضة.

ب - ربحية الشركات المدرجة في السوق

كما يتضح من الجدول الرقم (١٣)، فإن البيانات المنشورة حول نتائج الشركات المدرجة في بورصة قطر للأوراق المالية، تشير إلى أن معدل العائد على حقوق المساهمين خلال الأعوام الثلاثة (٢٠٠٧ - ٢٠٠٩) تظهر، أولاً، أن العوائد على الاستثمار متفاوتة من قطاع إلى آخر، ولكنها، بشكل عام، مرتفعة نسبياً. كما تظهر هذه البيانات، ثانياً، أن هذه العوائد تنذبذب من سنة إلى أخرى، فقد كانت مرتفعة في عام ٢٠٠٨ مقارنة بعام ٢٠٠٧ و عام ٢٠٠٩، وهو ما يعكس الوضع الاقتصادي الذي تعيشه منطقة الخليج عموماً، ودولة قطر خصوصاً، ما يشير إلى حساسية السوق المالية للمتغيرات والظروف الاقتصادية والسياسة المحيطة. وهو ما ينعكس على القدرة التنافسية للشركات القطرية، و ينعكس كذلك إيجاباً على ربحية المؤسسات العاملة في الاقتصاد. وهذا كله يؤدي بالتالي إلى زيادة جاذبية البورصة للاستثمار الأجنبي، وبخاصة في ظل المنافسة الحادة بين الأسواق المالية المجاورة على اجتذاب الاستثمارات الأجنبية.

ج - الأدوات المالية المتوفرة في بورصة قطر للأوراق المالية

لا توجد في بورصة قطر للأوراق المالية أدوات استثمارية باستثناء الأسهم، ما يقلل من جاذبية السوق للاستثمار المحلي والأجنبي بسبب قلة الفرص الاستثمارية وزيادة المخاطر. كما أن عدم وجود سندات في بورصة قطر للأوراق المالية يؤدي إلى عدة أمور، من بينها عدم توفر الأموال اللازمة للشركات التي تستطيع اقتراضها من خلال إصدار سندات، وعدم قدرة الحكومة على تمويل العجز المؤقت أو الدائم في موازنتها. كما أن افتقار البورصة إلى الأدوات المالية الحديثة مثل الخيارات والمشتقات المالية

والأدوات المالية المستقبلية، يحرم المستثمرين من التأمين على محافظهم الاستثمارية، وبالتالي يزيد من عوامل المخاطرة في السوق.

الجدول الرقم (١٣)

ربحية القطاعات في بورصة قطر للأوراق المالية لعام ٢٠٠٩

القطاع	عائد السهم			العائد على حقوق المساهمين			العائد على رأس المال			العائد على القيمة السوقية (بالمئة)		
	٢٠٠٧	٢٠٠٨	٢٠٠٩	٢٠٠٧	٢٠٠٨	٢٠٠٩	٢٠٠٧	٢٠٠٨	٢٠٠٩	٢٠٠٧	٢٠٠٨	٢٠٠٩
المصارف	١٥	٤٥	٥٦	١٢	٤٨	٣٢	١٧	٣٤	٤٩	١٦	٣٢	٤٥
التأمين	٢٨	١٠٦	٣٨	٢٨	١٥	٤٨	٣٣	٨	٧	١٨	٢١	١١
الصناعة	٢٨	٣٢	١٣	١٠,٢	٢٠	٢٢	١٨	٢٥	١٤	١٩	١٥	١٣
الخدمات	٣٦	٦٠	٤٠	٢١	٣٦	٢٩	٣٦	٧٥	٤١	١٠	١٥	١٨

المصدر: بورصة قطر للأوراق المالية لعام ٢٠٠٩، ودليل الشركات المساهمة العامة لعام ٢٠٠٩.

د- العوامل المتعلقة بجاذبية بورصة قطر للأوراق المالية

- آليات عمل دوائر البورصة والتكنولوجيا المستخدمة فيها

تستعرض الدراسة هنا وبشكل موجز آلية عمل الأقسام داخل السوق، حيثما لزم، ومدى استخدامها للتكنولوجيا، للخروج بفكرة مجملية عن أداء السوق داخلياً. ويرتبط ذلك كله مباشرة بكفاءة السوق، ويزيد من جذبها للاستثمارات الخارجية.

تعمل دائرة الشؤون الإدارية في السوق في عدة مجالات، وما يخص دراستنا منها هو أنها مسؤولة عن حسابات السوق الخارجية، ومن ضمنها اتفاقية الحافظ الأمين للاستثمار الأجنبي، وأنه إذا ما حدث أي تغير أو تطور في السوق يمكن للمستثمر الأجنبي الاطلاع عليه. ولكن عمليات التداول تتم عن طريق شركات الوساطة. كما تقوم هذه الدائرة بمتابعة الشكاوى والملاحظات التي تتلقاها من المستثمرين من خلال لجنة مختصة تتابع هذه الشكاوى والحالات العارضة.

