



جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا

كلية الدراسات العليا



أثر التضخم وسعر الصرف والودائع المصرفية في عائدات شهادات المشاركة الحكومية (شهامه) في السودان

للفترة من 1999-2016م

**Impact of Inflation, Exchange Rate and Banking Deposits in the Returns of the
Government Musharaka Certificates (Shahama) in Sudan**

1999-2016

رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراة في الاقتصاد القياسي

إشراف الدكتور:

بأبكر الفكي المنصور

إعداد الطالب:

محمد عبد الله يوسف محمد

يوليو / 2018م

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

الآية

قال الله تعالى:

(يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ مِّنْكُمْ وَلَا تَقْتُلُوا أَنْفُسَكُمْ إِنَّ اللَّهَ كَانَ بِكُمْ رَحِيمًا ⁽²⁹⁾ وَمَنْ يَفْعَلْ ذَلِكَ عُدْوَانًا وَظُلْمًا فَسَوْفَ نُصْلِيهِ نَارًا وَكَانَ ذَلِكَ عَلَى اللَّهِ يَسِيرًا ⁽³⁰⁾)

صدق الله العظيم . . .

سورة النساء - الآيات (29-30)

الإهداء

إلهي لا يطيب الليل إلا بشكرك ولا يطيب النهار إلا بطاعتك .. ولا تطيب

اللحظات إلا بذكرك .. ولا تطيب الآخرة إلا بعفوك .. ولا تطيب الجنة إلا برويتك

"الله جل جلاله"

إلى ملاكي في الحياة .. إلى معنى الحب وإلى معنى الحنان و التفاني .. إلى

بسمة الحياة وسر الوجود

إلى من كان دعائها سر نجاحي وحنانها بلسم جراحي إلى أغلى الحبايب

أمي الحبيبة

إلى من كلله الله بالهيبة والوقار .. إلى من علمني العطاء بدون انتظار .. إلى من

أحمل أسمه بكل افتخار .. أرجو من الله أن يمد في عمرك

والدي العزيز

إلى ابنتي الغالية (قنوان)

إلى الإخوة و الأخوات ، إلى من تحلو بالإخاء وتميزوا بالوفاء والعطاء إلى ينباع

الصدق الصافي إلى من معهم سعدت

الشكر والتقدير

"كن عالماً .. فإن لم تستطع فكن متعلماً، فإن لم تستطع فأحب العلماء ، فإن لم

تستطع فلا تبغضهم "

بعد رحلة بحث وجهد واجتهاد تكاللت بإنجاز هذه الدراسة ،نحمدالله عز وجل

على نعمه التي منَ بها علينا فهو العلي القدير.

الشكر والعرفان إلى القائمين على جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا كلية الدراسات التجارية

والدراسات العليا.

كما نتقدم بالشكر الجزيل لكل المكتبات التي قدمت لي المعلومات ومدت يد العون لإنجاز هذه الدراسة

وأخص بالذكر سوق الخرطوم للأوراق المالية و شركة السودان للخدمات المالية وبنك السودان

المركزي قسم الدراسات والبحوث وأسرة مكتب القيمة المضافة أمدرمان الصناعات

كما لا يسعني إلا أن أخص بأسمى

عبارات الشكر والتقدير الدكتور "بابكر الفكي المنصور" لما

قدمه لي من جهد ونصح ومعرفة طيلة إنجاز هذه الدراسة .

كما لا ننسى أن أتقدم بأرقى وأثمن العبارات

إلى الذين كانوا عوناً لي في دراستي هذه ونوراً يضيء الظلمة التي كانت تقف

أحياناً في طريقي.

المستخلص

تناولت الدراسة أثر التضخم وسعر الصرف والودائع المصرفية في عائدات شهادات شهامة في السودان للفترة من (1999-2016م) وإستخدمت المنهج الإحصائي والإسلوب القياسي لتحليل البيانات وفحصها ومن ثم تقدير النموذج وتقييم نتائجه وفقاً للمعيار الاقتصادي والإحصائي والقياسي ومقدرته علي التنبؤ. وهدفت الي معرفة أثر التضخم وسعر الصرف والودائع المصرفية في عائدات شهادات شهامة ومدى مساهمتها في تفعيل نشاط سوق الخرطوم للأوراق المالية ، وأهم فرضيات الدراسة هنالك علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين التضخم وعائدات شهادات شهامة ، وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين سعر الصرف وعائدات شهادات شهامة، هنالك علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين الودائع المصرفية وعائدات شهادات شهامة، تساهم شهامة بنسبة عالية في تفعيل نشاط سوق الخرطوم للأوراق المالية ، وتوصلت الدراسة الي العديد من النتائج أهمها العلاقة بين التضخم وعائدات شهادات شهامة علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية ، أن العلاقة بين الودائع المصرفية وعائدات شهادات شهامة علاقة عكسية ويعني ذلك كلما زاد حجم الودائع المصرفية يقل حجم الإكتتاب في شهادات شهامة من قبل الجمهور وبالتالي يقل تمويل المشاريع التي يتم تمويلها بواسطة شهادات شهامة مما يقلل الإنتاج وبالتالي تقل العائدات التي توزع الي الجمهور بالرغم من أن جزء من الودائع المصرفية تستثمر في شهادات شهامة إلا أن نسبة الأرباح التي توزعها للجمهور اقل من العائدات التي توزعها شهادات شهامة، العلاقة بين سعر الصرف وعائدات شهادات شهامة علاقة طردية ذات دلالة إحصائية كلما زاد سعر صرف العملة المحلية يؤدي ذلك الي زيادة قيمة عائدات شهادات شهامة، وتوصي الدراسة بربط عائدات شهادات شهامة بالتغيرات التي تحدث في المتغيرات الاقتصادية خاصة التضخم وسعر الصرف و الاهتمام باظهار القيمة الحقيقية لعائدات شهامة حتي تؤدي الي جذب الجمهور مباشرةً للاكتتاب في شهامة، والاهتمام بتفعيل الأوراق المالية الاخرى المدرجة في السوق خاصة الاسهم حتي لايعتمد السوق علي ورقة مالية واحدة، ووضع المزيد من الضوابط للقطاع المصرفي باستثمار موارد في الأوراق المالية الحكومية.

Abstract

The study examined the impact of inflation, exchange rate and bank deposits on Shahama certificates returns in Sudan 1999-2016. The statistics and measure methods were used for investigating and analyzing data. The model was estimated and results were evaluated on the basis of economic, statistical and measurable standard for forecasting ability. The study aimed to identify the impact of inflation, exchange rate and bank deposits on Shahama certificates and how extent Shahama certificates share in activating the operations of Khartoum Exchange Stock Market (KESM). The most significance hypotheses indicated a reverse statistical significance correlation between the inflation and Shahama certificates returns and a progressive statistical significance correlation between the inflation and Shahama certificates returns as well as a reverse statistical significance correlation between the banking deposits and Shahama certificates returns and they share by higher percentage in activating the operations of KESM. The findings found that the correlation between the inflation and Shahama certificates returns was statistically reverse as well as the correlation between banking deposits and Shahama certificate returns. This result showed that as long as the size of banking deposits increased, the amount of subscription by public declined and so, the finance of projects by Shahama would be declined. In this regard, the production and Shahama returns declined so that the distributed returns were also declined. Despite that part of the banking deposits invested in Shahama certificates but the percentage of profits distributed to the public was less than the percentage distributed by Shahama certificates. However, the correlation between the exchange rate and Shahama certificates returns was statistically progressive and as long as the local currency rate increased, it would lead to increase the value of Shahama certificates returns. The study recommended that it was

important to link between the Shahama certificates returns with changes in economic variables particularly inflation and exchange rate. As well, more consideration should be given to disclose the real value of Shahama certificates returns in order to attract public for subscription in it. It was also required to activate other securities listed at the stock market to avoid the market dependence on one security and more regulations should be introduced to the banking sector by investment in government securities.

قائمة الموضوعات

رقم الصفحة	عنوان الموضوع
أ	الآية
ب	الإهداء
ج	الشكر والتقدير
د	مستخلص الدراسة
هـ	Abstract
و	قائمة الموضوعات
ز	قائمة الجداول
24 - 1	الفصل الأول: الإطار المنهجي للدراسة والدراسات السابقة
2	المبحث الأول: الإطار المنهجي للدراسة
7	المبحث الثاني: الدراسات السابقة
54 - 25	الفصل الثاني: الإطار النظري للدراسة
27	المبحث الأول: التضخم المضمون والآثار
35	المبحث الثاني: سعر الصرف المضمون والآثار
41	المبحث الثالث: مفهوم وأنواع الودائع المصرفية
55	المبحث الرابع: مفهوم الأسواق المالية والشركات المنشأة بغرض خاص
107 - 69	الفصل الثالث: الأسواق المالية والأوراق المالية الحكومية في السودان
71	المبحث الأول: نشأة شركة السودان للخدمات المالية
75	المبحث الثاني: الأوراق المالية الحكومية في السودان
91	المبحث الثالث: نشأة سوق الخرطوم للأوراق المالية
95	المبحث الرابع: حركة التداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية
133 - 108	الفصل الرابع: الإطار التطبيقي للدراسة
110	المبحث الأول: بناء وتوصيف النموذج وفحص البيانات
115	المبحث الثاني: تقدير وتقييم النموذج
129	المبحث الثالث: مناقشة الفرضيات والنتائج والتوصيات
134	قائمة المصادر والملاحق

قائمة الجداول

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجداول
77	حجم اصدار شهادات شهامة للفترة من 1999 - 2016م	1
79	قطاعات المستثمرين في شهادات شهامة للفترة من 2000 - 2015م	2
81	معدل نمو شهادات شهامة للفترة من 1999 - 2016م	3
82	نسبة الفرق بين عائدات شهادات شهامة وارباح الودائع المصرفية للفترة 1999 - 2016م	4
84	قطاعات المستثمرين في صكوك الاستثمار الحكومية (صرح) للفترة 2003-2015م	5
86	شهادات شمم للفترة 1998 - 2004م	6
87	شهادة اجارة البنك المركزي (شهاب) للفترة 2003 - 2013م	7
88	قطاعات المستثمرين في شهادات شامة للفترة 2010 - 2014م	8
89	قطاعات المستثمرين في شهادات نور (2012 - 2014)	9
98	التداول في قطاع البنوك	10
99	التداول في قطاع التأمين	11
100	التداول في القطاع التجاري	12
101	التداول في القطاع الصناعي	13
102	التداول في القطاع الزراعي	14
103	التداول في قطاع الاتصالات والوسائط	15
104	التداول في قطاع الخدمات المالية	16
105	التداول في قطاع الاستثمار والتنمية (القطاعات الاخرى)	17
106	التداول في قطاع الشهادات	18
107	التداول في قطاع الصناديق الاستثمارية	19
112	اختبار سكون البيانات	20
113	إختبار فيلبس - فيرون	21

113	اختبار التكامل المشترك للمتغيرات	22
115	نتائج تقدير الدالة الخطية	23
115	نتائج اختبارات الدالة الخطية	24
118	مصفوفة الارتباط البسيط للمتغيرات المستقلة	25
119	نتائج تقدير الدالة نصف لوغاريتمية	26
119	نتائج اختبارات الدالة نصف لوغاريتمية	27
122	نتائج تقدير الدالة اللوغاريتمية	28
122	نتائج اختبارات الدالة اللوغاريتمية	29
125	نتائج تقدير الدالة اللوغاريتمية المصححة	30
126	نتائج اختبارات الدالة اللوغاريتمية المصححة	31

الفصل الأول

الإطار المنهجي للدراسة والدراسات السابقة

المبحث الأول

الإطار المنهجي للدراسة

أولاً: المقدمة:

للأوراق المالية دور مهم في النظم الاقتصادية وتعتبر المحرك الرئيسي للنشاط الاقتصادي والمساهمة في تحقيق النمو والتنمية الاقتصادية لأي دولة سواء ان كانت متقدمة او نامية، والسودان من الدول التي إهتمت بإصدار الأوراق المالية لكي تساهم في تحريك النشاط الاقتصادي وبالتالي تحقيق النمو والتنمية الاقتصادية، وتم إصدار عدد من الأوراق المالية الحكومية ومن أهمها شهادات المشاركة الحكومية شهامة التي تم إصدارها في عام 1999م لتساهم في سدعجز الموازنة العامة وتجميع مدخرات الافراد والمؤسسات والمنظمات وتوجيهها نحو التنمية حيث وجدت قبولاً كبيراً عند إصدارها وذلك للعوائد العالية التي توزعها، إلا أن عدم الإستقرار في الاقتصاد السوداني والتقلبات في المتغيرات الاقتصادية نتيجة للحروب الداخلية بالإضافة لإنفصال الجنوب الذي أدى الي خروج النفط المنتج في جنوب السودان من الموازنة العامة الذي ادي الي حدوث عجز كبير في الموازنة العامة وميزان المدفوعات ، ممازاد من أهمية الأوراق المالية الحكومية للمساهمة في سد هذه الفجوة، إلا انها شهدت كساداً كبيراً في السوق الاولي والثانوي (سوق الخرطوم للأوراق المالية) خاصة شهادات المشاركة الحكومية شهامة، ويعزي ذلك لإنخفاض عائداتها وإنخفاض قيمتها الحقيقية فضلاً عن تاخير سداد العائدات والتصفية من قبل شركة السودان للخدمات المالية التي تقوم بإدارة الأوراق المالية الحكومية، مما دفع المستثمرين بعدم الإستثمار فيها اوتخفيض حجم إستثماراتهم وتوجيهها نحو المشاريع التي تحقق لهم عائد مجزي حتي لا يتعرضوا للخسائر وتآكل رؤوس اموالهم نتيجة للتغيرات في المتغيرات الاقتصادية خاصة التضخم وسعر الصرف، مما اضعف دورها وكفاءتها في تحريك النشاط الاقتصادي في السودان وبالتالي تحقيق النمو والتنمية الاقتصادية، لذلك لابد من الإهتمام بالأوراق المالية الحكومية ومواجهة التغيرات في هذه المتغيرات حتي تؤدي الي تحقيق الأهداف التي أصدرت من اجلها ، وسنتناول في هذه الدراسة أثر التضخم وسعر الصرف والودائع المصرفية في عائدات شهادات شهامة للفترة من (1999 - 2016م).

ثانياً: مشكلة الدراسة:

بالرغم من النجاح الذي حققته شهادات شهامة الا ان عائداتها أنخفضت من عام لآخر ومن إصدارة لآخرى حتى بلغت في بعض الفترات 13% بدلاً عن 33%(1) عند بداية إصدارها وإنخفاض قيمتها الحقيقية وتآكل رؤوس الأموال وفقدان ثقة المستثمرين بالإستثمار فيها وشهدت ركوداً حاداً في السوق الثانوي والاولي واضعف دورها كمصدر لتمويل المشاريع التنموية وسد عجز موازنة العامة وتحريك النشاط الاقتصادي في السودان، وإعتماد سوق الخرطوم للأوراق المالية عليها في تفعيل نشاطة يضعف كفاءته ودوره في تحريك النشاط الاقتصادي ، بالإضافة الي توجيه القطاع المصرفي نسبة مقدرة من الودائع للاستثمار فيها.

ومن هنا يمكن إبراز مشكلة الدراسة من خلال الأسئلة التالية:

- 1- ما هو أثر التضخم علي عائدات شهادات شهامة؟
- 2- ماهو أثر سعر الصرف علي عائدات شهادات شهامة؟
- 3- كيف تؤثر الودائع المصرفية علي عائدات شهادات شهامة؟
- 4- ماهي نسبة مساهمة شهادات شهامة في تفعيل نشاط سوق الخرطوم للأوراق المالية؟
- 5 - ماهي نسبة مساهمة القطاع المصرفي في مبيعات شهادات شهامة ؟

ثالثاً: أهداف الدراسة :

تهدف الدراسة الي التعرف علي الآتي:

- 1- التعرف علي شهادات المشاركة الحكومية شهامة ، المفهوم والأهداف ومساهمتها في تفعيل نشاط سوق الخرطوم للأوراق المالية.
- 2- الوقوف علي مساهمة القطاع المصرفي في مبيعات شهادات شهامة .
- 3- التعرف علي الأوراق المالية الحكومية التي تروجها شركة السودان للخدمات المالية .

(1) منشورات شركة السودان للخدمات المالية المحدودة ، قسم الدراسات والبحوث (بدون بيانات نشر).

4- التعرف علي الفرق بين نسبة عائدات شهادات شهامة ونسبة هوامش ارباح الودائع المصرفية.

5 - قياس أثر التضخم وسعر الصرف الودائع المصرفية في عائدات شهادة شهامة.

رابعاً أهمية الدراسة:

الأهمية العلمية:

عدم وجود دراسات تناولت أثر التضخم وسعر الصرف والودائع المصرفية في عائدات شهادات شهامة ، ربطت الدراسة بين القطاع المصرفي والأوراق المالية الحكومية وعائداتها وتداولها في السوق الاولي الثانوي ، وغطت الفترة من 1999م- 2016 م .

الأهمية العملية:

للداسة أهمية كبيرة للجمهور وشركة السودان للخدمات المالية وسوق الخرطوم للأوراق المالية وبنك السودان المركزي وتتمثل في الآتي:

تبصير الجمهور بالقيمة الحقيقية للعوائد التي يتحصلون عليها من إستثمار اموالهم في شهادات شهامة، وتعطي لبنك السودان المركزي مؤشر لوضع المزيد من الضوابط للمصارف بإستثمار الودائع المصرفية في الأوراق المالية الحكومية ، وتبين لشركة السودان للخدمات المالية نسبة مساهمات القطاعات المختلفة في مبيعات شهادات شهامة ، وتبين لسوق الخرطوم للأوراق المالية نسبة مساهمة شهادات شهامة والقطاعات المدرجة في تفعيل نشاطه .

خامساً: فرضيات الدراسة:

- 1- هناك علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين التضخم وعائدات شهادات شهامة.
- 2- هنالك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين سعر الصرف وعائدات شهادات شهامة.
- 3- هنالك علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين حجم الودائع المصرفية وعائدات شهادات شهامة.

4- تساهم شهادات شهامة بنسبة عالية في تفعيل نشاط سوق الخرطوم للأوراق المالية.

5- يساهم القطاع المصرفي بنسبة عالية في مبيعات شهادات شهامة

سادساً: منهجية الدراسة:

إعتمدت الدراسة علي المنهج الإحصائي الوصفي والتحليلي وإستخدام الاسلوب القياسي من خلال توصيف النموذج وتحديد متغيراته وفحصة وتقديره وتقييمه لقياس أثر التضخم وسعر الصرف والودائع المصرفية في عائدات شهادات شهامة، وإعتمدت علي البيانات الثانوية التي تم الحصول عليها من مصادرها الأساسية شركة السودان للخدمات المالية وسوق الخرطوم للأوراق المالية وبنك السودان المركزي .

1- النموذج المقترح للدراسة :

إستندت دالة أثر التضخم وسعر الصرف والودائع المصرفية في عائدات شهادات شهامة على النظرية الاقتصادية.

ومن خلال التجريب وجدنا ان الدالة اللوغاريتمية هي افضل دالة :

$$\log RE = b_0 + b_1 \log \text{inf} + b_2 \log \text{exc} + b_3 \log \text{dep} + u$$

حيث تمثل :

$RE \equiv$ عائدات شهادات شهامة

$\text{Inf} \equiv$ معدل التضخم

$\text{exc} \equiv$ معامل سعر الصرف

$\text{dep} \equiv$ الودائع المصرفية

$u \equiv$ المتغير العشوائي

سابعاً: حدود الدراسة:

1- الحدود المكانية : السودان.

2- الحدود الزمانية : تم إختيار الفترة من 1999م- 2016م

وهي الفترة التي تم فيها إصدار شهادات شهامة .

ثامناً: هيكل الدراسة:

تحتوي الدراسة علي أربعة فصول، الفصل الاول الإطار المنهجي للدراسة والدراسات السابقة، ويتناول الفصل الثاني الإطار النظري للدراسة ويحتوي المبحث الاول علي التضخم المضمون والآثار ويحتوي المبحث الثاني علي سعر الصرف المضمون والآثار والمبحث الثالث يتناول مفهوم وأنواع الودائع المصرفية، المبحث الرابع يتناول مفهوم الأسواق المالية والشركات المنشأة بغرض خاص أما الفصل الثالث يتناول الأسواق المالية والأوراق المالية الحكومية في السودان المبحث الاول يتناول نشأة شركة السودان للخدمات المالية ويتناول المبحث الثاني الأوراق المالية الحكومية التي تروجها شركة السودان للخدمات المالية، ويتناول المبحث الثالث نشأة سوق الخرطوم للأوراق المالية، المبحث الرابع حركة التداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية، ويتناول الفصل الرابع الإطار التطبيقي للدراسة المبحث الاول يتناول توصيف وبناء النموذج وفحص البيانات والمبحث الثاني يتناول تقدير وتقييم النموذج والمبحث الثالث يتناول مناقشة الفرضيات والنتائج والتوصيات.

وأخيراً قائمة المراجع والمصادر والملاحق .

المبحث الثاني

الدراسات السابقة

دراسة رقم (1) : رسالة ماجستير في الاقتصاد إعداد: معاوية بابكر الشيخ ، جامعة النيلين (2005م) : بعنوان : شهادات المشاركة الحكومية شهامة كاداة لإنفاذ السياسة المالية في السودان (1999-2004م) .

أهداف البحث :

البحث يستكشف مدى الإستفادة من شهادات المشاركة الحكومية "شهامة" في تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية الكلية وإمكانية التوسع في إستخدام شهادات شهامة لتوفير التمويل اللازم للنفقات بشقيها (الجاري والتنمية) ، بحيث تكون المساهمة لها تأثيراتها البينة في إحداث نقلة نوعية وكمية تعظم المنفعة الاقتصادية لها، بحيث تدعم وتسهم في تحقيق الأهداف المرجوة للإرتقاء بالوضع الاقتصادي.

