

سوق الاوراق المالية وتأثيرها في تحسين الاقتصاد اليمني

د. امين حامد خيران

استاذ المالية العامة – كلية الشرطة – اكاڤمية الشرطة



جامعة الأندلس
للعلوم والتكنولوجيا

Alandalus University For Science & Technology

(AUST)

سوق الأوراق المالية وتأثيرها في تحسين الاقتصاد اليمني

مقدمة :

نشأت البورصات بسبب تطور التجارة في المجالات المختلفة، إذ وجد التجار في القرون الوسطى فوائد من اعتماد وسائل الائتمان من سحوبات وسندات إذنيه وغيرها، ويمكن إرجاع نشوء سوق الأوراق المالية في فرنسا مثلاً إلى القرن الثالث عشر، إذ أوجد ملك فرنسا في ذلك الوقت مهنة سمسرة الصرف، وفي الوقت نفسه كان التجار في بلجيكا يجتمعون ليتبادلوا الصفقات التجارية أمام قصر عائلته بورسيه، وقد أخذت كلمة بورصة من اسم العائلة صاحبه القصر وراحت تطلق على سوق تداول الأوراق المالية.

وبسبب التطور الاقتصادي في بلدان أخرى مثل بريطانيا والدنمارك وهولندا ظهرت أسواق لتداول الأوراق المالية فيها، لذلك نلاحظ أن تطور بورصات الأوراق المالية في العالم كان نتيجة طبيعية للنمو الاقتصادي، فبورصة نيويورك - مثلاً - قامت بجانب الحائط الذي كان يجتمع خلفه المستوطنون الهولنديون للعناية بمحاصيلهم ومواشيهم. ومع اتساع وتيرة النشاط الاقتصادي أضحى الضرورة إلى وجود أسواق مالية كبيرة، وباعتبار البورصة أحد أهم مجالات الاستثمار التي تتيح لكبار وصغار المستثمرين تحقيق الأرباح، فإن ذلك يقتضي توفر قدر كافيا من المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة فيها حتى تتصف السوق بالكفاءة، خاصة وأن أسعار الأوراق المالية تتقلب قيمتها من سنة إلى أخرى، ومن فترة لفترة وتتأثر في كثير من الأحيان بالبيانات والمعلومات حول ظروف السوق والشركة المصدرة لتنعكس مباشرة وبسرعة في أسعار الأوراق المالية المتداولة أي تحدث حركة عشوائية في شكل تقلبات سعرية صعوداً مع الأنباء السارة، ونزولاً مع الأنباء الغير سارة.

ونظراً لما تشهده حالياً البيئة المالية والمصرفية اليمنية من تطورات ومستجدات أبرزها إعادة هيكلة للقطاع المالي والمصرفي في إطار برنامج الحكومة للإصلاح الاقتصادي والمالي، وأذا سعي الاقتصاد اليمني للاندماج في الاقتصاديات الإقليمية

والعالمية ، وأذا ما سوف تشهده هذه البيئة مستقبلاً كالانضمام المرتقب لليمن لمنظمة التجارة العالمية ، وتحرير تجارة خدماته المالية والمصرفية. إذ أن ذلك يتطلب من مؤسسات الجهاز المصرفي اليمني ، وفي مقدمتها البنك المركزي اليمني ، والمصارف التجارية والمتخصصة استشعار تحديات المرحلة القادمة. وهذا ما يفرض عليها البدء بتنفيذ الخطوات الإجرائية لإنشاء سوق منظمة للأوراق المالية في اليمن.

وسيشتمل هذا البحث على عدة مباحث نذكرها على التوالي:

المبحث التمهيدي: مشكلة البحث وأهميته وأهدافه ومنهجيته.

المبحث الاول: أساسيات سوق الأوراق المالية

المبحث الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية

المبحث الثالث: طبيعة سوق الأوراق المالية في اليمن

المبحث الرابع: النتائج والتوصيات

المبحث التمهيدي :

مشكلة البحث : يعتبر وجود سوق أوراق مالية قادر على حشد وتخصيص الموارد المالية بكفاءة لخدمة الأغراض المنتجة من المتطلبات الأساسية لتحقيق معدلات نمو عالية وقابلة لاستمرار ومع ذلك هناك تحديات مصدرها التطورات التي ترتبط بالأسواق العالمية والتغيرات التقنية الباهرة وهناك ظروف تتصل بأوضاع اليمن ، إلا أنها مازالت لم تصل حتى إلى مصاف الأسواق الناشئة. ، فبالرغم من توفر بعض مقومات إنشاء أسواق الأوراق المالية التي تتوفر عليها الدول المتقدمة ، وبالرغم أن اليمن تتبنى الإصلاحات التي قامت بها الدول المتطورة في مجال أسواق الأوراق المالية ومواكبة التطورات الحاصلة فيها ، إلا أن أسواق الأوراق المالية اليمنية مازالت متخلفة ولم تؤدي الدور المطلوب منها وهو تمويل التنمية الاقتصادية. وعلى هذا الأساس ، فإن السؤال الجوهرية الذي تحاول هذه الدراسة الإجابة عليه يمكن صياغته على النحو التالي :

• ما هي المتطلبات الأساسية لإقامة سوق أوراق مالية فعالة في اليمن؟ وما هي الحلول

المقترحة التي يمكن إيجادها لإقامة أسواق مالية فعالة في اليمن؟

أهداف البحث :

- معرفة أساسيات ومتطلبات إقامة سوق الأوراق المالية
- معرفة مدى كفاءة سوق الأوراق المالية
- دراسة طبيعة سوق الأوراق المالية في اليمن
- معرفة النتائج والتوصيات التي توصلت إليها الدراسة

أهمية البحث : انه بفضل الله تعالى لعبت سوق الأوراق المالية دورا هاما في تأمين الموارد التمويلية الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية التي تحتاج للمزيد من الموارد تفوق مدخراتها مقابل إيجاد فرص مؤقتة للتوظيف الفعال للفوائض التي تتحقق لدى المدخرين بما يفوق احتياجاتهم الاستثمارية.

ومع استمرارية تطوير الاقتصاد الرأسمالي وازدياد قدراته الإنتاجية واتساع تأثير المنافسة وتزايد الاحتياجات لتعزيز فعالية الأدوات الاستثمارية وتعبئة المدخرات لذلك سوف تكتسب الدراسة الحالية أهمية خاصة تعالج موضوعاً على قدر كبير من الأهمية، ألا وهو إقامة سوق منظمة للأوراق المالية في اليمن، والدور المعول للبنك المركزي اليمني بعد الله تعالى في إنشائها ودعمها وتطويرها خاصة في مراحلها الأولى. وايضا تكمن أهمية هذه الدراسة في أن وجود سوق منظمة للأوراق المالية في اليمن سوف يؤدي دوراً استراتيجياً في تعبئة الموارد والمدخرات المالية وتهيئتها للاستثمار بأذن الله عزوجل.

حدود البحث : البدء من حيث انتهى الآخرون من باحثين ومؤسسات ومجامع فقهية علمية.

منهجية البحث : تم اعتماد المنهج الوصفي بالنظر إلى طبيعة العناصر التي تناولها من عرض الجوانب النظرية والفنية لأسواق الأوراق المالية، كفاءة ومؤشرات هذه الأسواق، كما اعتمد الباحث في دراسته على الأسلوب المكتبي لجمع المعلومات المتعلقة بموضوعها، وكذلك على المنهج الوصفي التحليلي، وذلك لاستعراض وتحليل دور البنك المركزي اليمني في إنشاء وتطوير سوق للأوراق المالية في اليمن.

المبحث الأول : أساسيات سوق الأوراق المالية

تعريف السوق وتصنيفاتها: بالرغم من تعدد أنواع الأسواق تبعا لتعدد معايير تصنيفها، إلا أنه يمكن التوصل إلى تعريف شامل لها¹.

تعريف السوق: في اللغة العامة يقصد بالسوق المكان الجغرافي الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون وتتبادل فيه السلع والخدمات، وفي الوقت الحاضر لم يعد هناك أهمية للمكان وأصبحت السوق تحدد بالنظر إلى السلعة التي تتداول فيها.

معايير تصنيف الأسواق: يوجد أسواق لمختلف أنواع السلع ولتختلف أنواع الخدمات، ويمكن تصنيف الأسواق حسب عدد من المعايير نذكر منها:

من حيث طبيعة السلعة: يمكن التمييز بين الأسواق الآتية بالاعتماد على هذا المعيار وهي :

- سوق المال والنقد: سوق المال هو السوق الذي يتعامل في القروض متوسطة الأجل وطويلة الأجل، وتسمى أسواق رأس المال، ويتم ذلك عن طريق إصدار للسندات والأسهم.

- سوق العمل: يأتي العرض في هذا السوق من العمال وأصحاب المهن، يأتي الطلب من جانب أصحاب الأعمال والراغبين في التوظيف وتشغيل هؤلاء العمال أو أصحاب المهن، ويمثل العرض (البائع) في الدول المتقدمة اتحادات العمال والنقابات العمالية والنقابات المهنية.

بينما يمثل الطلب (المشتري) رجال الأعمال واتحاد الصناعات والمنتجي، والإعلان في الصحف عن وكالة تطلب موظفين أو عمالا فهو وسيلة للتعبير عن هذه السوق، وقد تدخلت الدولة لتنظيم الوكالات، وأصبحت تزاوّل نشاطها بموجب تراخيص رسمية بشروط معينة حماية للعمال، كما أن الطلب على وظيفة هو أيضا صورة من وسائل التعبير عن سوق العمل.

- سوق السلع: قد تكون سوق جملة أو سوق تجزئة، وهي السوق المألوفة لنا جميعا والتي تشمل المنتجات الزراعية والصناعية...الخ.

¹ شمعون شمعون، الرياضيات الاقتصادية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1994، ص214

• سوق الخدمات: ومن أمثلة هذه السوق سوق خدمة ميكانيكي السيارات والكهربائي، وسوق الأدوات الصحية... الخ.

من حيث توحيد السعر: وتنقسم الأسواق إلى نوعين هما^٢:

(١) سوق كاملة: وهي السوق التي يحدد فيها سعر واحد للسلعة الواحدة، وشروط السوق الكاملة تحتاج إلى توفر العناصر التالية :

- وجود عدد كبير من البائعين، وعدد كبير من المشترين، حتى لا يؤثر أحدهم على سعر السوق.

