

مدى توافق مشروع إنشاء سوق الأوراق المالية مع واقع بيئة الاستثمار في الجمهورية اليمنية

علي أحمد محسن مثنى

باحث ببرنامج الدكتوراه العلوم المالية والمصرفية

كلية العلوم الإدارية - جامعة ذمار

أ.د. محمد علي صالح المكردى

أستاذ الاقتصاد المصرفي والمالي- جامعة ذمار



مدى توافق مشروع إنشاء سوق الأوراق المالية مع واقع بيئة الاستثمار في الجمهورية اليمنية

أ. علي أحمد محسن مثنى

أ. د. محمد علي صالح المكري

مستخلص البحث:

هدف البحث، إلى تسليط الضوء على المتطلبات اللازمة لإنشاء سوق للأوراق المالية في اليمن؛ كون سوق الأوراق المالية تُعد ضرورة لإصلاح هيكل الاقتصاد العام، وتحقيق معدلات نمو وخلق المزيد من الفرص الاستثمارية. كما استعرض البحث البيئة الاستثمارية في اليمن، وتعرف على أهم معوقات الاستثمار في ظل الوضع الاقتصادي والسياسي والاجتماعي الراهن؛ إذ أظهر البحث وجود العديد من المعوقات، التي تقف حائلاً أمام بيئة الاستثمار في الجمهورية اليمنية، والتي تشكل أكبر عقبة أمام إنشاء سوق الأوراق المالية في الوقت الراهن. وتوصل البحث إلى العديد من النتائج أهمها: أن البيئة الاستثمارية في اليمن، لا توافق تطلعات مشروع إنشاء سوق الأوراق المالية، ما يستدعي ضرورة بذل جهود كبيرة في مختلف الجوانب الاقتصادية والسياسية والاجتماعية والقانونية؛ لإرساء الاستقرار في البيئة الاستثمارية، ما يوفر مناخاً ملائماً لإنشاء سوق الأوراق المالية.

Abstract

The research aimed to shed light on the necessary requirements for establishing a stock market in Yemen, as the stock market is necessary to reform the general economic structure, achieve growth rates and create more investment opportunities, The research also reviewed the investment environment in Yemen and identified its most important obstacles in light of the current economic, political and social situation, The research revealed the existence of many obstacles that stand in the way of the investment environment in the Republic of Yemen, which constitute the biggest obstacle to establishing a stock market at the present time, The research reached many results, the most important of which is that the investment environment in Yemen does not match the aspirations of establishing a stock market, which necessitates the need for great effort in various economic, political, social and legal aspects to establish stability in the investment environment, which provides a suitable climate for establishing stock markets.

المقدمة:

تُعد سوق الأوراق المالية لغة أي اقتصاد في العالم، بصرف النظر عن هوية هذا الاقتصاد، أو مدى تقدمه أو تخلفه؛ إذ تتجه الاقتصاديات الكبرى في العالم، نحو توسيع دور سوق الأوراق المالية، وخلق مزيد من الأدوات المالية؛ لتحقيق مزيدٍ من النمو، وتحريك عجلة التنمية. ونتيجة للتطور الكبير الذي شهدته الأسواق المالية في العالم - استجابة للتقدم التكنولوجي الهائل، وثورة المعلومات - أصبحت هذه الأسواق تمثل الوسيلة الرئيسية لتوفير التمويل اللازم؛ وذلك من خلال المؤسسات المالية المختلفة، المتواجدة في هذه الأسواق، وما تملكه من أدوات مالية متنوعة. وفي الجمهورية اليمنية، يستلزم تحقيق التنمية وإصلاح الاقتصاد إنشاء سوق للأوراق المالية، ويتطلب هذا السوق العمل على تحقيق العديد من المتطلبات التشريعية والقانونية، من تعديل وإعادة صياغة للكثير من القوانين وكذا القوانين الحالية، وتوفير المتطلبات المؤسسية، والمتطلبات الفنية وتأهيل الكوادر. كما يتطلب قيام وتطوير سوق الأوراق المالية في اليمن، العمل على خلق المزيد من الأدوات المالية، وزيادة العرض، وتشجيع الطلب، والإقبال على الأدوات المالية المعروضة في البورصة، والعمل على تحقيق كفاءة البورصة؛ من خلال تطبيق معايير الشفافية، والإفصاح، وقدرة السوق على جذب المستثمرين، وسهولة الوصول للمعلومات المالية المتعلقة بقرارات المستثمرين، وعدم وجود فاصل زمني بين ورود معلومات التحليل والقدرة على اتخاذ قرارا الاستثمار. إذ تلعب البيئة الاستثمارية دوراً أساسياً في تحديد حجم الاستثمارات، وبالتالي حجم المشروعات الاستثمارية، التي ستجد طريقها إلى الواقع؛ حيث يتوجب التركيز على حقيقة مفادها: أن البيئة الاستثمارية - التي تؤثر سلباً في حجم الاستثمارات - تعني أن عوامل الطرد هي الغالبة. وفي حالة التأثير إيجابياً في حجم الاستثمارات، فتعني أن عوامل الجذب هي الغالبة في البيئة الاستثمارية؛ حيث تعتبر البيئة الاستثمارية هي المحور الرئيسي لإنشاء سوق الأوراق المالية. وتكمن أهمية هذا البحث، في كونه يسلط الضوء على أهمية معرفة بيئة الاستثمار في اليمن، والتغيرات التي أثرت فيها كنتيجة للحرب منذ 2015م، ومعرفة مدى كونها بيئة جذب أم طرد لرأس المال الوطني، وبالتالي الوقوف على مدى توافق مشروع إنشاء سوق الأوراق المالية، مع واقع البيئة الاستثمارية في الجمهورية اليمنية في الوقت الراهن.

مشكلة البحث وتساؤلاته:

بناء على ما سبق، تبلور مشكلة البحث في الإجابة على التساؤل الرئيس الآتي:

ما مدى توافق مشروع إنشاء سوق الأوراق المالية مع واقع بيئة الاستثمار في الجمهورية اليمنية؟

ومن التساؤل الرئيس يمكن اشتقاق التساؤلات الفرعية الآتية:

- 1- ماهي أهم متطلبات إنشاء سوق الأوراق المالية في اليمن؟
- 2- ماهي أهم التحديات التي تقف عائقاً أمام مشروع إنشاء سوق الأوراق المالية في اليمن؟
- 3- ما واقع البيئة الاستثمارية في اليمن وأهم اختلالاتها؟
- 4- هل يمكن إنشاء سوق الأوراق المالية في ظل واقع البيئة الاستثمارية في اليمن؟

فرضيات البحث:

تنطلق فرضيات البحث من فرضية رئيسية مفادها:

لا يوجد توافق لمشروع إنشاء سوق الأوراق المالية، مع واقع بيئة الاستثمار في الجمهورية اليمنية؟

ومن الفرضية الرئيسية تتفرع العديد من الفرضيات الآتية:

1- يوجد العديد من المتطلبات الرئيسية لإنشاء سوق الأوراق المالية في اليمن.

2- هناك العديد من التحديات التي تقف عائق أمام إنشاء سوق الأوراق المالية في اليمن.

3- تواجه البيئة الاستثمارية في اليمن العديد من الاختلالات.

4- لا يمكن إنشاء سوق الأوراق المالية في ظل واقع البيئة الاستثمارية في اليمن.

أهمية البحث:

تأتي أهمية هذا البحث، في سعيه لتسليط الضوء على تطلعات الجمهورية اليمنية نحو إنشاء سوق الأوراق المالية، والتي من خلالها سيتم استعراض أهم المتطلبات الرئيسية لإنشاء سوق الأوراق المالية في اليمن، ومدى توافر هذه المتطلبات على الساحة اليمنية، بالإضافة إلى أهم التحديات التي تواجه مشروع إنشاء سوق الأوراق المالية. كما سيستعرض البحث واقع البيئة الاستثمارية في الجمهورية اليمنية، وربط ذلك الواقع بالتطلعات التي تتبناها الحكومة بشأن سوق الأوراق المالية، إذ إن هذا البحث ليس مجرد دراسة أكاديمية، بل أداة استراتيجية لتجنب تبني مشاريع طموحة دون استعدادات كافية؛ ما قد يهدر الموارد المحدودة في بلد يعاني من أزمات إنسانية، كما إن هذا البحث يسهم في وضع رؤية متكاملة لتحفيز النمو الاقتصادي، على خطوات مرتكزة على الواقع اليمني المعقد.

أهداف البحث:

تتمثل أهداف البحث في الآتي:

1- استعراض أهم المتطلبات لإنشاء سوق الأوراق المالية.

2- معرفة أهم التحديات التي تقف عائق أمام إنشاء سوق الأوراق المالية في اليمن.

3- دراسة واقع البيئة الاستثمارية في اليمن وأهم اختلالاتها.

4- معرفة مدى إمكان إنشاء سوق الأوراق المالية في ظل واقع البيئة الاستثمارية في اليمن.

منهجية البحث:

للإجابة على فرضيات مشكلة البحث - وتحقيقاً لأهدافه - تم الاعتماد على المنهج (الوصفي التحليلي) معتمداً في ذلك على جمع البيانات؛ من خلال الدراسات والكتب والتقارير المتعلقة بموضوع البحث، والربط بين متغيراته لبناء الإطار النظري والعملي للبحث، بما يسهم في تحقيق الأهداف المرجوة.