منهجية البحث:

لنقصي دور شهادات المشاركة الحكومية (شهامة) في إنفاذ السياسة المالية للسودان خلال فترة الست سنوات (1999-2004م) ومن خلال مشكلة البحث والفرضيات المطروحة تم العمل علي إستخدام المنهج الوصفي والتحليلي ، بدءاً بجمع المعلومات والبيانات من مصادرها الأولية والثانوية المختلفة وتصنيفها وترتيبها وفق تناول مباشر يصلح كمؤشر لإختبار الفرضيات التي يطرحها البحث.

النتائج:

1- عملت الدولة علي إصدار شهادات المشاركة الحكومية (شهامة) وهي عبارة عن صُكوك مالية تقوم علي أساس شرعي تصدرها وزارة المالية والاقتصاد الوطني نيابة عن حكومة السودان بواسطة شركة السودان للخدمات المالية المحدودة وتهدف الى تحقيق العديد من الأهداف يتمثل أبرزها في:

المساهمة في سد عجز الموازنة وتوفير موارد حقيقية تسهم في كبح جماح الإنفلات التضخمي وتشجيع الاتجاه نحو الإدخار والإستثمار وتنشيط وتطوير أسواق رأس المال المحلية والمساهمة في توفير تمويل للمشروعات التنموية الإستراتيجية وإدارة السيولة علي مستوى الاقتصاد الكلي.

2- حققت شهادات المشاركة الحكومية (شهادة) خلال الفترة (1999-2004م) موارد بلغت جملتها حوالي (398.5 مليار دينار).

3- أسهمت الموارد المختلفة في (شهادة) في تخفيف العبء علي الدولة لمقابلة الازمات الطارئة كما أسهمت في سد عجز الموازنة بما يعادل حوالي (33%) من إجمالي العجز المسجل خلال الفترة (1999-2004م).

4- ساهمت الى حد ما في تحريك سوق الأوراق المالية عبر التداول في السوق الثانوية والذي شهد تصاعد عدد الشركات العامة كوكالات بالسوق من ((5) شركات سنة 1999م إلى (21) شركة في العام 2004م)، كما يمكن أن يعزي النجاح الكبير في إستقطاب شريحة الأفراد للتعامل في السوق لـ (شهادة) مما أسهم في نشر ثقافة الإدخار وشيوعها وجذب المزيد من المستثمرين.

دراسة رقم (2): رسالة ماجستير في المحاسبة إعداد: عصام عباس محمد فضل المولى، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا (2008م) : **بغنوان :** دور المعلومات المحاسبية في قياس كفاءة سوق الخرطوم للأوراق المالية دراسة تحليلية تطبيقية.

أهداف الدراسة :

1. تحديد الدور الذي تساهم به المعلومات المحاسبية في قياس درجة كفاءة سوق الخرطوم للأوراق المالية.
2. تحديد مدى إعتداد المستثمرين علي المعلومات المحاسبية المتوفرة بالقوائم المالية ومدى ثقتهم بها.
3. التعرف علي المشاكل التي من الممكن أن تحد من كفاءة السوق وتقديم الحلول الممكنة لحلها.

4. الوقوف علي الدور الذي يمكن أن تلعبه المحاسبة كنظام للمعلومات في حث المستثمرين علي الاقبال للتعامل في سوق الخرطوم للأوراق المالية.
5. تحديد مدى إستجابة المستثمرين للمعلومات غير المحاسبية عند إتخاذ القرار الإستثماري.

منهجية الدراسة:

إعتمد البحث علي المنهج الإستنباطي في تحديد طبيعة المشكلة ، والمنهج الإستقرائي لتحديد المحاور الأساسية المتعلقة بالمشكلة ، والمنهج الوصفي التحليلي لتحليل بيانات الاستبانة وإختبار الفروض، والمنهج التاريخي وذلك للوقوف علي تطور سوق الخرطوم للأوراق المالية والإطلاع علي الدراسات السابقة.

النتائج:

توصلت الدراسة الى النتائج التالية:

- 1- حجم الإستثمار في سوق الخرطوم للأوراق المالية يتوقف بصورة كبيرة علي حجم المعلومات المحاسبية المتوفرة مما يبرهن علي وجود علاقة طردية بين حجم المعلومات المحاسبية والإستثمار في سوق الخرطوم للأوراق المالية.
- 2- قرارات المستثمرين بسوق الخرطوم للأوراق المالية تتأثر بمعلومات الوسطاء والسماسرة بصورة أكبر من تأثرها بمعلومات التقارير والقوائم المالية.
- 3- وعي المستثمر وخبرته تسهم في إتخاذ قرارات إستثمارية سليمة.
- 4- التكامل ما بين المعلومات المحاسبية والمعلومات الأخرى يحقق مستوى قوى من الكفاءة للسوق.
- 5- من كل ذلك يمكن أن نخلص إلي أن سوق الخرطوم للأوراق المالية يتمتع بدرجة كفاءة ضعيفة.

دراسة رقم (3): رسالة ماجستير في المحاسبة إعداد: سمية عثمان بشير، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا عام (2009م): **بغنوان:** أثر رقابة المؤسسات المالية علي تنشيط أسواق المال (دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية 1995-2006م).

أهداف الدراسة:

تهدف الدراسة لآتي:

- 1 - التعرف علي أداء سوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة (1995-2006م).
- 2 - دراسة المؤسسات الرقابية ذات الصلة بالاشراف علي سوق الخرطوم للأوراق المالية ومعرفة دور كل جهة علي توجيه السوق.
- 3 - التعرف علي مدى التعارض او التجانس في اداء المؤسسات الرقابية علي نشاط سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال فترة الدراسة .

منهجية الدراسة :

إتبعَت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي للوصول لنتائج محددة بشأن مشكلة الدراسة ويتم الاعتماد في ذلك علي مصادر البيانات الثانوية كالمراجع والكتب والدوريات ذات الصلة بموضوع الدراسة بالإضافة الى مصادر المعلومات الأولية مثل التقارير والمقابلات مع ذوي الاختصاص في مجال الدراسة.

النتائج:

- 1 - للرقابة أهمية قصوى في تطوير وضبط الاداء بالمؤسسات المالية الإنتاجية.
- 2- غياب الجهة الرقابية الواحدة ساهم في عدم مواكبة السوق بالتقنية الالكترونية وربطه بالشبكات.
- 3- البطء في التنبؤ والتسوية والتقصا بسبب النظام اليدوي المتبع أسهم في تخوف المستثمرين وتوزيع الأرباح.

دراسة رقم (4): رسالة دكتوراة في إدارة الأعمال إعداد: محمد الفاتح محمود بشير-
جامعة النيلين (2005م) : بعنوان : دور الإستثمار في الأوراق المالية من منظور إسلامي
"دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية".

أهداف الدراسة:

- 1- لبيان أهمية أسواق الأوراق المالية في الحياة الاقتصادية حيث أنها تسهل عملية البيع والشراء وتسهل للمتعاملين الاتجار دون توقف وأنها أداة في تأسيس المشروعات دون تعقيد أو تعويض .
- 2- بيان الصيغ الشرعية التي تكتمل بها سوق الأوراق المالية ثم تحليلها ونقدها من منظور إسلامي .
- 3- بيان شروط وضوابط إقامة سوق أوراق مالية إسلامية وذلك من خلال التقويم الشرعي لسوق الأوراق المالية العصرية وتنمية المعاملات التي تتم وفقاً لأحكام الشرع .
- 4- البحث عن المميزات التي يفضلها المستثمر والذي يبحث عن الإستثمار المثالي الذي يضمن له ثلاثة أمور:

أ- المحافظة علي رأس المال .

ب- تقديم أكبر نسبة ممكنة من الربح.

ج- السيولة : إمكانية تسهيل الإستثمارات متى احتاج المستثمر ودون خسائر ، ولذلك ومن أهداف البحث تحليل النسب المالية للقوائم المالية التي قامت الشركة بإعدادها ونشرها عن نشاطها سواء كان متصلاً بالأرباح والخسائر أو الميزانيات الفعلية في محاولة لمعرفة الأسهم التي تحقق فيها شروط الإستثمار السابقة والإستثمار فيها .

منهجية الدراسة:

تم إستخدام المنهج الوصفي التحليلي والذي يعتمد علي جمع البيانات وتحليلها وإستخلاص النتائج وهو ما يتوافق مع ندرة المعلومات الى جانب المنهج الإستقرائي التحليلي في جوانب المنهج التاريخي القياسي.

النتائج :

- 1- البورصة هي مكان معلوم ومحدد مسبقاً يجتمع فيه المتعاملون بغرض القيام بعمليات التبادل بيعاً وشراءً وهي أنواع متعددة منها بورصة الأوراق المالية.
- 2- بدأ العمل في سوق الخرطوم للأوراق المالية بتداول أسهم الشركات المساهمة العامة ومع التطور الذي واكب عمل السوق تنوعت الأدوات المستخدمة علي النحو التالي:

- أسهم شركات المساهمة العامة.
- صكوك صناديق الإستثمار.
- شهادة المساهمة الحكومية التي تصدرها وزارة المالية نيابةً عن الحكومة.

- 3- إستفاد السودان من تجارب الدول التي سبقتة في هذا المجال الا انه امتاز علي تلك الدول بانه الدولة الوحيدة التي نص قانون الاوراق المالية أن تعمل البورصة وفق موجهات الشريعة الإسلامية، ولا تسمح باي نوع من التبادل لا يتفق مع الصيغ الإسلامية كبيع الآجل والعقود الأخرى التي تتسم بالغرر والجهالة وللسوق هيئة رقابة شرعية تختص بالرقابة علي أعمال السوق والتأكد بالالتزامها علي احكام الشريعة الإسلامية.

- 4- ضعف المشاركة الفعالة للقطاع الخاص في السوق .

- 5- ضيق السوق الأولي ومحدودية التعامل في السوق الثانوي وذلك لإنخفاض معدلات الإدخار لاغلب شرائح المجتمع مما يقلل الامكانيات المالية المتاحة للاستثمار.

- 6- الإنخفاض النسبي للعائد علي الأسهم المدرجة في السوق مما لا يحفز كثيراً من المستثمرين علي الإستثمار في الأسهم.

دراسة رقم (5): رسالة دكتوراة في الاقتصاد، إعداد: الشيخ عووضة ابو القاسم احمد، جامعة ام درمان الإسلامية (2008م): بعنوان: التوريق ودورة في تعبئة المدخرات دراسة تجربة شهادات المشاركة الحكومية "شهادة" للفترة (1999-2006م).

أهداف الدراسة:

- 1- تقييم وتقويم تجربة السودان في مجال التوريق ومدى شرعية الصكوك المستحدثة.

- 2- بحث إمكانية التوسع في مجال هذه الصناعة في السودان في ظل النظام الاقتصادي المطبق.
- 3- دراسة مساهمة شهادات المشاركة الحكومية شهامة في سد عجز الموازنة وأثرها علي حجم الدين الداخلي.
- 4- الى أي مدى ساهمت شهادات شهامة في إحداث حراك في النشاط الاقتصادي بطريقة مباشرة او غير مباشرة.
- 5- دراسة أثر شهادات شهامة كاداة تمويل حديثة وكنموذج إسلامي لصناعة التوريد علي الاداء المالي للدولة وعلي بعض المتغيرات الاقتصادية.
- 6- بحث إمكانية وإستحداث أدوات مالية شرعية أخرى مستفيدين من تجربة شهامة واستناداً الى الاصول والموجودات العينية التي تمتلكها الحكومة المركزية وحكومات الولايات والمؤسسات الإنتاجية من خلال عملية التوريد.

منهجية الدراسة:

لتحقيق أهداف الدراسة استخدم البحث المنهج التاريخي بجمع المعلومات من المصادر الثانوية والمنهج الوصفي (داسة حالة) بإستخدام التحليل والقياس لتحليل المعلومات والبيانات المتاحة واجراء العمليات القياسية لقياس العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية المختلفة لتحقق من فرضيات البحث.

النتائج:

1- كبر حجم الاعداد المُصدرة من شهادات المشاركة الحكومية (شهامة) حيث بلغ عدد الشهادات المُصدرة والمبيعة خلال الفترة من اول إصدار في الربع الاول من عام 1999م حتى اكتوبر 2006م (31 مزاداً) عدد 2.083.502 شهادة حققت للدولة موارد مالية بلغت حوال 1.04 بليون دينار.

2- إن كمية الشهادات المُصدرة سنوياً تشهد زيادة كبيرة من عام لآخر بسبب زيادة الطلب عليها حيث إرتفع عدد الشهادات المُصدرة من 2.945 شهادة في العام الاول للإصدار (1999م) حتى وصل عدد الشهادات المُصدرة إلى 728.827 شهادة في عام 2006م بقيمة إجمالية قدرها 364.4 مليار دينار تقريباً.

3- جاءت نسبة إستثمارات الجهات الاربعة المستثمرة في شهامة خلال الفترة من 1999-2006م كالآتي:

- بنك السودان 13%.

- البنوك التجارية 32%.

- الصناديق واللجان 26%.

- الافراد 29%.

4- عند مقارنة قيمة العوائد المتحققة من مبيعات شهامة في عام 2006م والبالغ قدرها 364.4 مليار دينار مع إجمالي الإيرادات العامة وإجمالي الإنفاق العام في هذا العام، نجد انها تمثل نسبة 24.2% تقريباً من (الإيرادات) ونسبة 20% تقريباً من (الإنفاق).

5- قصر فترة عمر شهادة شهامة (عام) مع إرتفاع العائد عليها مقارنة بفرص الإستثمار الأخرى يؤدي إلى إرتفاع تكلفة التمويل الذي يتم من خلال ما تحققه من موارد.

6- ساهمت شهامة في توفير موارد مالية كبيرة من مصادر تمويل حقيقية استفادت منها الحكومة (وزارة المالية) في تغطية عجز الموازنة وتغطية الصرف الجاري ولم يستفاد من عائداتها في إنشاء مشاريع مدروسة او مخطط لها.

7- ساهمت شهامة في تنشيط حركة التداول بسوق الخرطوم للأوراق المالية.

8- ساهمت شهادات المشاركة الحكومية شهامة بالتاثير علي الاداء المالي للدولة من حيث:

- المساهمة في سد عجز الموازنة من مصادر تمويل حقيقة وتقليل إعتماد الدولة علي الإستدانة من النظام المصرفي (التمويل بالعجز) رغم إرتفاع تكلفة التمويل.

- المساهمة في التحكم في عرض النقود حسبما هو مستهدف بخفض معدل النمو في عرض النقود ليكون في حدود 25%.

- زيادة حجم الدين الداخلي.

9- لم يؤثر استثمار الافراد والصناديق في شهامة علي حجم الودائع الإستثمارية لدى المصارف حيث واصل معدل النمو في حجم الودائع الإستثمارية بالمصارف التجارية الإرتفاع بصورة مضطردة خلال الفترة محل الدراسة (1999-2006م)، وقد قامت البنوك التجارية نفسها بإستثمار جزء مقدر مما لديها من موارد مالية في شهامة.

10- أثرت شهامة بطريقة مباشرة وغير مباشرة في حركة بعض المؤشرات (المتغيرات) الاقتصادية.

- المساهمة في إرتفاع وإستدامة معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي.
- المساهمة في خفض معدل التضخم ليكون في حدود الرقم الأحادي.
- زيادة حجم الإدخار ورفع الميل الحدي للإدخار للأفراد بإيجاد بديل إستثماري مقبول لتوظيف ما لديهم من فوائض مالية او مدخرات مجمدة.
- المساهمة في إرتفاع وثبات سعر صرف العملة المحلية مقابل العملات الاجنبية .

دراسة رقم (6): رسالة دكتوراة في الإقتصاد ، إعداد: أزهرى الطيب الفكي ، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا (2012م) : **بغنوان :** دور الصُكوك الإسلامية في تمويل التنمية الاقتصادية والاجتماعية في السودان دراسة حالة (شركة السودان للخدمات المالية للفترة 1998-2010م).

أهداف الدراسة:

1. قياس أثر الصُكوك الإسلامية كأداة من أدوات تمويل مشروعات التنمية الاقتصادية الاجتماعية في السودان.
2. تحديد دور الصُكوك كأداة هامة وأساسية من أدوات إدارة السيولة بالنسبة للسياسة النقدية.
3. كما تهدف الى تقويم تجربة السودان في إصدار صُكوك إسلامية وإستخدامها للوصول الى نتائج تخدم صياغة نموذج تحليلي علمي من خلال حصر وتحليل بيانات جميع إصدارات الصُكوك في السودان منذ (1998-2010م) .

4. تهدف الدراسة لمعرفة الدور الذي تلعبه شركة السودان للخدمات المالية المحدودة بتوفيرها لموارد مالية مقدرة لتمويل التنمية الاقتصادية والاجتماعية في السودان من خلال تنفيذ مهامها باعتبارها شركة ذات غرض خاص يتمثل في إصدار الصُكوك الإسلامية السيادية ومتابعة تنفيذ المشروعات الممولة عبر الصُكوك.

منهجية الدراسة:

اتبعت الدراسة المنهج الإستنباطي لتاصيل مشتقات ومنتجات الادوات المالية الإسلامية لاداء السيولة والسياسات النقدية من منتجات الصُكوك الإسلامية كنموذج من نماذج الإقتصاد الإسلامي كما تتبع المنهج التاريخي لتقييم ودراسة التجارب المختلفة ومن ثم إتخاذ مناهج فرعية لوصف الظاهرة محل البحث من خلال إستخدام المنهج الوصفي جنباً إلى جنب مع المنهج التحليلي لتحليل إصدارات الصُكوك ومكوناتها من خلال الدراسة الميدانية التطبيقية لتحليل تجربة السودان بواسطة أدوات التحليل الإحصائي والنماذج الرياضية المناسبة وفقاً لما توفره أدوات البحث العلمي من مقابلات ومسح ميداني بما تقتضيه إتجاهات الدراسة وسيتم الحصول علي البيانات من مصادرها الأساسية من مستندات وتقارير شركة السودان للخدمات المالية المحدودة وبيانات بنك السودان المركزي ووزارة المالية وسوق الخرطوم للأوراق المالية وغيرها من بيانات تتعلق بالمشروعات الممولة من الصُكوك بغرض تقويم التجربة.

ويعتمد النموذج علي قياس دور الصُكوك الإسلامية المُصدرة بواسطة شركة السودان للخدمات المالية المحدودة في التنمية الاقتصادية والاجتماعية في السودان وذلك الاستعانة ببرامج الحزم الإحصائية للعلوم الإجتماعية بناءً علي العلاقات التالية :

- i ≡ العلاقة بين حجم الإكتتاب و حجم الناتج المحلي الإجمالي
- ii ≡ العلاقة بين حجم الإكتتاب وميزانية التنمية.
- iii ≡ العلاقة بين حجم الإكتتاب وحجم الودائع بالجهاز المصرفي.
- iv ≡ العلاقة بين حجم الإكتتاب وحجم المشروعات الممولة من الصُكوك.
- v ≡ العلاقة بين حجم الإكتتاب وحجم الدين الداخلي.
- vi ≡ العلاقة بين حجم الإكتتاب وحجم التداول بسوق الخرطوم للأوراق المالية.
- vii ≡ العلاقة بين حجم الإكتتاب ومتوسط الأرباح المحققة من الصُكوك.

Viii ≡ العلاقة بين حجم الإكتتاب وحجم التمويل المصرفي ومن ثم سيتم اختبار أثر حجم الإكتتاب في الصُكوك المصدرة علي هذه المتغيرات مجتمعة وفقاً للنموذج الخطي التالي .

$$\gamma = \alpha + \sum_i^n = b_1 \text{ ix}$$

النتائج:

- 1- صلاحية الصُكوك الإسلامية لإستخدامها كبديل شرعي لأدوات الدين العام التقليدية في مجال سد العجز في الموازنة العامة او لأغراض السياسة النقدية من خلال عمليات السوق المفتوحة.
- 2- تعتبر شركة السودان للخدمات المالية المحدودة ذات شخصية إعتبارية مستقلة تمكنها من العمل دون تدخل جهات خاصة او عامة.
- 3- ما زالت الصُكوك والشهادات الحكومية تتمتع بثقة عالية بين الجمهور بالرغم من إنخفاض معدل الأرباح من 33%-13% مع تاخر السداد في بعض الاحيان لأكثر من إسبوع.
- 4- نجحت الدولة في إستحداث آليات ووسائل إسلامية لإدارة عمليات السياسة النقدية وتمويل عجز الموازنة وفي إيجاد مصادر لتمويل المشاريع التنموية حيث بدأت التجربة بشهادة البنك المركزي شمم التي كانت تهدف أساساً لإيجاد وسيلة تستخدم في عمليات السوق المفتوح ونجحت هذه الشهادات وادت دورها بالكامل للفترة من 1998م - 2004م ولم يكن لها دور في تمويل عجز الدولة مثل شهادات شهامة التي اعقبتها عام 1999م والتي ما زالت تسجل نجاحاً بعد نجاح بعد السمعة الحسنة والشهرة الجيدة التي تمتعت بها حيث ووفرت موارد مالية للدولة تجاوزت 9.5 مليار جنية سودان في نهاية عام 2010م لمقابلة التزامات الدولة الجارية التنموية ، كما انها لم تبخل علي السياسة النقدية بشيء فهي الشهادة المفضلة لدى البنك المركزي في عمليات السوق المفتوح حتى بدأ مشروع التسويات الآتية:

"المعروف بسراج" بهذه الشهادة كما أن المستثمر الوطني والاجنبي يفضلها علي غيرها لآجلها المحدود بعام وسهولة تسيلها حيث أنها أنشط الشهادات تدأولاً في سوق الخرطوم للأوراق المالية ، اما البنوك التجارية التي تمثل نسبة لا تقل بأي حال وفي أي وقت عن 40% من حصيلة الشهادات

فإنها تفضلها باعتبارها استثمار آمن يحقق مستوى ربحية مجزي كما يفضلها عندما يقدمها عملاء الإستثمار كرهن لعملياتهم التمويلية مما يقلل من مخاطر التعثر.