- سهولة وتوافر الاتصالات بين مختلف الأطراف.

- تجانس وحدات السلع المعروضة بالسوق.

- سهولة نقل السلعة من مكان لآخر، حتى يتم نقلها من مكان السعر المنخفض إلى مكان السعر المرتفع، فيزداد العرض منها مما يؤدي إلى توحيد السعر.

(٢) سوق غير كاملة: يؤكد الواقع العملي أن النمط الشائع لأغلبية الأسواق هي السوق غير الكاملة لعدم توافر الشروط السالفة الذكر.

من حيث درجة المنافسة: يمكن التمييز بين ثلاثة أنواع من الأسواق من حيث درجة المنافسة هي:

(١) سوق المنافسة الكاملة: وهو ذلك السوق الذي يضم عددا كبيرا جدا المتعاملين، يتعامل كل منهم في حجم محدد جدا من إجمالي حجم السلع المنتجة والمباعة والمتجانسة، وبالتالي لا يمكن لأحد منهم أن يؤثر على سعر السوق السائد، ولذلك فإن سعر السلعة لهذه معطى والربح المحقق في الأجل الطويل هو الربح العادي، ذلك أن المنافسة تبلغ أقصى درجاتها، وحرية الدخول والخروج من السوق متاحة للجميع.

(٢) سوق الاحتكار التام: يعرف الاحتكار التام بأنه الحالة التي يوجد فيها بائع واحد لسلعة ما لا يتوافر له بدائل قريبة، كما يوجد فيها موانع قوية تحول دون دخول منافسين جدد إلى السوق، فالمحتكر هو المنتج الوحيد الذي يقوم بإنتاج سلعة معينة، لذلك فإن جميع مبيعاته تعتمد فقط على السعر الذي يحدده هو، أما

^٢ محمود أمين زوبل، بورصة الأوراق المالية: موقعها من الأسواق - أحوالها مستقبلها، دار الفواء لدنيا الطباعة والنشر، مصر، 2000، ص

الأسعار التي يحددها المنتجون الآخرون وتصرفاتهم فانه لا يأخذها في الاعتبار عند تحديد سعره.

٣) سوق المنافسة الاحتكارية^٢: وهذا السوق كما يدل اسمه يجمع صفات تنافسية واحتكارية في نفس الوقت، وفي الواقع فإن هذا الشكل من الأسواق أكثر واقعية من سوقي المنافسة الكاملة والاحتكار ويتميز بمايلي :

- وجود عدد كبير من البائعين أو المنتجين لسلعة.
- اختلاف السلعة المنتجة.
- حرية الدخول إلى السوق والخروج منه بالنسبة لأي بائع أو مشتري.
- القدرة على ترويج المبيعات.

٤) سوق احتكار القلة: هذا سوق مزيج من سوق المنافسة الكاملة والاحتكار، ولكنه أقرب إلى سوق الاحتكار، يتمثل سوق المنافسة بقلة المنتجين داخل الصناعة الواحدة، ويتميز بأن حجم إنتاج المشروع الإنتاجي يمثل كمية كبيرة نسبياً بالنسبة لإنتاج جميع المشروعات الأخرى، بالتالي لايمكن لأي مشروع إنتاجي أن يتجاهل تصرفات المشروعات الأخرى في هذا السوق.

تعريف السوق المالية: هناك خلط بين السوق المالية وسوق رأس المال حيث إن مفهوم السوق المالية يشمل جميع الأصول المالية، سواء تلك التي تتسم بالسيولة المالية أي النقود، والأصول المالية التي تتميز بالسيولة المؤجلة، لذا سيتم البحث في مفهوم سوق الأوراق المالية والعلاقة التي تربطه بسوق المال.

فالسوق المالية تتضمن جميع الوسطاء والمؤسسات المالية المختلفة، بالإضافة إلى سوق النقد، وهذا يعني أن السوق المالية تتكون من شقين أساسيين هما: أسواق النقد؛ أسواق رأس المال.

تعريف السوق النقدية: هو الشق الأول للسوق المالية، يتم فيه تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل، لذلك من خلال السماسرة والبنوك التجارية وبعض الجهات الحكومية التي تتعامل في تلك الأوراق. وتعتبر الورقة، المالية هنا صك مديونية، تعطى لحاملها حق

^٢ عبد المطلب عبد الحميد، سياسات الاقتصادية تحليل جزئي وكلي، مكتبة زهراء الشرق، مصر، 1997، ص 16.

في استرداد مبلغ من المال سبق أن أقرضه لطرف آخر، ولاتزيد عادة مدة الأوراق عن سنة، غير أنه يمكن في أي وقت استردادها وبحد أدنى من الخسائر أو دون خسائر نظراً لضمان عملية السداد.

وهنا نفرق بين الأوراق المالية والأوراق التجارية، ففي حين تضم الأوراق المالية الأسهم، وسندات القرض، أما الأوراق التجارية فتضم الكمبيالات والسند الأدنى والسند لحامله والشيكات.

وتتميز السوق النقدية بالميزات التالية:

- تتميز بأنها سوق قصيرة الأجل، إذ ينحصر استحقاقها بين يوم واحد وسنة واحدة.
- تتميز بقدرتها في تجميع المدخرات السائلة وفي خلق استثمارات قصيرة الأجل.
- تتميز بقدر كبير من السيولة والمرونة العالية.
- الأوراق المالية في سوق النقد أكثر شيوعاً في عملية التداول.

تعريف سوق الأوراق المالية ومكوناتها: بعد أن تعرفنا على مفهوم السوق المالي نجد أن سوق الأوراق المالية جزء من هذا السوق، ويمكن الآن تقديم التعاريف الآتية للتدقيق في مفهومها، ما يتم تناول مكوناتها.

تعريف سوق الأوراق المالية: هناك عدة تعاريف لسوق الأوراق المالية يمكن ذكرها :
التعريف الأول: سوق الأوراق المالية هي أماكن اجتماع تجرى فيها المعاملات في ساعات محددة من قبل، ومعلن عنها على الأوراق المالية، وذلك عن طريق سمسرة محترفين مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من المعاملات، على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية، أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها عن كل نوع^٤.

التعريف الثاني: سوق الأوراق المالية هي [عبارة عن مكان يلتقي فيه المشترون والبائعون خلال ساعات معينة من النهار للتعامل في الصكوك المالية الطويلة الأجل، حيث يتم فيها مبادلة تلك الصكوك برؤوس الأموال المراد الاستثمار فيها]^٥.

^٤ محمد سويلم، إدارة البنوك وبيورصات الأوراق المالية، الشركة العربية للنشر والتوزيع، 2002، ص 272.

^٥ عبد الباسط وفا محمد حسن، بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات القطاع العام إلى الملكية الخاصة، دار النهضة العربية، 1999، ص 27.

ونصل إلى الاستنتاج التالي: سوق الأوراق المالية (البورصة) هو [سوق بالمفهوم الاقتصادي للسوق، على اعتبار انه مكان يلتقي فيه البائعون والمشترون من خلال السماسرة لتبادل سلعة هي الأسهم والسندات، وتعرف باسم سوق المال طويل الأجل]، وهي [أقرب ما يكون من السوق الكاملة، إذ يتحدد فيها سعر واحد للسهم أو السند في وجود عدد كبير من المشترين، مع سهولة الاتصال بينهم، وتجانس وحدات السلعة وهي الأسهم والسندات، مع سهولة نقلها من مكان لآخر، وعنصر الجذب الوحيد هو السعر بالنسبة للبائع والمشتري، وهي أيضا سوق المنافسة الكاملة يتحدد فيها السعر بفعل قوى العرض والطلب].

الشروط الأساسية لتكوين السوق المالي : يمكن إجمال الشروط الأساسية لتكوين السوق المالي بما يلي:

(١) زيادة عدد المؤسسات المالية الموجودة في الدولة؛ لأن هذه المؤسسات تساعد على زيادة المدخرات وتشجيع عمليات الاستثمار وتنميتها، عن طريق لعب دور الوسيط بين من يملك المال ولا يرغب بالاستثمار، ومن لا يملك المال ويرغب بالاستثمار، وهذه العملية تشجع على تكوين الشركات المساهمة العامة التي يتم تداول أسهمها في السوق المالي.

(٢) إنشاء بورصات للأوراق المالية، وإنشاءها يشكل ركنا أساسيا من أركان السوق المالي، وتعتبر هذه البورصات من أجهزة الادخار والاستثمار الهامة في الدول، والتي تقوم بتحويل الأموال المدخرة إلى أموال مستثمرة في مشروعات قائمة أو في طور التكوين.

(٣) وجود حد مناسب من الاستقرار السياسي.

(٤) ضرورة وجود الأنظمة والقوانين.

مكونات السوق المالي: يتكون السوق المالي من الآتي :

(١) الجهاز المصرفي: ويتكون من البنوك التجارية والمتخصصة والبنك المركزي، إذ يتم من خلال مؤسسات الجهاز المصرفي تحريك مبالغ كبيرة من الأرصدة قصيرة الأجل خلال مدة محدودة لمواجهة الطلب عليها، يعتبر الجهاز المصرفي ركناً

أساسياً من أركان السوق النقدي الذي يتخصص بالأدوات المالية قصيرة الأجل مثل أذونات الخزينة وشهادات الإيداع والأوراق التجارية الصادرة عن شركات القطاع الخاص، والتسهيلات الائتمانية قصيرة الأجل، ومختلف أنواع الودائع البنكية قصيرة الأجل، وصفقات بيع وشراء العملات الأجنبية من خلال الجهاز المصرفي، أو سوق منظمة تعد لغرض الاتجار بالعملات كسوق اليورو و الدولار.

(٢) أسواق رأس المال: تعتبر هذه الأسواق موازية للسوق النقدي ومكملة له، ويتم التعامل فيها ومن خلالها بأدوات الائتمان طويل الأجل، وهي عبارة عن أسهم وسندات تصدرها الشركات المساهمة، ويمكن إيجاز مكونات سوق رأس المال بما يلي:

- السوق الأولي: ويقصد به سوق إصدار الأوراق المالية الأسهم والسندات للمرة الأولى، وعملية الإصدار هذه تمثل اكتتاباً بين طرفين، المستثم والجهة المصدرة لهذه الأوراق الشركات المساهمة أو الحكومة، ويسمى السوق الأولي أيضاً بسوق الإصدارات.