ومن الدوائر المهمة في السوق كذلك، دائرة الرقابة والتدقيق التي يتمثل دورها بالرقابة على جميع الأعمال في السوق. كما تقوم الدائرة بالتفتيش على شركات الوساطة بشكل دوري ومفاجئ، للتأكد من مطابقتها للإجراءات والقوانين، والتأكد كذلك من الملاءة المالية للشركة، وغيرها من الأمور الإدارية والفنية^(١٦). وتقوم الدائرة أيضاً بعمليات التدقيق على الشركات الأعضاء من حيث التزامهم برأس المال، وعمليات البيع والشراء، للتأكد من سلامة وتوثيق المعاملات، وضمان عدم التلاعب بأموال المستثمرين، وعدم استخدام أموال المودعين في أعمال أخرى، وهو ما يزيد من ثقة المستثمر الأجنبي والمحلي بالسوق.

(١٦) وهي عبارة عن مقدرة شركات الوساطة على تغطية الالتزامات المترتبة عليها في وقتها.

ومن الدوائر المهمة في بورصة قطر للأوراق المالية، دائرة الأنظمة التكنولوجية التي تشكل الحلقة الرئيسة في توصيل المعلومات إلى المستثمرين، وبخاصة أن السوق تعتمد على الخدمات الإلكترونية في جميع المعاملات/العمليات داخلها، مثل نظام الإيداع والتحويل، ونظام بث التداول الإلكتروني (E-Trade)، وكانت السوق من أول المبادرين إلى استخدام هذا النظام، وهو من أفضل الأنظمة مقارنة بالأسواق الأخرى. وهناك خطة جديدة لبث المعلومات من قبل الأقسام مباشرة إلى الموقع الإلكتروني للسوق، من دون اللجوء إلى النظام القديم الذي كان يُعتمد فيه على قسم ال (IT) في تجميع البيانات، ومن ثم إدخالها إلى الموقع.

أما دائرة العمليات والرقابة، فتُعتبر حلقة الوصل بين بورصة قطر للأوراق المالية والشركات المساهمة العامة، حيث تتم فيها مراقبة التداول للتأكد من تطبيق الإجراءات والأنظمة المعمول بها في السوق. كما تقوم هذه الدائرة بمراقبة المواقع الإلكترونية للشركات المدرجة وشركات الوساطة، في ما يتعلق بإصدارات السوق في تلك المواقع. ويلاحظ كذلك أن عمل هذه الدائرة هو جزء مهم من عمل السوق، وذلك لضمان حقوق المساهمين والمستثمرين عبر متابعة سلوك الشركات ومدى تطبيقها للأنظمة والقواعد. وقد تصل هذه المتابعة إلى طلب تفسير فوري من الشركات المدرجة في حال ملاحظة تغييرات غير مبررة في سلوك أسهمها. لذلك، فمن الضروري لهذا القسم متابعة الأنظمة الحديثة للرقابة في الأسواق الأخرى، والاستعانة بها لزيادة الفاعلية داخل السوق. كما يجب على هذه الدائرة التشديد على شركات الوساطة مراعاة الأنظمة كافة المفروضة عليها، حتى تعزز المساواة في الفرص بين المستثمرين وتطبيق مبدأ العدالة بينهم.

- مؤشرات جاذبية السوق

نستعرض في ما يلي بعض المؤشرات التي تعكس جاذبية بورصة قطر للأوراق المالي.

• نسبة القيمة السوقية للأسهم المدرجة في السوق إلى الناتج المحلي الإجمالي

يشير الشكل الرقم (٢) إلى حدوث ارتفاع في قيمة هذا المؤشر خلال السنوات الأولى من الألفية الثالثة وحتى نهاية عام ٢٠٠٥. ففي نهاية عام ٢٠٠٥، ارتفعت القيمة السوقية للأسهم المدرجة في بورصة قطر للأوراق المالية بمقدار ٢٥٦ بالمئة على ما كانت عليه في نهاية عام ٢٠٠٠، في حين ارتفع الناتج المحلي الإجمالي بنسبة ٢١ بالمئة خلال الفترة نفسها، ما أدى إلى حدوث ارتفاع في قيمة المؤشر. وهذا يعكس ارتفاع أسعار الأسهم من جهة، وتحسن قدرة البورصة على استقطاب المزيد من المستثمرين الجدد إليها، وتنشيط تداول تلك الأسهم من جهة أخرى، وهو ما حدث فعلاً في تلك الفترة منذ إنشاء السوق، وحتى عام ٢٠٠٥.