المشكلة الأساسية التي تعترض إصدار هذه الشهادات تتمثل في تآكل وتناقض الأصول المملوكة للدولة التي يمكن أن تدخل كمكونات لشهادات جديدة رغم معاناة وزارة المالية من تفاقم الدين الداخلي والتي تمثل نسبة عالية منه، أما صكوك الإستثمار الحكومية فبجانب خدماتها للسياسة النقدية فإن غرضها الأساسي هو تمويل التنمية الاقتصادية والاجتماعية ، حيث تم توفير مبالغ تجاوزت 2.7 مليار جنيه سوداني منذ إنطلاقها في 2003م وحتى نهاية 2010م كما مكنت جمهور المستثمرين من تحقيق أرباح تراوحت ما بين 16% إلى 20% في العام مع تنفيذ العديد من مشروعات التنمية الاقتصادية والاجتماعية في كافة الولايات وفي مختلف القطاعات والانشطة الاقتصادية ، مثلها ومثل شهادات شهامة التي استخدم بعضها في اغراض تمويل الصرف الجاري وبالنسبة لشهادات البنك المركزي بخلاف شمم وقد اصدر بنجاح شهادات شهاب لاغراض السياسة النقدية الا إنها مخصصة للمصارف العاملة بالسودان ولم يتم تداولها في السوق أما إصداره شموخ التي تمثل شهادات صندوق الإستثمار الجماعي بالعملة الاجنبية فهي أول إصدار لشهادات بالعملة الصعبة فلم تحقق الهدف المرجو منها بتمويل إستيراد سلع إستراتيجية بغرض تمكين البنك المركزي من إدارة موارد النقد الاجنبي مع تحقيق أرباح مجزية للمستثمرين بالعملة الحرة.

5 - بعد إنخفاض تداول أسهم شركات الإتصالات في سوق الخرطوم للأوراق المالية في السنوات الاخيرة أصبح المحرك الأساسي للتداول الصكوك الحكومية حيث أصبحت تحوز علي نسبة تداول تتجاوز 80% في بعض الاحيان ورغم أن هذا لا يصب في مصلحة السوق باعتماده علي عامل واحد الا أنه يشير الى مدى توفر الثقة في الصكوك وبالاخص شهامة ذات نسبة التداول الاعلي مع ان السوق تفرض رسوماً تحد في بعض الاحيان من التداول لما يتعرض له العميل من خسارة نتيجة فرض عمولات ، منسوبة للقيمة الاسمية للشهادة.

6- أسهمت الصكوك كثيراً في استقرار سعر الصرف وكبح جماح التضخم عن طريق سحب السيولة من ايدي الجمهور مع استقطاب موارد من العملات الصعبة حيث بلغت نسبة الإستثمار الاجنبي أكثر من 10% من إصدارات شهامة عند أسوء الظروف حيث تجاوزت في بعض الإصدارات نسبة تعادل ثلث الإصدار.

7- أن نسبة الديون الناتجة عن الصُكوك أن جاز تسميتها لاغراض حصر التزامات الدولة ما زالت نسبة بسيطة لم تبلغ 10% من جملة الناتج القومي الإجمالي مما يتيح فرصة لإصدار المزيد من الصُكوك ولكن مع مراعاة الحيطة والحذر رغم أن التزامات الصُكوك مع بقية مصادر الدين الداخلي لم يبلغ بعد نسبة 14%.

8- أسهمت الصُكوك في توفير تمويل مقدر لبعض المشروعات التنموية الاقتصادية والاجتماعية ووضعت لها شروطاً وضوابطاً محكمة الا انه في كثير من الحالات لم يتم الالتزام بهذه الضوابط والأسس مما حدا بالتمويل وانحرف به عن الهدف المنشود في بعض المشروعات.

دراسة رقم (7): رسالة دكتوراة في إدارة الاعمال إعداد: عبد الله علي عجبنا فضل، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا (2012م): بعنوان: محددات إصدار صُكوك الإستثمار الإسلامية من قبل منظمات الاعمال دراسة حالة التجربة السودانية (1998-2011م) .

أهداف الدراسة:

1-لقاء الضوء علي تجارب بعض البلدان التي نجحت في إصدار الصُكوك الخاصة مثل ماليزيا والسعودية والبحرين واستخلاص الدروس للاستفادة منها في تجربة إصدار الصُكوك من قبل منظمات الاعمال في السودان.

2- التوصية للجهات الرقابية والقانونية بمراجعة القوانين المنظمة لإصدار الصُكوك من قبل منظمات الاعمال.

3- التوصية بنشر الوعي وثقافة الإستثمار وسط منظمات الاعمال والجمهور وذلك لتشجيعهم علي طرح الصُكوك والإستثمار مما يعود بالفائدة علي الإقتصاد القومي ككل.

4- إبراز أهمية الصُكوك بمختلف اطراف العملية الإستثمارية إذ انها تمثل مصدراً مهماً للتمويل بالنسبة لمنظمات الاعمال المُصدرة وتمثل قناة إستثمارية مهمة للمستثمرين والعلماء كما ان زيادة الإصدار يدعم السوق الاولي والثانوي مما ينعش سوق الأوراق المالية مما ينعكس علي الإقتصاد القومي.

منهجية الدراسة:

1 - المنهج الوصفي التاريخي لدراسة الحاجة التي أدت الى إبراز دور صُكوك الإستثمار الإسلامية من ناحية قدرتها علي تعبئة الموارد وتوفير التمويل.

2- الإسلوب التحليلي الإحصائي حيث يتم تحليل البيانات الميدانية التي يتم الحصول عليها من اجل اختبار فرضيات البحث.

3 - إستخدام برنامج الحزم الإحصائية SPSS لإختبار فرضيات البحث .

النتائج:

1- تعتبر تجربة إصدار الصُكوك من قبل منظمات الاعمال في السودان لإصدار الصُكوك الخاصة تجربة ناجحة ومفيدة.

2 - يوجد عدد من المحددات والعوامل المؤثرة في إصدار الصُكوك بشكل عام ومن واقع البيانات المتحصلة من الخبراء في صناعة الصُكوك تم تحديد العديد من المحددات الرئيسية التي تؤثر في صناعة الصُكوك الخاصة في السودان وهي الوعي بالصُكوك من قبل الافراد والمستثمرين ، والضمانات والعائد المرتفع علي الصُكوك الحكومية ، والقانون المنظم لصناعة الصُكوك في السودان وهو قانون الصُكوك لعام 1995م.

3- تشير البيانات المتوفرة من بنك السودان وشركة السودان للخدمات المالية الى المشاركة الواسعة لمنظمات الاعمال السودانية مصارف وشركات وصناديق في شراء الشهادات الحكومية (شهادة وصرح) اذ بلغت نسبة مشاركة منظمات الاعمال في شهامة 62% عام 2005م و66% في عام 2006م و73% عام 2007م و70% عام 2008م و74 عام 2004م و71% عام 2010م.

4- غالبية المستثمرين حملة الصُكوك تعرفوا علي الصُكوك مباشرة عن طريق شركة السودان للخدمات المالية وهي الجهة المُصدرة للصُكوك الحكومية وهذا يشير الى ضعف إستخدام الوسائل الإعلامية في الترويج لهذه الصُكوك.

5- عدم معرفة وإلمام المستثمرين بالصُكوك التي تصدر عن منظمات الاعمال مما يجعلهم لا يقبلون عليها وهو امر يؤثر سلباً في إصدار الصُكوك من قبل منظمات الاعمال ، كما ان غالبية منظمات الاعمال ليس لها المعرفة والالامام بالصُكوك وكيفية إصدارها وصورها وآلياتها مما أثر سلباً في إصدار الصُكوك من قبل تلك المنظمات.

6- ان العائد المحقق من الصُكوك الحكومية يعتبر عائداً مرضياً للمستثمرين فيها وانه السبب الرئيسي لدخول المستثمرين في الإستثمار في الصُكوك الحكومية وان العائد المرتفع هو الذي يجعل

المستثمرين يفضلون شراء الصُكوك الحكومية علي الصُكوك التي تصدرها منظمات الاعمال مما أثر سلباً في إصدار صُكوك منظمات الاعمال .

7- غالبية المستثمرين حملت الصُكوك لم يطلعوا علي قانون الصُكوك لعام 1995م وان نسبة الغالبية من الذين اطلعوا عليه يرون انه مرضي وان الشروط الواردة فيه غير مقيدة لإصدار الصُكوك الخاصة واشاروا رغم رضائهم عنه إلا انه يحتاج لان يتضمن عبارات تشير صراحةً الى منظمات الاعمال باعتبارها جهات مصرح لها بإصدار الصُكوك حتى لا يتخوف العملاء من شراء الصُكوك الصادرة عن تلك المنظمات ، كما تشير نتائج الدراسة الى عدم اطلاع وعدم معرفة منظمات الاعمال بقانون الصُكوك لعام 1995م وقد اشار الخبراء في صناعة الصُكوك الى ضرورة تعديل هذا القانون ليواكب التطور في صناعة الصُكوك الخاصة وإصدار الصُكوك من قبل منظمات الاعمال.

دراسة رقم (8): رسالة دكتوراة في الاقتصاد ، إعداد رامز داؤد صالح داؤد ، جامعة الزعيم الازهري (2015م): بعنوان: دور اسواق المال في تشجيع الإستثمار المالي في السودان دراسة حالة سوق الخرطوم للاوراق المالية للفترة (2000-2013م) .

أهداف الدراسة:

- 1 - التعرف علي المشاكل والمخاطر التي تواجه الإستثمار في الاوراق المالية في السودان .
- 2 - التعرف علي الاوراق المالية التي يجري التعامل بها في الاسواق المالية .
- 3 - دراسة سوق الخرطوم للاوراق المالية والاساليب المتبعة للنهوض برؤوس الاموال واستثمارها في جوانب متعددة في الاقتصاد .

منهجية الدراسة:

اتبعت الدراسة المنهج الوصفي والتاريخي والاحصائي والاستقرائي ودراسة الحالة والتحليل الإحصائي .

النتائج:

- 1- تذبذب سعر الصرف سبب في تدني الاستثمار في سوق الخرطوم للأوراق المالية .
 - 2- ارتفاع معدل التضخم لة الاثر المباشر لعزوف المستثمرين في الإستثمار الاوراق المالية والبحث عن وجهة استثمارية اخري .
 - 3- اعتماد السوق علي الصناديق والصكوك وضعف مساهمة القطاعات الاخري .
- دراسة رقم (9) : رسالة دكتوراة في الاقتصاد ، إعداد : أزل ازهري عبدالرحمن مختار ، جامعة الزعيم الازهري (2017م): بعنوان: دور الاسواق المالية في التنمية الاقتصادية في السودان (2004-2015م) .

أهداف الدراسة:

- 1- التعرف علي سوق الخرطوم للأوراق المالية والأوراق المتداولة فيه والقطاعات المكونة له.
- 2- التعرف علي صكوك الاستثمار الحكومية (صرح) ودورها في التنمية الاقتصادية.
- 3- قياس مدي مساهمة سوق الخرطوم للأوراق المالية في عملية التنمية من خلال مساهمة في الناتج المحلي الاجمالي وسد عجز الموازنة العامة.

منهجية الدراسة:

اتبعت الدراسة المنهج الاستنباطي والوصفي التحليلي والتاريخي .

النتائج:

- 1- ضعف الادخار نتيجة لانخفاض دخل الفرد ينعكس سلباً علي نشاط السوق .
- 2- عدم الاستقرار النقدي والمالي (إرتفاع معدلات التضخم والتقلبات في سعر الصرف) ينعكس سلباً علي نشاط سوق الخرطوم للأوراق المالية .
- 3- يعتبر قطاع البنوك وشهادات المشاركة الحكومية (شهادة) من اكثر القطاعات تداولاً في سوق الخرطوم للأوراق المالية .

4- صكوك الاستثمار الحكومية (صرح) تستخدم إيراداتها في تمويل التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

5- أصدرت شهادات المشاركة الحكومية (شهادة) بهدف توفير اليات للبنك المركزي تمكّنة من إدارة السيولة وكذلك وسيلة لتمويل عجز الموازنة.

6- تسيطر شهادات المشاركة الحكومية شهادة علي حركة التداول في السوق مما يؤثر سلباً علي مؤشر السوق.

7- تؤثر شهادات شهادة وصكوك صرح ايجابياً علي الناتج المحلي الاجمالي .

أوجه الشبة والاختلاف بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة:

أولاً: وجه الشبة:

تتفق هذه الدراسة مع الدراسات السابقة في تناول الإطار النظري لشهادات شهامة ودورها في تحريك نشاط سوق الخرطوم للأوراق المالية وكذلك في تناول الأوراق المالية الحكومية التي تروجها شركة السودان للخدمات المالية وعلاقتها بالقطاع المصرفي والجمهور والصناديق الإستثمارية وشركات الوساطة المالية.

ثانياً: أوجه الاختلاف:

تناولت هذه الدراسة أثر التضخم وسعر الصرف والودائع المصرفية في العائدات التي يتم الحصول عليها من الإستثمار في شهادات شهامة للفترة من (1999م - 2016م) في صيغة قياسية، وكذلك تحليل الفرق بين عائدات شهادات شهامة وهوامش ارباح الودائع المصرفية ودراسة أثر القطاعات التي تساهم في مبيعات الأوراق المالية الحكومية، وهي مايميزها عن الدراسة السابقة التي تناولت شهادات شهامة كاداه لتنفيذ السياسة المالية والمساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية ودورها في تعبئة المدخرات.

الفصل الثاني

الإطار النظري للدراسة

المبحث الأول: التضخم المضمون والآثار.

المبحث الثاني: سعر الصرف المضمون والآثار.

المبحث الثالث: مفهوم وأنواع الودائع المصرفية.

المبحث الرابع: مفهوم الأسواق المالية والشركات المنشأة بغرض خاص.

مقدمة:

يعتبر التضخم وسعر الصرف والودائع المصرفية من المؤشرات الاقتصادية التي لها تأثير كبير علي حجم النشاط الاقتصادي لأي دولة سواء ان كانت دولة متقدمة او نامية فالتغيرات التي تحدث في التضخم وسعر الصرف خاصة اذا كانت نحو الإرتفاع فانها تؤثر علي مستوي الدخل الحقيقي للأفراد وحجم التبادل التجاري بين الدول مما يؤدي الي حدوث عجز في ميزان المدفوعات نتيجة لزيادة الواردات وإنخفاض الصادرات والتي يكون معظمها في شكل مواد خام وبالتالي تندهور قيمة العملة الوطنية، وينعكس ذلك علي تحقيق عملية النمو والتنمية الاقتصادية ورفع مستوي المعيشة وتحقيق الرفاهية الاقتصادية، وتمثل الودائع المصرفية مصدر مهم لموارد المصارف التجارية والتي لها دور مهم وفعال في تمويل المشاريع الإستثمارية وتحريك النشاط الاقتصادي، ومن هنا برزت دراسة هذه المتغيرات ومعرفة الاسباب التي تؤدي الي تقلباتها والآثار الناتجة عنها وكيفيه مواجهتها، ولأسواق المالية دور مهم في تداول الأوراق المالية وتحريك النشاط الاقتصادي.

في هذا الفصل سنتناول دراسة التضخم المضمون والآثار وسعر الصرف المضمون الآثار وانظمتة ومفهوم وأنواع الودائع المصرفية والأسواق المالية والشركات المنشأة بغرض خاص.

المبحث الاول

التضخم المضمون والآثار

أولاً: مفهوم التضخم:

يعتبر التضخم من المتغيرات الاقتصادية المهمة التي لها تأثير كبير علي النشاط الاقتصادي وله عدة مفاهيم منها:

يعرف التضخم بأنه الإرتفاع المستمر في المستوى العام للأسعار⁽¹⁾.

من التعريف أعلاه يلاحظ ان التضخم مرتبط بالزيادة المستمرة في المستوى العام للأسعار، وان أي زيادة في الاسعار ليس بالضرورة أن تؤدي الي التضخم قد ترتفع اسعار بعض السلع وتنخفض اسعار السلع الأخرى أو تكون ثابتة او تزيد بفعل الظروف الطبيعية والتي تزول بزوال المؤثر، إنما يرتبط حدوث التضخم بالزيادة المستمرة في المتوسط العام للأسعار.

التضخم هو مطاردة كمية كبيرة من النقود لكمية أقل من السلع والخدمات⁽²⁾.

هذا التعريف يعكس التضخم من وجهة نظر نقدية بحثه ترجع حدوث التضخم الي الإختلال مابين الدخل النقدي والعرض الحقيقي للسلع والخدمات وان زيادة كمية النقود وإنخفاض الكمية المعروضة من السلع والخدمات يؤدي الي زيادة الطلب علي السلعة وبالتالي إرتفاع الاسعار وإنخفاض القوة الشرائية للنقود وإنخفاض قيمتها وبالتالي حدوث التضخم .

التضخم هو الزيادة في كمية العملة القابلة للتداول⁽³⁾.

يحدث ذلك عندما تفوق كمية النقود المُصدرة من قبل الجهاز المصرفي حجم النشاط الاقتصادي ويؤدي الي حدوث زيادة في الاسعار والتي تؤدي الي التضخم.

(1) اشرف احمد العدلي، الاقتصاد الكلي (النظرية والتطبيق)، (القاهرة: رؤية للنشر والتوزيع، ط1، 2006م)، ص257.

(2) ناظم محمد نوري الشمري، النقود والمصارف والنظرية النقدية، (القاهرة: دار الازهر للطباعة والنشر، 2010م)، ص389.

(3) المرجع السابق، ص389

التضخم هو الزيادة في الطلب علي السلع والخدمات المتاحة عن تدفقات الدخل الحقيقي .

يعرف التضخم بأنه الهبوط الشديد للقوة الشرائية للنقود ومطالبة العمال باجور تزيد عن النمو في الإنتاجية.

ويحدث ذلك في الدول المتقدمة التي تتمتع بوجود نقابات عمال قوية تطالب بزيادة في مستوي الاجور حتي يتمكنوا من مقابلة الزيادة في الاسعار والحصول علي إحتياجاتهم من السلع والخدمات لان زيادة الاجور تؤدي الي إرتفاع تكلفة الإنتاج وبالتالي إرتفاع الاسعار فضلاً عن الإرتفاع الموجود اصلاً في الاسعار وبالتالي يحدث التضخم .

التضخم هو الإرتفاع المستمر في المستوي العام للأسعار الذي يقيسه الرقم القياسي لنفقة المعيشة او الرقم القياسي لأسعار الناتج المحلي الإجمالي⁽¹⁾.

يعرف التضخم بأنه يعكس الإنخفاض المتواصل للقيمة الحقيقية لوحدة النقود⁽²⁾.

فالقيمة الحقيقية لوحدة النقد في وقت معين تقاس بكمية السلع والخدمات التي يتم شرائها وتتناسب تناسباً عكسياً مع اسعارها.

التضخم هو عبارة عن فائض الطلب الكلي عن العرض الكلي عند مستوي الاسعار السائدة⁽³⁾.

ان الزيادة في الطلب الكلي عن العرض الكلي تؤدي الي إرتفاع الاسعار مما تؤثر علي مستوي المعيشة خاصة اذا كانت الزيادة في الاسعار اكبر من الزيادة في الدخل الحقيقي وبالتالي يحدث التضخم .

من التعريفات السابقة يمكن القول ان التضخم يعكس التفاعل بين العوامل الاقتصادية الكلية التي تشكل التوازن الداخلي والخارجي للاقتصاد وتعكس أثر العلاقة الديناميكية بين المتغيرات

(1) السيد عبدالمعبود ناصف، عثمان محمدعثمان، النظرية الاقتصادية الكلية، (الإسكندرية: المكتب الجامعي الحديث، 1987م)، ص302.

(2) محمد يونس، عبدالنعم مبارك، مقدمة في النقود واعمال البنوك والأسواق المالية، (الإسكندرية: الدار الجامعية للنشر، 2007م)، ص382.

(3) مجيد علي حسين، عفاف عبدالجبار سعيد، التحليل الاقتصادي الكلي، (عمان: دار وائل للنشر، ط1، 2007م)، ص315.

الاقتصادية الكلية والاختلال بينها ويؤثر علي الاوضاع الاقتصادية والاجتماعية والسياسية لذلك لابد من دراسة التضخم ومعرفة أنواعه واثاره وكيفية مواجهته.

ثانياً: أنواع التضخم:

يصنف التضخم الي عدة أنواع حسب المصدر الذي نتجت عنه الضغوط التضخمية منها:

1-التضخم الزاحف:

يقصد به حدوث إرتفاع بطئ ومستمر في المستوي العام للأسعار علي مدي فترة زمنية طويلة ولا يشعر بخطورته الا بعد مرور فترة زمنية طويلة ويحدث ذلك عندما تزداد القوة الشرائية للنقد بنسبة اكبر من الزيادة في عرض كل من السلع والخدمات وعوامل الإنتاج وخاصة خدمات العمل⁽¹⁾.

2- التضخم الاصيل او الصحيح كما اسماء (كينز):

يحدث ذلك عندما لا تقابل الزيادة في الطلب الكلي زيادة معادلة في الإنتاج ويؤدي ذلك الي إنخفاض العرض الكلي وبالتالي إرتفاع الاسعار حتي قبل وصول الاقتصاد الي مستوي الإستخدام الكامل⁽²⁾.

3- التضخم المكبوت:

هذا النوع من التضخم لا يظهر في صورة الإرتفاع في الاسعار وذلك نتيجة لتدخل الدولة لتثبيت الاسعار، مثل دعم السلع الاساسية او إعانة المنتجين ، او وضع ضوابط تحد من الإنفاق الكلي، وبالرغم من ذلك تكون هنالك اثار تضخمية واضحة مثل إنخفاض وزن السلعة وجودتها واختفاء السلع ذات الاسعار الثابتة وظهور طوابير المستهلكين للحصول علي السلع ، لكنهم يحتفظون بموجودات نقدية سائله كبيرة وتحويلها الي قوة شرائية في فترة زمنية لاحقة او شراء السلع المعمرة والعقارات.