- السوق الثانوي: الموازي يتم فيه بيع وشراء الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات غير المدرجة في السوق النظامي وبيع وشراء الأسهم والسندات المدرجة في السوق النظامي، ولكن بأقل من وحدة التعامل المطلوبة فيه، فمثلاً يطلب السوق النظامي في الأردن أن تكون وحدة التعامل فيه للأسهم لاتقل قيمتها عن ٥٠ ديناراً، وإذا كان التعامل بأقل من ٥٠ ديناراً يتم التداول في السوق المركزي.

أهم وظائف السوق المالي سوق رأس المال وسوق النقد: يمكن تلخيص أهم وظائف السوق المالي بما يلي :

(١) إيجاد فرصة للتفاعل ما بين البائعين والمشتريين تؤدي بالتالي إلى تحديد الأسعار للأوراق المالية المتداولة.

(٢) السوق المالي يوفر الآلية المناسبة لمالك الأصل المالي لبيعه، لذا يقال بأن السوق المالي يوفر إمكانية الحصول على السيولة للمستثمر.

٣) وجود السوق المالي بشكله الرسمي يقلل من تكلفة عملية الاستثمار؛ لأن المعلومات الضرورية لاتخاذ قرار الاستثمار يفترض أن تتوفر من خلال أجهزة السوق مما يؤدي بالتالي إلى توفير في المصاريف المترتبة على اتخاذ مثل هذا القرار.

٤) توفير الآلية المناسبة والفعالية للمحافظة على الاستقرار النقدي في البلد، عن طريق الإبقاء على معدلات التضخم بأدنى مستوياتها، والمحافظة على أسعار صرف العملة.

٥) تسهيل تسوية الديون الناجمة عن التبادل التجاري المحلي أو الخارجي بين الأفراد والمؤسسات على السواء، وهذا بدوره يساهم في دعم جهود تطوير التجارة المحلية والأجنبية.

أركان السوق المالي: إن عملية تحويل الأموال من المالكين -والزائدة عن حاجتهم - إلى من هم بحاجة لها تتم من خلال وسطاء في السوق المالي، ومن خلال هذه العملية يتم تحديد أركان السوق المالي التي تقوم على ثلاثة أركان أساسية هي:

أ. المقرضون: يعتبر المقرضون (المستثمرون) في السوق المالي مصدراً أساسياً للأموال، بحيث تشمل هذه الفئة الأفراد والمؤسسات التي تزيد الأموال لديها عن احتياجاتها الاستهلاكية، فتقوم باستثمار هذه الأموال في السوق المالي إما بشكل مباشر أو عن طريق البنوك التجارية والمتخصصة، ويهتم المقرضون أو المستثمرون بعدة عوامل أهمها معدل العائد والمخاطرة المصاحبة للاستثمار.

ب. المصدرون أو المقترضون: يمكن حصول المقترضين على الأموال في السوق المالي إما عن طريق الاقتراض من البنوك، أو عن طريق إصدار الأوراق المالية، ويمكن أن يكون المقترض فرداً أو مؤسسة، بينما يشترط في المصدر أن يكون مؤسسة أو هيئة حكومية، وهناك عدة أنواع للإصدارات، فإذا تم تقسيمها من حيث الجهة المصدرة، فهناك إصدارات أهلية وإصدارات حكومية، أما من حيث الغرض من الإصدار فهناك إصدارات أولية وإصدارات موسمية، ويقصد بالإصدار الأولي أنه الإصدار الذي يتم عند تأسيس الشركة كتمويل رأسمالها الأساسي، بينما تسمى جميع الإصدارات التالية للإصدار الأولي بالإصدارات الموسمية بغض النظر عن سبب الإصدار، كما تقسم الإصدارات إلى إصدارات دين وإصدارات ملكية من حيث

الحقوق المترتبة على الإصدار وإصدارات طويلة الأجل وقصيرة الأجل من حيث الاستحقاق وإصدارات مضمونة وغير مضمونة من حيث الضمان.

ج. الوسطاء الماليون : يشكل الوسطاء الماليون جزءاً مهماً من مؤسسات النظام المالي الكفء وتشمل هذه الفئة صناديق التقاعد، وشركات التأمين وبنوك الادخار والسماسة والوكلاء ومكاتب الاستعلام والخدمات المالية الأخرى، وتكون مهمة الوسطاء الماليين الأساسية التوسط في نقل أو تحويل الأموال قصيرة وطويلة الأجل من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز في مواردها المالية والنقدية¹، مقابل عوائد وعمولات يحصلون عليها لقاء توسطهم هذا، وتقوم بعض مكاتب الخدمات المالية أيضاً بمهمة تزويد المتعاملين معها بمعلومات تساهم في ترشيد قراراتهم الاستثمارية.

أهم الخدمات التي يقدمها الوسطاء في السوق المالي هي السمسرة وصناعة الأسواق، ويقوم السماسرة بعمليات البيع والشراء نيابة عن المستثمرين مقابل حصولهم على عمولات معينة، وفي بعض الأحيان يقوم بعض الوسطاء بالتخصص في التعامل بورقة مالية معينة أو أكثر، ويركز على هذه الورقة، في التداول، وبموافقة لجنة إدارة السوق، ويطلق على الوسيط في هذه الحالة لقب المتخصص وتكون ضمن مهامه أيضاً ممارسة البيع والشراء لحساب محفظته الخاصة، مما يؤدي إلى خلق سوق للتبادل في الورقة المالية التي تخصص بها في حالات وجود ركود أو عدم توازن، لذلك يقال عنه بأنه صانع السوق.

¹ محمد صالح الحناوي ونهال فريد مصطفى وجمال العبد، الاستثمار في الأوراق المالية: الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص 129.

المبحث الثاني : كفاءة سوق الأوراق المالية

كفاءة سوق الأوراق المالية: أثارت فكرة كفاءة سوق الأوراق المالية خلافا كبيرا بين المهتمين بتلك الأسواق، حيث أن المعلومات تأتي إلى السوق في أي وقت مستقلة وعشوائية فيتقرر سعر الورقة المالية بناء على المعلومات الواردة، فإذا عكست أسعار الأوراق المالية المتداولة المعلومات اتصفت السوق في هذه الحالة بالكفاءة، والتي لها دور في تقليل المخاطر وتخفيضها إلى أدنى مستوياتها.

مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية: هو كفاءة سوق الأوراق المالية على انه السوق الذي يعكس سعر السهم الذي تصدره منشأة ما كافة المعلومات عنها سواء كانت المعلومات في القوائم المالية لديها أو تم بثها من خلال وسائل الإعلام أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية أو التحليلات أو في تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة، و غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم، وبالتالي في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة تعكس تماما قيمته الحقيقية التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر، أو بعبارة أخرى تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناجمة عن امتلاكه، والمخصوصة بمعدل عائد على الاستثمار يكفي لتعويض المستثمر من المخاطر تساوي القيمة السوقية للسهم المراد شراءه.^٧

وبالتالي يقصد بالكفاءة في سوق الأوراق المالية على أنها تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية، وتكون السوق كفؤة إذا كانت الأسعار تعكس نظام المعلومات عن أداء الشركة المصدرة للأوراق

^٧ منير إبراهيم هندي، " الفكر الحديث في مجال الاستثمار"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 32

المالية المتداولة في السوق وذلك وفق مجموعة من الشروط الضرورية للكفاءة والتي تتطلب وجود منافسة تامة بين مختلف المتدخلين في السوق^٨.

• توفر البيانات والمعلومات الصحيحة المالية وغير المالية المتعلقة بالشركات المتداولة في السوق.

• الإفصاح عن هذه المعلومات بأقصى سرعة وبأقل تكلفة إلى كافة المتعاملين في السوق وفي وقت واحد.

خصائص سوق الأوراق المالية الكفؤة: وفقا لمفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية يمكن استخلاص مجموعة من الخصائص التي يتميز بها السوق الكفاء:

• يتصرف المتعاملون في ذلك السوق بالرشاد في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية مما يدفعهم إلى السعي نحو تعظيم ثروتهم.

• المعلومات متاحة للجميع من مقرضين، مستثمرين، الإدارة، الجهات الحكومية، مراقبي الحسابات دون أي تكلفة مما يؤدي إلى تماثل توقعاتهم بشأن أداء الشركات خلال الفترات القادمة.

• حرية تامة في تداول الأوراق المالية بدون أي قيود ضريبية، كما أنه لا تفرض عليهم أي تكلفة تداول.

• وجود عدد كبير من المتعاملين مما يعني عدم قدرة أي مستثمر على التأثير بمفرده على الأسعار في تلك السوق.

• في هذا السوق لا يستطيع أي مستثمر يحقق عائداً مرتفعاً يفوق ما حققه المستثمرون الآخرون لأن العائد يكفي لتعويض كل مستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم محل الصفقة فقط.

تتوقف كفاءة سوق الأوراق المالية على كفاءة نظم المعلومات المالية، وعلى هذا الأساس فإن نجاح سوق الأوراق المالية يحتاج إلى معلومات تبنى على أساس مجموعة من العناصر تتمثل في:

^٨ مثنى عبد الإله ناصر، "كفاءة سوق الأوراق المالية: الأسس والمقترحات"، مداخلة مقدمة إلى ندوة دور الأسواق المالية في التنمية، الاقتصادية-تجارب ورؤى مستقبلية، طرابلس، 2005، ص 7.

- إظهار الإعلان المالي ودوره في ضبط حركة السوق المالي وهو ما يعرف بالإفصاح العام الذي يوفر قدر كافي من المعلومات يمكن استخدامها في المفاضلة بين فرص الاستثمار المختلفة .
- توفر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للمؤسسة المعنية لحساب القيمة الحقيقية لها .