محتويات البحث:

يحتوي هذا البحث على ثلاثة مباحث رئيسية: يستعرض المبحث الأول واقع متطلبات إنشاء سوق الأوراق المالية في الجمهورية اليمنية، ويستعرض المبحث الثاني واقع البيئة الاستثمارية في الجمهورية اليمنية، والمبحث الثالث يستعرض مدى توافق مشروع إنشاء سوق الأوراق المالية، مع بيئة الاستثمار في الجمهورية اليمنية، ويُختتم البحث بأهم النتائج والتوصيات في هذا الشأن.

المبحث الأول

واقع متطلبات إنشاء سوق الأوراق المالية في الجمهورية اليمنية

أولاً.. تعريف سوق الأوراق المالية:

تعرف سوق الأوراق المالية، بأنها السوق التي تتعامل في الاستثمار المالي المتعلق بالأوراق المالية (الأسهم والسندات) سواء عند إصدارها لأول مرة أو عند تداولها بعد ذلك، ومن هذا المعنى تنقسم سوق الأوراق المالية إلى شقين رئيسيين هما:

1- سوق الإصدار (السوق الأولية):

هي تلك السوق التي يتم من خلالها بيع الأوراق المالية - لأول مرة - عن طريق الاكتتاب العام في الأوراق المالية، سواء كانت أسهماً أو سندات. وقد يتعلق الاكتتاب بالأسهم الممثلة لرأس المال الشركة عند التأسيس، أو عند زيادة رأسمالها بعد التأسيس (الأسرج، 2002، ص 26).

2- سوق التداول (السوق الثانوية):

هي المكان الذي يتم فيه جميع المعاملات المالية بيعاً وشراءً، والتي يترتب عليها نقل ملكية الأوراق المالية طويلة الأجل من الأسهم والسندات السابق إصدارها: من بائع لمشتري؛ طبقاً لسعر السوق السائد للورقة المالية وقت البيع والشراء: سواء تمت هذه المعاملات من خلال أسواق منظمة، أو غير منظمة (الأسرج، 2002، ص 27).

ثانياً. أهمية سوق الأوراق المالية:

يعمل سوق الأوراق المالية، كحلقة وصل بين الادخار والاستثمار؛ عن طريق تجميع ادخارات الأفراد وتحويلها إلى استثمارات فعلية، من خلال توفير السيولة اللازمة، لتغطية الفجوة التي تعاني منها الكثير من القطاعات الاستثمارية. وتساعد في توفير أدوات استثمارية يمكن استخدامها كمصدر للثروة، كما تساهم في تنويع المخاطر من خلال تنويع المحفظة الاستثمارية للمستثمر، بالإضافة إلى إسهامها في زيادة إيرادات الحكومة من تحصيل الضرائب على الصفقات، وجذب رؤوس الأموال الأجنبية (تواتي، 2021، ص 235، 236).

ثالثاً. متطلبات إنشاء سوق الأوراق المالية:

أن قيام سوق الأوراق المالية، يستلزم توفر مجموعة من المتطلبات أهمها: توافر الثقة، والتنظيم الفعال من خلال السياسات والتشريعات، وتبني سياسات اقتصادية قائمة على اقتصاد السوق، وتوفير بيئة تشريعية وقانونية مناسبة تحفز الاستثمار المحلي والاجنبي والتداول في رأس المال. إضافة إلى وجود عدد كاف من شركات المساهمة، ووجود جهاز مصرفي متكامل وتوافر بنك مركزي كفء، ووجود عدد كاف من المؤسسات المالية الكفأة في الدولة، وتوفير أنظمة محاسبية حديثة مع تطبيق معايير الإفصاح المحاسبي والمالي، والذي من خلاله تلتزم كافة الشركات التي يتم تداول أوراقها المالية داخل السوق. بالإضافة إلى وجود هيئة مشرفة على تطبيق التشريعات والقوانين والتعليمات، تعمل بدور رقابي قوي ولها القدرة التنظيمية والصلاحيات العالية، وتوفير تشريعات واحكام تحمي المستثمرين من الغش والتلاعب (بلعيد، 2014، ص 4، 5).

رابعاً. واقع متطلبات إنشاء سوق الأوراق المالية في الجمهورية اليمنية:

يمكن استعراض أهم متطلبات إنشاء سوق الأوراق المالية على النحو التالي:

1. المتطلبات التشريعية والقانونية:

تكمن أهمية القوانين والتشريعات؛ كونها الأساس المنظم لأعمال الفرد والمجتمع: سواء كانت هذه الأعمال تجارية ام غير تجارية. وتزداد الحاجة لوجود القوانين المنظمة، كلما كانت الأعمال أكثر تشابكاً وتنافسية؛ إذ قامت اليمن بسن الكثير من القوانين والتشريعات المتعلقة بالاقتصاد والتجارة. ويتطلب إنشاء سوق للأوراق المالية في اليمن، القيام بالمزيد من الإصلاحات القانونية والتشريعية مثل إصلاح قانون الشركات؛ من خلال تطويره واشتمال الجوانب التالية مثل: وضع سياسة واضحة المعالم، تعطي أهمية خاصة لسوق الأوراق المالية في تلبية الاحتياجات التمويلية. بالإضافة إلى السماح بتنوع الأدوات المالية التي تطرحها الشركات؛ بما يتيح للمدخرين فرصة أكبر للاختيار بين الأدوات المالية المطروحة، وتشجيع إنشاء صناديق الاستثمار المشتركة، لما لها من أهمية في تعزيز جانب الطلب على الأسهم والسندات والأوراق المالية الأخرى. وبالتالي تحفيز عملية الإصدارات في السوق الأولى (جانب العرض) وضرورة احتواء قانون الشركات على الحدود الدنيا لمعايير الإفصاح، وبالشكل الذي يجعل المستثمرين على معرفة تامة بوضع الشركة المالي، قبل اتخاذ قرار الاستثمار في أسهمها (طوقان، 1992، ص 48).

2. المتطلبات المؤسسية:

- البنك المركزي: تكمن أهمية البنك المركزي، في أنه صانع ومدير السياسة النقدية التي لها تأثيرات قوية في أسعار الأوراق المالية، فعندما يقوم البنك المركزي بتعديل المعروض النقدي؛ من أجل خفض أو رفع أسعار الفائدة، فإنه كثيراً ما تكون هناك ردة فعل الأسعار الأصول فوراً، سعر الفائدة الذي يحدده البنك المركزي هو سعر الفائدة الآمن في الاقتصاد. ويؤدي ارتفاع سعر الفائدة الآمن إلى انخفاض القيمة الحالية لأرباح الأسهم، التي يحصل عليها المساهمون. وبالتالي إلى انخفاض أرباح الأسهم، ويؤدي ارتفاع أسعار الفائدة، إلى انخفاض الإنفاق لدى المستهلكين والشركات، حيث يتباطأ النشاط الاقتصادي؛ فيؤدي ذلك إلى انخفاض الإيرادات المتوقعة لدى العديد من الشركات، ونتيجة لذلك تنخفض أرباح الأسهم المتوقعة لدى هذه الشركات، الأمر الذي يؤدي - مرة أخرى - إلى انخفاض أسعار الأسهم. ومن خلال سيطرتها على الجانب النقدي من الاقتصاد في الوقت نفسه، تؤدي المصارف المركزية دوراً رقابياً وتنظيمياً جوهرياً في سوق الأوراق المالية. إضافة إلى ذلك، تشارك أغلب هذه المصارف في سوق الأوراق المالية؛ من خلال الأدوات التي تستعملها لتنفيذ سياساتها النقدية (معي الدين، 2016، ص 80-94) ويمكن للبنك المركزي، أن يتكفل بمهمة إنشاء سوق الأوراق المالية في اليمن، وبناء على تجارب سابقة ناجحة، فقد قامت عدة بلدان بتكليف البنوك المركزية بمهمة إنشاء سوق الأوراق المالية، حيث تمتلك البنوك المركزية كوادراً مؤهلة تتمتع بخبرة إدارية واقتصادية متراكمة. ويمتلك البنك المركزي سلطة تمكنه من الرقابة والمساءلة، وحماية حقوق المتعاملين، ويعتبر التحكم في حجم السيولة المصرفية من مهمات السياسات النقدية، التي يستخدمها البنك المركزي؛ من خلال تحديد الحد الأدنى للاحتياطيات القانونية، التي يتعين على البنوك التجارية الاحتفاظ بها لديها، وهو بذلك يستطيع تحقيق التوازن بين المستوى الملائم للسيولة المصرفية، والحد الأدنى من التضخم الذي يعتبر من العوامل المؤثرة في نجاح وتطور السوق المالي (الداعري، 2021، ص 48).