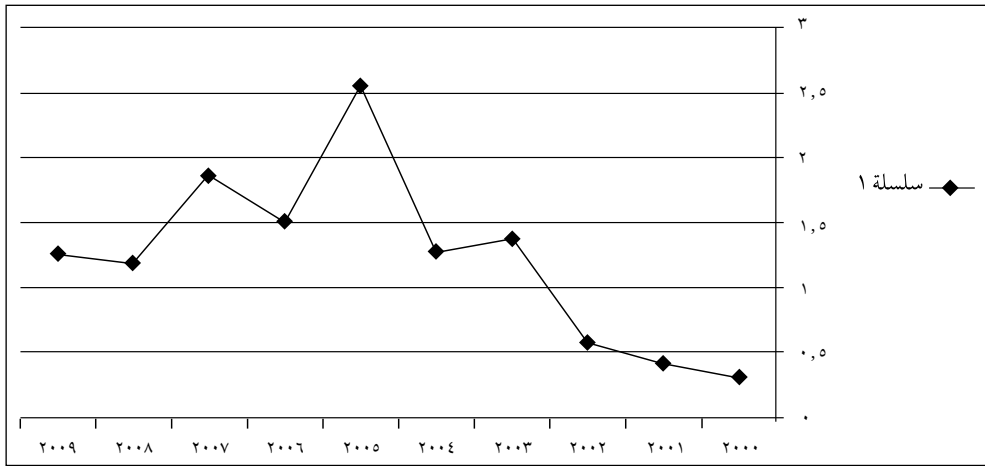
أما الفترة التي تلت عام ٢٠٠٥، فقد شهدت تراجعاً في المؤشر بسبب انخفاض القيمة السوقية للأسهم المدرجة في بورصة قطر للأوراق المالية بنسبة أعلى من انخفاض الناتج المحلي الإجمالي. وما لا شك فيه أن الأحداث الاقتصادية والسياسية فرضت نفسها على أرض الواقع، فقد أحجم كثير من المستثمرين عن الاستثمار في السوق، ما أدى إلى انخفاض القيمة السوقية للأسهم المتداولة (سواء في القيمة أم العدد)، كما أثر في نشاط الشركات نفسها وأرباح أسهمها، وهو ما أثر في مدى رغبة المساهمين

أو المستثمرين في وضع مدّخراتهم في تلك الشركات، فقد انخفضت القيمة السوقية في عام ٢٠٠٦ بنسبة ٣٠ بالمئة، مقارنة بعام ٢٠٠٥، بينما انخفض الناتج المحلي الإجمالي بنسبة ١٥,٧ بالمئة للفترة نفسها.

وشهدت الفترة منذ بداية عام ٢٠٠٧ وحتى نهاية عام ٢٠٠٩ تذبذباً ملحوظاً على قيمة المؤشر، فقد ألقت التطورات التي شهدتها الساحة الاقتصادية، وخاصة الأزمة المالية العالمية، بظلالها على البورصة التي شهدت تذبذباً ملحوظاً، ما دفع بكثير من المستثمرين إلى حالة من عدم الثقة في الاستثمار. ويُلاحظ من الشكل الرقم (٢) حدوث ارتفاع كبير في هذا المؤشر في الفترة السابقة نتيجة ارتفاع القيمة السوقية بنسبة ٤٥٧ بالمئة على ما كانت عليه في نهاية عام ٢٠٠٠، بينما زاد الناتج المحلي للفترة نفسها بنسبة ٢٠ بالمئة. وهذا يبرز بشكل كبير ارتفاع جاذبية السوق للمستثمرين وتفضيلهم استخدام مدّخراتهم في هذا المجال من الاستثمارات، ويعكس كذلك زيادة جاذبية أسهم الشركات التي استعادت جزءاً من نشاطها بعد تعافي الاقتصاد قليلاً.

الشكل الرقم (٢)

نسبة القيمة السوقية للأسهم المدرجة في السوق إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة ٢٠٠١ - ٢٠٠٩



المصدر: سوق بورصة قطر للأوراق المالية، النشرات السنوية، والجهاز المركزي للإحصاء القطري، منشورات الناتج المحلي الإجمالي.

ما لبث هذا المؤشر يرتفع حتى بدأ بالتراجع خلال الأعوام الثلاثة الاخيرة (٢٠٠٧ - ٢٠٠٩)، حيث انخفضت القيمة السوقية مقارنة بعام ٢٠٠٥، وتراجع الناتج المحلي الإجمالي عن العام نفسه بنسبة أقل، ما أدى إلى تراجع في قيم المؤشر. ويعكس ذلك في الأغلب وجود عمليات تصحيحية في نشاط السوق، إضافة إلى وجود عمليات جني أرباح والكثير من المضاربات في السوق، إذ إن النشاط الكبير والمفاجيء في عام ٢٠٠٥، لم يكن يمثل وتيرة النمو السابقة في الناتج المحلي الإجمالي الذي

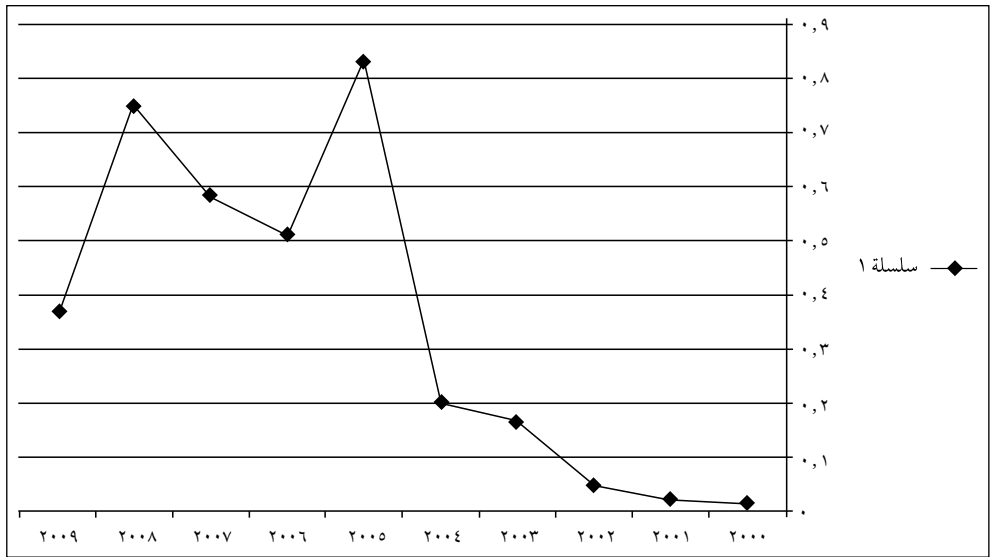
يعكس نشاط الشركات نفسها بشكل غير مباشر، وبالتالي يمكن اعتبار هذا النمو فقاعة، لا مرآة للاقتصاد. وهذه التقلبات السريعة لا تطمئن المستثمرين المحليين والأجانب، وتُبرز أهمية دور بورصة قطر للأوراق المالية وهيئة قطر للأسواق المالية في الرقابة وتصحيح الأوضاع.