أنواع الكفاءة في سوق الأوراق المالية : يوجد نوعان لكفاءة لسوق رأس المال وهما :

كفاءة كاملة: يقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة ، بشأن سعر السهم حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر ، فتوقعات المستثمرين متماثلة ، والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف وعليه تتحقق الكفاءة الكاملة في ظل توافر الشروط التالية :

- أ - شفافية المعلومات وسرعة انتقالها للجميع وبدون تكاليف^٩ .
 - ب - حرية المعاملات من أي قيود كتكاليف المعاملات أو الضرائب ، ولا قيود على دخول أو خروج أي مستثمر من السوق ، أو على بيعه وشرائه لأي كمية من الأسهم وللشركة التي يرغب فيها .
 - ت - تواجد عدد كبير من المستثمرين ، أي لا يمكن لأي مستثمر أن يؤثر لوحده في أسعار الأوراق المالية المتداولة .
 - ث - رشادة المستثمرون ، وسعي كل منهم نحو تحقيق أعظم منفعة ممكنة .
- الكفاءة الاقتصادية : وفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على أسعار الأسهم ، وذلك يعني أن القيمة السوقية تكون أكبر أو أقل من القيمة الحقيقية لبعض من الوقت مما يؤدي إلى فرض تكاليف المعاملات والضرائب نتيجة الفارق في السعر ، وتقوم الكفاءة الاقتصادية أساسا على مبدأ سعي الغالبية من المتعاملين منهم في السوق إلى تعظيم ثرواتهم.

^٩ عبد الغفار حنفي، "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص75.

نظام المعلومات وأسواق الأوراق المالية : في ظل السوق الكفاء تكون المنافسة شديدة بين المستثمرين، فالكثير منهم يبحثون عن الأسهم المسعرة بسعر أقل من قيمتها الحقيقية، وفي حقيقة الأمر فإن تقلب الأسعار ليس له علاقة بكفاءة السوق، فالمستثمرون يواجهون المزيد من المعلومات من يوم لآخر، مما يعني أن جزء من هذا التقلب في الأسعار يرجع إلى المعلومات المتدفقة ومن ثم يترتب عن تجميع وتحليل تلك المعلومات الاستفادة منها في اتخاذ قرار الاستثمار في أسهم الشركة. أهمية المعلومة بشكل كبير في السوق الكفاء، والتي تمثل "مجموعة من البيانات التي تم تجهيزها للمتعاملين، وهي ذات قيمة حقيقية أو متوقعة عن العمليات الجارية أو المستقبلية لاتخاذ القرار، وتعمل على تنمية وزيادة المعارف وتخفيض مخاطر عدم التأكد لأي حالة، وتتصف بالدقة، الملائمة، وتوفرها في الوقت المناسب، والشمول، والانتظام في نشر المعلومات بصفة دورية، والعدالة في توفير البيانات لجميع المستثمرين بشكل متساوي"

أما نظام المعلومات فيعرف على أنه "مجموعة القواعد والإجراءات التي تكفل انسياب المعلومات المناسبة إلى المستثمر لاتخاذ القرار الكفاء أو التصرف الأحسن في وقت معين"، ويعتبر نظام المعلومات المحاسبي من أهم مصادر المعلومات الاقتصادية في سوق الأوراق المالية، فالمعلومات المحاسبية يتم الاعتماد عليها في تقييم الأوراق المالية وتقييم المخاطر المرتبطة بهذه الأوراق وكذلك تقييم البدائل المختلفة لعمليات الشراء والبيع في السوق، وتبرز أهمية الإفصاح عن المعلومات في مساعدة المستثمرين في معرفة الأنشطة الاقتصادية كافة والعمليات التي قامت الشركة، أما نوعية المعلومات الواجب الإفصاح عنها فلا بد أن تكون واضحة وسهلة الفهم وموضوعية، وتعرض في الوقت المناسب، وغالبا ما يعمل على ربط الإفصاح بالمجال المحاسبي، ويقصد هنا بالإفصاح المحاسبي على أنه: أحد المبادئ المحاسبية الرئيسية التي تلزم الوحدات بعرض المعلومات الملائمة على النشاطات الاقتصادية كافة، أو بالشكل الذي يمكن مستخدمي المعلومات من اتخاذ القرارات الاقتصادية المختلفة، كتقييم الأداء وتقييم السيولة وربحية الشركة أو قدرتها على إحداث توسعات ونمو في النشاط، وكنتيجة

لشمولية واتساع نطاق الإفصاح في المحاسبة، فإنه من الأهمية التركيز على النقاط التالية:

كمية المعلومات التي يجب الإفصاح عنها: كثيرا ما تتردد الشركات في زيادة مستوى الإفصاح المالي وتلتزم بالحد الأدنى وذلك أن زيادة الإفصاح قد يلحق أحيانا أضرار خاصة من قبل المنافسين، أما من حيث نوعية المعلومات الواجب الإفصاح عليها فعادة ما تتحكم المبادئ المحاسبية بطبيعة ونوعية المعلومات في القوائم المالية كمبدأ التكلفة التاريخية، والتوقيت، والموضوعية... الخ .

(١) زمن الإفصاح عن المعلومات: حتى يكون الإفصاح عن المعلومات المحاسبية فاعلا من الأهمية مراعاة التوقيت المناسب لعرض المعلومات، إذ يجب إيصالها للمستثمرين في وقت مبكر خاصة أن ذلك سيؤثر على قراراتهم الحديثة لمستخدميها، ويفترض عرض تلك التقارير في فترات متتابعة حتى تكشف عن التغييرات في وضع الشركة والتي تؤثر بدورها على تنبؤات وقرارات المستثمرين .

(٢) كفية الإفصاح عن المعلومات: توصف المحاسبة بأنها نظام معلومات متكامل، تتمثل مخرجاته في القوائم المالية الأساسية، كقائمة الدخل، وقائمة المركز المالي، وقائمة التدفقات النقدية... الخ، التي يجب أن تعرض بشكل بسيط وواضح وطبيعي. ويعتبر الإفصاح المالي والمحاسبي مسألة قانونية تلزم كل شركات الأموال بنشر البيانات والقوائم المالية، والإفصاح عنها في أوقات حددت لتحقيق الكفاءة في السوق المالية وذلك عن طريق:

- متابعة التزام الشركات بتوفير بيانات تتصف بالدقة والشفافية المطلوبة.
- تطبيق قواعد ومعايير المحاسبة والمراجعة.
- الالتزام بالمعايير المحاسبية الدولية عن متطلبات الإفصاح والشفافية.
- تقييم أداء الشركات وشركات السمسرة في الأوراق المالية.

مصادر المعلومات المالية تتمثل في الآتي :

أ) التقارير التي تنشرها الشركات: وتتمثل في كشوف دورية تقوم بنشرها الشركات إلى المساهمين مفصلة عن نشاط الشركة، هيكلها، أرباحها... الخ بشكل سنوي، أو ربع سنوي، أو في شكل نشرات إخبارية.

ب) التقارير التي تنشرها شركات السمسرة: تقوم شركات السمسرة بنشر معلومات في شكل تقارير خاصة عن بعض الأوراق المالية، توصيات بشراء أو بيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية.

ج) المعلومات مدفوعة الثمن: وتتمثل في الصحف، والمجلات، وخدمات الإرشاد الاستثماري.

د) قواعد البيانات: تسمح هذه المصادر للمستثمرين بالحصول على المعلومات عن طريق الكمبيوتر للتعرف على التغير في سعر الأوراق المالية المتداولة، ومن أحدث الخدمات المقدمة ما يعرف باسم دليل المستثمر الفرد للاستثمار عن طريق شبكة الكمبيوتر التي تتيح له المفاضلة بين فرص استثمارية متنوعة.

طبيعة سوق الأوراق المالية الكفؤة: إن سوق الأوراق المالية الكفاء هي تلك التي تتمتع بقدر عال من المرونة يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية، ومن الشائع التمييز بين ثلاثة أشكال لكفاءة السوق والتي عليها تتوقف درجة الكفاءة، بالإضافة إلى متطلبان أساسيان لتحقيق الفعالية المطلوبة.

الكيفية التي تتحقق بها الكفاءة في سوق الأوراق المالية: وتتمثل في مجموعة من الخطوات الأساسية التي تقوم عليها الكفاءة في سوق الأوراق المالية، والتي تتمثل أساساً فيما يلي:

أولاً: يفترض وجود سوق لرأس المال منظمة جداً تضم عدد كبير من المتعاملين سواء كانوا مستثمرين أو مقترضين، والعلاقة طردية، بمعنى أنه كلما زاد عدد المستثمرين زادت درجة الكفاءة الهيكلية التي تعكس درجة المنافسة في السوق.

ثانياً: في ظل المناخ التنافسي للسماسة في خدمة المستثمرين يتوقع أن تصل نتائج تحليل المعلومات المنشورة من قبل مختلف مصادر المعلومات المالية إلى العملاء بسرعة فائقة وفي نفس الوقت تقريبا، مما يعني استجابة فورية لتنعكس مباشرة في سعر الأوراق المالية قيد التداول، وما يميز هذه الاستجابة استحالة انفراد أي من المستثمرين بميزة السبق في شأن الحصول على تقييم للسعر الذي يباع به السهم.

ثالثاً: فور وصول هذه المعلومات الجديدة والتي هي بمثابة أنباء قد تكون سارة أو غير سارة، يعمل المستثمرين على تقدير قيمة الأصل سواء بالارتفاع أو الانخفاض، وللإشارة أنه لا وجود لفاصل زمني بين الوصول إلى نتائج محددة بشأن القيمة الحقيقية للسهم وحصول كافة المستثمرين عليها.

رابعاً: وحتى نقول أن السوق يتصف بالكفاءة الكاملة فإنه يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية، وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه والتي من شأنها تغيير نظام في الشركة المصدرة للسهم، حيث تتجه أسعار الأسهم صعوداً أو هبوطاً تبعاً لطبيعة الأنباء كانت سارة أو سيئة.

الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية :

من الأمور التي يجب إدراكها في كفاءة الأسواق الأوراق المالية طبيعة العلاقة بين القيمة السوقية للسهم من جهة وبين المعلومات والبيانات التي تحدد قرار المستثمر في هذه الأسهم من جهة أخرى¹، لذا نستعرض فيما يلي المستويات الثلاث للمعلومات التي تعكس أسعار الأسهم محل التداول في السوق.

الصيغة ضعيفة الكفاءة: وتسمى أيضا ب"نظرية الحركة العشوائية للأسعار" ووفقا لهذه الصيغة يفترض أن المعلومات التاريخية بشأن التي جرت في الماضي سواء في الأيام أو الأشهر أو السنين لا تؤثر على سعر السهم الحالي، ولا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار، ولذلك فإن التغيرات المتتالية في أسعار الأسهم مستقلة عن بعضها البعض ولا يوجد بينها أي علاقة واضحة، ومن هنا يطلق على الصيغة

¹ مثنى عبد الإله ناصر، "مرجع سابق"، ص 12.