كما أكد القانون اليمني رقم 14 لعام 2000 الباب الأول ضرورة استقلال البنك المركزي؛ وذلك على النحو التالي: مادة (3) للبنك شخصية اعتبارية، واستقلال مالي وإداري، وله خاتم خاص به، ويقوم بأداء مهامه وفقاً لأحكام هذا القانون مستقلاً تماماً عن أي سلطة أخرى في تحقيق أهدافه وأداء مهامه، ولن يتلقى التعليمات من أي شخص - أو جهة - إلا وفقاً لأحكام هذا القانون. ويجب احترام استقلاليته ولا يجوز التدخل في أنشطة البنك، أو العمل على التأثير على قراراته (البنك المركزي، 2000، ص 4، 3).

- المؤسسات المالية: يوجد في اليمن جهاز مصرفي، يضم حوالي عشرين بنكاً ومصرفاً، ويشتمل على البنوك التجارية والبنوك المتخصصة والبنوك الإسلامية. ويمثل هذا الحجم مقداراً مناسباً، لقيام سوق للأوراق المالية في اليمن. ويمكن أن يقوم الجهاز المصرفي الحالي بدور الوساطة المالية، وبمقدور مؤسسات الوساطة المالية العمل على توجيه رغبات المدخرين والمودعين، وتنشيط السوق وزيادة حجم العرض من الأدوات المالية. كما تعمل على تحفيز وزيادة الطلب على هذه الأدوات من أسهم وسندات وغيرها، ومن أبرز المجالات التي بواسطتها تستطيع البنوك التجارية والمتخصصة دعم نجاح السوق، وتنشيط التداول؛ من خلال ترويج الفرص الاستثمارية الجديدة والإسهام فيها. وتحمل البنوك مسؤولية إعداد دراسات الجدوى الاقتصادية والفنية والمالية للفرص الاستثمارية المتاحة، بالتنسيق مع الهيئة العامة للاستثمار، ثم الإعلان المنظم عن هذه الفرص، وتسويقها وتوجيه المستثمرين من الأفراد والشركات والمؤسسات نحو الإقبال عليها. وتلتزم البنوك بالإفصاح عن جدوى هذه الفرص، والمردود المتوقع منها. وقد تسهم المصارف في رأس مال هذه المشروعات لتحفيز المستثمرين للإسهام فيها، ثم تقوم بتخفيض إسهاماتها مستقبلاً عن طريق بيع أسهمها في السوق المالي؛ إذ تقوم المصارف بوظائف الصيرفة الاستثمارية، والتي تتضمن التغطية، والتوزيع، وتقديم الاستشارة حول الإصدارات الجديدة. ويشكل القطاع المصرفي رديفاً هاماً للبنك المركزي في تفعيل نشاط السوق، والدفع بنجاحه، ويعزى ذلك إلى المام القطاع المصرفي بالوضع المالي للشركات العاملة؛ كونه يتعامل معها فهو يقرضها، أو يستلم ودائع منها. ويكمن دور الجهاز المصرفي أيضاً بالاضطلاع بدور أمناء الاستثمار، وإقامة الصناديق الاستثمارية المشتركة (الداعري، 2021، ص 50، 51).

- تشكيل هيئة سوق المال: إن أحد المتطلبات المؤسسية للسوق المالية، هو إنشاء هيئة سوق المال، وفي هذه المرحلة من العمل، يتوجب على اللجنة المشرفة على إنشاء السوق، أن تعد وثيقة تعريفية بالهيئة. وتهدف الهيئة إلى إتاحة الفرصة، لاستثمار المدخرات والأموال في الأوراق المالية، بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني. ويكفل سلامة المعاملات ودقتها، ويضمن تفاعل عوامل العرض، والطلب بهدف تحديد الأسعار، وحماية المستثمرين؛ من خلال ترسيخ أسس التعامل السليم العادل بين مختلف المستثمرين. بالإضافة إلى تنمية الوعي الاستثماري، من طريق إجراء الدراسات، وتقديم التوصيات، والعمل على ضمان الاستقرار المالي والاقتصادي. وتعمل الهيئة على تطبيق القانون، ولوائح التنفيذ، والعمل على تحقيق الأهداف التي أنشئت من أجلها، والتي كان من أهمها حماية المستثمر، وتوفير المناخ الاستثماري الملائم في التعامل في الأوراق المالية. وتعمل الهيئة - بعد إنشائها - إلى وضع الأهداف الواردة في القانون موضع التنفيذ؛ حيث ستعمل على تعزيز البنية التشريعية، من خلال إصدار اللوائح والتعليمات، التي تكفل تطوير الإطار التنظيمي والإشرافي للشركات المساهمة العامة المدرجة، والشركات العاملة في

مجال الأوراق المالية. علاوة على استحداث بعض الضوابط والمعايير، التي من شأنها أن تسهم إيجاباً في دعم ثقة المستثمرين ببيئة الأوراق المالية (معي الدين، 2016، ص 80-94).

3. المتطلبات الفنية وتأهيل الكادر:

يتطلب قيام وتطوير سوق الأوراق المالية - في اليمن - تجهيز بيئة فنية وتجهيزية عالية، وكذا تحديث أنظمة التداول، واستخدام التقنيات الحديثة لتسهيل عمليات التداول؛ وذلك من أجل رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية، وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين، كإدخال خدمة التداول عن بعد خاصة عن طريق الإنترنت. وهي من ضمن الخدمات الجديدة، التي تشهدها الأسواق العالمية؛ من أجل تمكين شركات الوساطة، من إتمام الصفقات من مكاتبها، دون الحاجة إلى وجود مندوبين عنها في السوق. كما يتطلب ذلك أيضاً توفير مستوى عالٍ من التكنولوجيا، التي تعد من العوامل الأساسية، التي تسهم في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية وفعاليتها. فالمعلومات الواردة عن الأوراق المالية المتداولة، تفقد أهميتها بمرور الزمن؛ لذلك فإن سرعة ورود المعلومات، ووضوحها ودقتها تسهم في اتخاذ القرار بشكل فاعل، وعليه فإن استعمال التكنولوجيا الحديثة، يعتبر ضرورة لا يمكن الاستغناء عنها، وعاملاً أساسياً من عوامل نجاح السوق. كما يعتمد نجاح سوق الأوراق المالية - بشكل حتمي - على مستوى الكوادر والعاملين في السوق. فخبرة العاملين في السوق - إضافة إلى الإصرار على تكوين الخبرات الشابة والمؤهلة حديثاً - يُعدّان من أهم العوامل التي تحدد نجاح سوق الأوراق المالية؛ إذ قد يكون اجتذاب هذه الخبرات من الأمور الصعبة في البداية. ولكن الإصرار على جذب الخبرات العميقة، وإن كانت تكلفتها كبيرة سيساعد على تكوين الخبرات المحلية بشكل جيد ومدروس، وسيكون له عائد لا يقدر على المدى الطويل؛ ولذلك يتعين على هيئة سوق المال، أن يكون لها برنامج تدريبي متكامل لكافة العاملين في السوق المالية: سواء كانوا موظفين أو وسطاء ماليين أو مستثمرين (الشعار، 2006، ص 26).

4. توافر عرض وطلب كافٍ على الأوراق المالية:

يتطلب نجاح سوق الأوراق المالية توفر عدد كبير من الشركات الإسهام؛ لتقوم بعرض أسهمها فهذا النوع من الشركات، يعتبر مصدر العرض الرئيسي للأوراق المالية، غير أن العرض من الأوراق المالية في اليمن، يتصف بالضآلة والمحدودية؛ بسبب طبيعة البنية الهيكلية للمؤسسات والشركات الاستثمارية القائمة، إذ أن معظم هذه الشركات شركات عائلية مغلقة، أو شركات ومؤسسات حكومية. وفيما تعتمد الشركات المغلقة في تأمين احتياجاتها من التمويل على مواردها ومدخراتها الذاتية - أو تلجأ إلى القروض المصرفية - نجد المؤسسات الحكومية هي الأخرى تعتمد - في تغطية احتياجاتها التمويلية - على التحويلات الرأسمالية من الموازنة العامة للدولة، ناهيك عن العوامل التي تعيق نمو الطلب على هذه الأوراق والتي أهمها:

أ- انخفاض حجم الادخار المحلي الإجمالي؛ نتيجة لانخفاض مستويات الدخل الفردية لتوالي الأزمات الاقتصادية، واختلالات التي لحقت بالاقتصاد: سواء تلك المتمثلة في تدهور القوة الشرائية للعملة المحلية، والتي تؤثر بالنتيجة في انخفاض مستوى الدخل الحقيقي، أو التي تمثل مجمل الظروف الاقتصادية غير المواتية، والتي يترتب عليها تدني حجم الفعاليات الاقتصادية، وبالتالي انخفاض القدرة الادخارية للاقتصاد والافراد.

ب- انخفاض الوعي الاستثماري، وخاصة فيما يتعلق بالأوعية والادوات الاستثمارية الجديدة كالإمام بالأوراق المالية، ومزايا الاستثمار فيها، بالإضافة إلى التركيب الهيكلي للمؤسسات والشركات الاستثمارية، والتي يغلب عليها الطابع العائلي.

ج. انخفاض العائد الاستثماري على هذا النوع من الاستثمارات، في ظل توفر خيارات وبدائل استثمارية أخرى، تتميز بارتفاع نسبي للعائد كالأستثمار في العقارات والأراضي، والمضاربة في العملة نتيجة لتحرير أسعار الصرف (الداعري، 2021، ص 56، 57، 58).