- نسبة حجم التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي

يعكس هذا المؤشر سيولة الأصول المتداولة في السوق كجزء من الاقتصاد الكلي، حيث يدل على قدرة السوق على توفير سيولة نقدية للمستثمرين. ونلاحظ من الشكل الرقم (٣) ارتفاعاً في قدرة السوق على توفير السيولة النقدية للمستثمرين خلال فترتين هما: الفترة اللاحقة لتأسيس البورصة القطرية وحتى نهاية عام ٢٠٠٥، والفترة من بداية عام ٢٠٠٦ وحتى نهاية عام ٢٠٠٨، فقد شهدت هذه الفترات إقبال المستثمرين على الدخول إلى بورصة قطر للأوراق المالية، وبالتالي ارتفاع في عدد الأسهم المتداولة في البورصة، بالإضافة إلى أنها شهدت ارتفاعاً في قيمة الناتج المحلي الإجمالي.

الشكل الرقم (٣)

نسبة حجم التداول (عدد الأسهم المتداول في البورصة) إلى الناتج المحلي الإجمالي



المصدر: سوق بورصة قطر للأوراق المالية، النشرات السنوية، والجهاز المركزي للإحصاء القطري، منشورات الناتج المحلي الإجمالي.

أما الفترات الأخرى، فقد شهدت تراجعاً في المؤشر نتيجة انخفاض عدد الأسهم المتداولة، والناجم عن إحصاء المستثمرين عن الاستثمار في السوق نتيجة الظروف الاقتصادية التي كانت سائدة في تلك الأوقات، إضافة إلى التراجع في قيمة الناتج المحلي الإجمالي. ولكن هذا التراجع لا يعبر بالضرورة عن عدم قدرة السوق على توفير السيولة اللازمة للمستثمرين، بل كان نتاجاً للظروف المحيطة في السوق.

٣ - حماية المستثمرين

أ - التشريعات والقوانين

تبنت دولة قطر مبادئ الاقتصاد الحر، كما هو موثق في المادة الرقم (٢٨) من الدستور القطري، والتي تسمح بحرية تدفق الأموال من دولة قطر وإليها من دون أى قيود. وتعتبر حركة رأس المال من العوامل المشجعة في الاستثمار في دولة قطر، إذ تمكن المستثمرين من سحب استثماراتهم متى رغبوا في ذلك.

تحاول بورصة قطر للأوراق المالية اجتذاب المستثمرين المحليين والأجانب، وبخاصة المستثمرين العرب وتحديدًا الخليجيين، من خلال تطوير القوانين والأنظمة والتعليمات التي تحكم عمل السوق، وتعزيز مبادئ الحوكمة والشفافية، وتمنع التلاعب والمضاربة، وذلك لطمأنتهم وحماية حقوقهم، سواء أكانوا محليين أم أجانب. ومن بين الأنظمة التي أصدرتها بورصة قطر للأوراق المالية، وأقرتها هيئة قطر للأسواق المالية هي نظام العضوية، ونظام قواعد السلوك المهني داخل السوق، ونظام فض المنازعات والتحكيم. وسوف نستعرض هذه الأنظمة نظراً إلى تأثيرها في تعزيز ثقة المستثمرين في السوق، ما ينعكس إيجاباً على التدفقات النقدية الداخلة إلى الدولة.

ب - نظام الإدراج

يعتبر هذا النظام أساساً للتعامل بين الشركات المساهمة العامة وبورصة قطر للأوراق المالية، والذي يتم من خلاله ضمان حقوق جميع الأطراف، وأهمهم المساهمون. ويحتوي النظام على عدة جوانب مهمة يجب أن تلتزم البورصة والشركات بها. فيحتوي نظام الإدراج على تفصيل للأوراق المالية التي تم إدراجها في البورصة. وعلى الرغم من أن الوضع الحالي يتم فيه تداول الأسهم فقط، فإن النظام يسمح بتداول عدة أنواع من الأوراق المالية، مثل سندات القرض، والسندات طويلة الأجل وقصيرة الأجل الصادرة عن الحكومات، وغيرها من الأوراق المالية، ما يوفر بيئة جاذبة للمستثمرين الأجانب بسبب تعدد الخيارات أمامهم.