الضعيفة لكفاءة السوق بالحركة العشوائية للأسعار باعتبار أن التغير في السعر من يوم لآخر لا يسير على نمط واحد.

الصيغة متوسطة الكفاءة: يقتضي هذا الفرض بأن الأسعار الحالية للأسهم لاتعكس التغيرات السابقة فقط في أسعار الأسهم، بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات حول الظروف الاقتصادية، ظروف الشركة، التقارير المالية وغيرها، وفي ظل الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لما يتاح من تلك المعلومات حيث تكون الاستجابة ضعيفة في البداية لأنها ان تكون مبينة على وجهة نظر أولية بشأن تلك المعلومات غير أنه إذا أدرك المستثمر ومنذ اللحظة الأولى القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم في ظل تلك المعلومات.

الصيغة قوية الكفاءة: تفرض تعكس الأسعار الحالية بصفة كاملة كل المعلومات المتاحة عامة أو خاصة فهذه الصيغة اختيرت بطريقة غير مباشرة من خلال قياس العائد الذي تحققه فئات معينة من المستثمرين حيث لها طرقها الخاصة والسريعة؛ و ينشغل السوق الكفاء أساسا بأسعار الأسهم التي تعكس المعلومات الجديدة التي ترد إليه، وعن مدى الاستجابة لها ومدى السرعة في تحليلها، وإن الخلاف حول أي من الصيغ الثلاث السابقة الذكر تحظى بتأييد أقوى من قبل المحللين الماليين ينحصر في طبيعة تلك المعلومات، ومدى سرعة استجابة الأسعار لها، وإن هناك علاقة وثيقة بين مفهومي كفاءة السوق وحركة الأسعار العشوائية، فكلما زادت الكفاءة ازدادت عشوائية الأسعار، والعكس صحيح.

متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية :

إن السوق الكفاء هي السوق التي تتحقق تخصيصاً كفاً للموارد المتاحة بما يضمن توجه تلك الموارد إلى الأكثر ربحية، ووفقا لمفهوم الكفاءة يفترض أن تؤدي دورين بارزين أحدهما مباشر، والآخر غير مباشر.

(١) الدور المباشر: يقوم على حقيقة مؤداها أنه عندما يقوم المستثمر بشراء أسهم شركة ما، فهو في الحقيقة يشتري عوائد مستقبلية وبالتالي فإن الشركات التي

تتاح لها فرص استثمار واعدة تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم وبيعها بسعر ملائم، مما يعني زيادة حصيلة الإصدار وانخفاض متوسط تكلفة الأموال.

(٢) الدور غير المباشر: يعد إقبال المستثمرين على التعامل بالأسهم التي تصدرها لشركة بمثابة مؤشر أمان للمقترضين، مما يعني إمكانية حصول الشركة على مزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض من المؤسسات المالية والتي تكون بسعر فائدة معقول، ولتحقيق التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة ينبغي تحقق سمتان أساسيتان تعدان بمثابة متطلبان أساسيان لتحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية هما: كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل وهو ما تقدمه ضمن النقاط التالية :

- كفاءة التسعير "الكفاءة الخارجية": يقصد هي سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين في السوق دون فاصل زمني كبير، وبدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة، والفرصة متاحة لجميع المستثمرين للحصول على تلك المعلومات ونفس مستوى الأرباح، إلا أنه يمكن لعدد قليل من المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية ويتوقف ذلك على مدى تحليل المعلومات، غير أنه في ظل السوق الكفؤ لا يمكن لعدد كبير من المتعاملين أن يحصلوا على الدوام على تلك المعلومات ويحققوا بها أرباحا غير عادية على حساب المستثمرين الآخرين لأن أي وسيلة للكسب المميز في أي مجال من مجالات الحياة تدمر نفسها بمجرد أن تصبح معروفة لعدد كبير من المتعاملين.
- "كفاءة التشغيل" الكفاءة الداخلية: ويقصد قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسرة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين صناعات السوق فرصة تحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه، وتعتمد كفاءة التسعير إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، والتي تعني أن تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة إلى السوق على أن تكون التكاليف التي يتكبدتها المستثمرين لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى مما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان

حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة المالية. وإن تحقيق الكفاءة في الخاصيتين السابقتان لأسواق الأوراق المالية مرهون بتحقيق مجموعة من الشروط نذكر أهمها:

- أن تسود سوق الأوراق المالية منافسة كاملة بين المتدخلين ولهم حرية الدخول والخروج منه وذلك للتغلب على فرص الاحتكار.
- أن يتمتع السوق بخاصية سيولة الأوراق المالية المتداولة فيه لتحقيق فرص البيع والشراء للأوراق بالتكلفة المناسبة في الوقت المناسب، كما أن توفر هذه الخاصية يحقق ما يعرف باستمرارية الأسعار السائدة فيه والتي تقلل من احتمالات حدوث تقلبات مفاجئة وغير مبررة في أسعار الأوراق المالية وبالتالي من فرص المضاربة غير المأمونة فيه.
- أن يتوفر في سوق الأوراق المالية وسائل وقنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين معلومات دقيقة حول السعر وحجم عمليات التبادل التي يتم فيه، بالإضافة إلى مؤشرات عن العرض والطلب في الحاضر والمستقبل والتي تأخذ صور متعددة وتقدم للمستثمر نشرة تعرف بـ "حركة الأسعار اليومية" التي تصدر عن البورصة.
- توفر عنصر الشفافية في المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه مما يجعلها متاحة لجميع المتعاملين فيه بالمساواة وبشكل يحد من عملية احتكار المعلومات، وفي هذا السياق تحدد شروط الإدراج في السوق والتي تركز على عنصر الإفصاح عن المعلومات في البيانات المالية المنشورة للشركة التي تتقدم بطلب الإدراج، كما يطلب من الشركات المدرجة فيه أيضاً نشر تقارير مالية فصلية عن نشاطها خلال العام.
- أن تتوفر التقنيات الحديثة الخاصة بحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات، بالإضافة إلى وجود مجموعات متخصصة من السماسرة والخبراء لتقديم النصح والاستشارة للمتعاملين في السوق ومساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع والشراء.

المبحث الرابع : وحدة سوق الأوراق المالية في اليمن

يحتل إنشاء سوق الأوراق المالية في اليمن أهمية خاصة بوصفه أحد المتطلبات الرئيسية لإنجاح الجهود الاقتصادية الرامية إلى تعزيز عملية النمو الاقتصادي وتحسين مناخ الاستثمار وحشد وتعبئة المدخرات وتوجيهها نحو مجالات الاستثمار المنتجة وتبعاً لذلك فقد شهد الاقتصاد اليمني الكثير من التطورات مثل توسيع مشاركة القطاع الخاص في التنمية الاقتصادية ، والسماح بخصخصة الكثير من الأصول العامة المتعثرة في إطار توسيع قاعدة الملكية.

وقد تكونت عدد من الشركات المساهمة من قبل القطاع الخاص، وأنشأت عدد من المصارف الخاصة، كما يجري العمل على خصخصة بعض المنشآت العامة، وعلى هذا الأساس فقد كان لزاماً للرفع من مستوى أداء الاقتصاد وجود آلية للتعامل مع هذه التطورات، وإتاحة المناخ المناسب للتمويل، وتكوين المؤسسات اللازمة لتسهيل انسياب التبادل، وهذا لا يتأتى إلا بوجود سوق للأوراق المالية، وقد أصبح موضوع أسواق الأوراق المالية يحظى باهتمام بالغ في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد القومي وتزيد من معدلات الرفاه لأفراده. ولقد أولت الحكومة إنشاء سوق الأوراق المالية أهمية كبيرة من خلال اصدار القانون رقم () لسنة والخاص وكذلك انشاء وحدة مشروع الأوراق المالية والبورصة التابعة لوزارة المالية وتوقيع العديد من مذكرات التفاهم مع الأسواق المالية المناظرة مثل هيئة الأوراق المالية الأردنية¹¹. لما لها من فوائد اقتصادية تتمثل في توفير التمويل وجذب المدخرات المحلية والخارجية التي تتيح إنشاء مؤسسات وشركات الأموال «شركات المساهمة» قادرة على إيجاد الأنشطة الصناعية والتجارية والخدمية العملاقة .

إمكانية إنشاء سوق للأوراق المالية في اليمن :

تشكل السوق النقدية والتي تتسم بالسيولة الفائضة جزء رئيساً من سوق الأوراق المالية، حيث تتكون من المصارف التجارية التي تتعامل بالنقد والائتمان قصير الأجل

¹¹ www.jsc.gov.jo/public/Arabic.aspx?Site_id=2&Lang=1&Page_Id=2974

كما أشرنا لذلك سلفاً، فهذه السوق تعمل تحت إشراف ومراقبة البنك المركزي في مختلف بلدان العالم. إذ أن عملية الإشراف هذه تعد مسألة ضرورية بقصد المحافظة على الاستقرار الاقتصادي من ناحية، والحفاظ على أموال المودعين من الاضطرابات الاقتصادية، ومن سوء الإدارة المصرفية إن حصلت من ناحية أخرى. كما أن توفير الأمن والطمأنينة للمودعين من جهة ولحملة الأسهم في المصارف التجارية من جهة أخرى، قد أعطى للبنك المركزي بشكل عام أهمية كبيرة تناقلها الفكر الاقتصادي منذ القرن الثامن عشر.

أما الشق الثاني من سوق الأوراق المالية فهو سوق رأس المال، فهذا السوق ليس من الضروري أن ينشأ بقرار مسبق من السلطات النقدية أو المالية في البلاد، إلا إذا بلغ النشاط الاقتصادي في شكل شركات مساهمة بأعداد كبيرة واستثمارات ضخمة تبرر إنشاء مثل هذا السوق. الذي يتطلب الائتمان الطويل الأجل، وتجمع المدخرات من صغار المدخرين. وهنا نود الإشارة إلى أن تطور النشاط الاقتصادي في بلادنا، وزيادة شركات الأعمال سوف يؤدي بالتأكيد بمشيئة الله تعالى إلى تنمية السوق النقدية ورفع كفاءتها. أما أن توجه الحكومة وتشجيعها للاستثمار في القطاعات الاقتصادية التي تتمتع بمزايا نسبية كالزراعة، والأسماك والسياحة، والمنطقة الحرة - عدن، وبعض القطاعات الأخرى، من خلال تأسيس مشروعات استثمارية في شكل شركات مساهمة سوف يؤدي بالتأكيد إلى تنمية سوق الأوراق المالية وتنشيطها.