د. ارتفاع نسبة الاكتناز لدى الجمهور؛ إذ تعاني اليمن من اكتناز نقدي واسع النطاق في الفترة التي سبقت عام 2020م، وإلى الوقت الراهن. والنسبة الأكبر من المعروض النقدي، تُحتفظ بها خارج القطاع المصرفي؛ بسبب ضعف ثقة الجمهور بالبنوك، واستمرار غياب الشمول المالي الرسمي، وشبكات صرافة وهياكل صرف غير رسمية، تسيطر على جزء كبير من السيولة. وقد أسهم هذا التوجه في تقليص المدخرات الموجهة نحو الاكتتاب: في أسهم أو سندات؛ ما حد من السيولة الاستثمارية اللازمة لأي سوق مالي منظم. وإلى جانب ذلك سيطرت الشبكات المالية غير الرسمية، مثل الحوالات وصرافي السوق السوداء على جزء كبير من النشاط المالي؛ ما أدى إلى تهميش القطاع المصرفي الرسمي، وزيادة الاعتماد على الاكتناز النقدي، وتخزين القيمة خارج النظام المالي الرسمي (مركز صنعاء للدراسات الاستراتيجية، 2019م، والبنك الدولي 2024م).

المبحث الثاني

واقع البيئة الاستثمارية في الجمهورية اليمنية

أولاً.. مفهوم مناخ الاستثمار والبيئة الاستثمارية:

يعبر المناخ الاستثماري عن بيئة معينة - أو منظومة متكاملة - وتتفاعل فيها كافة العناصر الاقتصادية والسياسية والاجتماعية والبيئية، كما إنها تتفاعل مع غيرها من النظم والبيئات المتباعدة والمتجاورة؛ بحيث تكون مجملها البيئة الاستثمارية، وتشكل أهم العوامل التي يجب توفرها لإحداث تنمية اقتصادية. والبيئة الاستثمارية، تعبر عن مجموعة العوامل التي تشكل البيئة العامة الاقتصادية والاجتماعية والسياسية والقانونية، والتي تؤثر بشكل مباشر أو غير مباشر على الأداء الاستثماري؛ حيث أن الاستثمار يواجه مخاطر كثيرة تقليدية، تشترك فيها مختلف الاقتصاديات. إلا أن مخاطر ضعف ملائمة البيئة، هي الأخطر على الاستثمارات المحلية والأجنبية بشكل خاص، فلا يعقل أن يتوقع من الاستثمارات الأجنبية الدخول إلى بيئة غير محفزة للاستثمار، تاركة ما تقدمه الاقتصاديات الأخرى من حوافز وضمانات. كما إن الاستثمارات المحلية، لا تجرؤ على الاستثمار في بيئة غير مستقرة وغير واضحة، وعادة ما تتركز في المجالات ذات خطورة، وبالتالي ربحية متدنية، بل قد تكون مثل هذه البيئة عامل طرد لهذه الاستثمارات، و سبباً في هجرتها إلى الاقتصاديات المجاورة (اليونس، 2019، ص22).

ثانياً. مكونات البيئة الاستثمارية وشروط استقرارها:

1- العوامل الاقتصادية:

ترتبط العوامل الاقتصادية بنمط النظام الاقتصادي الموجود في البلد، وقد دلت التجارب العلمية على أن الاستثمار يجذب نحو السياسات التي تقود إلى التنمية والاستقرار؛ من خلال توفير إطار قانوني مستقر في إطار علاقات الشفافية. ولذلك يجب على أي دولة أن توجه سياستها الاقتصادية، المتعلقة بالاستثمار الأجنبي باتجاهين: الأول العمل على معالجة القصور الذي يحدث في هذه السياسات؛ من أجل جذب الاستثمارات، وبخلاف ذلك سوف يؤدي

إلى عدم جذب الاستثمارات، أو دخولها بشكل غير كاف أما الثاني، فهو معرفة التعارض الذي يحدث بين مصلحة الدولة، ومصلحة المستثمر الأجنبي (معي الدين، 2016، ص 24).

وفي اليمن تعد السياسات الاقتصادية المالية، النقدية، التجارة الخارجية في اليمن غير متزنة؛ حيث يلاحظ أن السياسة المالية في اليمن لم تعد محفزة للاستثمار، ابتداء من عام 2010، إذ صدر قانون الاستثمار رقم (15) لسنة 2010 لتلغي الحوافز الاستثمارية كافة الإعفاءات الضريبية، التي كان يضمنها القانون رقم (22) لسنة 2002، ما أثر سلباً على تحفيز الاستثمارات الوطنية، وجذب الاستثمارات الأجنبية. بالإضافة إلى أن توسع الحكومة في تمويل العجز - عن طريق أذون الخزانة - قد أدى إلى مزاحمة القطاع الخاص ورفع أسعار الفائدة، وهذا أثر في مقدرة القطاع الخاص على الحصول على التمويل الائتماني للمشاريع الاستثمارية. ويمكن من خلال ذلك أن نخلص إلى أن السياسة الاقتصادية في اليمن، كانت سياسة مثبطة للاستثمار المحلي والأجنبي وما تزال إلى الآن (المكردى، 2023، ص 52).

2- العوامل السياسية:

تعد العوامل السياسية من أكثر العوامل، التي تؤثر على القرارات الاستثمارية، وكذلك قائمة العوامل المشكلة للبيئة الاستثمارية في أي بلد؛ حيث إن هذه العوامل تؤثر سلباً - أو إيجاباً - في عملية جذب وطردها للمشروعات الاستثمارية المرتبطة بالنظام السياسي القائم في البلد: فالأنظمة الحرة تشكل عوامل طرد للاستثمارات، كما إن الاستقرار الأمني يشكل عامل جذب، والاضطرابات الأمنية تشكل عامل طرد للاستثمارات. ومهما تكونت الحوافز والمغريات الاستثمارية عالية، فإنها لا تدفع المستثمرين للقدوم إلى بلد يعاني عدم الأمان؛ بسبب ارتباط ثقة المستثمرين بعلاقة دالية مع الاستقرار السياسي (اليونس، 2019، ص 23).

وفي اليمن تأثرت البيئة السياسية بظروف بما يسمى بثورات الربيع العربي مطلع عام 2011 وما أسفرت عنه من اجتياح البلاد موجة من التظاهرات الشبابية المطالبة بتغيير نظام الحكم؛ ما أسفر عن تعطيل مختلف أجهزة الدولة عن الأداء لوظائفها الأساسية تجاه المواطنين، وبالذات توفير الحماية والأمن لقطاع الأعمال الخاصة، ومنها الاستثمار الأجنبي المباشر. إذ تفاقمتم الأزمة السياسية والصراعات الحزبية التي عاشتها البلاد خلال الفترة (2011م-2024م)، الأمر الذي انعكس سلباً على البيئة الاستثمارية؛ إذ أصبحت من وجهة نظر المستثمر الأجنبي بيئة ترتفع فيها درجة المخاطر، بسبب الحرب (المكردى، 2023، ص 59).

3- العوامل القانونية والتشريعية المتعلقة بالاستثمار:

وجود بيئة قانونية مناسبة للنشاط الاقتصادي بشكل عام - والاستثمار بشكل خاص - هي التي ترسي التشريعات والقوانين؛ بحيث تتناسب مع تحقيق أهداف التنمية، وهذا يتم من خلال التعامل مع كافة القوانين، وفق رؤيا ومنظار شموليين. وحتى تكون البيئة القانونية جاذبة للاستثمار، لا بد أن تتسم بالتطور والمرونة والشفافية، ووضوح الرؤيا، والدول النامية بحاجة إلى إصدار قوانين لضمان تشجيع المستثمرين؛ حيث إن المستثمرين يفضلون الاستثمار بالبلدان ذات البيئة القانونية الملائمة، من أجل ضمان الأرباح المتتالية من استثماراتهم: أي كلما كان قانون الاستثمار والتشريعات يتضمن مجموعة من الحوافز والمزايا المنافسة - من إعفاءات ضريبية وجمركية - أدى ذلك إلى جذب الاستثمار (اليونس، 2019، ص 24).

وفي اليمن انعدم الاستقرار في التشريعات المنظمة للاستثمار؛ ما يولد لدى المستثمر عدم الثقة أو عدم الاطمئنان على

استثماراته؛ بسبب كثرة التعديلات التشريعية والاجتهادات فيها وعدم ثباتها، الأمر الذي يجعل المستثمر في قلق وعدم اطمئنان باستمرار. ونلاحظ أن (قانون الاستثمار اليمني) قد عُدِّل - خلال ثلاثة عقود - أربع مرات، بالإضافة إلى تعديل القوانين المساندة: كقانون ضريبة الدخل وغيرها من القوانين، إضافة إلى عدم وجود وضوح في نصوص قوانين الاستثمار وتشريعاته، وعدم وجود لوائح وتفسيرات للمضمون في القوانين. فإلى يومنا هذا، لم تُشرَح اللائحة الخاصة بقانون الاستثمار رقم (15) لسنة 2010 على الرغم من إعداد مشروع اللائحة من قبل الهيئة (المكردي، 2023، ص 61، 62) وفي ديسمبر 2024م صدر قانون الاستثمار الجديد في اليمن؛ بهدف خلق بيئة استثمارية محفزة ومستقرة، عبر تقديم حوافز وضمانات للمستثمرين، مع التركيز على تعزيز الإنتاج المحلي، وتوطين الصناعات التحويلية، ودعم قطاعات الزراعة والطاقة والبنية التحتية. ويأتي هذا القانون متوافقاً مع إطار مشروع إنشاء سوق أوراق مالية، والذي هدف القانون في مضمونه إلى تمكين شركات المساهمة العامة، ودعم المنافسة، وفتح المجال لإصدار الأسهم والسندات، وتمويل المشاريع الإنتاجية عبر آليات سوقية شفافة وجاذبة؛ ما يسهم في تطوير الاقتصاد الوطني، وهذا ما قد ينعكس إيجاباً في المستقبل على مشروع إنشاء سوق الأوراق المالية (وزارة المالية اليمنية، 2024م، ومجلة الاستثمار اليمني 2024).