(1) اشرف احمد العدلي، مرجع سبق ذكره، ص259

(2) احربي محمد موسي عريقات، مبادئ الاقتصاد (التحليل الكلي)، (عمان: دار وائل للنشر، 2006م)، ص162 .

4- التضخم المفرط:

هذا النوع من التضخم ترتفع فيه الاسعار بمعدلات عالية جداً وتزداد فيه سرعة تداول النقود مما يفقد النقود وظيفتها كمخزن للقيمة ، واستمرار هذا الوضع لفترة زمنية طويلة قد يؤدي الي انهيار النظام النقدي وتنهار قيمة العملة وعادةً ما يحدث ذلك في الانظمة التي تعاني من عدم الاستقرار السياسي والذي ينعكس علي الوضع الاقتصادي والاجتماعي⁽¹⁾.

5- التضخم من جانب الطلب:

هذا النوع من التضخم يكون فيه الطلب علي السلع اكبر من الكميات المنتجة منها في ظل الطاقة الإنتاجية القائمة.

إن محدودية الإنتاج في الاجل القصير او في حالة الإستخدام الكامل وزيادة الطلب التي تؤدي الي إرتفاع الاسعار وبالتالي يحدث التضخم الذي يعرف بتضخم الطلب، لان الزيادة في الطلب لاتقابلها زيادة في الإنتاج.

5- التضخم الصريح:

يتمثل ذلك في الشكل الظاهر للتضخم للإرتفاع المستمر في المستوي العام للأسعار ولا تستطيع الاجراءات التي تتخذها الحكومة للحد من سرعته⁽²⁾.

6- التضخم المستورد:

ينعكس ذلك في تاثير العوامل الخارجية علي اسعار السلع المحلية ، فكلما اعتمد الاقتصاد علي السلع الخارجية يؤدي ذلك الي زيادة الواردات وإنخفاض الصادرات مما يؤدي الي حدوث عجز في ميزان المدفوعات الذي يؤثر علي سعر الصرف وينعكس بدوره علي قيمة العملة المحلية وإنخفاض قوتها الشرائية وإنخفاض قيمتها.

(1) فرح عبدالعزيز، اقتصاديات النقود والمصارف، (د.م: دين، دت)، ص105 .

(2) محمد علي حسين، عفاف عبد الجبار سعيد، التحليل الاقتصادي الكلي، (عمان: دار وائل للنشر، ط1، 2004م)، ص302.

8- التضخم المعتدل:

يكون في صورة إرتفاع محدود في المستوى العام للأسعار والتي تكون مستقرة الي حدٍ ما لكن قيمة العملة تنخفض باستمرار ويظل النظام النقدي يؤدي دورة ووظائفه .

9- التضخم السريع:

هذا النوع يرتفع فيه المستوى العام للأسعار بنسبة كبيرة وسريعة وتنخفض قيمة العملة بنسبة كبيرة مما ينعكس علي الفائدة الحقيقية للودائع ويقل الإقبال علي الإدخار وتوجه الأموال نحو السلع المعمرة والعقارات بدلاً من استثمارها في المشاريع الإنتاجية التي تؤدي الي دفع عجلة التنمية الاقتصادية وبالتالي تحسين الوضع الاقتصادي ومستوي المعيشة .

10- تضخم النفقات:

قد يحدث التضخم دون زيادة الطلب عن العرض ، بالرغم من ان الاقتصاد لم يصل الي مستوي الإستخدام الكامل يعني وجود معدلات بطالة فالايجور والاسعار قد تتجه نحو الإرتفاع وكذلك زيادة البطالة من خلال مرحلة ركود اقتصادي ولا يمكن تفسير ذلك بسبب زيادة الطلب بل بسبب زيادة النفقات ويسمي بتضخم النفقات⁽¹⁾.

ثالثاً: آثار التضخم:

يعتبر التضخم ظاهره نقدية يؤثر علي الجوانب الاقتصادية والاجتماعية والتي تنعكس في الاتي:

1- الأثر علي توزيع الدخل القومي:

الدخل الحقيقي يوضح العلاقة مابين نسبة الدخل النقدي والمستوي العام للأسعار ويؤثر التضخم علي توزيع الدخل بين الافراد حسب طبيعة دخل الافراد فاصحاب الدخول المتغيرة دائماً تكون زيادة الاسعار في صالحهم لان الزيادة في دخولهم تكون اكبر من الزيادة في معدل التضخم

(1) السيد عبد المعبود ناصف، عثمان محمد عثمان، مرجع سبق ذكره، ص306.

مثل التجار واصحاب الاعمال اما اصحاب الدخول النقدية الثابته تنخفض بسبب التضخم لان الزيادة في الاسعار تؤدي الي انخفاض دخولهم لانها ثابتة لا تتغير ، مثل اصحاب الايجارات المحددة بالقانون ، اما اصحاب الدخول النقدية شبه الثابته وتكون زيادتها اقل من نسبة الزيادة في الاسعار مما يؤثر سلباً علي دخولهم ، مثل ارباب المعاشات ، اما اصحاب الدخول الحقيقية للذين يزداد دخلهم بنسبة مساوية لنسبة الزيادة في الاسعار لا يتأثرون بارتفاع الاسعار، مثل طبقات العمال في الدول المتقدمة التي تتميز بوجود نقابات عمال قوية تتطالب بارتفاع الاجور لمقابلة التغيرات التي تحدث في الاسعار (1).

2- الأثر علي توزيع الثروة:

ينعكس أثر التضخم علي توزيع الثروة علي الصورة التي يتم فيها حفظ الثروة فالافراد الذين يحتفظون باموالهم في شكل سيولة او ودائع في البنوك او اوراق مالية تقل قيمتها الحقيقية لان ارتفاع الاسعار يؤدي الي تاكل العملة وتقل العائدات التي توزعها البنوك والاوراق المالية عن معدل التضخم، اما الثروة التي يحتفظ بها في شكل سلع معمرة كالعقارات والاراضي يكون تأثير التضخم عليها ايجابي لان اسعارها تزيد مع زيادة التضخم.

3- الأثر علي الإدخار:

إن ارتفاع التضخم يؤدي الي انخفاض قيمة النقود وانخفاض قوتها الشرائية ، وتفقد دورها كمخزن للقيمة ويقلل من حجم الأموال التي توجه نحو البنوك في شكل مدخرات او ودائع ، لان معظم الدخل يوجه نحو الاستهلاك لمقابلة الارتفاع الذي يحدث في الاسعار والفائض يحتفظ به في شكل سلع معمرة، ويؤدي ذلك الي ارتفاع الميل الحدي للاستهلاك وانخفاض الميل الحدي للإدخار.

4- الأثر علي التجارة الخارجية:

الدول التي تعاني من معدلات تضخم مرتفعة ينعكس ذلك علي حجم تجارتها الخارجية لانها تعتمد علي الواردات من الخارج بنسبة كبيرة سواء كانت سلع كاملة الصنع او مواد خام وصادراتها قليلة وتكون في شكل مواد خاصة الدول النامية وتكون اسعار السلع المحلية اغلي من اسعار

(1) السيد محمد احمد السريتي، علي عبدالوهاب نجا، مبادئ الاقتصاد الكلي، (الإسكندرية: الدار الجامعية، 2008م)، ص307.

السلع المستورده ويؤدي ذلك الي إرتفاع الواردات وإنخفاض الصادرات مما يؤدي الي عجز في ميزان المدفوعات وبالتالي احجام رأس المال الاجنبي من التدفق الي الداخل لإنخفاض اسعار الفائدة وعوائد الإستثمارات وهروب رأس المال الوطني الي الخارج⁽¹⁾ .

5- الأثر علي سعر الفائدة :

ينعكس تأثير التضخم علي سعر الفائدة من خلال تأثيره علي حجم المدخرات لان إرتفاع التضخم يؤثر علي حجم المدخرات لدي البنوك لإنخفاض القيمة الحقيقية لاسعار الفائدة ، وعلي البنوك اتباع سياسة تشجع الافراد لوضع اموالهم في البنك وان تكون اسعار الفائدة تتناسب مع معدلات التضخم مثل اضافة علاوة تضخم علي اموال المقترضين⁽²⁾.

6- الأثر علي النمو الاقتصادي :

اختلفت الاراء حول أثر التضخم علي النمو الاقتصادي فالبعض يري ان التضخم يؤثر سلباً علي النمو الاقتصادي وذلك لصعوبة قراءت التوقعات المستقبلية مما يؤثر سلباً علي تخطيط الإستثمار وبالتالي علي نمو الدخل ، اما الراي الذي يري ان التضخم يكون دافعاً لعملية النمو الاقتصادي ويرجع ذلك الي الإرتفاع في الاسعار الذي يؤدي الي زيادة الأرباح وبالتالي تزيد الإستثمارات، عموماً يمكن القول ان التضخم يؤثر سلباً علي النمو الاقتصادي لانه يؤخر تنفيذ المشروعات التنموية التي تؤدي الي رفع مستوي المعيشة وتحسين الاوضاع الاقتصادية ، اما تاثيره الايجابي ينعكس علي فئات محدودة من افراد المجتمع.

7- الآثار الاجتماعية :

يترتب علي التضخم مجموعة من الآثار التي تؤثر سلباً علي المجتمع مثل زيادة حدة التفاوت الطبقي بين افراد المجتمع مما يزيد من حدة الفقر للطبقات الدنيا وظهور بعض الفوارق الاجتماعية والظواهر السالبة مثل التسول والتشرد والسرقات والمهن الهامشية وغيرها.

(1) مجيد علي حسين، عفاف عبد الجبار سعيد، مرجع سبق ذكره، ص327.

(2) خالد واصف العزني، احمد حسين الرفاعي، النظرية الاقتصادية الكلية، (الإسكندرية: المكتب الجامعي الحديث، 1986م)، ص261.

عموماً يمكن القول ان التضخم من المتغيرات التي تؤثر سلباً علي النشاط الاقتصادي ، وتنعكس اثاره علي توزيع الدخل بين افراد المجتمع ومنهم من يستفيد من ذلك ومنهم من يتأثر سلباً، ويدفعهم لحفظ اموالهم في شكل سلع معمرة كالاراضي والعقارات مما يؤثر علي حجم المدخرات وعملية النمو والتنمية الاقتصادية ورفع مستوي المعيشة ، وكذلك يؤثر سلباً علي تجاره الخارجية مما يؤدي الي عجز في ميزان المدفوعات وقد يؤدي ذلك الي التبعيه الاقتصادية.

المبحث الثاني

سعر الصرف المضمون والآثار

أولاً: مفهوم سعر الصرف:

يتم التبادل الدولي بين الدول في المعاملات التجارية بعملة كل دولة لذلك لابد من تحديد سعر صرف لعملة كل دولة مقابل عملة الدولة الاخرى حتي يتم التبادل علي اسس واضحة ومعروفة، وفي هذا المبحث سنتناول دراسة سعر الصرف وآثاره:

سعر الصرف هو عبارة عن عدد الوحدات من العملة الوطنية التي تدفع ثمناً لوحدة واحدة من العملة الاجنبية وكذلك يمكن النظر اليه باعتباراً عدد من وحدات العملة الاجنبية التي تدفع ثمناً لوحدة واحدة من العملة الوطنية⁽¹⁾.

من التعريف أعلاه يمكن ان يعرف سعر الصرف بدلالة العملة الاجنبية اي بمعنى كم وحدة يتم دفعها من العملة الوطنية للحصول علي وحدة واحدة من العملة الاجنبية وكذلك يمكن النظر اليه بدلالة العملة الوطنية يعني كم عدد وحدات العملة الاجنبية التي يتم دفعها للحصول علي وحدة واحدة من العملة الوطنية.

يعرف سعر الصرف بأنه عدد وحدات النقد الاجنبي التي تساوي وحده واحدة من النقد الوطني، وعدد وحدات النقد الوطني التي تساوي وحدة واحدة من النقد الاجنبي⁽²⁾.

من التعريف أعلاه يلاحظ ان سعر الصرف هو ثمن نسبي، اي ثمن عملة دولة مقومه بعملات دول اخري هذه الاثمان تؤثر علي حجم المبادلات التجارية التي تحدث بين الدول، فالدول المصدرة دائماً تكون الاثمان في صالحها لانها تجزب اموال الدول الاخرى ويكون الميزان التجاري لصالحها والطلب الاجنبي علي عملتها اكبر .

(1) سامي عفيفي حاتم، دراسات في الاقتصاد الدولي، (الدار المصرية اللبنانية، ط5، 2008م)، ص161-162 .

(2) طارق فاروق الحصري، الاقتصاد الدولي، (المنصورة: المكتب المصري للنشر والتوزيع، 2010م)، ص90 .

سعر الصرف هو سعر الوحدة من النقد الاجنبي مقدراً بوحدات من العملة الوطنية⁽¹⁾.

يعرف سعر الصرف بأنه النسبة التي يحصل علي اساسها مبادلة النقد الاجنبي بالنقد الوطني ، وهو مايدفع من وحدات النقد الوطني للحصول علي عدد معين من النقد الاجنبي .

سعر الصرف هو الاداء الرئيسية ذات التأثير المباشر علي العلاقة بين اسعار الصرف بين العملة الوطنية والعملات الاجنبية، هذه الاسعار تؤثر علي تبادل السلع والخدمات ورسم السياسات الاقتصادية خاصة في ما يختص بسياسة الصادرات والواردات .

سعر الصرف من الادوات التي تربط بين الاقتصاد المحلي والاقتصاد الخارجي من خلال تبادل العملة بين الدولتين للحصول علي السلع والخدمات .

ثانياً: أنواع سعر الصرف:

لسعر الصرف العديد من الانواع منها:

1- سعر الصرف الاسمي:

هو مقياس لعملة احدي الدول التي يمكن تبادلها بعملة دولة اخري حسب الاسعار السائدة بينهما، والتي تحدد بتوافق قوي العرض والطلب في سوق الصرف في لحظة زمنية معينة، وينقسم سعر الصرف الاسمي الي نوعين سعر الصرف الرسمي وهو يمثل المعاملات الرسمية الجارية وتحدده القنوات الرسمية في الدولة اما سعر الصرف الموازي ويحدد سعره بصورة غير رسمية، او ما يعرف بالسوق الاسود والذي يكون فيه اكثر من سعر للعملة في نفس السوق وفي نفس البلد وفي نفس الوقت.

2- سعر الصرف الحقيقي:

يعبر سعر الصرف الحقيقي عن عدد الوحدات من السلع الاجنبية اللازمة لشراء وحدة واحدة من السلع المحلية، مما يقيس قدره التنافسية بين المبادلات التجارية بين الدولة والدول الاخرى، ويساعد الإدارة الاقتصادية والمستثمرين باتخاذ القرارات الاقتصادية والاستثمارية أي أن سعر العملة يقاس بكمية السلع التي يتم الحصول عليها.

⁽¹⁾عبدالرحمن يسري، الاقتصاديات الدولية، (الإسكندرية: الدار الجامعية لطباعة والنشر، 2007م)، ص 229 .

3- سعر الصرف الفعلي:

يعبر عن المؤشر الذي يقيس متوسط التغير في سعر صرف العملة الوطنية بالنسبة لعدة عملات دول أخرى في فترة زمنية ما، وهو يساوي متوسط عدة أسعار صرف ثنائية.

ثالثاً : سوق الصرف الاجنبي:

لكي تتم عملية تبادل العملة لابد من وجود سوق للصرف الاجنبي، ويعرف سوق الصرف الاجنبي بانه التقاء البائعين والمشتريين للعملات المختلفة بغض النظر عن الزمان والمكان ويتم التبادل حسب معلومات واليات وانظمة معينة للاستفادة من فروقات الاسعار بما يحقق احتياجات تبادل السلع والخدمات والاصول والموارد المالية الاخرى (1).

من التعريف اعلاه نجد ان اسعار الصرف تتسم بالعمل اليومي وعلي مدار الساعة خاصة في ظل توسع النشاط الاقتصادي وتطور شبكات الاتصالات الدولية وإعلان اسعار الصرف بين العملات المختلفة وانعكاس التغيرات التي تحدث في النشاط الاقتصادي علي اسعار السلع والخدمات ويكون تبادل صرف العملة بصورة منظمة بين البنوك والمؤسسات المالية والتعاملات الرسمية او ماوراء الكاونتر مايعرف بالسوق السوداء خارج الاجراءت الرسمية للدولة خاصة في الدول النامية التي تواجه عدم الاستقرار الاقتصادي مماينعكس ذلك علي توفير النقد الاجنبي.

سوق الصرف الاجنبي هو السوق الذي يتم فيه عمليات بيع وشراء العملات الاجنبية ولايوجد مكان محدد لهذا السوق وقد يكون التعامل مباشرة او الكترونياً .

رابعاً : أنواع سوق الصرف الاجنبي :

تنقسم أسواق الصرف الاجنبي الي نوعين هما:

1- أسواق الصرف الحاضرة :

هي تلك الأسواق التي يتم فيها التعامل علي أساس الاسعار الحاضرة وتتم عملية البيع والشراء فوراً .

(1) هوشيار معروف، تحليل الاقتصاد الدولي، (عمان: دار جرير للنشر والتوزيع، ط1، 2006م)، ص281 .

2- أسواق الصرف الآجله (المستقبلية) :

هي الأسواق التي يتم التعامل فيها علي اساس الاسعار الآجله ، ويتم الاتفاق بين الطرفين وتتم عملية الاستلام والتسليم خلال فترة زمنية لاحقة ومحددة⁽¹⁾ ، وهناك بعض العوامل التي يجب وضعها في الاعتبار عند تنفيذ عملية التبادل اذا طالت فترة التسليم الي المشتري قد يؤدي ذلك الي انخفاض سعر الصرف الآجل في حالة توقع انخفاض قيمة العملة الاجنبية ، وبالتالي اجراء خصم علي السعر الحالي بين العملتين ، اما اذا توقع إرتفاع قيمة العملة الاجنبية في المستقبل في هذه الحالة تتم اضافة علاوة الي السعر الحالي .

يمكن ان نفرق بين ثلاثة طرق من المعاملات التي تتم في أسواق الصرف الآجلة هي :

أ- المضاربة :

تعتمد عملية المضاربة في سوق الصرف الآجلة علي قدرة المضارب علي قراءت السوق والتوقعات المستقبلية ، فاذا توقع ان سعر احدي العملات سيرتفع مستقبلاً يزيد من الكمية المشتراه اما اذا توقع انخفاضها فانه يقوم ببيع العملة وشرائها مستقبلاً حتي لا يتعرض الي خسائر ، عموماً عملية المضاربة تعتمد علي قدرة المضارب علي القراءت المستقبلية للسوق ويتوقف ذلك علي المؤشرات الواضحة للاقتصاد .

ب- التحكيم أو المراجعة:

يقصد بها العمليات التي تهدف الي تحقيق ربح من خلال شراء العملة من السوق التي تنخفض فيها الاسعار وبيعها في الأسواق ذات الاسعار المرتفعة، يعني ذلك الاستفادة من فروقات الاسعار بين الأسواق المختلفة ، تختلف عملية التحكيم او المراجعة عن المضاربة، المراجعة تعتمد علي الاختلاف في اسعار الصرف بين الأسواق المختلفة ويقوم بعمليات البيع والشراء علي اساس سعر معلن ومحدد في الأسواق المختلفة ، اما المضارب يعتمد التوقع .

ج- التحكيم في سعر الفائدة:

تتم عمليات التحكيم في سعر الفائدة في حالة اختلاف اسعار الفائدة علي ودائع البنوك الآجله بين أسواق الصرف المختلفة، بما ان المستثمر يسعى للحصول علي عوائد اكبر فانه يوجه

(1) سامي عفيفي، مرجع سبق ذكره، ص 175 .

امواله نحو البنوك التي توزع عوائد اكبر حتي لو كان ذلك خارج حدود البلد لكنه يواجه مشكلة في حالة استرداد امواله وتحويلها الي العملة الوطنية عند حدوث تقلبات في اسعار الصرف، فاذا انخفضت اسعار العملة فيحقق خسائر اما اذا ارتفعت الاسعار فيحقق ارباح، ولكي يتفادي هذه التقلبات يقوم ببيع نفس ايداعاته التي اودعها في الخارج في سوق الصرف الآجل.

خامساً: نظم الصرف المختلفة:

يتم تحديد قيمة العملة الوطنية مقابل العملات الاجنبية بعدة طرق منها بتفاعل قوي العرض والطلب او بتدخل السلطات النقدية الرسمية في الدولة وهذه الانظمة هي:

1- نظام اسعار الصرف الثابتة:

يعتمد هذا النظام علي قاعدة الذهب التي كانت سائده حتي القرن التاسع عشر وتقوم علي اساس تحديد قيمة ثابتة للعملة مقابل وزن معين من الذهب وتتم عملية البيع والشراء للعملة في حدود الاسعار التي يتم تحديدها ⁽¹⁾، وفي حالة حدوث تقلبات في اسعار الصرف تتدخل الدولة بتطبيق بعض السياسات للحفاظ علي اسعار عملتها مقابل العملات الاجنبية ، اذا زاد الطلب علي العملة الوطنية يؤدي ذلك لإرتفاع اسعارها وللحفاظ علي الاسعار تقوم السلطة النقدية بزيادة عرض العملة الوطنية وبالتالي تمتص الإرتفاع في الاسعار وتحقق الاستقرار في الاسعار ، اما اذا زاد الطلب علي العملة الاجنبية تقوم السلطات النقدية في الدولة بزيادة المعروض من العملة الاجنبية وبالتالي تنخفض الاسعار ، لكن يتطلب ذلك ان يتوفر للدولة إحتياطي كبير من النقد الاجنبي ، واذا لم تملك إحتياطي من النقد الاجنبي يؤدي ذلك الي استمرار إنخفاض قيمة العملة بل يؤدي الي تدهورها وحدث اثار اقتصادية سالبة مثل إرتفاع معدلات التضخم وانهيار النظام النقدي، ولانجاح هذه السياسة تقوم الحكومة باتباع مجموعة من الاجراءات ، مثل فرض قيود علي كمية النقد الاجنبي التي يسمح بشراءها والخروج بها للخارج وكمية السلع التي يمكن إستيرادها لكن يؤدي ذلك الي ظهور السوق الموازي او مايعرف بالسوق السوداء والتي تكون نشطة جداً ربما تشكل تهديداً للسوق الرسمي لان السلطة النقدية لاتستطيع التحكم فيه.