نود التنويه هنا إلى أن سوق الأوراق المالية المقترحة يمكن أن تصاب بالركود في أوقات معينة ما لم يتدخل البنك المركزي اليمني، ويشجع المصارف التجارية والمتخصصة والاستثمارية العاملة في السوق المحلية على ترويجها والمساهمة فيها.

دور البنك المركزي اليمني في التنظيم والإشراف :

من الطبيعي أن تكون المسؤولية المباشرة للبنك المركزي اليمني في التنظيم والإشراف على سوق الأوراق المالية، وتحديداً منها السوق النقدية. وكذا المحافظة على استقرارها نشاطاً وسيولة وأسعاراً.

فبالنسبة لنشاط هذه السوق يجب أن يستمر بدون توقف وبمعدل نمو ملائم لحجم الاقتصاد اليمني. لذلك يجب أن تتوفر لهذه السوق سيولة متجددة تساعدها على استمرار نشاطها. كما أن أسعار هذه السوق هي الأخرى يجب أن تتسم بالاستقرار سواء كان ذلك لأسعار الفائدة أو أسعار الصرف لاسيما وأن سوق الأوراق المالية قصيرة الأجل التي تكون مدة استحقاقها أقل من سنة تتأثر بدرجة كبيرة بمستوى السيولة وبمستوى أسعار الفائدة السائدتين. بينما نجد سوق رأس المال أي سوق الأوراق المالية ذات الأجل المتوسطة والطويلة الأجل هي الأخرى تتأثر بالسيولة وبأسعار الفائدة القصيرة الأجل من ناحية وبأسعار الصرف من ناحية أخرى، علماً بأن استقرار أسعار الصرف رسمياً وواقعياً لا يعد مهماً فقط لجذب رؤوس الأموال الوطنية بل وحتى رؤوس الأموال المغتربة والعربية والأجنبية. وبشكل عام يمكن تحديد أهمية البنك المركزي اليمني في الإشراف على سوق الأوراق المالية المقترحة من خلال الأبعاد الرئيسية الآتية والتي تشكل في مضمونها هدفاً رئيساً للبنك المركزي اليمني وفقاً ونص المادة (5) فقرة (1) من القانون رقم (14) لسنة 2000م بشأن البنك المركزي اليمني¹².

(1) أهمية السيولة :

يسعى البنك المركزي اليمني دائماً إلى المحافظة على حد أدنى من السيولة المصرفية أصول سائلة حيث يؤكد البنك المركزي اليمني في هذا الصدد بأنه على آل بنك أن يحتفظ بأصول سائلة وفقاً والتعليمات الصادرة 13. كما أن على المصارف العاملة في السوق المصرفية اليمنية أن تلتزم بإيداع القدر الزائد من ودائعها لدى البنك المركزي اليمني.

ويتبين من خلال هذه الأداة كإحدى أدوات السياسة النقدية يستطيع البنك المركزي اليمني إلى حد ما أن يوفر الحد الأدنى من السيولة اللازمة إلى حجم الاقتصاد بعيداً عن آثار التضخم لاسيما أن التضخم يعد أحد المعوقات والعراقيل التي تقف أمام تطور سوق الأوراق المالية اليمنية المزمع تأسيسها رسمياً مستقبلاً.

¹² قانون البنك المركزي اليمني، رقم (14) لسنة 2000م، وزارة الشؤون القانونية، صنعاء، ديسمبر 2003

¹³ المرجع السابق نفسه..

إذاً فإن تدخل البنك المركزي اليمني بقصد ضمان التوازن بين المستوى المناسب للسيولة المصرفية، والحد الأدنى من التضخم لإنعاش عمليات الاستثمار في القطاعات الاقتصادية المختلفة يتطلب أن تكون السوق النقدية سنداُ داعماً لسوق رأس المال في جميع الظروف. علماً بأن ما يقوم به البنك المركزي اليمني حالياً من بيع لأذونات الخزانة وبعض السندات الحكومية وشهادات الإيداع على جمهور المستثمرين من أفراد ومؤسسات مالية وغير مالية يمكن اعتبارها الخطوة الأولى والرئيسية في إنشاء سوق الأوراق المالية المقترحة. وهذا ما أكد عليه برنامج الإصلاح الاقتصادي والمالي الذي تتبناه الحكومة اليمنية منذ العام ١٩٩٥م.

(٢) أهمية أسعار الفائدة :

انطلاقاً من تأكيد البنك المركزي اليمني على تبني سياسة نقدية تنسجم مع هدفه الرئيس في تحقيق استقرار الأسعار والمحافظة على ذلك الاستقرار فقد سعى دائماً للحفاظ على استقرار نسبي في أسعار الفائدة خاصة خلال السنوات (١٩٩٢ - ١٩٩٦م) من عمر دولة الوحدة المباركة، إلا أن الظروف الاقتصادية الصعبة والمعقدة التي مرت بها البلاد خلال الفترة نفسها قد جعلت معدلات التضخم تتجاوز مستوى أسعار الفائدة على الائتمان، إلا أنه مع تطبيق الحكومة لبرنامج الإصلاح في الجهاز المالي والمصرفي فقد ترك للمصارف في العام ١٩٩٨م، حرية تحديد أسعار الفائدة على الإقراض وفقاً ومقتضيات عملها ١٤ أما أن تحقيق بعض التحسن في عمل الجهاز المصرفي اليمني من جراء تطبيق هذه الإصلاحات فقد ساعد ذلك وخاصة خلال السنوات ١٩٩٨ - ٢٠٠٢م، على أن تكون أسعار الفائدة موجبة وهذا يعني أن على البنك المركزي اليمني أن يحافظ في الأقل على سعر فائدة حقيقي موجب (صفر أو فوق الصفر) لكي يشجع جمهور المستثمرين أفراداً ومؤسسات على الاستثمار في سوق الأوراق المالية المقترح إنشاؤها. إلا أنه من أجل ضمان استمرار ذلك فإن الأمر يتطلب قيام البنك المركزي اليمني بتحفيز المصارف العاملة في السوق المصرفية اليمنية

^{١٤} البنك المركزي اليمني، التقرير السنوي لعام ٢٠١٤، ص 44.

وتشجيعها على الاقتراض لغرض الاستثمار المنتج في المجالات الاقتصادية ، وذلك في إطار توجهات هذه المصارف لممارسة نشاطات الصيرفة الشاملة.

إذا هناك علاقة وطيدة بين السوق النقدية وسوق رأس المال وهذه العلاقة التي تربط بينهما هي انتقال حركة رؤوس الأموال، حيث يشكل سعر الفائدة العامل الاستراتيجي الذي ينشط حركة انتقال الرأس مالين بين هذين السوقين. حيث إن إتباع البنك المركزي اليمني لسياسة النقود الرخيصة سيؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة، وبالتالي إلى ارتفاع أسعار الأوراق المالية، ذلك لأن العلاقة عكسية بين أسعار الفائدة وأسعار الأوراق المالية. أما في حالة إتباع البنك المركزي لسياسة النقود الغالية أو ما تسمى بالسياسة الشحيحة، فإن أسعار الفائدة سوف تتجه نحو الصعود، بينما تتجه أسعار الأوراق المالية نحو الانخفاض.

كذلك أن المضاربين في السوق المالية عندما يتوقعون انخفاض أسعار الفائدة في المستقبل فإنهم يعملون على تحويل أموالهم من السوق النقدية إلى سوق راس المال لشراء الأوراق المالية كالأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية الأخرى قبل أن ترتفع أسعارها، والعكس صحيح عندما يتوقع هؤلاء المضاربون ارتفاع أسعار الفائدة في المستقبل. لذلك فإن تدخل البنك المركزي اليمني وقيامه بمهمة الإشراف والمتابعة على سوق الأوراق المالية خاصة في مراحلها الأولى بالتأكيد سيكون في صالح هذه السوق ودعمًا لتطويرها.

(٣) أهمية عمليات السوق المفتوحة :

يقصد بعمليات السوق المفتوحة أن يقوم البنك المركزي ببيع الأوراق المالية في السوق المالية إذا ما رغب في امتصاص السيولة الزائدة من السوق لمكافحة التضخم والتأثير على أسعار الفائدة بالارتفاع من ناحية، أو شراء الأوراق المالية من السوق إذا ما رغب في زيادة النشاط الاقتصادي من ناحية أخرى.

وبالرغم من أن قانون البنك المركزي رقم (١٤) لسنة ٢٠٠٠م، قد أشار في بعض موادها قيام البنك المركزي اليمني بممارسة عمليات السوق المفتوحة، وكذا قانون الدين العام رقم (١٩) لسنة ١٩٩٥م، فضلاً عن تخويله نيابة عن الحكومة لمباشرة المسؤوليات المتعلقة بإدارة الدين العام بما في ذلك إصدار السندات، وكذلك القيام

بإدارة عمليات الاكتتاب في أسهم الاستثمار الحكومي. واستناداً لذلك فقد قام البنك المركزي اليمني منذ العام ١٩٩٥ وحتى العام الحالي بطرح أدونات الخزانة وبعض السندات الحكومية وشهادات الإيداع بغرض تمويل المشاريع التنموية ومكافحة الضغوطات التضخمية. وبالرغم من بعض النجاحات المتحققة في هذا الجانب، إلا أن عمليات السوق المفتوحة كإحدى الأدوات الإستراتيجية للسياسة النقدية للبنك المركزي اليمني ما زالت غير فاعلة ولم تحقق أهدافها بالقدر المطلوب بسبب عدم وجود سوق مالية منظمة في اليمن.