4- العوامل الإدارية والتنظيمية:

يقصد بها مجموعة الإجراءات الإدارية المتعلقة، بتنفيذ المشروعات الاستثمارية، فإذا كانت الإجراءات الإدارية تتسم بالسهولة والوضوح، عندها نستطيع القول إن العوامل الإدارية تشكل عامل جذب للاستثمارات، أما إذا كانت الإجراءات الإدارية معقدة وغير واضحة - وتأخذ وقتاً طويلاً - عندها نقول إن العوامل الإدارية تشكل عامل طرد للاستثمار (مجي الدين، وأمين، 2011، ص 70).

وفي اليمن أخذت قضية الاستثمار والبيئة الاستثمارية مكانتها في البرامج الحكومية المتعاقبة، منذ مطلع تسعينيات القرن الماضي؛ إذ أنشئت (الهيئة العامة للاستثمار) بموجب القانون رقم (22) لسنة 2002 وقد هدفت الحكومة - من خلال إنشاء تلك الهيئة - إلى الإشراف على الاستثمار، وتنظيم شؤونه، حيث راعى المشرع اليمني أن يكون لكافة الجهات الحكومية فروع في الهيئة العامة للاستثمار؛ لتسهيل طلبات الاستثمار (نظام الغرفة الواحدة) إلا أن تلك المكاتب لم تمنح الصلاحيات الكاملة من قبل الجهات المعنية، ما أدى إلى طول فترة منح التراخيص للمستثمرين، وهذا بدوره أوجد صعوبات في استخراج تراخيص الاستثمار (المكردي، 2023، ص 62).

وفي إطار ذلك، ينبغي توفير برامج ترويجية للاستثمار؛ حيث ذكرت الأمانة العامة لاتحاد غرف دول مجلس التعاون الخليجي (2009) في دراسة ميدانية لها، لتحديد معوقات الاستثمار في دول مجلس التعاون الخليجي " على الرغم من وجود عوامل مثل: الاستقرار السياسي، وتنفيذ الإصلاحات في السياسات والحوافز للاستثمار، ووجود تشريعات في مجال الاستثمار وغيرها، تلعب دوراً هاماً في تشجيع وجذب المزيد من الاستثمارات. إلا أن هناك عوامل أخرى لا تقل أهمية عنها، تلعب أيضاً دوراً مهماً في هذا المجال، وتحفيز المستثمر على ضخ الاستثمارات، وتتمثل في البرامج الترويجية للاستثمارات، حيث أنها تدعي وتؤكد للمستثمر استعداد البلد المضيف لإنفاق الإجراءات التي من شأنها ضمان نجاح الاستثمارات. كما إنها تساعد المستثمر في التعرف على المزايا النسبية، التي تتمتع بها البلد مقابل الاستثمار فيه، والتي على أساسها يبدأ التنافس بين أفضل البرامج، وفرص الاستثمار المتاحة في مختلف البلدان" (اليونس، 2019، ص 27).

وفي اليمن بعد قيام دولة الوحدة اليمنية في عام 1990، وكذا برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي تبنته الحكومة اليمنية عام 1995 حيث عملت على إجراء العديد من التعديلات على قانون الاستثمار، وراعت في تلك التعديلات منح الحوافز الضريبية والجمركية للاستثمار المحلي والأجنبي، وساوت في المعاملة بين المستثمر الوطني والمستثمر الأجنبي، ومنحت المستثمر الأجنبي حرية تحويل أرباحه دون قيود، بالإضافة إلى إصدار التشريعات المساندة للاستثمار وتحسينها. وقد كان من أهم تلك التشريعات والقوانين: قانون الشركات، قانون حماية الملكية الفكرية، قانون دعم التنافسية، قانون الخصخصة، وعلى الرغم من تلك الإصلاحات التشريعية، فإن عدم وجود جهاز قضائي مستقل وذي كفاية يتحمل مسؤولية تنفيذ تلك التشريعات وحمايتها، جعل من تلك الإصلاحات حبراً على ورق، بالإضافة إلى عدم وجود سياسات عامة متسقة وداعمة للاستثمار؛ ما جعل بيئة الاستثمار في اليمن غير محفزة للاستثمار الأجنبي، وطاردة للاستثمار الوطني (المكردي، 2023، ص 53).

5- البنية التحتية:

تكتسب البنية التحتية ومدى توفرها - وأكثر من ذلك تطورها وحداتها - أهمية كبيرة بالنسبة لكل دولة؛ فهي تؤثر بشكل كبير في القرار الاستثماري لأي مستثمر: سواء كان أجنبياً أو محلياً، خاصة أنها تسهل عملية سير النشاط، وتقلل من العقبات الروتينية، التي من شأنها تعطيل الأعمال لأيام وشهور. وتشتمل البنية التحتية على مكونات أساسية، يلزم وجودها لمزاولة أي نشاط مهما كان نوعه، من بينها خطوط النقل والمواصلات - من نقل بحري وجوي وأرضي - وتعبيد الطرقات، وتوفير موارد الطاقة من: كهرباء ومياه وغاز وخطوط هاتف والإنترنت؛ إذ إن توفر متطلبات البنى التحتية، أمر لازم للاستثمار - ولا سيما في المناطق الصناعية - فلا بد من توفر الكهرباء والماء والمواصلات والاتصالات والنقل... وتشير نظرية التنمية الاقتصادية، إلى ضرورة توفر حد أدنى من هذه البنى التحتية، ووضعها تحت تصرف المستثمر، وبأسعار مناسبة. وكذلك يندرج ضمن البنية التحتية توفر الكفاءات، والعناصر الفنية، وتوفير أسواق مالية متطورة، وأن تكون أسعار عناصر الإنتاج وقيمة الأراضي منخفضة؛ بحيث تشجع المستثمرين على زيادة الاستثمارات (الجبوري، 2008، ص 44-46).

تعاني اليمن من ضعف في البنية التحتية المحفزة للاستثمار، وما زاد الأمر سوءاً هي الحرب التي تعرضت لها اليمن، واستهدفت البنية التحتية التي تتسم أصلاً بالضعف، فعلى سبيل المثال: الكهرباء التي تعد من أهم مدخلات العملية الإنتاجية للاستثمارات كافة: سواء الصناعية أو الخدمية. فاليمن لا تمتلك قدرات توليدية للطاقة الكهربائية، وبمراجعة الطاقة الإنتاجية لقطاع الطاقة الكهربائية في اليمن، يلاحظ أن الطاقة المولدة قبل الحرب كانت 1.5 جيجا وات، وكانت القدرة الفعلية من 67% الطاقة المولدة نتيجة تقادم معظم محطات الطاقة في اليمن؛ حيث بلغ متوسط الفرد في اليمن عام 2014 (255) كيلووات ساعة سنة مقارنة بـ 2900 كيلووات / ساعة / سنة إقليمياً و 3100 كيلووات ساعة / سنة عالمياً، وكانت تغطي حوالي 40% من احتياجات السكان، بينما كان يحصل سكان الريف الذين يشكلون 75% من سكان اليمن على 23% من احتياجاتهم من الطاقة الكهربائية. وبعد الحرب ارتفعت نسبة الحرمان من خدمات قطاع الكهرباء إلى حوالي 90%، وبعد الحرب تأثر قطاع الكهرباء بشكل كبير، حيث أصبح حوالي 90% من السكان محرومين من خدمات الكهرباء عام 2020، حيث توقفت حوالي 50% من المرافق الصحية في اليمن؛ نتيجة انقطاع التيار الكهربائي وانخفضت الطاقة التوليدية للكهرباء إلى 32 (309) ميغاوات من 960

ميجاوات من الشبكة الوطنية، وأصبح السكان يحصلون على احتياجاتهم من الكهرباء عن طريق المولدات الصغيرة التي قام بها القطاع الخاص، وبتعريفه عالية لا تتناسب مع دخول السكان بينما القطاع الإنتاجي يحصل على احتياجاته من الطاقة الكهربائية؛ من خلال المولدات الخاصة، مما رفع تكاليف الإنتاج فيها وجعلها أقل قدرة على منافسة المنتجات المستوردة (المكردي، 2023، ص 60).