يحدد النظام إجراءات الإدراج للشركات المحلية، والأجنبية كذلك، ولكن بشروط إضافية تضمن صدقية الشركة وقوتها المالية. كما يوضح نظام الإدراج التزامات الشركات القطرية المدرجة تجاه البورصة (التقيد بمتطلبات الإفصاح، التقيد بقرارات البورصة، التقيد بأحكام نظام الإدراج... إلخ). كما يوجب هذا النظام على الشركات الأجنبية - بالإضافة إلى الالتزامات التي تم ذكرها - أن تمسك الدفاتر التجارية، وتقوم بإعداد بياناتها المالية وفقاً للمعايير المحاسبية، ونشر تلك البيانات. ويستلزم النظام أن تقدم تلك الشركات بياناتها المالية وفقاً لمتطلبات القانون المعمول به في دولة قطر، وتعليمات الهيئة، وقواعد السوق. كما يعزز فتح المجال أمام الشركات الأجنبية بالإدراج الانفتاح على الأسواق الأخرى، ويجعل بورصة قطر للأوراق المالية متعددة الخيارات الاستثمارية أمام المستثمرين.

ج - نظام الإفصاح

يتناول هذا النظام عملية الإفصاح للجهات الثلاث الرئيسية: الشركات المدرجة، والشركات طالبة الأرباح، والأشخاص المطلعون وذوو العلاقة، والشركات الأعضاء والشركات طالبة العضوية. وعلى الرغم من تخصيص فصل كامل في النظام لكل جهة، إلا أن النظام خصّص الجزء الأكبر من المواد لتفصيل عملية الإفصاح للجهة الأولى (الشركات المدرجة والشركات طالبة الإدراج). وتُلزم مواد النظام الشركات المدرجة بالإفصاح للسوق عن كل معلومة و/ أو أمر جوهري يمكن أن يؤثر في تقييم أيٍّ من أوراقها المالية لدى السوق. وقد قسّم النظام عملية الإفصاح إلى عدة مراحل، مع العلم أنه أفرد مواد للحديث عن التفاصيل التي يجب توفرها في التقرير السنوي (الوضع المالي، أعمال الشركة، البحث والتطوير، الممتلكات، الأسهم وعوائدها، الإجراءات القانونية... إلخ). كل هذا لإدراك الجهات المسؤولة أهمية الإفصاح في عدالة التداول وحفظ السوق من الانهيار الناتج من انهيار الشركات فيه، ما يضمن بشكل مباشر حقوق المساهمين المحليين والأجانب، وبالتالي يحافظ على الاستثمارات المحلية، ويزيد من حجم الاستثمارات الأجنبية. ولذلك فقد شرّع النظام عدة إفصاحات مرحلية خلال العام، منها الجديد، ومنها القديم، تضمن فيها بقاء المستثمرين على اطلاع تام بالتغيرات المؤثرة في أسعار الأسهم التي يملكونها. وتشمل الإفصاحات المرحلية: الإفصاح عند الإدراج، الإفصاح عند نهاية السنة المالية والبيانات الختامية والتقرير السنوي، الإفصاح من خلال التقارير الدورية الربعية والنصفية، الإفصاح المستمر عن الأمور الجوهرية. وهذه الأخيرة هي من أهم الإفصاحات التي يحب إخطار السوق بها فوراً، وذلك بما لا يزيد عن يوم عمل واحد من تاريخ وقوعها، وبالتالي فإن بورصة قطر للأوراق المالية بأمس الحاجة إليها، إذ إنها تلغي دور الإشاعات في التأثير في أسعار الأسهم، وبالتالي تقلبات التداول فيها. ولن يتحقق هذا بالتأكيد إذا لم تشدّد بورصة قطر للأوراق المالية على تطبيقه.

هنا يأتي دور لجنة ضبط المخالفات، التي يحق لها أن توصي بإجراء أو أكثر من عدة إجراءات جزائية تتراوح بين التنبيه الكتابي والغرامة (بما لا يتجاوز ٥٠٠٠٠ ريال قطري)، وصولاً إلى تعليق أو وقف التداول، أو نقل أو تعليق أو شطب الإدراج.

د - نظام تداول الأوراق المالية

يتناول نظام تداول الأوراق المالية النشاطات المتعلقة بتداول الأوراق المالية المدرجة في السوق وتحويلها، بالإضافة إلى العلاقة بين السوق والشركات الأعضاء (شركات الأوراق المالية). كما يتناول علاقة الأعضاء مع عملائهم والأعضاء الآخرين. ويتعرض النظام إلى تفاصيل الإجراءات الإدارية والتنظيمية، وجلسات التداول، كما يتعرض إلى تفاصيل أخرى تتعلق بإدارة شؤون العملاء، من أهمها: جلسات التداول، أنواع العملاء، تزويد البورصة بالمعلومات، الأشكال المختلفة لحسابات العملاء، كالحساب العادي، والحساب المشترك، والحساب المسمى، والحساب المدار تقديرياً.

ولذا فإن وجود هذا النظام يجعل جميع الإجراءات واضحة لجميع العملاء، ولن يكون هنالك تفضيل بينهم، وهذا بالتأكيد سيزيد من جاذبية البورصة للمستثمرين ككل، ويحافظ على شفافتها أمام

جميع الجهات ذات العلاقة، إذ إن النظام يعمل على ضبط التعاون في السوق بتوضيح صور التعامل غير المشروع والمخالفات.