(1) هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص 287 .

2- نظام سعر الصرف المرن (الحر):

في ظل هذا النظام تتحدد اسعار الصرف وفقاً لتفاعل قوي العرض والطلب علي العملة ولم تتدخل الدولة لمعالجة الاختلالات التي تحدث لان قوي السوق كفيلة باحداث التوازن ، لكن في الواقع العملي يصعب تحقيق ذلك خاصةً في دول العالم الثالث لان وضعها الاقتصادي لايسمح لها بذلك لعدم توفر كميات كافيه من النقد الاجنبي وتعاني من عجز في ميزان مدفوعاتها ، لذلك لا بد من تدخل الدولة لمواجهة التغيرات التي تحدث في اسعار الصرف سواء ان كانت بائعة او مشتريه للعملة وظهر هذا النظام بعد الازمة العالمية الكبرى 1929م-1932م⁽¹⁾.

3- نظام الرقابة علي الصرف:

ظهر هذا النظام بعد الحربين العالميتين ويتم التعامل فيه تحت الاشراف الحكومي المنظم ولايسمح بحرية تحويل العملة الوطنية الي العملات الاخرى الا بالقواعد المنظمة لذلك والتي تضعها السلطات النقدية في الدولة، من تحديد لقيمة وحجم الواردات والرقابة علي حركة رأس المال وتوجيه حصيلة الدولة من النقد الاجنبي علي اوجه الصرف الضرورية بما يتماشى مع السياسة الاقتصادية للدولة لكن هذه القيود تؤدي الي ظهور السوق السوداء والتي يتم التبادل فيها خارج النطاق الرسمي، خاصة في ظل عدم توفر كمية كافيه من النقد الاجنبي مما يؤثر سلباً علي تنفيذ السياسة الاقتصادية في الدولة.

من الانظمة السابقة يلاحظ لايوجود نظام أمثل يصلح تطبيقه بشكل ثابت إنما يتوقف ذلك علي الوضع الاقتصادي للدولة ومدي ماتحتفظ به من نقد اجنبي حتي تستطيع مواجهة الآثار التي تنتج عن تطبيق النظام المحدد، وتعتبر الدول النامية من اكثر الدول التي تواجه مشاكل التغيرات في اسعار الصرف والنظم المحددة لها وذلك لضعف احتياطاتها من النقد الاجنبي واعتمادها علي المعاملات الخارجية التي ليس في صالحها.

(1) سامي عفيفي، مرجع سبق ذكره، ص190.

المبحث الثالث

مفهوم وأنواع الودائع المصرفية

بما ان الجهاز المصرفي يلعب دوراً مهماً في النشاط الاقتصادي من خلال تمويل المشاريع الإنتاجية، وتعتبر الودائع من المصادر المالية المهمة والرئيسية للمصارف ، لذلك لابد من دراسة المصارف وبيان مدى أهمية الودائع المصرفية في نشاط المصارف .

أولاً: مفهوم المصارف:

المصرف هو المكان الذي تتلقي فيه الأموال والطلب عليها ⁽¹⁾.

من التعريف أعلاه نجد ان المصرف يعمل كوسيط بين المدخرين والمستثمرين يقوم بقبول اموال المدخرين كودائع واقراضها للمستثمرين في شكل تمويل .

المصرف مؤسسة مالية تعمل كوسيط مالي بين مجموعتين رئيسيتين من العملاء المجموعة الاولى لديها فائض من الأموال تحتاج الي المحافظة عليها وتنميتها وتقوم بوضعها في المصارف في شكل ودائع اما المجموعة الثانية تحتاج الي الأموال لتمويل مشاريعهم الإستثمارية مقابل فوائد محددة لفترة زمنية محددة.

يعرف المصرف بانه مجموعة من الوسطاء الماليين اللذين يقومون بقبول ودائع العملاء تدفع عند الطلب او لأجل محددة، وتزاول عمليات التمويل الداخلي والخارجي بما يحقق أهداف خطة التنمية للاقتصاد القومي وذلك وفقاً للسياسة النقدية التي يضعها البنك المركزي للدولة ⁽²⁾.

من التعريف أعلاه يمكن القول ان المصرف هو مؤسسة مالية تقبل ودائع العملاء باشكالها المختلفة مقابل فوائد محددة لفترة زمنية معينة يحددها المودع وتقوم باقراضها الي المستثمرين لتمويل المشاريع التي يتقدمون بها الي إدارة المصرف مقابل فوائد محددة ، وذلك وفقاً للموجهات التي تتضعها السلطات النقدية في الدولة.

⁽¹⁾ زياد سليم، محفوظ احمد جوده، إدارة البنوك، (عمان: دار المسره للنشر والتوزيع، ط2، 1996م)، ص3 .

⁽²⁾ محمد عبدالفتاح الصيرفي، إدارة البنوك، (عمان: دار المناهج للنشر والتوزيع، 2013م)، ص13.

ثانياً: نشأة المصارف وتطورها:

ارتبط التطور المصرفي بتطور أنظمة الدفع وتداول السلع والخدمات، فكانت البداية باستخدام نظام المقايضة ومن ثم ابتكار العملة المعدنية في حوالي 700 ق.م في مدينة ليدا في الشرق الأوسط باستخدام اقراص معدنية صغيرة⁽¹⁾.

لقد كان لازدهار النشاط التجاري والصناعي في إيطاليا في أواخر القرون الوسطى الفضل في ظهور المصارف خصوصاً في مدينة البندقية وجنوه وبرشلونة حيث حقق التجار خلال تلك الفترة فوائد مالية عالية لذلك كان لابد لهم من إيجاد جهات آمنة يحفظون فيها أموالهم واستعانوا بالصيارفة والصاغة والتجار الكبار اللذين يتمتعون بسمعه طيبة باستئمانهم أموالهم مقابل عمولة محددة مقابل حفظ الأموال وحراستها ويحصلون على شهادة يوضح فيها قيمة المبلغ الذي تم ايداعه ويتعهد فيها المودع لديه برد الأمانة عند طلبها والشهادة يمكن تبادلها من خلال تظهيرها، وتطوروا إلى إصدار شهادات لحاملها يتم تداولها بمجرد التسليم والتسلم والتعامل بها مباشرة دون حاجة للرجوع إلى المصدر ومبراه للذمة المالية فاصبحت هنالك أموال مودعة عاطلة وقام الصيارفة بالاستفادة من هذه الأموال باقراضها مقابل فوائد وحتى وصلوا مرحلة اقراض بعض العملاء بمبالغ تتجاوز قيمة ودائعهم وهو ما يعرف الآن بالسحب على المكشوف وتوسع حجم نشاطهم واطلقوا على أنفسهم لقب المصارف بل يمنحون قروض من ودائع ليس لها وجود فعلي لديهم حتي وصلوا مرحلة خلق الودائع وهي من وظائف البنوك التجارية وتسمى الآن باسم مصارف الودائع، وهنالك حدود معينة لا يمكن تجاوزها حتي وصلوا إلى مرحلة صناعة النقود الورقية وزيادة حجم وسائل الدفع الموجوده.

في القرن الثامن عشر لعبت الثورة الصناعية دوراً فعالاً في زيادة عدد المصارف وتوسعها والاعمال التي تقوم بها، ظهر أول مصرف في مدينة البندقية في إيطاليا عام 1157م، ومصرف الودائع في برشلونة عام 1401م، ومصرف امستردام بهولندا عام 1609م.

(1) انور علي ابوبكر، مدخل إلى الصيرفة الالكترونية (المصارف ديناصورات تواجه الانقراض)، (دم: دن، ط1، 2011م)، ص12.

أما في اميركا الشمالية تم إنشاء المصارف في القرن السابع عشر وكانت معظم المستعمرات لها بنوك خاصة تصدر الأوراق المالية وتتبع للمؤسسات المالية البريطانية وترتبط بها، اما اقدم البنوك العربية والتي مازالت تعمل حتي الآن تم إنشاءها في مصر هو البنك الأهلي المصري في عام 1889م واسندت اليه إصدار الأوراق المالية في مصر.

ونتيجة لتطور النشاط المصرفي وتوسع النشاط الاقتصادي والدور الذي تقوم به المصارف التجارية كان لابد من وجود هيئة اشرافيه ورقابيه ترسم السياسات العامة وتضع القواعد المنظمة لعمل المصارف وتقوم بإصدار النقود والتحكم في عرضها ولتحقيق ذلك تم إنشاء البنوك المركزية لتقوم بهذه المهام، ففي عام 1668م تم إنشاء بنك السويد المركزي ، وفي عام 1694م تم إنشاء بنك انجلترا المركزي وفي عام 1800م تم إنشاء بنك فرنسا المركزي ⁽¹⁾، وفي السودان تم إنشاء بنك السودان المركزي في عام 1960م ويقوم بإصدار العملة وإصدار السياسة النقدية والاشراف والرقابة علي البنوك التجارية.

ثالثاً: أنواع المصارف:

كما ذكرنا ان للمصارف دور مهم في النشاط الاقتصادي وهي تنقسم لعدة أنواع ولكل نوع هدف معين يسعى لتحقيقه هذه الأنواع هي:

1- المصارف المركزية:

يعتبر المصرف المركزي من اهم المؤسسات المالية ويأتي في رأس النظام المصرفي وله دور كبير في رسم السياسة النقدية في الدولة وتنفيذ السياسة الاقتصادية ويتمتع بالسيادة والاستقلال.

المصرف المركزي هو مؤسسة نقدية عامة يحتل الصدارة في الجهاز المصرفي ويقوم بعملية إصدار العملة ووضع السياسة النقدية والاشراف علي السياسة الائتمانية ولايهدف لتحقيق ربح وهدفه تحقيق المصلحة العامة وهو مملوك للدولة.

المصرف المركزي هو مؤسسة مصرفيه تقوم بالاشراف والرقابة علي السياسة الائتمانية في الدولة ويصدر اوراق البنكنوت ويحدد حجم المعروض منها ويراقب اعمال البنوك التجارية

(1) انور علي ابوبكر، المرجع السابق، ص 16 .

ويقوم باعمال المستشار النقدي للدولة ويحتفظ بحساباتها ويسهل جميع عملياتها المصرفية ويساعد الحكومة برسم سياستها النقدية والمالية⁽¹⁾

المصرف المركزي هو المصرف الذي يقوم بوضع السياسات النقدية بالتنسيق مع واضعي السياسة المالية ومواجهة الاختلالات التي تواجه الاقتصاد خاصةً فيما يتعلق بسعر الصرف والرقابة علي البنوك التجارية ومدى التزامها بموجهات السياسة النقدية ويطلق عليه بنك الدولة وبنك البنوك.

2- المصارف المتخصصة:

تعتبر نوع من أنواع المصارف التي تقوم بالعمليات الإستثمارية التي تخدم نوع معين من النشاط الاقتصادي وفقاً للقرارات الصادرة لتأسيسها كالمصارف الزراعية والإدخارية والصناعية والعقارية.

هي نوع من أنواع المصارف التي تخدم نوعاً محدداً من النشاط الاقتصادي وينحصر نشاطها الإستثماري فيه وهي تخدم قطاعات رئيسية في الاقتصاد كالقطاع الزراعي والعقاري والصناعي، وليس من أهدافها التمويل قصير الأجل بل تقوم بالتمويل طويل الأجل .

3- المصارف التجارية:

المصرف التجاري هو المنشأة المالية التي تقبل الودائع من الهيئات والافراد والمؤسسات تحت الطلب اولآجل ثم تستخدم هذه الودائع في فتح الحسابات والائتمان بقصد الربح⁽²⁾.

المصرف التجاري هو المؤسسة التي تقبل ديونها في تسوية الديون بين الافراد ومؤسسات المجتمع⁽³⁾.

سميت المصارف التجارية بمصارف الودائع لانها تمثل مصدراً مهماً في موارد المصرف اذ تقبل اموال المودعين وتقرضها للمستثمرين بضمانات مختلفة مقابل عائد محدد لفترة زمنية معينة مما يساهم بفعالية في تحريك النشاط الاقتصادي .

(1) محمد عبد الفتاح الصيرفي، مرجع سبق ذكره، ص 29 .

(2) انور علي ابوبكر، مرجع سبق ذكره، ص 18 .

(3) زياد سليم رمضان، محفوظ احمد جوده، مرجع سبق ذكره، ص 31 .

يمكن القول ان المصارف التجارية هي تلك المصارف التي تقبل ودائع العملاء بمختلف أنواعها واقراضها لمن يحتاجونها من المستثمرين لتنفيذ مشاريعهم مقابل عوائد معينة لفترة زمنية معينة.

وظائف المصارف التجارية:

هنالك العديد من الوظائف التي تقوم بها المصارف التجارية منها:

أ- التسهيلات المصرفية:

تتمثل في الاعمال التي يقوم بتقديمها للعملاء من سلفيات وقروض وكفالة وحفظ الاموال مقابل الحصول علي إيرادات مقابل هذه الاعمال مثل إيرادات محفظة الاوراق المالية .

ب- الخدمات المصرفية:

هي الخدمات التي يقدمها لعملائه مقابل اجر معين او رسوم معينة ، او ودائع يقبلها من المدخرين ويقوم باقراضها للمستثمرين مقابل فائدة تفوق التي تدفعها لاصحاب الودائع .

ج- قبول الودائع:

يعتبر من اهم الوظائف التي يقوم بها المصرف التجاري ويقبل الودائع بمختلف أنواعها ، وهي من المتغيرات المهمة في هذه الدراسة.

د - تشغيل موارد المصرف:

المصرف التجاري يقبل الودائع ويقوم بتوظيفها وذلك من خلال القروض التي يقوم بمنحها لتمويل الإستثمارات سواء ان كانت في شكل استثمارات متنوعه او تنفيذ مشاريع تحت ادارته او شراكة مع مؤسسات اوفرد مع مراعاة التوفيق بين حجم السيولة واصول المصرف والربحية التي تتحقق.

هـ- إدارة الاعمال والممتلكات:

يقوم المصرف بإدارة ممتلكات العملاء او المساهمين والمحافظة عليها وتقديم الإستشارات الاقتصادية والمالية .

و- سداد المدفوعات نيابةً عن الغير:

يقوم المصرف بسداد المدفوعات نيابةً عن الغير وكذلك تحصيل الأوراق التجارية .

ز- المساهمة في تنفيذ خطط التنمية الاقتصادية .

ح- الاشراف والرقابة :

يتحقق ذلك بالاشراف والمتابعة علي المشاريع التي يقوم بتمويلها .

رابعاً: مفهوم الودائع:

كما ذكرنا سابقاً ان الودائع عنصر مهم في موارد المصارف التجارية ومتغير مهم من متغيرات الدراسة ومن هنا برزت أهمية دراسة الودائع المصرفية تعرف الودائع بانها مبلغ من النقود يضعه العميل لدي المصرف بوسيلة من وسائل الدفع المختلفة وينشأ عنها التزام مصرفي بدفع جزء من مبلغ الوديعة او كله للمودع او لامرة⁽¹⁾.

الوديعة عبارة عن نقود يقوم شخص ما بايداعها لدي البنك علي ان يلتزم بردها الي المودع عند طلبه او وفقاً للشروط المتفق عليها .

الوديعة عبارة عن ديون مستحقة لاصحابها علي ذمة المصارف التجارية ، ويمكن إستخدامها لبراء الزمة او الدين في نفس الوقت⁽²⁾.

(1) الطيب لحيلح، النقود والمصارف والسياسات النقدية، (الخرطوم: هيئة الاعمال الفكرية، د.ت)، ص145 .

(2) عبدالمطلب عبد الحميد، البنوك الشاملة (عملياتها وادارتها)، (الإسكندرية: الدار الجامعية، 2000م)، ص59 .

طرق تلقي الودائع:

تأتي الودائع الي المصرف بعدة طرق وينشأ عنها التزام بين المصرف والمودع لحظة إيداعها هذه الطرق هي⁽¹⁾:

1- شبايك الإيداع :

يقوم المودع بتسليم امواله الي المصرف بموجب ائصال يحرره يوضح فيه المبلغ ونوع العملة ويقوم امين الصندوق بالتأكد من صحة المعلومات الواردة في وثيقة الايداع .

2- اقسام المصرف الاخرى:

المصرف يقسم الي عدة اقسام وكل قسم له اختصاصات معينة مثل قسم القروض الذي يقوم بتوظيف الودائع واقراضها الي المستثمرين ويفتح لهم حساب إيداع يضع فيه الأموال المقترضة وتبقى تحت تصرفه.

3- البريد والتحويلات بالبرق:

هذه الطريقة لها دور فعال في المعاملات الخارجية وتكون في التحويلات مع المصارف سواء كانت عملة ورقية او معدنية او شيكات مسحوبة علي العملاء او علي بنوك اخري وكوبانات الأوراق المالية، فالعملات الورقية تسلم الي الخزينة والشيكات المسحوبة علي بنوك اخري ترسل الي قسم المقاصة والبنود الاخرى تسلم الي قسم التحصيل او العمليات الخارجية في حال التحصيل الخارجي.

خامساً: نظم الإيداع:

توجد أربعة نظم مختلفة لتنظيم شبايك إيداع الأموال هي:

1- الطريقة الأبجدية:

في هذه الطريقة يتم تنظيم إستلام الوديعة وفقاً لاحرف اسماء اصحابها ويخصص شباك معين للاسماء التي تبدأ باحرف معينة ويقوم بإيداع امواله في هذا الشباك او الجهة التي يمثلونها.

(1) ناظم محمد نوري الشمري، النقود والمصارف والنظرية الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص145

2- الطريقة العدديّة:

في ظل هذه الطريقة يعطي لكل الحسابات ارقام متسلسلة ويذهب المودع للإيداع في الشباك الذي يوضح عليه رقم حسابة.

3- الطريقة العامة:

في هذه الطريقة يمكن للمودع الإيداع في اي شباك بغض النظر عن الاسم او رقم الحساب المحدد ويطلق عليها الطريقة الشاملة.

4- طريقة الوحدات:

يقوم امين الصندوق بتسلم الودائع ودفع المسحوبات ويقوم ايضاً بقبول ودائع التوفير والودائع الجارية.

هذه الطرق تختلف من مصرف لآخر وقد لا يلتزم المصرف بتطبيق طريقه معينة .

العوامل المسببة للإيداع:

هنالك العديد من العوامل والاسباب التي تدفع المدخرين لإيداع اموالهم في المصارف منها:

1- الحساب الجاري:

يمثل الحساب الجاري عنصر مهم من العوامل المسببة للإيداع لانه يعطي للفرد وسيلة سهلة وسريعة للدفع في التعاملات التجارية وغيرها من الاعمال.

2- كشف الحساب:

يعطي البنك العميل كشف حساب يبين فيه جميع حركات الحساب ويعتبر وثيقة مهمة تساعد في تقييم اداء اعماله.

3- حفظ الأموال:

يعتبر المصرف اسلم الاماكن لحفظ الأموال الفائضة لان الأموال تتعرض للتلف والضياع والسرقة والأوراق المالية قد تتعرض لذلك ايضاً اما الحسابات الجارية والإدخارية لا تتعرض

لذلك لانها تكون تحت مسؤولية المصرف كل ماكان تعامل المصرف مع العميل بصورة جيدة ومنظمة كل مازادت ثقته في المصرف ممايدفع العملاء بايداع اموالهم في المصرف .

العوامل المؤثرة علي حجم الودائع:

يمكن تقسيم العوامل المؤثرة علي حجم الودائع الي قسمين هما:

1- العوامل المؤثرة علي حجم الودائع علي مستوي المصرف:

بما ان الودائع تمثل المصدر الرئيسي لموارد المصرف التجاري فانه يسعى للحصول علي اكبر قدر منها وذلك من خلال تشكيل الودائع لتلبي رغبات وحاجات المودعين لكنه يواجه العديد من العوامل التي تؤثر عليها منها (1) :

أ- الملامح الرئيسية للمصرف وسمعته :

يعتبر اسم المصرف وشهرته من العوامل المهمة التي تؤثر علي نمو حجم الودائع المصرفية فكل ماكانت سمعة المصرف جيدة ومركزه المالي قوي وسياسته واضحة تجاه العملاء يدفع العملاء بايداع اموالهم في المصرف بثقه واطمئنان .

ب- نوعية وحجم الخدمات المقدمة من المصرف :

تعتبر الخدمات التي يقدمها المصرف للعملاء من العوامل المؤثرة علي حجم الودائع فكل ماكانت الخدمات المقدمة جيدة ومواكبة للتقدم التقني التكنولوجي كل ما ادت الي جذب الودائع.

ج- طبيعة العملاء :

لكل قطاع من قطاعات العملاء طبيعته واحتياجاته ، وعلي إدارة المصرف مراعاة ذلك حتي يشعر العملاء بالراحة والاهتمام عند التعامل مع المصرف سواء كان مودع او مقترض.

(1) طلعت اسعد عبد الحميد، الاداره الفعالة لخدمات البنوك الشاملة، (القاهرة: مكتبات مؤسسة الاهرام للنشر، ط1، 1998م)، ص78.