ومما سبق نلاحظ أن عدم توفر قدر كاف من البنية الأساسية من خدمات الكهرباء والطرق والجسور والمطارات والموانئ، التي توقفت نتيجة الحرب في اليمن، قد شكلت عائقاً أمام الاستثمار المحلي والاستثمار الأجنبي المباشر في اليمن، وأمام خلق بيئة غير مناسبة للاستثمار.

المبحث الثالث

مدى توافق مشروع إنشاء سوق الأوراق المالية مع واقع البيئة الاستثمارية في الجمهورية اليمنية

تسعى اليمن لتحقيق معدلات نمو اقتصادي تفوق معدلات النمو السكاني، ولن يحقق هذا إلا عن طريق زيادة الاستثمار واستقطاب رؤوس الأموال الأجنبية للعمل داخل اليمن. ولن يتأتى ذلك إلا بتوفير بيئة استثمارية مناسبة وجاذبة للاستثمار، تسهم في انطلاق سوق الأوراق المالية وتحفيزه. وهذا الأمر يتطلب منا التعرف على أهم المعوقات التي تواجه بيئة الاستثمار في اليمن، وتنعكس في ضعف إنشاء سوق الأوراق المالية، وهو ما يوضح لنا مدى توافق مشروع إنشاء سوق الأوراق المالية مع البيئة الاستثمارية في اليمن. وبالنظر من الزاوية التقنية والبيئية، نجد ضعف السوق المحلي، ويرجع السبب في ذلك إلى انخفاض مستوى الدخل الفردي في اليمن؛ حيث تشير الإحصائيات إلى تراجع متوسط دخل الفرد في اليمن من 1288 دولار عام 2008 إلى 707 دولار عام 2017 ما يؤدي إلى ضيق الطاقة الاستيعابية للسوق، ويؤثر بدوره على المستثمر في تسويق منتجاته، ويؤدي إلى عدم رغبته في التوسع في مشاريعه الاستثمارية الحالية والمستقبلية، إضافة إلى النقص الشديد في البنية التحتية من طرق ومواصلات واتصالات سلكية ولاسلكية، وموانئ ومطارات وطاقة ومياه.. وتعد هذه المرافق من المتطلبات المهمة للمستثمر المحلي والأجنبي، لاسيما في المناطق الصالحة للاستثمار الصناعي والتجاري والزراعي والاستخراجي والمالي، كل هذا يعيق إنشاء سوق الأوراق المالية، ويعد عقبة في وجه الاستثمارات المحلية. كما أن ضعف مصادر التمويل المصرفي متوسط وطويل الأجل للاستثمار؛ نتيجة ارتفاع المخاطر الائتمانية في اليمن، وعدم وجود بنوك تنمية متخصصة في تمويل الاستثمار، يُضعف تواجد الأدوات المالية وفعاليتها، ناهيك عن المعوقات القانونية التي تؤثر على بيئة الاستثمار وتنعكس سلباً في وجه متطلبات الإنشاء لسوق الأوراق المالية، والتي تتمثل في انعدام استقرار التشريعات المنظمة للاستثمار، ما يولد لدى المستثمر عدم الثقة وعدم الاطمئنان على استثماراته بسبب كثرة التعديلات التشريعية والاجتهادات فيها وعدم ثباتها، الأمر الذي يجعل المستثمر في قلق وعدم اطمئنان باستمرار.. وقد عُدل قانون الاستثمار اليمني - خلال ثلاثة عقود - أربع مرات، بالإضافة إلى تعديل القوانين المساندة كقانون ضريبة الدخل وغيرها من القوانين، إضافة إلى عدم وجود وضوح في نصوص قوانين الاستثمار وتشريعاته، ووجود مجموعة من المعوقات الاقتصادية والمالية، التي تتمثل في عدم وجود بيانات ومعلومات دقيقة عن الأوضاع الاقتصادية والظروف الاستثمارية المناسبة، وعدم الاستقرار الاقتصادي وعدم وضوح التوجهات الحكومية تجاه قضايا الاستثمار، وتضارب السياسات الاقتصادية والاستثمارية،

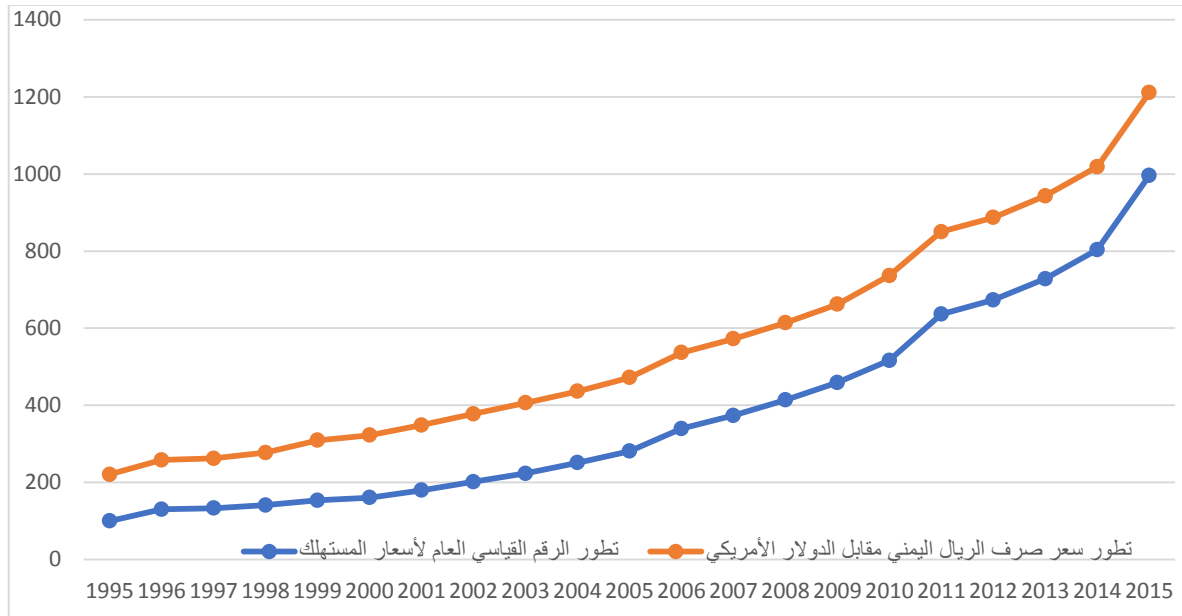
ما يؤدي إلى زعزعة ثقة المستثمر في الاستثمار في أي نشاط اقتصادي. وهذا ينعكس سلباً على أداء سوق الأوراق المالية - لو كانت متواجدة فعلاً - بمعنى أن ذلك لا يوافق تطلعات مشروع إنشاء سوق الأوراق المالية، ناهيك أن أهم عامل يخل بقرارات الاستثمار- وقرارات التداول في سوق الأوراق المالية - وهو عدم استقرار قيمة العملة الوطنية، وتعدد أسعار الصرف؛ بما لذلك من آثار سلبية على المستثمر. كما يؤدي انخفاض سعر صرف العملة المحلية - بالنسبة للعملات الأخرى - إلى انخفاض القيمة الحقيقية للاستثمار، وهو ما سينعكس سلباً على تطلعات المستثمرين والبيئة الاستثمارية، والجدول والشكل (1) يظهران ذلك خلال الفترة المستقرة في الاقتصاد اليمني قبل الصراع (1995م-2015) بمعزل عن الفترة ما بعد الصراع السياسي، التي زادت من تعقيد الوضع الاقتصادي في اليمن:

جدول (1) تطور أهم المؤشرات الاقتصادية المتعلقة بالقرارات الاستثمارية ومشروع إنشاء سوق الأوراق المالية

السنوات	تطور معدل التضخم في الاقتصاد اليمني		تطور سعر صرف الريال اليمني مقابل الدولار الأمريكي	تطور gdp بالأسعار الجارية المبالغ بالمليار ريال يمني
	تطور الرقم القياسي العام لأسعار المستهلك (*) 100=1995	معدل التضخم %		
1995	100.00	55.08	121	516.5
1996	130.37	30.37	128	733.3
1997	133.21	2.18	129	884.6
1998	141.18	5.98	136	844.6
1999	153.41	8.66	156	1179.8
2000	160.45	4.59	162	1558.4
2001	179.56	11.91	169	1737.5
2002	201.52	12.23	176	1960.8
2003	223.34	10.83	183	2257.4
2004	251.28	12.51	185	2885.6
2005	280.98	11.82	191	3646.6
2006	339.54	20.84	197	4495.2
2007	373.46	9.99	199	5099.9
2008	413.76	10.79	200	6072.3
2009	459.19	10.98	203	5772.9
2010	516.50	12.48	220	6786.8
2011	636.22	23.18	214	6644.7
2012	673.18	5.81	214	6875.3
2013	727.98	8.14	215	7468.6
2014	803.47	10.37	215	7139.5
2015	995.58	23.91	215	5729.0

* المصدر: - البنك المركزي اليمني، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء، التقارير السنوية للأعوام (*) 100=1995 حيث تم احتساب معدل التضخم من قبل الباحثان بالاعتماد على بيانات الرقم القياسي العام لأسعار المستهلك، الواردة في التقارير الرسمية للبنك المركزي اليمني (صنعاء) للأعوام، 2002، 2006، 2007، 2009، 2010، 2011، 2012.