هـ - حوكمة الشركات

تعتبر الحوكمة مفهوماً جديداً في دولة قطر بشكل خاص، وفي الدول العربية بشكل عام. وقد قامت هيئة قطر للأسواق المالية بإعداد ميثاق الحوكمة الذي طبق على الشركات المدرجة كمرحلة أولى، إيماناً منها بأن الحوكمة أصبحت من الأسس العالمية المهمة في تقييم سلامة البيئة الاستثمارية، وعنصراً مهماً من عناصر جذب الاستثمار. وقد تم تشكيل لجنة وطنية قامت بإعداد ميثاق الحوكمة في دولة قطر، وتبع ذلك تعيين فريق فني ليتعرف إلى آليات إعداد قواعد الحوكمة وتجربة الدول العربية، والتشاور مع الأطراف المعنية وصولاً إلى صوغ أولية للميثاق، ومناقشة على المستوى الوطني، ومن ثم إقرار الميثاق وتنفيذه.

لقد شكّل اعتماد قواعد للحوكمة في دولة قطر واحدة من المهمات الصعبة الملقاة على عاتق المسؤولين، حيث إن الطابع العائلي هو الغالب في الشركات القطرية. ويعتبر بعض المسؤولين أننا بعيدون جداً عن الحوكمة. ولن يكون من السهل أو السلاسة تمريرها على البيئة القطرية، إلا أنها تعتبر في الوقت نفسه من أهم الخطوات التي يجب إجراؤها لضمان حقوق المستثمرين، وبخاصة الصغار منهم. كما سيكون من أهم أهداف الحوكمة مراجعة المكافآت والتعيينات وإجراء التعيين والتدقيق الداخلي والمساءلة، وتعزيز دور الهيئة العامة وصلاحتها. وسيكون تطبيق قواعد الحوكمة إلزامياً، ولا بد من تقديم تفسير لعدم التطبيق، إن لم تطبق. ويجب أن تطبق قواعد الحوكمة على القطاعات جميعها، وبخاصة القطاعين العام والخاص القطريين، بما أنهما يشملان جميع أنواع الشركات والمصارف والوزارات. ولذلك يجب أن تندمج قواعد الحوكمة في إطار واحد مع قانون الشركات.

و - مدى اندماج السوق مع الأسواق الأخرى

بورصة قطر للأوراق المالية هي عضو في اتحاد أسواق المال العربية، وعضو في اتحاد البورصات الأوروبية والآسيوية، واتحاد البورصات العالمية، ومنظمة مؤسسات الإيداع لدول أفريقيا والشرق الأوسط، وملتقى بورصات الدول الإسلامية. وقد وقعت بورصة قطر للأوراق المالية مذكرة تفاهم مع صندوق النقد العربي، والعديد من البورصات الخليجية والأوروبية. وتعتبر هذه الاتفاقيات جزءاً من سياسة انتشار نشاط البورصة القطرية وتوسعها في الأسواق الخارجية، ولكنها تحتاج إلى استكمال ومتابعة وتطوير لإنجاحها.

ز - المصرف الحافظ الأمين ومصرف التسوية

وقعت بورصة قطر للأوراق المالية اتفاقية الحافظ الأمين مع مصرف (HSBC) في عام ١٩٩٨، وذلك من أجل تشجيع وتسهيل عملية استقطاب دولة قطر للاستثمارات الأجنبية. ويُعتبر الحافظ الأمين عنصراً مهماً في اجتذاب المستثمرين العالميين، حيث يقدم إليهم الكثير من الخدمات، مثل

فتح الحسابات النقدية، وحسابات الأوراق المالية، والقيام بعمليات التسوية والمقاصة، وغيرها من العمليات والخدمات الأخرى. ولا يقدم الحافظ الأمين الاستشارات الاستثمارية، ولكنه يساعد على توفير المعلومات وشرح الفوارق العملية لمصلحة المستثمرين العالميين. وتُعتبر هذه الخطوة مهمة جداً لدعم وتشجيع الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة، لأنها تسهل على الأجانب شراء الأسهم في السوق. كما قامت بورصة قطر للأوراق المالية بتوقيع اتفاقية مصرف التسوية مع مصرف (HSBC)، حيث تم بموجبها اعتماد مصرف (HSBC) للقيام بتسوية المدفوعات المترتبة على بيع الأوراق المالية المدرجة في البورصة وشرائها، وضمان سداد هذه المبالغ في الأوقات المحددة، لضمان تسديد المبالغ المستحقة عليهم، وذلك بحسب مبدأ الدفع مقابل تسليم الأوراق المالية.

سادساً: النتائج والتوصيات

أظهرت الدراسة أن بورصة قطر للأوراق المالية في دولة قطر سوق واعدة. وعلى الرغم من حداثة، إلا أنها يمكن أن تسهم في استقطاب نسبة جيدة من الاستثمارات الأجنبية التي تبحث عن فرص استثمارية مناسبة، من حيث العائد والأمان، إذا تمت معالجة بعض المعوقات التي تواجهها. كما أظهرت الدراسة أن بورصة قطر للأوراق المالية قد تطوّرت بشكل كبير خلال السنوات العشر الماضية، منذ تأسيسها، وأنها استطاعت استقطاب نسبة كبيرة من المدخرات الوطنية والخليجية وتحويلها إلى استثمارات محلية، وذلك للحيلولة دون تسربها إلى الأسواق المالية في الخارج. كما استطاعت أن تجذب نسبة معقولة من الاستثمارات الخارجية وتضعها في البورصة القطرية، لتصب في مصلحة التنمية الاقتصادية، ما يساهم في سد الفجوة المتفاقمة بين الادخار والاستثمار في دولة قطر.