البنك المركزي اليمني والبدايات الأولى لإنشاء سوق للأوراق المالية :

بعد استعراضنا بشكل عام لأهمية دور البنك المركزي اليمني في السوق المالية المزمع إنشاؤها، فإننا نود التأكيد على أن مهمة الأشراف والمتابعة على هذه السوق من الأفضل أن تكون ضمن مهام البنك المركزي اليمني ولو بصورة مرحلية، لاسيما وأن الحكومة اليمنية قد أناطت بهذا البنك القيام بحق إصدار العملة النقدية في الجمهورية اليمنية وكذا سحب أي فئة منها بغرض استبدالها وتعويض قيمتها الاسمية بعملة قانونية، فضلاً عن رسم وتنفيذ سياسة سعر الصرف في الجمهورية اليمنية.

ومن جانب آخر ووفقاً ومقتضيات التحليل الاقتصادي فإن حركة التداول في السوق وعلاقتها بالنشاط الاقتصادي نجدها تتأثر بالسياسة النقدية أكثر منها بالسياسة المالية والتجارية، الأمر الذي يبرر إدراجها تحت إجراءات السياسة النقدية لكي يكون نجاح سوق الأوراق المالية واستقرارها أحد أهداف السياسة النقدية، كما أن البنك المركزي اليمني بمنظومته الواسعة والمتعددة من المصارف التجارية والمتخصصة يمكن له أن يتابع أولاً بأول مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية ويعمل على رفعها سواء كان ذلك برفع كفاءة تعاملها من خلال تقليل تكاليفها، أو برفع كفاءة تشغيلها وذلك بتقليل الفرق بين سعر بيع الورقة المالية وسعر شرائها، أو برفع كفاءتها الهيكلية من خلال توسيع وزيادة عدد المشاركين فيها، وبالرغم مما تسمح به بعض القوانين كقانون الاستثمار رقم (٢٢) لسنة ١٩٩١م وتعديلاته بالقانون رقم (١٤) لسنة ١٩٩٥م، وكذلك قانون المنطقة الحرة رقم (٤) لسنة ١٩٩٣م من تشجيع للرأسمال الوطني والمغترب والعربي والأجنبي للاستثمار في القطاعات الاقتصادية المختلفة والتي يمكن

أن تسهم في تأسيس شركات مساهمة مفتوحة والتي ستساعد على تنشيط التداول في سوق الأوراق المالية المقترحة، إلا أن عدم توافر بيئة استثمارية مشجعة ومحفزة جعلته يتردد في إقامة العديد من المشاريع الاستثمارية.

إلا أنه يجب التأكيد هنا على أنه حتى وإن كانت الظروف غير مشجعة إلى حد كبير فإنه من الضروري على الحكومة اليمنية أن تتخذ قراراً شجاعاً بإنشاء سوق مالية منظمة، فهذه السوق بالتأكيد ستكون بداياتها متواضعة، كما أن درجة كفاءتها يتوقع أن تكون ضعيفة بسبب قلة عدد الشركات الناجحة والتي يمكن أن تكون مؤهلة لإدراج أسهمها في هذه السوق. خاصة وأنه لا يمكن لأي اقتصاد في ظل ظروف العولمة الاقتصادية والمالية أن يتم بناءه وتطويره ما لم يكن هناك سوق أوراق متطورة تدعمه بمنتجات مالية مستمرة قصيرة وطويلة الأجل. مما تقدم يتبين أن قيام البنك المركزي اليمني ونيابة عن الحكومة بطرح أذونات الخزانة وبعض السندات الحكومية وشهادات الإيداع، وبفوائد مجزية منذ نهاية العام ١٩٩٥، قد ساعد بشكل أو بآخر في تكوين وصياغة السلوك الاستثماري لجمهور المستثمرين، كما شكل في الوقت نفسه خطوة هامة نحو إنشاء سوق منظمة للأوراق المالية في اليمن، وهذا ما يؤشر على أن أفضل بداية لمثل هذه السوق المنظمة هو أن يتبناها البنك المركزي خاصة في مراحلها الأولى على أن تكون المصارف التجارية والمتخصصة العاملة في السوق المصرفية اليمنية وفروعها كوكلاء لهذه السوق وأن تبدأ هذه السوق بالتعامل بالأسهم والسندات التي تطرحها الشركات المساهمة المدرجة في هذه السوق، فضلاً عن أدوات الدين، كلما تطلبت الضرورة طرحها في السوق مع إعادة النظر في سياسة أسعار فائدها السائدة حالياً حتى لا يؤثر ذلك سلباً في تنشيط سوق الأوراق المالية وتطويره.

ومن جانب آخر ونظراً للظروف الاقتصادية الملحة لإقامة سوق منظمة للأوراق المالية في اليمن، وعدم تأخير إنشائها فإنه يمكن للبنك المركزي اليمني وفروعه في بعض المحافظات ذات النشاطات الاقتصادية كأمانة العاصمة ومحافظات صنعاء، وعدن، وتعز، والحديدة، وحضرموت، بأن تقوم بفتح سجلات تقييد فيها أسماء الشركات الناجحة ذات الجدوى الاقتصادية والمنظمة في إعداد حساباتها الختامية، وذلك بالاستناد على شهادة المصارف التجارية، والجهاز المركزي للرقابة والمحاسبة،

ومكاتب المحاسبين القانونيين المعتمدة، أما الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات فيمكن إسناد ترويجها لأي مصرف تجاري أو متخصص بعد موافقة اللجنة العليا المشرفة على تنظيم ومتابعة سوق الأوراق المالية، هذا مع ضرورة التركيز على دراسات الجدوى للمشروعات (الشركات) الجديدة.

المبحث الخامس: المقترحات والتوصيات

المقترحات :

(١) تعزيز الدور الرقابي للسوق: وذلك من خلال فصل الجهاز الرقابي المعنّب بإصدار القواعد المنظمة لتداول الأوراق المالية عن إدارة البورصة التي يجري تداولها فيها، والعمل على استكمال الإطار التشريعي بسن قوانين العمل المناسبة، كقانون الشركات، قانون سوق الأوراق المالية واللوائح التنفيذية، قانون الاستثمار، والقوانين العامة ذات الصلة والتأثير المباشر على السوق، وتتضمن عمليات الرقابة تلك ما يلي:

- الرقابة على الشركات المدرجة في السوق.
- الرقابة على الوساطة وصناديق الاستثمار.
- الرقابة على التداول.

(٢) تعزيز الشفافية والإفصاح: بإصدار نشره يومية وأسبوعية وشهرية وسنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق، وقرارات مجلس الإدارة والمعلومات عن أحجام التداول ومؤشرات الأسعار وإبرام اتفاقيات مع شركات عالمية لنشر معلومات خاصة بالتداول بذلك على الأسواق نشر بياناتها على شبكة الانترنت لمزيد من التعرف على الفرص الاستثمارية المتاحة من خلال التالي:

- الإلزام بالنشر في الصحف واسعة الانتشار، مع فرض غرامات على الشركات التي لا تلتزم بذلك .
- تشجيع إنشاء الشركات المتخصصة في تحليل البيانات والمعلومات ونشرها .
- تشجيع الشركات على إنشاء مراكز للمعلومات بها.
- إصدار تشريع لقواعد مهنة المحاسبة والمراجعة .

- إلزام الشركات المقيدة بإعداد قوائمها المالية وفقاً لقواعد المحاسبة الدولية حتى يتمكن المستثمر المحلي والأجنبي من تقييم أداء هذه الشركات، وحتى تستفيد من مزايا الطرح العام في الأسواق العالمية.
- (٣) تعميق الوعي الاستثماري: لدى صغار المدخرين وتشجيعهم على الادخار طويل الأجل، وذلك بتعريفهم بالفرص المتاحة للاستثمار في الأوراق المالية والمزايا المترتبة عنها، وهو ما يتطلب ضرورة تنمية وتطوير الإعلام الاستثماري العربي.
- (٤) تشجيع الاستثمار الأجنبي: بإدخال تعديلات على قوانين الاستثمار وفتحها أمام الاستثمارات الأجنبية وإزالة العوائق التي تحول دون دخولها.
- (٥) تعديل الأنظمة الضريبية: أو إلغاء بعضها كالضرائب على العوائد الجارية، والضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية وذلك بهدف تشجيع التعاملات المالية، وجذب الاستثمارات الأجنبية.
- (٦) التوسع في برامج الخصخصة: التي يمكن من خلالها تعزيز عرض وتداول الأوراق المالية، وتنفيذ عمليات البيع المباشر للمستثمرين للاستراتيجيين أو لشركات وصناديق الاستثمار، أو عن طريق البيع بالمزاد العلني.
- (٧) تطوير أنظمة التداول: باستخدام التقنيات الحديثة لتسهيل تداول الأسهم، ورفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية، وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين.
- (٨) الربط والتعاون بين البورصات العربية: بإنشاء شبكة اتصالات عربية متطورة توفر المعلومات الكافية والحديثة عن الأوراق المالية المتداولة في جميع الأسواق، أيضاً إنشاء شركة مساهمة عربية للوساطة المالية تساعد كثيراً على انفتاح الأسواق المالية العربية وزيادة ارتباطها ضماناً لتدفق رؤوس الأموال، ولكي تنجح البدايات الأولى لإنشاء سوق الأوراق المالية في اليمن يرى الباحث إنه من الضروري توفير التشريعات والإجراءات الآتية:
 - استصدار القانون الخاص بإنشاء سوق الأوراق المالية بحيث يتضمن الآتي:
 - تعيين لجنة عليا وبقرار جمهوري للإشراف على إنشاء وتنظيم سوق الأوراق المالية على أن يكون التعيين بالوظيفة.