2015، صفحات متفرقة، بعد معالجة سنوات الأساس التي ظهرت خلال العامين (1999م ، 2008م). من خلال بيانات الجدول (1) يتضح تصاعد معدل التضخم وأسعار الصرف خلال الفترة (1995م – 2015م)، كما يظهر في الشكل التالي:



الشكل (1) تطور الرقم القياسي العام لأسعار المستهلك وأسعار صرف الريال اليمني

يتضح من الجدول (1) عدم استقرار معدل التضخم، وباعتبار سنة 1995م كسنة أساس، يتضح أن الأسعار قد اتخذت اتجاهًا تصاعدياً خلال الفترة (1995- 2015) إذ إن ما كان قيمته تساوي 100 ريال في سنة 1995م أصبحت قيمته تساوي 995 ريال في سنة 2015، أي ما يعادل 1000 ريال تقريباً، بمعنى أن الأسعار ارتفعت بمقدار عشرة أضعاف خلال الفترة (1995-2015) وهو ما يشير إلى ارتفاع معدل التضخم خلال تلك الفترة، وعدم استقرار الأسعار، فما بالنسبة للفترة ما بعد 2015، بعد اندلاع الحرب والانقسام السياسي الذي نتج عنه انقسام للسياسات المالية والنقدية داخل البلد، والذي أدى إلى تآكل القوة الشرائية للعملة الوطنية، وارتفاع أسعار السلع والخدمات، الأمر الذي بدوره أدى إلى تراجع من ثقة المستثمرين واستنزاف رؤوس الأموال. كما إن ارتفاع معدل التضخم، أدى إلى عدم الاستقرار الاقتصادي في اليمن؛ حيث يصعب على الشركات والمستثمرين وضع خطط طويلة الأجل، وسيؤثر ذلك على تسعير الأسهم والأدوات المالية مستقبلاً، ويضعف من جاذبية سوق الأوراق المالية؛ لذا يُعد استقرار معدل التضخم من المتطلبات الأساسية، لتكوين بيئة استثمارية مستقرة، وإطلاق سوق أوراق مالية ناجحة في اليمن. وبالنظر إلى أسعار الصرف، نجد أن قيمة الريال اليمني - منذ بداية الفترة (1995 – 2001) شهدت تدهوراً مستمراً أمام الدولار الأمريكي، وخلال الأعوام (2012، 2013، 2014) شهد سعر الصرف الرسمي للريال اليمني نوعاً من الاستقرار؛ حيث كان متوسط سعر الصرف نهاية تلك الأعوام (214) ريالاً للدولار و215 ريالاً للدولار و215 ريالاً للدولار على التوالي ولكنه تجاوز حاجز الـ 250 ريالاً للدولار في السوق الموازية خلال تلك الأعوام؛ بسبب تدهور الأوضاع الاقتصادية والسياسية في البلد، حيث تناقص احتياطي النقد الأجنبي لدى البنك المركزي اليمني في تلك الفترة. وفي العام 2015م ظل سعر الصرف الرسمي للدولار، ثابتاً عند حاجز الـ 215 ريالاً للدولار وهو السعر نفسه المسجل في العام السابق. غير أنه نتيجة لتناقص احتياطيات النقد الأجنبي - والضغط الكبيرة

التي شهدتها العملة الوطنية؛ بسبب استمرار الحرب - انعكس ذلك على تراجع قيمة الريال اليمني مقابل الدولار في السوق الموازي إلى حوالي 250 ريالاً للدولار نهاية العام 2015، ناهيك عن الفترة ما بعد 2015م والتي تعددت فيها أسعار الصرف. لقد اختلفت قيمة العملة الوطنية في المناطق اليمنية المختلفة نتيجة الانقسام السياسي، وهو ما يُعد من أبرز معوقات الاستثمار، وتأسيس سوق الأوراق المالية، وهذا ما ينتج عنه حالة عدم اليقين، ويؤدي إلى ضعف الثقة في السوق المالية؛ كما يصعب على المستثمرين والمؤسسات المالية تقييم الأصول، وتوقع العوائد بدقة. كما يؤثر انقسام السياسة النقدية على كفاءة التسعير المالي للأوراق المالية، وهنا تجدر الإشارة إلى أن استقرار سعر الصرف، شرطاً أساسياً لتهيئة بيئة استثمارية جاذبة، وتفعيل سوق مالي منظم في اليمن. وكما يظهر أيضاً من الجدول (1) فإن التراجع في الناتج المحلي الإجمالي - في أغلب السنوات - يشكل أحد العوامل الهيكلية المعيقة لجذب الاستثمارات، وتأسيس سوق أوراق مالية فعالة؛ حيث أدى انكماش الناتج المحلي الإجمالي، إلى ضعف النشاط الإنتاجي وتراجع الطلب الكلي. كما إنه يعكس هشاشة البيئة الاقتصادية، ويقلل من حجم التداول المحتمل في السوق مستقبلاً. وعليه فإن استعادة النمو الاقتصادي، يعد خطوة أساسية نحو خلق مناخ استثماري جاذب، وإطلاق مشروع إنشاء سوق الأوراق المالية، إضافة إلى المعوقات السياسية والاجتماعية التي تتمثل في عدم الاستقرار السياسي، والاضطرابات الأمنية، التي تعاني منها اليمن منذ وقت طويل؛ ما أثر بشكل مباشر على بيئة الاستثمار، والاختلالات الأمنية التي تسبب هروب المستثمرين الوطنيين من جانب، وتؤدي إلى عدم رغبة المستثمرين الأجانب من جانب آخر، وهو ما يقف عائقاً أمام إنشاء سوق الأوراق المالية، ويعارض تطلعات الإنشاء. كما توجد العديد من المعوقات تأتي من جانب رجال الأعمال والمستثمرين؛ بسبب سوء الوضع الاقتصادي والسياسي، وهي تكمن في النظرة التجارية قصيرة المدى للمستثمر اليمني، فالمستثمر اليمني لا يحبذ النظرة التجارية طويلة المدى في الاستثمارات؛ لأنه يريد تحقيق الأرباح بسرعة - ودون انتظار لمدة طويلة - ما يجعله يقيم مشروعات غير مكلفة كثيرًا، وهذا لا يتناسب مع معظم الأدوات المالية في سوق رأس المال. وسبب ذلك يعود أساساً إلى انتشار ظاهرة الاستثمار العائلي في اليمن (سوق احتكار القلة) وإدارة المشاريع من قبل الملاك، الذي لا يمتلكون الخبرة الكافية في الإدارة، إضافة إلى ضعف مستوى الخدمات التسويقية، وقصور الجهود المبذولة محلياً وخارجياً. وكل ذلك أساسه تفاقم الأزمة السياسية، والصراعات الحزبية التي عاشتها اليمن خلال تلك الفترة، الأمر الذي انعكس سلباً على البيئة الاستثمارية، التي أصبحت من وجهة نظر المستثمر الأجنبي (والمحلي) بيئة ترتفع فيها درجة المخاطر بسبب الحرب، التي انعكست سلباً على العديد من المؤشرات الاقتصادية؛ بسبب تعرض اليمن للحروب الداخلية والخارجية، والتي دمرت البنية التحتية (كالكهرباء والطرق والمعاهد الفنية والحكومية) بالإضافة إلى العديد من المصانع والمزارع الخاصة، وكذلك ضعف البنية التحتية؛ ما أثر سلباً على تدفق الاستثمار إلى اليمن، وزاد من صعوبة توفر المتطلبات الأساسية لإنشاء سوق الأوراق المالية. وكل ذلك ينعكس سلباً على إنشاء سوق الأوراق المالية، ولا يوحى بنتائج إيجابية في هذا الجانب؛ بمعنى أن بؤادر تطلعات إنشاء سوق الأوراق المالية في اليمن، ما زالت تتطلب العديد من الإصلاحات الاقتصادية والسياسية والاجتماعية والإدارية، وأن الوضع في اليمن ما زال يتطلب جهوداً كبيرة لإصلاح البيئة الاستثمارية، وتهيئة الأجواء المناسبة لتحقيق تطلعات إنشاء سوق الأوراق المالية؛ من خلال توفر المتطلبات الأساسية لذلك.