د- سياسة المصرف ومركزه المالي:

تعتبر من اهم العوامل التي تؤثر علي حجم الودائع وان السياسة المعلنه من المصرف تجاه العمليات الايداعية والائتمانية من العوامل التي ينظر لها كاساس لكفاءة الإدارة والمركز المالي للمصرف وكلما كان المركز قوياً وسليماً والتعامل بشفافية يزيد من ثقة المتعاملين مع المصرف وبالتالي زيادة حجم الودائع .

هـ- الموقع:

لموقع المصرف دور مهم في جذب الودائع خاصة في ظل التوسع في المصارف وشدة المنافسة بينها فالجمهور دائماً يتعامل مع المصرف القريب والمريح له مع جودة الخدمات التي يقدمها⁽¹⁾.

2- العوامل المؤثرة في الودائع علي المستوى القومي :

الودائع المصرفية كغيرها من المتغيرات الاقتصادية التي تتأثر بالتغيرات التي تحدث في النشاط الاقتصادي القومي والسياسات الاقتصادية المتبعة ومن اهم هذه العوامل هي .

أ- مستوي النشاط الاقتصادي:

يؤثر حجم النشاط الاقتصادي السائد علي حجم الودائع في المصارف ، فاذا كان الاقتصاد في حالة رواج تزيد الحاجة الي الائتمان المصرفي لتمويل الإستثمارات ممايزيد من حجم الإنتاج ويزيد الدخل وتزيد الأرباح وتتحول المنشأة المقترضة الي مودعة بالتالي تزيد الودائع والعكس في حالة الكساد .

ب- الإنفاق الحكومي:

يؤثر الإنفاق الحكومي علي حجم الودائع لان زيادة الإنفاق الحكومي تؤدي الي انتعاش السوق وبالتالي زيادة الدخل والأرباح وينعكس ذلك علي حجم الودائع الموجهة نحو المصارف والعكس في حالة إنخفاض الإنفاق الحكومي.

(1) محمد عبدالفتاح الصيرفي، مرجع سبق ذكره، ص41.

ج- انتشار الوعي المصرفي والإدخاري:

إن إرتفاع مستوى الوعي المصرفي والإدخاري يساعد المصرف علي جذب الودائع بكافة أنواعها لان الجمهور يضع معظم امواله في المصرف نتيجة لزيادة الوعي المصرفي وتطور الخدمات التي تقدمها المصارف.

د- نسبة الاحتياطي والسيولة:

حفاظاً علي اموال المودعين تلزم السلطات النقدية المصارف التجارية بالاحتفاظ بجزء من التزاماتها المالية في شكل احتياطي قانوني لدي المصرف المركزي والاحتفاظ بجزء من من السيولة في المصرف لمواجهة التزاماته اليومية وتتناسب تناسباً طردياً مع حجم الودائع في المصرف.

ويمكن القول ان العوامل التي تؤثر علي حجم الودائع تتمثل في مستوى حجم النشاط الاقتصادي واستقراره والتشريعات النقدية والاستقرار السياسي والمركز المالي للمصرف وجودة الخدمات التي يقدمها والسمعة الجيدة للمصرف.

سادساً: أنواع الودائع:

بعد ان تناولنا مفهوم الودائع والعوامل التي تؤثر عليها وطرق تلقيها واسبابها لذلك لابد من دراسة أنواع الودائع لما لها من دور مهم وفعال وتحدد الكيفية التي يتم بها توظيف الموارد ومن اهم هذه الأنواع هي:

1- الودائع الجارية:

تسمي ايضاً بالودائع تحت الطلب وهي عبارة عن مبلغ من المال يودع لدي المصرف التجاري ويحق للعميل السحب منها او الإضافة اليها او سحبها كلياً في اي وقت يشاء دون اشعار مسبق ودون انتظار حلول اجل معين ولايحصل العميل علي فوائد إنما يستفيد من خزانة المصرف لكن هنالك بعض المصارف تمنح بعض الحوافز لتشجيع المدخرين لايداع اموالهم اذا كان حجم الوديعة كبير او بالعملة الصعبة وهي تعتبر مصدراً مهماً واساسياً من إجمالي الودائع لدي المصارف التجارية⁽¹⁾.

(1) ناظم محمد، مرجع سبق ذكره، ص146.

ويحتفظ الناس بالودائع الجارية بالمصرف لتحقيق أهداف رئيسية لتنفيذ تعاملاتهم اليومية أو احتياطي لمواجهة الظروف الطارئة أو لتمويل المشتريات والإنفاق المستقبلي (1).

تقسم الودائع الجارية الي عدة أنواع :

أ- ودائع شبه دائمة:

وهي الودائع التي لايتوقع سحبها خلال فترة زمنية قصيرة .

ب- ودائع مؤقتة :

هي تلك الودائع التي يتم السحب منها خلال فترة زمنية قصيرة مثل الايداع تحت حساب تنفيذ عمليات الاستيراد وتأمين خطابات الضمان .

ج- ودائع عارضة :

هي التي تودع من أجل غرض معين وتسحب عند انتهاء هذا الغرض .

د- ودائع موسمية :

هي التي ترتبط بالأنشطة الموسمية مثل الزراعة والمعارض الموسمية والمواسم السياحية وغيرها.

هـ- ودائع دائمة:

هي الودائع التي تكون في صورة حركة مستمرة يتم السحب منها والاضافة اليها مثل ودائع الشركات الصناعية والمنشأة التجارية .

2- الودائع الثابته (لأجل):

في هذا النوع يلتزم المصرف برد الوديعة عند فترة زمنية معينة من ايداعها و يتم الاتفاق عليها وتحقق للمصرف اكبر قدر من الاطمئنان في استثمارها في عملياته الائتمانية ويحصل العميل

(1) طلعت اسعد عبدالحميد، مرجع سبق ذكره، ص80.

علي عائد والمودع يستطيع كسر الوديعة قبل تاريخ استحقاقها مقابل اسقاط جزء من العوائد المستحقة .

تنقسم الودائع الثابتة الي عدة أنواع هي:

أ- الودائع لآجل:

تتم بالاتفاق بين المودع والمصرف بايداع مبلغ محدد لفترة زمنية محددة مقابل فائدة محددة.

ب- الودائع بإخطار سابق :

هي تلك الوديعة التي يمكن السحب منها وفقاً لاختار سابق من العميل يحدد عند وضع الوديعة وتحول الي الحساب الجاري بمجرد إنتهاء فترة الاخطار وتمنح المصرف مرونة اكبر في توظيف الأموال.

ج- شهادات العائد المتغير:

هي عبارة عن شهادة تمنح صاحبها الحق في الحصول علي إيراد الشهادة كل فترة زمنية محددة وغالباً ماتكون كل ثلاثة اشهر والتي يمكن ان تتغير فيها اسعار الفائدة.

3- ودائع التوفير:

هي ودائع تودع لدي صناديق التوفير ويحصل اصحابها علي دفاتر يقيد ويثبت فيها دفعيات الايداع والسحب ويحدد مبلغ اقصى لمبلغ الوديعة وتدفع عنها اسعار فائدة محددة مسبقاً .

4- ودائع إستثمارية:

هي تلك الوديعة التي يتضمن طلب ايداعها النص علي المبلغ ومدة بقاءه تحت تصرف المصرف وتنقسم الي ودائع إستثمارية عامة والتي يكون المصرف حراً في توظيفها في المجال الذي يراه، وودائع إستثمارية مخصصة يشترط المودع توظيفها في نشاط معين .

5- ودائع إدارية:

تصنف بصغر المبلغ المدخر بغرض الإستثمار ويمكن لصاحبها سحبها في اي وقت وتتفق مع الوديعة تحت الطلب والإستثمارية في امكانية السحب الفوري والحصول علي الفوائد في حالة تحقيق ربح وتحمل جزء من الخسارة عند تحقيقها⁽¹⁾.

مماسبق يمكن القول ان الودائع لها دور ومهم وفعال سواء ان كان للمصرف او المودع او المستثمر وينعكس ذلك علي النشاط الاقتصادي ومستوي المعيشة ، في ظل السياسات الاقتصادية السائدة في الدولة ، لذلك لابد من الاهتمام بالودائع وتطويرها وتنميتها حتي تساهم بصورة فعالة في النشاط الاقتصادي .

(1) الطيب لحيلح، مرجع سبق ذكره، ص50.

المبحث الرابع

مفهوم الأسواق المالية والشركات المنشأة بغرض خاص

ان الانسان دائماً يسعى لأشباع حاجاته المختلفة والمتعددة والمتجددة ويبحث عن المكان الذي يوفرها له ويُعتبر السوق من الأماكن التي تتوفر فيها هذه الحاجات حيث يلتقي فيه البائع والمشتري للسلع والخدمات وتتم عملية التبادل بالاتفاق بين الطرفين وبالتالي تبادل المنافع وتحدد الاسعار بتفاعل قوي العرض والطلب كما هو الحال في السوق المالي الذي يتم فيه تبادل المنتجات المالية المختلفة.

اولاً: مفهوم الاسواق المالية:

هنالك عدة تعريفات للأسواق المالية منها:

السوق المالي هو السوق الذي يلتقي فيه الباحثون عن المال من رجال الاعمال مع ذوي الفائض من الأموال وهي لاتتعامل في السلع والخدمات إنما تتعامل في النقود والأوراق المالية كالأسهم والسندات والصكوك والشهادات وغيرها(1).

السوق المالي هو المكان الذي يتم فيه جميع المعاملات المالية بيعاً وشراءً والتي يترتب عليها نقل ملكية الأوراق المالية طويلة الاجل من أسهم وسندات وصكوك وشهادات من البائع الي المشتري وفقاً لسعر السوق السائد سواء ان تمت هذه العملية في أسواق منظمة او غير منظمة.

السوق المالية بمعناها الواسع تشمل كافة المعاملات التي يحتوي عليها النظام المالي من بنوك تجارية ووسطاء ماليين وادوات مالية مُدرجه في السوق وكافة المعاملات غير النقدية الأولية والمعاملات غير المباشرة قصيرة وطويلة الاجل(2).

(1) شوقي عزمي، الإستثمار في الأوراق المالية والتنمية الاقتصادية في السودان، (الخرطوم: الشركة القومية للمعاملات المالية، 2005م)، ص36.

(2) طه حسين، ملامح أسواق المالية- دراسة تطبيقية علي سوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة من 2001م-2005م)، بدون بيانات نشر، ص6.

السوق المالية هي المؤسسة التي يتم فيها تداول الأسهم التي تصدرها شركات المساهمة العامة للحصول علي تمويل لاستثماراتها والمستثمرون يقومون بشراء هذه الأسهم من السوق الأولية مباشرةً او من السوق الثانوي بواسطة الوسطاء الماليين بغرض الحصول علي أرباح سنوية(1).

السوق المالي عبارة عن نظام يتم بموجبة الجمع بين البائعين والمشتريين للأوراق المالية بواسطة السماسرة او الشركات العاملة في هذا المجال .

هو ذلك الإطار الذي يجمع بين بائعي ومشتري الادوات المالية ، بغض النظر عن الوسيلة التي يتم بها الجمع لكن بشرط توفر ادوات إتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تكون الاسعار السائدة حقيقية في اي لحظه زمنية(2).

هي سوق مستمرة تقام في المكان الذي توجد فيه مراكز التجارة والمال في وقت محدد في اليوم يجتمع فيه اصحاب رؤوس الأموال والسماسرة للتعامل في الأوراق المالية وفق نظم ولوائح محددة، وهذه المنتجات تتأثر تأثراً شديداً بالتغيرات التي تحدث في الاقتصاد وتتحدد فيه الاسعار وفقاً لتفاعل قوي العرض والطلب.

هي نقطة التقاء العارضين (اصحاب الفوائض المالية) مع الطالبين (اصحاب العجز المالي) لتمويل مشاريعهم سواء كانت مشاريع جديدة او قائمة تحتاج لزيادة في رأس المال لتوسعة نشاطها ويتم ذلك تحت اشراف هيئات متخصصة تحت اشراف السلطة العامة للدولة وفقاً لنظم ولوائح محدودة(3).

السوق المالي هو سوق منظم يقام في مكان ثابت تحت إشراف هيئة لها نظامها الخاص تحكمه لوائح وقوانين يؤمه المتعاملون في الأوراق المالية من مستثمرون يحتاجون الي التمويل اومدخرين يرغبون في الحصول علي عوائد الأوراق المالية من خلال التقلبات في الاسعار وتتم عملية التنفيذ بواسطة الوسطاء الماليين في زمن محدد في اليوم.

(1) نوال حسين، المؤسسات المالية، (الخرطوم: مطابع العملة السودانية، 2003م)، ص 7 .

(2) وليد صافي، انس البكري، المؤسسات المالية الدولية، (عمان: دار البدايه للنشر، ط1، 2010م)، ص 16 .

(3) خبابه عبدالله، الاقتصاد المصرفي (النقد-البنوك التجارية-البنوك الإسلامية-السياسة المالية والنقدية - الازمة المالية)، (الإسكندرية: الدار الجامعية الجديدة للنشر والتوزيع، 2013م)، ص 138.

يعرف السوق المالي إقتصادياً بأنه الآلية التي تمكن وتيسر للناس القيام بإصدار وتداول ادوات الإستثمار قصيرة وطويلة الآجل بتكلفة معاملات منخفضة واسعار تعكس فرضية السوق الكفاء(1).

هذا التعريف يشتمل علي المفاهيم التالية :

الآلية: تمثل الاجراءات والقواعد التي يدار علي اساسها سوق المال فالسوق المالي لم يعد مجرد مكان فقط.

الناس: هم الافراد والمؤسسات بكافة أنواعها سواء كانوا اصحاب الفائض او العجز او الوسطاء الماليين.

إصدار وتداول: تعني وجود سوقين هما سوق إصدار(أولي) وسوق تداول (ثانوي) .

ادوات الإستثمار: تشمل الادوات المالية مثل (الأسهم -السندات -الصكوك - الشهادات - ازونات خزانة - وغيرها).

تكلفة معاملات منخفضة: اي ان السوق المالي يجب ان يحقق الكفاءة التشغيلية.

اسعار تعكس فرضية السوق الكفاء: تتحقق هذه الفرضية اذا لم يكن هنالك فرق بين السعر السوقي للاصل المالي والسعر الحقيقي.

يعرف السوق المالي في اطار عملية التمويل بأنه السوق الذي يعمل علي تسهيل زيادة رأس المال من خلال سوق رأس المال وتقليل المخاطر وتسهيل تجارته الدولية بواسطة أسواق العملة.

السوق المالي يتمثل في الطرق والادوات المناسبة التي يرغب المدخرون في استثمار اموالهم فيها وهي تمثل الفترة التي يرغبون فيها بالتخلي عن اموالهم، والتي تختلف من شخص لآخر من حيث الشروط ورغبتهم في المخاطرة أو عدمها.

(1) السيد متولي عبدالقادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، (عمان: دار الفكر للنشر والتوزيع، ط1، 2010م)، ص67.

السوق المالي هو سوق تبادل رأس المال والإئتمان ويشتمل علي أسواق النقد وأسواق رأس المال.

السوق المالي هو المكان الذي يسهل تدفق الأموال من المدخرين وانسيابها الي حوزة المستثمرين مقابل حصول الطرف الاول علي ورقة مالية وحصول الطرف الثاني علي المدخرات النقدية، اي بمعنى انها الإطار الذي يجمع بين المدخرين والمقترضين .

يطلق اسم السوق المالي علي جميع المؤسسات التي تقوم بطرق مباشرة او غير مباشرة بمرحلة او اكثر من مراحل التوسط بين المقرضين والمقترضين وبناءاً علي ذلك يمكن إعتبار البنوك بأنواعها المختلفة وشركات التأمين والمؤسسات الإدخارية وسوق الأوراق المالية جزءاً من السوق المالي.

أما قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية عرف السوق المالي بانه السوق الذي يحكم وينظم الأوراق المالية من خلال إصدار وطرح الأوراق المالية وتداولها والتعامل بها داخل السودان، كما عرفها بانها المكان المخصص لبيع وشراء الأوراق المالية وفقاً للأسعار السائدة التي تحددها الية العرض والطلب.

هو عبارة عن اجتماع بين المتداوليين في ساعات محددة من قبل ومعلن عنها للأوراق المالية وذلك عن طريق سماسرة محترفين ومؤهلين ومتخصصين في هذا المجال ويتم التعامل بصورة علنية.

من التعريفات أعلاه يمكن ان نعرف السوق المالي بانه المكان الذي يتم فيه بيع وشراء الأوراق المالية من خلال جلسة التداول خلال فترة زمنية محددة بواسطة الوكلاء الماليين بأسعار حقيقية تتحدد بتفاعل قوي العرض والطلب الا انها تتأثر بالتغيرات التي تحدث في الاقتصاد ويمكن ان يساهم السوق في الحد منها، وتحكمه نظم ولوائح واجراءت محددة .

ثانياً: أنواع الأسواق المالية:

بما ان اصحاب المدخرات يوجهون اموالهم للاستثمار في الأوراق المالية لكي يحققوا عوائد مجزية من خلال أسواق المال وهي تختلف من نوع لآخر ولكل نوع طبيعته وخصائصه وتصنف لعدة تصنيفات منها:

1- تصنف وفقاً لآجل الادوات التي يتم التعامل بها الي قسمين:

أ- الأسواق النقدية:

هي الأسواق التي يتم من خلالها التعامل مع اوعية ائتمانية قصيرة الآجل لاتزيد عن عام وتتسم بقلّة المخاطرة وسهولة تسيلها بدون خسارة تذكر وتعمل هذه السوق علي التوازن بين التدفقات النقدية الداخلة والخارجة للمتعاملين في السوق، ومن الادوات التي تتداول في هذا السوق ازونات الخزنة والاحتياطات النقدية في البنوك وشهادات الايداع وغيرها من الاوعية الائتمانية قصيرة الآجل(1).

هي سوق تلتقي فيها البنوك والمؤسسات التمويلية حيث تعمل علي تحقيق التوازن اليومي بين مواردها ومدفوعاتا وتتسم بقصر فترة مدة إستحقاق العمليات وتمثل مركز التعامل في الاصول النقدية وتسمح بتدخل مختلف المؤسسات النقدية ممثلة في البنوك المركزية والتجارية بالاضافة للمؤسسات المالية غير البنكية وبذلك يمكن القول ان السوق النقدية هي الآلية التي يتم من خلالها تداول رؤوس الأموال قصيرة الآجل (2).

ب- أسواق راس المال:

هي السوق التي تختص بالإستثمارات طويلة ومتوسطة الآجل والتي تكون في شكل اوراق مالية اوقروض مباشرة وهي اقل إتساعاً من السوق النقدي واكثر تنظيماً ويتواجد فيه الوسطاء المختصون في الصفقات المالية الكبيرة واهم المؤسسات التي تتعامل فيه بنوك التنمية الصناعية والعقارية وبنوك الإستثمار والاعمال وصناديق الإدخار والتأمين .

2- من حيث كيفية التعامل:

وفقاً لهذه الطريقة يتم تقسيم السوق لنوعين هما(3):

(1) طه حسين، ملامح أسواق الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 8 .

(2) خبابه عبدالله، الإقتصاد المصرفي، مرجع سبق ذكره، ص 14 .

(3) زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، (القاهرة: الشركة العربية للتجاره والتسوق والتوريدات، 2014م)، ص 13

أ-السوق المفتوحة:

هي سوق منظمة وتتم عملية البيع فيها عن طريق المزاد لمن يدفع سعر اعلي وعادة مايكون عدد المتعاملين كبير ويمكن ان يتم تداول الورقة اكثر من مرة .

ب- سوق التفاوض (المساومة) :

يتم التعامل فيها علي اساس المفاوضات والمساومات التي تسبق عملية البيع او الشراء ويتم الاتفاق علي السعر والكمية وشروط التسليم والتسلم وموعدة وكيفيته .

3- من حيث جهة الإصدار:

تنقسم الي :

أ- أسواق أولية:

هي السوق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية التي يتم إصدارها لأول مرة سواء كانت لتمويل مشاريع جديدة او قائمة لزيادة رأس المال لتوسيع حجم نشاطها ، فا اذا كانت الورقة مُصدره من البنك المركزي او طويلة الأجل تعتبر سوق أولية من أسواق رأس المال ، اما اذا كانت مُصدره من وزارة المالية او قصيرة الأجل تعتبر سوق أولية من أسواق النقد(1).

ب-السوق الثانوي:

هو السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي تم إصدارها في السوق الأولية وهو يساعد علي نجاح السوق الأولية لانه يسهل تسيل الأوراق المالية التي تم إصدارها في السوق الأولية وبالتالي يستطيع المستثمر بيع ورقته في هذا السوق اذا احتاج لسيولة وتتم عملية التداول في قاعة التداول في فترة زمنية محددة وفق ضوابط واجراءت محددة(2).

(1) عبد النافع عبدالله، غازي توفيق، الأسواق المالية، (عمان: دار وائل للنشر، 2002م)، ص48 .

(2) شوقي عزمي، الإستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص48.

4- من حيث التنظيم:

تنقسم الي الاتي:

أ- أسواق منظمة:

هي من أنواع السوق الثانوي التي يتم فيها تداول الأوراق المالية المدرجة وفق شروط معينة وتختلف من سوق لآخر ويتم التداول من خلال قاعة التداول اوبواسطة الشبكة العنكبوتية الانترنت بواسطة كود معين لكل شركة وساطة مالية ويكون في وقت محدد وتشرف عليها هيئة متخصصة وفقاً للوائح والإجراءات المحددة.

ب- الأسواق غير المنظمة:

تداول فيها الأوراق المالية التي لم تدرج في السوق الثانوي بواسطة بيوت السمسره وتتسم بالمنافسة الشديدة وتحدد الاسعار بالمزاد العلني وتكون واضحة بالنسبة للمستثمر ولايوجد مكان محدد لاجراء المعاملات.

ج- الأسواق الموازية :

هي الأسواق التي تتداول فيها اوراق مالية تحكمها شروط إدراج ميسرة غير مشددة ويتم تنفيذ عملياتها في قاعة التداول في اوقات ومواعيد محددة.