كما تُظهر الدراسة أن هناك مجموعة من العوامل التي تشجع على جذب الاستثمارات الأجنبية والمحلية، من بينها سرعة إنجاز المعاملات، وعدم وجود ظاهرة الفساد والرشاوى، ووجود قطاع مصرفي مستقر وسليم، ووجود فرص استثمارية مجزية، وحرية تدفق الأموال من دولة قطر وإليها من دون قيود، ووجود مجموعة من القوانين والأنظمة والقواعد التي تحكم عمل البورصة وتنظيمها، والتي تعزز الشفافية، وجودة الحوكمة، ومحاولات ناجحة لتوعية المستثمرين في الداخل، ما يحدّ من خروج رؤوس الأموال المحلية إلى الأسواق الخارجية.

في المقابل، كانت هناك مجموعة أخرى من العوامل التي لا تخدم عملية جذب الاستثمارات الأجنبية للبورصة القطرية، ومن بينها عدم الاستقرار السياسي والأمني في منطقة الخليج، خاصة في حرب الخليج الثانية والتهديدات بضرب إيران، وتدهور الأوضاع الاقتصادية العالمية، وخصوصاً الأزمة المالية العالمية الأخيرة، وعدم استكمال المنظمة التشريعية، وبخاصة القوانين الرئيسية، مثل قانون الأوراق المالية، وقانون الشركات، وقانون الاستثمار، وقانون الضرائب وغيرها، وضحالة البورصة من حيث قلة عدد الشركات فيها، وصغر أحجام هذه الشركات، وزيادة عنصر المخاطرة، وافتقار البورصة إلى أدوات استثمارية متنوعة وحديثة، وانخفاض السيولة في البورصة، ومحاولات محدودة للوصول إلى الأسواق الخارجية، وتسويق بورصة قطر للأوراق المالية في تلك الأسواق. ولتحقيق قدرة أفضل على

جذب الحقائق الاستثمارية الأجنبية إلى البورصة القطرية، فإن الدراسة تقدم مجموعة من التوصيات التي يمكن إجمالها في ما يلي:

• من الطبيعي أن يكون التحدي الأكبر أمام الاستثمار في أي مكان في العالم، هو حالة عدم الاستقرار السياسي والاقتصادي، إذ تصنف دولة قطر من الدول المستقرة سياسياً وأمنياً، على الرغم من تأثرها بحالة عدم الاستقرار الاقتصادي العالمي. وبالتالي، فمن المهم أن تقوم دولة قطر بتوفير البيئة المؤاتية للاستثمار في حدود ما يمكنها القيام به، وبخاصة إصلاح الجهاز القضائي، واستكمال التشريعات الاقتصادية، مثل قانون الشركات، وقانون المنافسة، وغيرهما.

• نظراً إلى أهمية الاقتصاد الكلي في قرارات الاستثمار التي يتخذها المستثمر الأجنبي، فمن المهم اتباع سياسات اقتصادية ومالية سليمة لتحقيق تنمية سريعة، على الرغم من تحقيق دولة قطر نمواً اقتصادياً كبيراً وفق المؤشرات الاقتصادية، التي يجب استغلالها بشكل كبير. كما يجب على الحكومة متابعة تطوير السياسات الاقتصادية بشكل مستمر، كي ينعكس ذلك على استمرارية النمو الاقتصادي وعدم تعرض الاقتصاد القطري لأي انتكاسة.

• أظهرت الدراسة أن حوالي ثلثي الشركات المساهمة العامة في دولة قطر غير مدرجة في البورصة القطرية، على الرغم من أن قانون البورصة يوجب على جميع الشركات المساهمة العامة تقديم طلب إدراج إلى السوق، ما يحد من الفرص الاستثمارية أمام المستثمر المحلي والأجنبي. وبالتالي يجب العمل على تشجيع الشركات غير المدرجة وتحفيزها على القيام بذلك، بغية زيادة عمق السوق وتعزيز الثقة بها.

• يجب العمل بجهد أكبر على تسويق الأسهم القطرية في الأسواق الخارجية، وبخاصة في الأسواق الخليجية والعربية والآسيوية والأوروبية والأمريكية وغيرها، من خلال عقد ورش عمل وندوات لشرح الحوافز التي تقدمها البورصة القطرية إلى المستثمرين الأجانب، سواء من حرية تحويل الأموال، إلى معاملة المستثمر الأجنبي معاملة المستثمر المحلي نفسها، إلى إمكانية الحصول على عوائد مجزية، إضافة إلى طمأنة المستثمرين إلى وجود رقابة صارمة على نشاط السوق لمنع التلاعب بالأسعار والغش، وتعامل المطلعين على خفايا الشركة (Insider Information)، وتضارب المصالح.

• لطمأنة المستثمرين أيضاً، يجب العمل على تعزيز قواعد الحوكمة وتطبيقها في السوق المالية نفسها، وفي شركات الوساطة، وفي الشركات المدرجة في بورصة قطر للأوراق المالية. وفي هذا المجال، يجب الإسراع في إقرار قواعد الحوكمة التي قامت هيئة قطر للأسواق المالية بإعدادها منذ فترة. كما يجب التعاون مع المؤسسات المعنية بالشفافية والحوكمة.