الخاتمة

النتائج:

توصل البحث إلى مجموعة من النتائج أهمها:

1. تعاني اليمن من انخفاض في معدلات النمو الاقتصادي، والتي تفوق معدلات النمو السكاني فيها ما يتطلب زيادة الاستثمار، واستقطاب رؤوس الأموال الأجنبية للعمل داخل اليمن، ولن يتأتى ذلك إلا بتوفير بيئة استثمارية مناسبة، وجاذبة للاستثمار، تسهم في انطلاق سوق الأوراق المالية وتحفيزه؛ ما يعزز من معدلات النمو مستقبلاً.
2. أظهر البحث وجود العديد من المعوقات القانونية، التي تؤثر على بيئة الاستثمار، وتنعكس سلباً في وجه متطلبات الإنشاء لسوق الأوراق المالية، والتي تتمثل في انعدام استقرار التشريعات المنظمة للاستثمار، وهذا ما يتطلب تطوير البنية التشريعية والقانونية، وإصلاح القانون، وسن قوانين جديدة تشجع قيام سوق مالية.
3. توصل البحث، إلى وجود مجموعة من المعوقات الاقتصادية والمالية، التي تتمثل في عدم الاستقرار الاقتصادي، وعدم وضوح التوجهات الحكومية تجاه قضايا الاستثمار، وتضارب السياسات الاقتصادية والاستثمارية؛ ما يؤدي إلى زعزعة ثقة المستثمر في الاستثمار في أي نشاط اقتصادي أو غير اقتصادي. وهذا ينعكس سلباً على متطلبات إنشاء سوق الأوراق المالية.
4. تبين من البحث أن ارتفاع معدل التضخم، وتذبذب سعر صرف الريال اليمني أمام الدولار الأمريكي، وتراجع الناتج المحلي الإجمالي، تُشكل مجتمعةً معوقات رئيسية، تعرقل بيئة الاستثمار، وتحد من إمكان إنشاء سوق أوراق مالية فاعلة في اليمن؛ ما يستدعي معالجات اقتصادية كلية لتحقيق الاستقرار، وجذب رؤوس الأموال.
5. أظهر البحث وجود العديد من المعوقات السياسية والاجتماعية، التي تتمثل في عدم الاستقرار السياسي والاضطرابات الأمنية، التي تعاني منها اليمن منذ وقت طويل، قد أثرت بشكل مباشر على بيئة الاستثمار، وهو ما يقف عائقاً أمام إنشاء سوق الأوراق المالية، ويعارض تطلعات الإنشاء.
6. توصل البحث أن النظرة التجارية للمستثمرين اليمنيين قصيرة المدى، سعيًا لتحقيق الأرباح بسرعة، ودون انتظار لمدة طويلة، ما يجعله يقيم مشروعات غير مكلفة كثيراً، وهذا لا يتناسب مع معظم الأدوات المالية في سوق رأس المال.
7. أظهر البحث أن تفاقم الأزمة السياسية والصراعات الحزبية - التي عاشتها اليمن - انعكس سلباً على البيئة الاستثمارية، التي أصبحت من وجهة نظر المستثمر الأجنبي، بيئة ترتفع فيها درجة المخاطر بسبب الحرب، والتي انعكست في تدهور العديد من المؤشرات الاقتصادية.
8. ضعف البنية التحتية أثر سلباً على تدفق الاستثمار إلى اليمن، وزاد من صعوبة توفر المتطلبات الأساسية، لإنشاء سوق الأوراق المالية. وكل ذلك ينعكس سلباً على إنشاء سوق الأوراق المالية، ولا يوحى بنتائج إيجابية في هذا الجانب، بمعنى أن بؤادر تطلعات إنشاء سوق الأوراق المالية في اليمن، ما زالت تتطلب العديد من الإصلاحات الاقتصادية والسياسية والاجتماعية والإدارية.

التوصيات:

- في ضوء ما توصل إليه البحث من نتائج، يمكن تقديم بعض التوصيات كما يلي:
1. السعي لتوفير بيئة استثمارية مناسبة وجاذبة للاستثمار، تسهم في انطلاق سوق الأوراق المالية، وتحفيزه مما يعزز من معدلات النمو مستقبلاً.
 2. ضرورة العمل على إزالة المعوقات القانونية، التي تؤثر على بيئة الاستثمار، وتنعكس سلباً في وجه متطلبات الإنشاء لسوق الأوراق المالية؛ من خلال تطوير البنية التشريعية والقانونية، وإصلاح القانون، وسن قوانين جديدة، تشجع استقرار الاستثمار وقيام سوق الأوراق المالية.
 3. العمل على معالجة جوانب القصور في تطبيق مخرجات برنامج الإصلاح الاقتصادي؛ لتثبيت الاستقرار الاقتصادي، وتبني سياسات اقتصادية كلية شاملة، تهدف إلى استقرار سعر الصرف، وخفض معدلات التضخم؛ بما يسهم في تهيئة بيئة مستقرة وفاعلة، تمهد لإنشاء سوق الأوراق المالية في اليمن. بالإضافة إلى توضيح التوجهات الحكومية تجاه قضايا الاستثمار، ومعالجة التضارب الناتج عن السياسات الاقتصادية والاستثمارية، وذلك لتعزيز البيئة الاستثمارية، وتوفير متطلبات إنشاء سوق الأوراق المالية.
 4. السعي لنشر ثقافة الاستثمار طويل الأجل؛ بما يتناسب مع أدوات سوق الأوراق المالية، وتغيير النظرة التجارية قصيرة المدى للمستثمرين اليمنيين، وتعزيز ثقافة شركات المساهمة بدلاً من التركيز العائلي للشركات والمشروعات، والتركيز على التنمية المستدامة، التي من خلالها تتوفر الأجواء المناسبة لسوق الأوراق المالية، وتشكل القاعدة الأساسية لمتطلبات إنشاء سوق الأوراق المالية.
 5. ضرورة إيجاد حل سياسي، ينهي تفاقم الأزمة السياسية والصراعات الحزبية التي تعيشها اليمن في الوقت الراهن، والأهم من ذلك: تحييد الجانب الاقتصادي، والذي من خلاله يتوفر المناخ الملائم لبيئة الاستثمار، وإقامة المشروعات التي تشكل قاعدة الأوراق المالية، وتضفي في تعزيز إنشاء سوق الأوراق المالية.
 6. السعي لتطوير البنية التحتية؛ من خلال المشاركة مع القطاع الخاص، واستضافة المشاريع الأجنبية من خلال المشاركات، والاجارة المنتهية بالتمليك، كما ينبغي الاهتمام بالمناطق الصناعية، ومنح الحوافز، والإعفاءات للمشاريع الاستثمارية المستدامة.

قائمة المراجع

1. أحمد بالقاسم تواتي، فؤاد عاشور وأبو خريص، معوقات تفعيل سوق الأوراق المالية الليبي، مجلة المنتدى الأكاديمي، المجلد (5) العدد (1)، يناير 2021.
2. أمين محمد محي الدين، البيئة الملائمة لتدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الجمهورية اليمنية، بحوث اقتصادية عربية، مطبعة معهد التخطيط القومي، 2011، العدد 28.
3. أمين محمد محي الدين، متطلبات إنشاء السوق المالية في الجمهورية اليمنية، مجلة بحوث اقتصادية وعربية، الناشر الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، العدد 73، 2016.
4. أمية صلاح طوقان، سياسات وأدوات تطوير أسواق الأوراق المالية في الدول العربية، مجلة اتحاد البورصات العربية، بيروت، مجلد 1، العدد 144، 1992.
5. البنك الدولي، تشخيصات القطاع المالي اليمني، 2024م.
6. البنك المركزي اليمني، قانون البنك المركزي رقم (14) لعام 2000 المادة 3.
7. البنك المركزي اليمني، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء، التقارير الرسمية للبنك المركزي اليمني (صنعاء) للأعوام، 2002، 2006، 2007، 2009، 2010، 2011، 2012، 2015.
8. حسين عبد المطلب الأسرج، دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد، كلية التجارة قسم الاقتصاد، جامعة الزقازيق- فرع بنها، 2002م، ص 26.
9. رياض علي قاسم الداعري، متطلبات إنشاء سوق الأوراق المالية في اليمن، مجلة السودان الأكاديمية للبحوث والعلوم، المجلد 12، العدد 23، يوليو 2021.
10. سمية بلعيد، دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية، دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة 2، 2014.
11. عبدالرزاق حمد حسين الجبوري، تحليل اتجاهات الاستثمار الأجنبي المباشر وقياس أثره على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية لبلدان عربية للمدة 1990-2015، أطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، 2008.
12. محمد علي المكردى، معوقات الاستثمار في اليمن والسياسات المقترحة لتوفير بيئة استثمارية محفزة، مجلة جامعة عمران، 03، 2023.
13. مجلة الاستثمار اليمني، دور قانون الاستثمار الجديد في تأسيس سوق الأوراق المالية في اليمن، 2024م.
<https://magazine.investinyemen.org/category/11/161>
14. مركز صنعاء للدراسات الاستراتيجية، تنشيط القطاع المصرفي في اليمن، خطوات ضرورية لإعادة تشغيل الدورات المالية الرسمية وتحقيق الاستقرار الاقتصادي الأساسي، فبراير، 2019.
15. ميسون فريد اليونس، دراسة عوامل البيئة الاستثمارية وأثرها في جذب الاستثمار، دراسة حالة إمارة أم

القيوين نموذجاً للاستثمار، بحث مقدم لنيل درجة الماجستير في إدارة الأعمال، الجامعة الافتراضية السورية، الجمهورية العربية السورية، 2019.

16. نضال الشعار، سوق الأوراق المالية وأدواتها (البورصة)، ط 3 حلب، دار الجندي، 2006.

17. نوري عبد السلام بريون، دور المصرف المركزي في إنشاء وتنمية سوق الأوراق المالية، التجربة الليبية، مجلة البورصات العربية، العدد 159، مجلد 14، بيروت.

18. وزارة المالية اليمنية (2024) قانون الاستثمار الجديد لعام 1446 هـ (2024م). <https://mof.gov.ye/?p=3223>.