5- من حيث زمن التنفيذ :

تنقسم الي الاتي :

أ- أسواق فورية:

هي الأسواق التي تتم فيها عملية البيع والشراء بشكل فوري، فإذا كانت العملية مرتبطة بالعملة تكون من سوق رأس مال اما اذا كانت مرتبطة بالجوانب المالية تكون من سوق النقد.

ب- السوق المستقبلية:

هي تلك السوق التي يتم فيها التعامل علي اساس عقود اجله، ويتم الاتفاق علي نوع الورقة المالية وسعرها علي ان يتم السداد خلال فترة زمنية لاحقة وتختلف فيه الاسعار عن السوق الفورية وترتبط عادة بالتوقعات المستقبلية .

6- تقسيم آخر:

أ- السوق الثالث :

هو قطاع من السوق غير المنظم يتعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظم ويرجع قيامه لتخفيف الصعوبات التي تواجهها المؤسسات الكبيرة عند بيعها لكميات كبيرة من الأوراق المالية بالرغم من انه سوق غير رسمية ، ويتم التعامل فيها علي اساس السوق الرسمية وتتميز بإنخفاض العمولة لان الوكلاء لا يدفعون رسوم عضوية في السوق غير المنظم⁽¹⁾.

ب- السوق الرابع :

هو سوق غير منظم يتعامل فيه باوراق مالية غير مدرجه في السوق، ويتم التعامل بين البائع والمشتري مباشرة وغالباً ماتكون مؤسسات كبيرة وتتم العملية بسرعة اكبر.

ثالثاً: الأهمية الاقتصادية للأسواق المالية:

للأسواق المالية أهمية كبيرة في إقتصاد اي دولة وتتبع اهميتها في الاتي:

1- تجميع مدخرات الافراد وتوجيهها نحو تمويل المشاريع التنموية في المجالات الإستثمارية المختلفة.

2- ايجاد منافذ شرعية للمستثمرين لنقل ممتلكاتهم.

3- تسهيل تسيل الأوراق المالية بكافة أنواعها(أسهم - سندات - صُكوك - شهادات)⁽²⁾.

4- تحقيق مصلحة البائع والمشتري لانها تعطي القيمة الحقيقية للورقه المالية.

5- مؤشر جيد للنشاط الإقتصادي للدولة.

6- تسهيل عملية الاقتراض للقطاع الحكومي والخاص، والحكومي بواسطة اوراق مالية حكومية (صُكوك- شهادات - سندات - وغيرها) لتمويل المشاريع التنموية، والقطاع الخاص بإصدار

⁽¹⁾ منير ابراهيم هندي، الإستثمار في الأوراق المالية، (الإسكندرية: منشأة المعارف للنقل، 1993م)، ص71 .

⁽²⁾ خبابه عبدالله، الإقتصاد المصرفي، مرجع سبق ذكره، ص139 .

الأسهم اوصكوك لتمويل المشاريع الإستثمارية سواء لتأسيس مشروعات جديدة او زيادة رأس مال مشروعات قائمة.

7- فتح المجال لصغار المدخرين لاستثمار اموالهم في الأوراق المالية وحماية الجمهور من عمليات النصب والاحتيال وتمكينهم من متابعة استثماراتهم بصورة واضحة ودقيقة ، بإصدار نشرة يومية يوضح فيها نشاط السوق من حيث حجم التداول واعلي سعر واقل سعر (سعر الاغلاق) والتعرف علي الحسابات الختامية للشركات المدرجة في السوق⁽¹⁾ .

8- جذب رؤوس الأموال الاجنبية .

9- المساهمة في تحقيق عملية التنمية الاقتصادية والنمو الاقتصادي وبالتالي تحقيق الرفاهية الاقتصادية.

رابعاً: وظائف الأسواق المالية:

يقوم السوق المالي بالعديد من الوظائف منها:

1- توفير التمويل:

وذلك من خلال الجمع مابين اصحاب الفائض والعجز المالي لتوفير التمويل ويتم الجمع بين الفئتين بطريقتين هما ⁽²⁾:

أ- التمويل المباشر:

يحصل من خلاله اصحاب العجز المالي علي ما يحتاجونه من اموال مباشرة من وحدات الفائض عن طريق الاقتراض من البنوك او اوراق مالية يتم إصدارها دون تدخل اجهزة الوساطة المالية.

⁽¹⁾ طه حسين، ملامح الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص18.

⁽²⁾ السيد متولي عبدالقادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، مرجع سبق ذكره، ص69 .

ب- تمويل غير مباشر:

يتم بواسطة اجهزة الوساطة المالية مثل البنوك التجارية وشركات التأمين وصناديق المعاشات هذه المؤسسات تقوم بتجميع الأموال واقراضها لمن يحتاجونها .

2- تسهيل عمليات بيع وشراء الأوراق المالية، وبالتالي فتح منافذ إستثمارية جديدة .

3- تشجيع عملية الإدخار وفتح الباب لصغار المدخرين لاستثمار مدخراتهم ، وتحقيق اسعار عادله للأوراق المالية والمحافظة عليها⁽¹⁾ .

4- المساعدة في رسم السياسات المالية والنقدية للدولة وتوفير البيانات والمعلومات⁽²⁾.

5- المساعدة علي تنفيذ السياسة النقدية والمالية:

يتم ذلك بواسطة الإجراءات التي يطبقها البنك المركزي من خلال سياسة السوق المفتوحة اذا كان الهدف مكافحة التضخم يتم طرح اوراق مالية في السوق لسحب الكتلة النقدية من الجمهور والبنوك، اما لمكافحة الركود يتم ضخ السيولة في الإقتصاد عن طريق شراء الأوراق المالية ، ولسد عجز الموازنة يتم إصدار اوراق مالية من قبل وزارة المالية.

6- المحافظة علي الثروة وتنميتها:

الأوراق المالية وسيلة مهمة لحفظ الثروة وإستخدامها عند الحاجة اليها في المستقبل ببيعها في السوق الثانوي او تصفيتها في حالة الأوراق المالية التي تنتهي باجل محدد كما انها تحقق عائد اكبر من عائد الودائع الإستثمارية.

7- المساعدة علي تقليل مخاطر الإستثمار⁽³⁾:

ويتم ذلك باحد الاساليب الاتية:

أ- التامين: ضد بعض المخاطر اذا وقعت مثل الحرائق والسرقات وخاصة في مجال الإستثمار الحقيقي.

(1) حسين عطا غنيم، تحليل اخطار التمويل والإستثمار، (القاهرة: الدار العربية للنشر والتوزيع، 2000م)، ص20.

(2) وليد صافي، انس البكري، الاسواق المالية الدولية، مرجع سبق ذكره، ص16 .

(3) زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص10-11 .

ب- **التنوع:** يتمثل ذلك في تنوع جميع مجالات الإستثمار بتكوين محفظة إستثمارية من منتجات مالية مختلفة وبالتالي تقليل الخسائر.

ج- **التحوط:** من خلال الدخول في عقود مستقبلية لشراء أو بيع أوراق مالية بأسعار اجله لكن يتم ذلك وفقاً للتوقعات المستقبلية للورقة.

8- تساعد في تطوير وتنمية اساليب التمويل المختلفة للمشروعات قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل.

9- المساعدة علي تحقيق عملية التنمية وتعتبر مؤشراً اقتصادياً للوضع الاقتصادي للدولة وبالتالي تساعد الاداره الاقتصادية في إتخاذ القرارات والاجراءات الاقتصادية لمعالجة اي خلل اقتصادي⁽¹⁾.

خامساً: الشركات المنشأة بغرض خاص:

هي شركات تسعى لتحقيق أهداف معينة ومحدودة وفقاً لنشاطها الذي تم تأسيسها من اجله ولها كيان قانوني وقد تنشأ لتحقيق وظيفة خاصة غير معلنة او تسهيل اجراء تمويل لمشروع معين او تكوين إدارة تمويلية بهيكله معدلة عن صورتها الطبيعية وقد يتطلب ذلك إنشاء اكثر من شركة ذات غرض خاص⁽¹⁾.

ويتم استخدام الشركات ذات الغرض الخاص في هيكله وبناء وصياغة الصكوك المعاصرة اكثر من ادوات التمويل الاسلامي الاخرى كالعقود المركبة والمشتقات المالية والمرابحاث السلعية وغيرها، وهي دائماً ما تسجل للقيام بتملك اصول قابلة للتداول وغالباً يتم تسجيلها في مناطق ذات إعفاء ضريبي، ولها شخصية اعتبارية مستقلة.

في المفهوم التقليدي تعرف الشركة ذات الغرض الخاص بانها الشركة التي يتم من خلالها تحويل الموجودات المالية من المقرض الاصلي الى اخرين (مقترضين) ويتحقق ذلك عن طريق الأوراق المالية سواء كانت في شكل اسهم او صكوك او سندات او شهادات ، وبالتالي يحصل

(1) عبد النافع عبدالله، غازي توفيق، مرجع سبق ذكره، ص 23 .

(1) أزهري الطيب الفكي، الصكوك الإسلامية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية في السودان، (المغرب: دن، 2013م)، ص 75.

حاملها علي فوائد في الفترة المحددة وفقا للورقة التي يمتلكها، وتساعد هذه الشركات في إيجاد تمويل للشركة القابضة (الأم)، بالرغم من ان الشركة ذات الغرض الخاص لها شخصية إعتبارية وقانونية منفصلة عن الشركة القابضة ولها قوائم مالية منفصلة لكنها تعكس صورة غير حقيقية للموقف المالي للشركة مما يعد تمويلاً خارج الميزانية غير مسموحاً به وفقاً للمعايير المحاسبية الدولية مما ادى الى افلاس بعض الشركات في امريكا لانها لم تظهر في حساباتها الختامية ، اما شركة السودان للخدمات المالية المحدودة لا ينطبق عليها ذلك لانها تمتلكها جهات سيادية وليس من أهدافها تحقيق ربح انما تنظيم السيولة في الاقتصاد.

سادساً: الغرض من الشركة ذات الغرض الخاص:

تهدف الشركة ذات الغرض الخاص لتحقيق العديد من الأهداف منها⁽¹⁾:

1- لاضفاء الشفافية وضمان حقوق الممولين او المستثمرين:

ففي النظام المصرفي التقليدي اذا اراد المصرف توريق ديونه المستحقة بغرض الحصول علي النقود في الحال علي نحو يعطي مشتري هذه الديون اولوية للحصول علي مبالغ الدين عند استحقاقها فانه يقوم بإنشاء شركة خاصة تقوم بهذا الغرض فتنقل ملكية هذه الديون الى الشركة بثمان اقل من قيمتها الاسمية وتصدر بها سندات وبيعها للمستثمرين ويحصلون علي الفوائد دون تحمل اي خسائر.

2- توزيع المخاطر:

بعض المؤسسات تقوم بتأسيس شركات خاصة تنقل اليها ملكية بعض الاصول لجلب مستثمرين لتحمل جزء من المخاطر.

3- بيع ما يتعذر بيعه :

هنالك بعض المؤسسات لديها بعض الموجودات قد يتعذر بيعها لاي سبب من الاسباب يتم تحويلها الى هذه الشركة ومن ثم بيع الشركة بكامل ممتلكاتها.

(1) المرجع السابق، ص 77.

4- استخدامها كاسلوب من اساليب الهندسة المالية:

ويحدث ذلك للتحايل علي بعض القوانين واللوائح والاجراءات كالتهرب من دفع الضرائب او التلاعب بالبيانات المالية للشركة الأم عبر البيع الوهمي لموجوداتها الى هذه الشركة.

5- تفادي بعض العقوبات:

وذلك للالتفاف علي التشريعات والقوانين المحلية مثل ان لا تسمح بعض القوانين بالتملك للشركات الاجنبية فيتم إنشاء هذه الشركة وتمارس عملها بحرية.

6- خفض تكاليف الاقتراض او الحصول علي تمويل :

يحدث ذلك عادة للشركات التي يكون تصنيفها الائتماني ضعيف مما يصعب الحصول علي التمويل ويساعد السجل الائتماني النظيف لهذه الشركة الحصول علي التمويل باقل تكلفة.

7- توريق الاصول (التصكيك):

ويتم ذلك عن طريق المؤسسات المالية الإسلامية لنقل ملكية اصولها لهذه الشركة وتقوم بإصدار صكوك إسلامية وتقوم بإصدار نشرة تحدد فيها ملكية الصكوك وفترتها والأرباح المستحقة والموجودات والجهة التي تقوم بادارتها وتاريخ التصفية وهو ماتقوم به شركة السودان للخدمات المالية .

8- تسويق ما لا يجوز شرعاً:

وذلك بتقديم الضمانات والكفالات للمستثمرين وان تكون الجهة الضامنة ذات صفه إعتبارية، مثلاً عندما تكون الجهة الضامنة الشركة الأم والجهة المباشرة للاستثمار الشركة الناشئة.

9- تسويق ما لا يجوز شرعاً من حيث البيع او إعادة الشراء :

كما هو الحال في بيع اصول لمستثمرين ثم اعادة بيعها بواسطة هذه الشركة عن طريق الصكوك والمحافظ الإستثمارية.

سابعاً: الضوابط الشرعية للشركة ذات الغرض الخاص:

للشركة ذات الغرض الخاص عدة ضوابط منها:

1- ان تكون مستقلة مالياً وقانونياً عن الجهة المنشأة لها:

ان لا تكون تابعة لها او فرع من فروعها حتى تحقق الشفافية ومراعاة مصالح المستثمرين حتى لا يصبح عملاء الشركة الناشئة يتمتعون بنفس امتيازات عملاء الشركة الأم خاصة عند تصفيتها.

2- رعاية حقوق المستثمرين :

ان تهتم فعلا برعاية مصالح حقوق المستثمرين وان لا تكون واجهة للشركة الأم.

3- تقديم ضمانات حقيقية للمستثمرين:

بان تكون الشركة مباشرة للاستثمار وتعد المستثمرين بشراء موجودات الإستثمار في نهاية اجلها بسعر السوق او بالسعر العادل وان يحدد بالتقييم وقت الشراء ولا يحدد بسعر يحدد سلفاً.

4- لا يجوز شرعاً الفصل بين الشركة والشركة التي تنشأها من حيث إعادة شراء الاصول التي تم بيعها لاجتناب بيع العينة الممنوع شرعاً.

الفصل الثالث

الأسواق المالية والأوراق المالية الحكومية في السودان

المبحث الأول: نشأة شركة السودان للخدمات المالية.

المبحث الثاني: الأوراق المالية الحكومية في السودان.

المبحث الثالث: نشأة سوق الخرطوم للأوراق المالية.

المبحث الرابع: حركة التداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية.

مقدمة:

تعتبر الأوراق المالية الحكومية من المنتجات المهمة في الاقتصاد العالمي والتي لها دور مهم وفعال في تمويل المشاريع التنموية والإنتاجية، والسودان من الدول التي اهتمت بها بشكل كبير وتم إنشاء شركة السودان للخدمات المالية لإدارتها وهي تقوم علي اساس الشريعة الإسلامية ولعبت دورهم وفعال في تنفيذ وتفعيل السياسة المالية والنقدية ومواجهة التقلبات التي حدثت في الاقتصاد والمساهمة في تمويل المشاريع التنموية ومشاريع البنية التحتية واستيراد السلع الضرورية وسد العجز في الموازنة، وساهمت بنسبة عالية في تنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية خاصة شهادات المشاركة الحكومية (شهادة) وصكوك الإستثمار الحكومية (صرح).

سنتناول في هذا الفصل نشأة شركة السودان للخدمات المالية، والأوراق المالية التي تصدرها، ونشأة سوق الخرطوم للأوراق المالية، وتحليل نشاطه قطاعياً.

المبحث الأول

نشأة شركة السودان للخدمات المالية

في إطار جهود بنك السودان المركزي ووزارة المالية والاقتصاد الوطني لابتكار ادوات نقدية جديدة لإدارة السيولة في الاقتصاد لاستخدامها في عملية السوق المفتوح بدلاً من الادوات التقليدية وبما انهما لا يستطيعان المتاجرة بالأوراق المالية تم تأسيس شركة السودان للخدمات المالية في عام 1998م وفقاً لقانون الشركات لعام 1925، لتقوم بالتعامل مباشرة مع الجمهور بعد ان تنازلت وزارة المالية وبنك السودان المركزي من اصولهم في البنوك كلياً أو جزئياً للشركة حيث بلغت نسبة مساهمة بنك السودان المركزي 99% ووزارة المالية 1% براس مال مصرح به 10 مليون دينار مدفوع قدره 2 مليون دينار حتى بلغ 100 مليون دينار.⁽¹⁾

أولاً: أهداف إنشاء شركة السودان للخدمات المالية:

تم تحديد الاغراض الاساسية للشركة في لائحة وعقد تأسيس الشركة في الآتي⁽²⁾:

- 1- القيام باعمال الخدمات المالية المتعلقة بالإدارة والتصرف الإداري الكامل في الانصبه والحصص المملوكة لبنك السودان المركزي ووزارة المالية والاقتصاد الوطني.
- 2- مساعدة بنك السودان المركزي في تنظيم السيولة العامة بهدف تحقيق أهداف السياسة النقدية العامة.
- 3- الدخول في اي اتفاقيات او ترتيبات مع بنك السودان المركزي او اي هيئة او مؤسسة او شركة او شخص يبدو فيها ما يحقق اغراض الشركة.
- 4- إنشاء وإدارة صناديق متخصصة في الأوراق المالية.
- 5- اداء اي عمل او اعمال اخرى تراها ضرورية ولازمة وملائمة تمكنها من تحقيق اغراضها او جزء منها

⁽¹⁾ التقرير السنوي لشركة السودان للخدمات المالية، 2013م، ص 16.

⁽²⁾ دراسة غير منشورة، شركة السودان للخدمات المالية، بدون بيانات نشر، قسم الدراسات والبحوث.

ثانياً: دور شركة السودان للخدمات المالية في تحقيق التنمية في السودان:

لشركة السودان للخدمات المالية دور مهم في تنفيذ بعض المشروعات التنموية وذلك حسب توجيهات وزارة المالية والاقتصاد الوطني وخصماً من موارد الإصدارات التي طرحت بعد معرفة نتيجة الطرح وخاصة صكوك الإستثمار الحكومية (صرح) ، حيث تتم هذه العملية وفقاً للتسلسل والإجراءات الآتية⁽¹⁾:

1- التخصيص (الإجراءات الشرائية).

2- تكلفة المشروع.

3- إعداد مسودة العقود مع المقاولين والموردين.

4- التوقيع علي العقود

5- توثيق العقود

6- خطابات الضمان

7- الصرفيات

8- استلام المشروعات

9- قفل ملف المشروع.

تم تمويل هذه المشاريع بواسطة صكوك الإستثمار الحكومية والتي تم إصدارها عام 2003م والمشروعات التي تم تنفيذها حتى 2016م هي:

1- قطاع البنيات الأساسية:

تم تنفيذ 52 مشروع بمبلغ (510) مليون جنية سوداني ويشمل ذلك تشييد مساكن للطلاب وتوريد اجهزة ومعدات للكليات التقنية، توريد قاطرات عربات وفلنكات، وتشيد محطة مياه (سنار -

⁽¹⁾ دراسة غير منشورة، شركة السودان للخدمات المالية، بدون بيانات نشر، قسم الدراسات والبحوث .

جبل موية)، وتشبيد شبكة مياه بورتسودان وتنفيذ المدينة السكنية (سد مروي)، تنفيذ المرحلة الاولى لمطار الخرطوم الجديد وتنفيذ طريق (كترانج- ابو حراز) وتاهيل مبنى وزارة الصناعة وتشبيد كبري (الدبة- ارقى) وتاهيل البنية التحتية للمساح وتشبيد طريق الختمية الجديدة والشهداء بولاية كسلا.

مما سبق يلاحظ ان الجهات التي استفادت من هذه المشاريع ولايات مختلفة ومؤسسات وقطاعات مختلفة.

2- قطاع المشروعات الإنتاجية:

تم تنفيذ 123 مشروع مختلف بمبلغ إجمالي (24905) مليون جنية ويشمل ذلك توفير آلات ومدخلات انتاج زراعية وتمويل البنيات الاساسية وتوريد جرارات ومدخلات انتاج وتاهيل البنيات الاساسية للري وكهربية وتجميع مشاريع النيل الابيض (الملاحة) وتوريد طلبات بمشروع كساب الزراعي وتشبيد صوامع غلال وبنيات تحتية وتاهيل المحجر البيطري وتوريد معدات للامدادات البيطرية وتاهيل مصانع النسيج ومحالج الرهد وتاهيل طلبات مشروع السوكي الزراعي وتشبيد كهرباء هيا وقد استفادت من هذه المشروعات عدة جهات منها البنك الزراعي السوداني ومشروع سندس الزراعي ومشروع درء آثار الجفاف والتصحر بولاية شمال كردفان ووزارة الري ولاية النيل الابيض ومؤسسة السوكي الزراعية وهيئة المخزون الاستراتيجي ، وزارة الثروة الحيوانية ووزارة الصناعة.

3- قطاع الخدمات الاساسية:

أ- الصحة:

تم تنفيذ 149 مشروع مختلف بقيمة (255.7) مليون جنية سوداني ويشمل ذلك برنامج توطین العلاج بالداخل وتاهيل البنية التحتية بالمستشفيات الاتحادية وتشبيد المجمعات البحثية بمستشفيات (الخرطوم ، بحري، ام درمان) ومشروع المراكز التشخيصية بالولايات ، تشبيد عنابر السرطان بالمركز القومي للسرطان جامعة الجزيرة ، ومشروع مركز ود مدني لامراض وجراحة

القلب وتكملة مباني مستشفى ود مدني لامراض وجراحة الكلى وتشيد مستشفى مناظير الجهاز الهضمي وجراحة المناظير ومشروع توريد معدات طبية للولايات ومستشفى السرطان مدني.