• إيجاد نظام إلكتروني يسمح للمستثمرين الأجانب بالتداول من خلال الإنترنت (الموقع الإلكتروني) وباستخدام بطاقة ائتمان (Credit Card) بشكل مباشر، ما يشجع الاستثمارات الأجنبية في بورصة الأوراق المالية، ويفتح قنوات جديدة لها. وهذا يتطلب عمل تشريعات وقوانين تسمح بعملية الاستثمار عن طريق الإنترنت وتنظيمها.

• الاستمرار في إصدار دليل الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة الأوراق المالية بشكل سنوي، كما في الأعوام السابقة منذ بداية السوق، والعمل على إيصاله إلى المستثمرين في الدول الأخرى عن طريق السفارات والقنصليات ومكاتب التمثيل التجاري في الخارج (بالإضافة إلى مواصلة وضعه على الموقع الإلكتروني كما هو الأمر حالياً).

• توفير بيانات إحصائية أكثر تفصيلاً تمكّن الباحثين من إجراء دراسات معمقة حول تأثير بورصة قطر للأوراق المالية ودورها، بحيث يستفاد منها في رسم السياسات المناسبة، واتخاذ الخطوات الصحيحة لجذب الاستثمارات الأجنبية، مثل الإفصاح عن نسبة الاستثمار الأجنبي على موقعها الإلكتروني، على الأقل كنسبة من الاستثمار ككل وتوزيعها قطاعياً، وإعادة تصنيف البيانات منذ عام ٢٠٠١ وحتى الآن على أساس التعريف الجديد للمستثمر الأجنبي، وإعادة توزيع المستثمرين إلى أجنبي ومحلي (شركات وأفراد) لجميع السنوات السابقة وحتى عام ٢٠٠٧، والعمل على تصنيف البيانات ليس كأفراد وشركات وأجنبي ومحلي فحسب، وإنما بحسب التوزيع الجغرافي المحلي، والتوزيع الجغرافي الدولي، ما يسمح بمعرفة الأسواق التي يجب استهدافها أكثر من غيرها، وكذلك التصنيف بحسب العمر والجنس وغيرها من المؤشرات.

• نظراً إلى أهمية الدور الذي تقوم به شركات الوساطة في توجيه المستثمرين، وبخاصة ذوي الخبرة المحدودة في مجال الاستثمار، يجب تشجيع شركات الوساطة المحلية على تطوير أنفسها، وبخاصة في مجال التداول بواسطة الإنترنت، وعلى توسيع شبكة علاقاتها الخارجية، وربط نفسها مع شركات وساطة عالمية لجذب الاستثمارات الأجنبية.

• ربط بورصة قطر بالقنوات الفضائية ووسائل الإعلام المختلفة، وزيادة الجهات التي تبث المعلومات عن السوق في الداخل والخارج، مثل وكالة رويترز التي تقوم حالياً ببث المعلومات المتعلقة بالبورصة القطرية (قناة CNBC عربية).

مراجع إضافية

«(بيان صحفي): مركز غزة للحقوق والقانون يصدر تقريراً نصف سنوي حول حالة حقوق الإنسان في الأراضي الفلسطينية.» الشبكة العربية لمعلومات حقوق الإنسان: ٩ تموز/ يوليو ٢٠٠٦، <<http://www.hrinfo.net/palestine/gcrl/2007/pr0709.shtml>>.

Boyd, John H. [et al.]. «The Impact of Inflation on Financial Sector Performance.» *Journal of Monetary Economics*: vol. 47, no. 2, 2001.

Garcia, Valeriano and Lin Liu. «Macroeconomic Determinants of Stock Market Development.» *Journal of Applied Economics*: vol. 2, no. 1, 1999.

Huang, Wei. «Emerging Markets Financial Openness and Financial Development.» University of Bristol, Discussion Paper, no. 06/588, 2006.

Klien, Michael and Giovani Olivie. «Capital Account Liberalization, Financial Depth and Economic Growth.» *Mimeo* (Medford): 2001. p. 80.

Ladekarl, Jeppe and Sara Zervos. «Housekeeping and Plumbing: the Inevitability of Emerging Markets.» World Bank Policy Research, Working Paper; 3299, 2004.

Levine, Ross and Sara Zervos. «Stock Market Development and Long-run Growth.» World Bank: 1996.

Mohtadi, Hamdi and Sumit Agrwal. «Stock Market Development and Economic Growth: Evidence from Developing Countries.» Working Paper University of Wisconsin-Milwaukee: 2002, <<http://www.uwm.edu/~mohtadi/PA1-4-01.pdf>>.

Nieuwerburgh, Stijn Van, Frans Buelens and Ludo Cuyvers. «Stock Market Development and Economic Growth in Belgium.» *Explorations in Economic History*: vol. 43, no. 1, 2006.

«OECD Principles of Corporate Governance.» OECD: 2004, <<http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>>.

World Bank Economic Review: vol. 10, no. 2, May 1996.

Yartey, Charles Amo and Charles Komla Adjasi. «Stock Market Development in Sub-Saharan Africa: Critical Issues and Challenges.» IMF Working Paper, WP/07/209, 2007.