- محافظ البنك المركزي اليمني أو نائبه (رئيساً).
- المديرون العاملون للمصارف التجارية والمتخصصة العاملة في السوق المصرفية اليمنية (أعضاء).
- الوزارات ذات العلاقة كالمالية، التجارة والصناعة (أعضاء).
- ممثلون عن الغرف التجارية والصناعية في أمانة العاصمة، محافظة صنعاء، عدن، تعز، الحديدة، حضرموت، (أعضاء).
- أحد المتخصصين من ذوي الخبرة والكفاءة العلمية في الشؤون المالية والمصرفية (عضواً).
- أن يتضمن القانون إعفاء عوائد الأسهم والسندات من ضريبة الدخل وهذا ما تطبقه فعلاً أسواق الأوراق المالية في العديد من البلدان.
- أن يتضمن القانون اختصاصات اللجنة العليا للإشراف ومن بينها على وجه التحديد:
 - تنظيم وتطوير سوق الأوراق المالية في بدايات إنشائه.
 - القيام بدورات تدريبية للعاملين في السوق.
 - توفير بيانات ومعلومات سليمة ودقيقة عن السوق.
 - التأكد من كفاءة التعامل على الأوراق المالية.
 - وضع قواعد التفتيش والرقابة على الشركات.
 - اقتراح السياسات المالية والنقدية للنهوض بأوضاع السوق.
 - السعي نحو إصدار الأوراق المالية المتنوعة التي تتناسب مع البيئة الاستثمارية اليمنية.
- أن يمنع القانون البيع بالأجل في سوق الأوراق المالية لأنه يساعد على انهيار السوق وهذا ما حدث في العام ١٩٨٢ لسوق المناخ في الكويت على سبيل المثال بسبب البيوع الآجلة التي بلغت نحو مليار دولار حينها؛ كذلك فإن الأمر يتطلب هنا فرض رقابة على سوق الأوراق المالية بدون أن تمس بألية العرض والطلب تفادياً لوقوع أي كارثة مالية تحصل للسوق، فالرقابة الحكومية الفعالة ضرورية وخاصة في المراحل الأولى لإنشاء السوق.

التوصيات :

على العموم يمكن القول بأن لمؤسسات الجهاز المصرفي اليمني دوراً استراتيجياً في سوق الأوراق المالية المقترحة بشقيها النقدي، وسوق رأس المال. حيث يمكن لمؤسسات هذا الجهاز أن تتدخل لتنشيط هذه السوق المقترحة من خلال الاتجاهات الآتية:

- أ - أن يتم تنشيط هذه السوق بالتدخل بالبيع والشراء حسب ظروف السوق.
- ب - أن تقوم المصارف بإنشاء صناديق الاستثمار المشترك لاقتناء الأوراق المالية وتشجيع صغار المدخرين في الاكتتاب في هذه الصناديق.
- أن تتوسع المصارف في عملياتها الائتمانية بضمن الأوراق المالية، الأمر الذي سيشجع العديد من رجال الأعمال في التجارة والخدمات بأن تكون لهم استثمارات في الأوراق المالية.

إن تسهيل إجراءات التعامل بسوق الأوراق المالية ومنحها الإعفاءات الضريبية يؤدي إلى تنشيط السوق وتطويرها. إلا أنه توجد العديد من العوامل الأخرى خارج السوق وتؤدي دوراً استراتيجياً في تطوير السوق ونموها، إذ يمكن للدولة أن تتدخل في عمليات السوق من خلال السياسات المالية والنقدية وتدعمها بطريقة غير مباشرة بدلاً من التوجيهات والإجراءات الإدارية، ومن بين هذه العوامل الآتي:

معالجة التضخم: ويمكن أن يتم ذلك باتخاذ السياسات المالية والنقدية الملائمة لتفادي الضغوطات التضخمية مثل الابتعاد عن سياسة النقود الرخيصة، وتفادي العجز في الموازنة العامة للدولة، وإن كان لابد من شيء من التضخم فيتم تمويله من داخل سوق الأوراق المالية، وليس من البنك المركزي اليمني من خلال الإصدار النقدي. وفي هذا الجانب فقد تمكنت الحكومة اليمنية ومن خلال حزمة السياسات المالية والنقدية المتخذة ضمن برنامج الإصلاحات المالية.

المناخ الاستثماري: إن القوانين والتشريعات الخاصة بسوق الأوراق المالية ليست هي وحدها التي تعمل على تنمية سوق الأوراق المالية وتزيد من ازدهاره بل إن هناك منظومة متكاملة من التشريعات (قانون الاستثمار، قانون البنك المركزي، قانون المناطق الحرة، قانون الشركات التجارية، قانون الدين العام...)، هي التي تؤثر على تدفق

الرساميل للاستثمار في المشروعات الإنتاجية، وهي التي تعمل على تنقية مناخ الاستثمار وتشجيع المستثمرين الجدد على مواجهة المخاطرة. وهنا يجب الربط بين السياسات الائتمانية والمالية، وبين السياسات الاستثمارية في القطاعين العام والخاص، مثل توفير الأموال اللازمة لتأسيس الشركات وتوجيه مدخرات الأفراد نحو القنوات الاستثمارية المختلفة ذات العوائد المجزية.

وعليه فإن إنعاش سوق الأوراق المالية المقترحة وتنشيطها لا يمكن أن يتحقق إلا إذا تم إنعاش الاستثمار وتشجيعه وتهيئته وتوفير العوامل المشجعة والمحفزة لاستقطاب جمهور المدخرين أفراداً أو مؤسسات.

برنامج الخصخصة: أن نقل ملكية هذه المؤسسات لم يتم عن طريق الاكتتاب العام، وبالتالي تكوين شركات مساهمة الأمر الذي يوضح أن ما تم تنفيذه من برامج الخصخصة في اليمن كان مقصوراً على عدد محدود جداً من المستثمرين، ومع أن هذا يعد خطوة جيدة نسبياً نحو الخصخصة إلا أنه لم يساعد على زيادة تراكم رأس المال والمشاركة في تنمية سوق الأوراق المالية القائمة. إذ أن مثل هذه السوق يمكن أن تنشأ بقانون وبدون شركات مساهمة مفتوحة ناجحة، إلا أنه في مثل هذه الحالة لا يمكن أن يحالفها النجاح.

إن إنشاء سوق الأوراق المالية في اليمن يتطلب تطوير نظام الشركات ودفع الأفراد والمجتمع بشكل عام إلى المساهمة في تأسيس الشركات والخروج من الإطار الفردي والعائلي إلى الشركات المساهمة الكبيرة الحجم التي ستؤدي دوراً كبيراً في تنشيط حركة التداول في السوق.

المراجع :

- (١) صبيح، محمود، من قضايا الهندسة المالية - إعادة هيكلة الشركات المدخل الحديث لتحسين الكفاءة المالية، القاهرة، ١٩٩٧، ص١٥.
- (٢) ربيع، عوض محمد، نحو إمكانية تطبيق استراتيجيات مالية ومصرفية - دراسة ميدانية في عينة من منشآت القطاع المالي اليمني، أطروحة دكتوراه في إدارة الأعمال، آلية الإدارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية، ٢٠٠٠، ص٧٥.
- (٣) الحاووري، محمد أحمد، إمكانية إنشاء سوق للأوراق المالية في اليمن الفرص المتاحة والمخاطر المحتملة، مجلة دراسات اقتصادية المؤتمر الشعبي العام، العدد(١) ديسمبر ٢٠٠١، ص٦٤.
- (٤) صقر عمر، العولة وقضايا اقتصادية معاصرة، دار الجامعية، مصر، ٢٠٠٣.
- (٥) قابل محمد صفوت، الدول النامية والعولة، الدار الجامعية، مصر ٢٠٠٤.
- (٦) كاظم مراد، البورصة وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية، دراسة نظرية وعملية، المطبعة، التجارية، الطبعة الثانية، ١٩٦٧.
- (٧) كمال طه مصطفى، الشركات التجارية، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، جمهورية مصر العربية، ٢٠٠٠.
- (٨) الطرش الطاهر، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر ٢٠٠١.
- (٩) الخضير محسن أحمد، كيف تتعلم البورصة في ٢٤ ساعة، إيتراك للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، مصر، ١٩٩٩.
- (١٠) حلمي السعيد هالة، الأسواق الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولة، سلسلة الرسائل. لبنك الصناعي، العدد ٥٨.
- (١١) حماد طارق عبد العال، دليل المستثمر إلى البورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، ١٩٩٩.
- (١٢) حميد محمد عثمان إسماعيل، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال دار النهضة العربية، مصر ١٩٩٣.
- (١٣) محمد صالح الحناوي ونهال فريد مصطفى وجلال العبد، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، ٢٠٠٣، ص ١٢٩.

- ١٤) أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر ١٩٩٨.
- ١٥) الأمين حسين عبد الله، الودائع المصرفية النقدية واستثمارها في الإسلامية دار الشروق، المملكة العربية السعودية، الطبعة الأولى ١٩٨٣.
- ١٦) أيوب نادية، نظرية القرارات الإدارية، مطبعة طربين، سوريا، ١٩٨٩.
- ١٧) البيطار أحمد المعالجة التشريعية والأنظمة المتعلقة بالأسواق المالية العربية وتحسين الثقافة، صندوق النقد العربي جانفي ٢٠٠٢.
- ١٨) محمود أمين زوبيل، بورصة الأوراق المالية: موقعها من الأسواق - أحوالها مستقبلها، دار الوفاء لنديا الطباعة والنشر، مصر، ٢٠٠٠، ص ٢٦- ٢٧.
- ١٩) التوني ناجي، الأزمات المالية، سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد ٢٩ ماي ٢٠٠٤.
- ٢٠) الجمل جمال جويدان، الأسواق المالية والنقدية دار الصفاء لنشر والتوزيع عمان - الأردن ٢٠٠٢.
- ٢١) جودة صلاح، بورصة الأوراق المالية علميا وعمليا، مطابع الأهرام، مصر ١٩٩٨.
- ٢٢) شمعون شمعون، الرياضيات الاقتصادية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ١٩٩٤، ص ٢١٤.
- ٢٣) الحاجي محمد عمر، ظاهرة العولمة الاقتصادية، دار المكتبي، سوريا ٢٠٠١.
- ٢٤) حردان طاهر حيدر، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل لنشر والتوزيع، عمان الأردن، ١٩٩٧.
- ٢٥) عبد الحميد، سياسات الاقتصادية تحليل جزئي وكلي، مكتبة زهراء الشرق، مصر، ١٩٩٧، ص ١٦.
- ٢٦) حسان نبيل، الجات ومنظمة التجارة العالمية - أهم التحديات في مواجهة الاقتصاد العربي دار إيجي مصر للطباعة والنشر والتوزيع الطبعة الثاني ١٩٩٩.
- ٢٧) محمد سويلم، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية، الشركة العربية للنشر والتوزيع، ٢٠٠٢، ص ٢٧٢.

٢٨) عبد الباسط وفا محمد حسن، بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات القطاع العام إلى الملكية الخاصة، دار النهضة العربية، ١٩٩٩، ص٢٧.

29) www.jsc.gov.jo/public/Arabic.aspx?Site_id=2&Lang=1&Page_Id=2974