ب- التعليم:

تم تشيد المدارس والداخليات وتوريد الكتاب المدرسي للولاية الشمالية وشمال دارفور وكردفان ووحدات اجلاس بولاية البحر الاحمر بتكلفة (127) مليون جنية .

ج- المياه :

تم تنفيذ مشروع حفر وتركيب محطات وآبار وتشيد شبكة مياه لصالح الولايات الشمالية وتكملة شبكة مياه الفاو وحفائر في ولايات مختلفة بمبلغ (129) مليون جنية.

4- قطاع المعلوماتية :

تم توريد محطات ومرسلات ازاعية ومعدات تقنية لوکالة السودان للانباء وتوريد معدات تقنية لولاية شمال دارفور بمبلغ (2306) مليون جنية.

5- القطاع المتنوع:

تم تنفيذ 48 مشروع بقيمة (87.6) مليون جنية وتشمل توريد آلات ومعدات استراتيجية والمجمعات التعليمية لمسارات الرعي وتوريد آلات لولاية جنوب دارفور واستفادت من تلك المشاريع وزارة الدفاع الوطني ووزارة الداخلية.

مما سبق يلاحظ ان شركة السودان للخدمات المالية ساهمت مساهمة فعالة في تنفيذ المشروعات التنموية والإنتاجية في مجالات وقطاعات مختلفة ومهمة حيث بلغت التكلفة الكلية للمشاريع التي قامت بتنفيذها (1.482) مليار جنية سوداني.

المبحث الثاني

الأوراق المالية الحكومية في السودان

كما ذكرنا سابقا ان شركة السودان للخدمات المالية تقوم بإدارة الأوراق المالية الحكومية التي تصدرها وزارة المالية وبنك السودان المركزي لتساهم بصورة فعالة في تحقيق السياسة المالية والنقدية وغيرها من الأهداف الاخرى ومن اهم المنتجات المالية للشركة هي:

أولاً: شهادات المشاركة الحكومية شهامة:

هي عبارة عن صكوك مالية تقوم علي اساس شرعي تصدرها وزارة المالية والاقتصاد الوطني مقابل اصول حقيقية مملوكة لها نيابة عن حكومة جمهورية السودان ويتم تسويقها عبر شركة السودان للخدمات المالية⁽¹⁾.

هي عبارة عن اداة من ادوات السياسة المالية الفاعلة في إدارة السيولة خاصة في مجال تخفيف الضغط علي الطلب الكلي وبالتالي محاصرة جموح التضخم والتحكم في معدلاته⁽²⁾.

هي ورقة مالية شرعية تصدرها وزارة المالية يضمنها بنك السودان المركزي وتقوم بترويجها شركة السودان للخدمات المالية بقيمة اسمية قدرها 500 جنية سوداني وتستحق نسبة أرباح خلال فترة محددة غالبا ما تكون عام ويتم إصدارها في اربعة إصدارات في السنة وتتداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية (السوق الثانوي).

أهداف شهادات شهامة:⁽³⁾

- 1- استقطاب المدخرات القومية وتشجيع الإستثمار.
- 2- توفير اداة إسلامية شرعية لإدارة السيولة واناذا السياسة المالية.
- 3- تطوير اسواق راس المال المحلية والاقليمية والإسلامية.
- 4- تحقيق عائد مجزي للمستثمرين من خلال مشاركتهم في مكون الشركة الذي يحتوي علي اكثر الشركات كفاءة.

⁽¹⁾ دراسة غير منشورة، سوق الخرطوم للأوراق المالية، بدون بيانات نشر، قسم الدراسات والبحوث .

⁽²⁾ عبد الوهاب عثمان شيخ موسي، منهجية الإصلاح الاقتصادي في السودان، (الخرطوم: مطابع السودان للعملة، ط1، 2001م)، ص212.

⁽³⁾ دراسة غير منشورة، شركة السودان للخدمات المالية، بدون بيانات نشر، قسم الدراسات والبحوث .

5- تغطية عجز الموازنة العامة بدلاً من الاستدانة من البنك المركزي لان إصدار العملة بدون غطاء يؤدي الى التضخم.

6- تجميع المدخرات وتوجيهها نحو التنمية.

أسباب نجاح شهادات شهامة:

- 1- الإعداد الجيد للنظام قبل فترة كافية من بدء الإصدار.
- 2- الترويج الجيد بهدف اقناع المتعاملين بشرعية الشهادات وخلو عائدها من الربا إعتماًداً علي فتوى صادرة من هيئة الرقابة الشرعية.
- 3- الضمانات المقدمة من وزارة المالية بتوجيه بنك السودان بدفع قيمة الشهادة والأرباح عند تاريخ استحقاقها دون الرجوع اليها.
- 4- المؤسسات المكونة للوعاء اختيرت بعناية ودقة وفقاً لمركزها المالي القوي.
- 5- نشر حساب الشركات والمؤسسات المكونة للوعاء بصورة دورية توضح اوضاعها المالية.
- 6- تعتبر ضمان من الدرجة الاولى لمنح التمويل من المصارف.
- 7- ذات مخاطر قليلة
- 8- مدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية.
- 9- قابلية سهولة التسجيل.

لقد تم اول إصدار لشهادات شهامة في عام 1999م حيث كان إصدارها كل ستة اشهر لكن الآن أصبحت سنوية في اربع إصدارات (ربع سنوية) ويمثل المكون الاساسي عند الإصدار الشركات التالية⁽¹⁾:

شركة ارباب للتعددين ، وشركة النيل لتوريد وتجارة الزيوت ، والشركة السودانية لخطوط انابيب البترول وشركة مصفاة بورتسودان ، والشركة السودانية للمناطق والاسواق الحرة ، ومؤسسة القصر العالمية (فندق قصر الصداقة) ، وشركة اسمنت عطبرة ، وشركة الفنادق السودانية (هيلتون) ، والشركة السودانية للاتصالات (سوداتل).

هذه الشركات يمكن ان يتم تغييرها باضافة شركات اخري اوحذف بعضها حيث كانت الشركات المكونة لإصدار شهامة 2017/10/1م هي هيئة سكك حديد السودان والهيئة القومية

⁽¹⁾عبد الوهاب عثمان شيخ موسي، مرجع سبق ذكره، ص 213.

للاتصالات والطيران المدني والأمادات الطبية والاسواق الحرة وشركة جيا وشركة النيل للبترول وشركة ارباب للتعددين وشركة السكر السودانية والشركة السودانية للاتصالات (سوداتل) ، وهي اخر إصدار لشهادات شهامة لعام 2017م⁽²⁾.

جدول رقم (1)

يوضح حجم إصدار شهادات شهامة للفترة من 1999م-2016م

السنوات	حجم الإكتتاب	التصفية	الإجمالي
1999	14715	0	14715
2000	76765	14715	62050
2001	437910	76765	361145
2002	644025	437910	206115
2003	1131040	644025	487015
2004	1681098	1131040	550058
2005	2787636	1681098	1106538
2006	3644107	2787636	856471
2007	4318524.5	3569473	749051
2008	5511576	4318524	1193051.5
2009	7432152	5511576	1920576
2010	9452316	7732152	2020164
2011	11139772	9452315	1687457
2012	13025830	11139772.5	1886057
2013	14134367	13025830	1108537
2014	15773064	14134367	1638697
2015	18445990.5	15773064	2672926.5
2016	20555214	18445990.5	2109223.5

المصدر:التقارير السنوية لشركة السودان للخدمات المالية 1999م-2016م

⁽²⁾ شركة السودان للخدمات المالية، نشرة إصدار شهادات شهامة، 2017/10/1م

الإكتتاب : الشهادات التي تم إصدارها لأول مرة في السوق الاولى .

التصفية: هي الشهادات التي انتهى اجلها .

الإجمالي : الفرق بين الإكتتاب والتصفية (الإكتتاب- التصفية) .

من الجدول رقم (1) يلاحظ الاتي:

1- تزايد حجم الإكتتاب من عام لآخر حيث كان أول طرح في عام 1999م بمبلغ 14715 ألف جنية حتي بلغ 20555214 مليون جنية وهو يمثل رصيد شهادات شهامة لهذه الفترة (2016م) .

2- في السنوات الاولى كان حجم التصفية قليل جداً مما يؤكد ان حجم العائد الذي تم توزيعه مجزي اما في السنوات الاخيرة يلاحظ زيادة حجم التصفية ويعزي ذلك لعدة عوامل منها عدم الاستقرار في الاقتصاد السوداني خاصة بعد انفصال الجنوب وخروج النفط المنتج من جنوب السودان من الموازنة العامة للدولة وإرتفاع معدلات التضخم وعدم الاستقرار في سعر الصرف وإنخفاض قيمة الاضافة الي تاخير توزيع الأرباح من قبل شركة السودان للخدمات المالية وإنخفاض قيمتها السوقية في السوق الثانوي مما دفع معظم المستثمرين بتصفيتها والشراء من السوق الثانوي والاستفادة من فرق الاسعار مما حقق لهم أرباح عالية.

جدول رقم (2)

يوضح قطاعات المستثمرين في شهادات شهامة للفترة من 2000م -2016م

السنوات	عدد الشهادات المباعة	بنك السودان	النسبة %	المصارف	النسبة %	الشركات والصناديق	النسبة %	الجمهور	النسبة %
2000	15353	0	0	0	0	0	0	0	0
2001	88661	0	0	0	0	0	0	0	0
2002	22904	0	0	0	0	0	0	0	0
2003	203243	0	0	0	0	0	0	0	0
2004	1280000	1023130	80	31160	2	9330	1	216380	17
2005	4562379	407168	9	1214140	27	1625101	36	1315970	29
2006	7288217	229777	3	2177103	30	2637222	36	2244115	31
2007	8446201	211993	3	3405174	40	2766590	33	2062444	24
2008	11022653	469973	4	3938776	36	3778916	34	2834988	26
2009	14864268	493249	3	6534761	44	4527717	30	3308541	22
2010	18904639	1587341	8	8018756	42	5385724	28	3912818	21
2011	22279547	2352219	11	10246673	46	6401654	29	3279001	15
2012	25972660	3476029	13	11960975	46	7287122	28	3248534	13
2013	28262676	6123252	22	12179898	43	6344081	22	3615445	13
2014	31645804	5616300	18	13085544	41	8780168	28	4163792	13
2015	36892037	3675621	10	18369755	50	10879588	29	3967073	11
2016	41119261	4394473	10.7	19611092	47.7	12726150	30.7	4387546	11
الإجمالي	252870503	30060498	12	110773807	44	73149363	29	38556647	15

المصدر : التقارير السنوية لبنك السودان للفترة من 2000م-2016م

الفترة من 2000م - 2003م لاتوجد بيانات

من الجدول رقم (2) يلاحظ الاتي :

1- تزايد عدد شهادات شهامة المباعة من عام لآخر من 15353 شهادة في عام 2000م الي 36892037 شهادة في عام 2015م مما يعكس نجاح الشهادة .

2- يعتبر بنك السودان المركزي من القطاعات التي تساهم في تفعيل نشاط شهامة حيث بلغت أعلى نسبة مساهمة 80% في عام 2004م، ثم انخفضت الي 3% في عام 2009م وهي تمثل اقل نسبة.

3- تمثل شهادة مورد مهم لقطاع المصارف لذلك نجد حجم استثماراتها تتزايد من عام لآخر حتي بلغ 18369755 شهادة في عام 2015م بنسبة مساهمة 50% بدلاً عن 31160 شهادة في عام 2004م بنسبة مساهمة 2%.

4- يعتبر قطاع الشركات والصناديق من القطاعات التي لها دور فعال في تفعيل شهادات شهادة وتعتبر القطاع الثاني بعد قطاع المصارف واستثماراته تتزايد بصورة ملحوظة حتي بلغت 10879588 شهادة في عام 2015م وتراوحت نسبة مساهمتها في الفترة من 2005م - 2015م ما بين 36%-22% وعام 2004م بلغت 1% فقط .

6- يعتبر قطاع الجمهور من القطاعات المهمة التي استهدفتها شهادات شهادة الا ان مساهمته لم تكن ذات فعالية ويعتبر القطاع الثالث من حيث الإستثمارات وبلغت عدد الشهادات التي تم تداولها في هذا القطاع خلال فترة الدراسة 34169101 شهادة فقط وهي عدد قليل مقارنةً بحجم المبيعات الكلي، وتباين نسبة مساهمة من عام لآخر بدأت ب 17% في عام 2004م، والفترة من 2005م- 2010م تراوحت بين 21% -31% وهي الفترة التي شهدت إستقرار في الاقتصاد السوداني نتيجة لإتفاقية السلام ، اما الفترة من 2012م -2014م إنخفضت النسبة الي 13%، وفي 2015م الي 11% نتيجة لانفصال الجنوب وتدهور الوضع الاقتصادي في السودان وكذلك تاخير توزيع الأرباح من قبل شركة السودان للخدمات المالية التي كادت أن تؤدي الي انهيار الشهادة .

7- نجد ان متوسط نسبة مساهمة القطاعات للفترة من 2004م -2016م تتباين من قطاع لآخر حيث يمثل بنك السودان المركزي 15.33% وقطاع المصارف 37.25% كأكبر قطاع وقطاع الشركات والصناديق 27.83% وقطاع الجمهور 19.6%.

جدول رقم (3)

يوضح معدل النمو في شهامة للفترة من 1999م - 2016م

السنوات	حجم الإكتتاب	معدل النمو %
1999	14715	0
2000	76765	421
2001	437910	470
2002	644025	47
2003	1131040	75
2004	1681098	49
2005	2787636	66
2006	3644107	31
2007	4318524.5	18
2008	5511576	28
2009	7432152	35
2010	9452316	27
2011	11139772	18
2012	13025830	17
2013	14134367	8
2014	15773064	11
2015	18445990.5	17
2016	20555214	11

المصدر: إعداد الباحث

الجدول رقم (3) يوضح الاتي :

1- في السنوات 2000م - 2001م كان معدل نمو شهامة عالي جداً حيث بلغ معدل النمو أكثر من أربعة اضعاف حيث بلغ 421% و 470 % مما يعكس النجاح الذي وجدته هذه الشهادة عند إصدارها .

2- تغير معدلات النمو من عام لآخر حيث تراوحت الفترة من 2002م - 2010م ما بين 75% - 27% ماعدا 2007م بلغت 18% وهي الفترة التي شهدت استقرار في الاقتصاد السوداني، أما الفترة من 2011م - 2016م تراوحت بين 18%-8%.

3 - بلغ متوسط معدل نمو شهادات شهامة خلال فترة الدراسة 102% وهي نسبة عالية جداً تبين أهمية ونجاح الشهادة في الاقتصاد السوداني .

جدول رقم (4)

يوضح الفرق بين نسبة عائدات شهادات شهامة ونسبة أرباح الودائع المصرفية

السنوات	نسبة عوائد شهادات شهامة %	نسبة هوامش أرباح الودائع المصرفية %	الفرق %
1999	33.2	24	9.2
2000	26.87	24	2.87
2001	30.98	15.2	15.78
2002	29.1	14.9	14.2
2003	21.75	16.2	5.55
2004	20.85	11.3	9.55
2005	21.3	11	10.3
2006	15.7	11.3	4.4
2007	16.26	11.7	4.56
2008	16	11.8	4.2
2009	14.52	10.8	3.72
2010	16.13	9.8	6.33
2011	18.45	9.4	9.05
2012	18.47	11.3	9.05
2013	18.66	12	6.16
2014	18.43	12.5	5.93
2015	17.98	12.8	5.18
2016	17.98	12	5.98

المصدر : التقارير السنوية لبنك السودان المركزي وشركة السودان للخدمات المالية 1999 - 2016م

من الجدول رقم (4) يلاحظ الآتي:

- 1- تذبذب نسبة عائدات شهادات شهامة من 33.2% في عام 1999م الي 14.52% في عام 2009م، اما الفترة من 2011م - 2016م شهدت استقرار بنسبة 18%.
- 2- ان نسبة متوسط عائدات شهادات شهامة خلال فترة الدراسة بلغت 20.7%.
- 3 - تذبذب نسبة هوامش أرباح الودائع المصرفية وانخفضت من 24% في عام 1999م الي 9.4% في عام 2011م.
- 4 - بلغ متوسط نسبة هوامش أرباح الودائع المصرفية خلال فترة الدراسة 13.44%.
- 5- في عام 2001م بلغ فرق نسبة عائدات شهادات شهامة عن نسبة ارباح الودائع المصرفية 15.78% وهو اكبر من نسبة الأرباح التي وزعتها المصارف لنفس العام 15.2%.
- 6 - يزيد متوسط نسبة عائدات شهادات شهامة عن نسبة متوسط هوامش أرباح الودائع المصرفية خلال فترة الدراسة بنسبة 7.3%.

ثانياً: صكوك الإستثمار الحكومية (صرح) :

هي عبارة عن صكوك مالية شرعية تصدرها وزارة المالية والاقتصاد الوطني لتمويل مشروعات البنية التحتية والتنمية تقوم بترويجها شركة السودان للخدمات المالية ويتم تداولها في سوق الخرطوم للأوراق المالية، يتم إصدارها علي صيغة المضاربة وتوزع عوائدها كل ستة اشهر واول إصدارها كانت في عام 2003م⁽¹⁾.

أهداف صكوك الإستثمار الحكومية⁽²⁾:

- 1- تجميع المدخرات القومية والاقليمية وتشجيع الاستثمار .
- 2- إدارة السيولة علي مستوي الاقتصاد الكلي مايعرف بعملية السوق المفتوح .
- 3- تطوير اسواق راس المال المحلية والاقليمية .
- 4- توظيف المدخرات لتمويل مشاريع البنية التحتية والتنمية .
- 5- تقليل الآثار التضخمية وذلك بتوفير تمويل مستقر وحقيقي في شكل سلع وخدمات .

(1) التقرير السنوي لشركة السودان للخدمات المالية، 2013م، ص 19.

(2) أزهرى الطيب الفكي، مرجع سبق ذكره، ص 91.

الآلية عمل الصكوك⁽¹⁾:

تتكون الآلية عمل الصكوك من ثلاثة أطراف هم المستثمرون رب المال (حملة الصكوك) و شركة السودان للخدمات المالية (المضارب) ووزارة المالية (طالب المال) .

جدول رقم (5)

يوضح قطاعات المستثمرين في صكوك الإستثمار الحكومية للفترة من 2003 - 2016م

السنوات	عدد الصكوك المباعة	بنك السودان	النسبة %	المصارف	النسبة %	الشركات والصناديق	النسبة %	الجمهور	النسبة %
2003	600000	134550	22	128849	21	119070	20	217531	36
2004	1280000	1023130	80	31160	2	9330	1	216380	17
2005	21869946	60000	1	18011728	82	2895120	13	903098	4
2006	12890816	2228111	17	1388296	11	8251394	64	1023015	8
2007	17050795	2054227	12	5125988	30	8580007	50	1290573	8
2008	18725819	1644227	9	6314541	34	9375498	50	1391553	7
2009	20223813	3019424	15	4471262	22	11216528	55	1516599	8
2010	18264017	1000000	5	6914062	38	9370233	51	979722	5
2011	19442477	1468560	8	7013179	36	9731417	50	1229321	6
2012	14761555	3355178	23	5787047	39	4281030	29	1338300	9
2013	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2014	8279969	1839072	22	4117298	50	1816782	22	506817	6
2015	9042101	1839072	20	4167298	46	2219782	25	815949	9
2016	8291901	3272504	39	2199048	26	1999046	24	821303	10
الإجمالي	170723209	22938055	13	65669756	39	69865237	41	12250161	7

المصدر: التقارير السنوية لبنك السودان المركزي للفترة من 2003-2016م

(1) التجاني عبد القادر أحمد، صكوك الإستثمار الحكومية (القائمة علي الإجارة، المراجعة، الأستصناع)، (الخرطوم: معهد الدراسات المصرفية والمالية، المنتدى المصرفي الحادي والخمسون، مايو 2003م)، ص5.

الجدول رقم (5) الاتي :

1- زيادة عدد الصكوك المباعة من عام لآخر الا ان الفترة الاخيرة شهدت إنخفاض حيث بلغ اكبر عدد للصكوك المباعة 20223815 صك في عام 2009م والإجمالي الكلي للصكوك بلغ (162431308) صك.

2- إن اكبر نسبة مساهمة لبنك السودان بلغت 80% في عام 2004م واصغر نسبة 1% في عام 2005م اما باقي الفترة تراوحت ما بين 1%-22%.

3 - يعتبر قطاع الشركات والصناديق من اكبر القطاعات مساهمة في مبيعات الصكوك بنسبة متوسط 42% خلال فترة الدراسة ويليه القطاع المصرفي بنسبة 39% ثم بنك السودان المركزي 12% اما قطاع الجمهور مساهمته ضعيفة جداً 7% فقط .

ثالثاً : شهادات مشاركة البنك المركزي (شمم) :

تمثل شمم البداية الحقيقية لإصدار الصكوك الإسلامية في السودان وهي عبارة عن شهادات تمثل صيغة محددة في صندوق خاص يحتوي علي الاصول المملوكة للبنك المركزي ووزارة المالية في القطاع المصرفي والمالي⁽¹⁾، وهي تمثل نوعاً من انواع توريق الاصول تم إصدارها في يونيو 1998م، ويتم تحديد سعر التبادل عن طريق التفاوض المباشر بين البائع والمشتري او بنظام المزاد الذي تحكمه اسس وضوابط محددة وان لا يقل الطلب عن خمسة عروض وباسعار مختلفة يتم ترتيبها تنازلياً وان لا يزيد مجموع العروض للمصرف عن 25% من جملة المزاد ولايسمح لمصرف ان يتقدم بطلب نيابةً عن مصرف اخر علماً بان الشهادات ليس لها اجل محدد وتعتبر سريعة التسييل للمصارف التجارية ، والبنك المركزي يستخدمها للتحكم في إدارة السيولة وذلك ببيع الشهادات في حالة زيادة السيولة والشراء في حالة الإنخفاض ويمثل السعر الذي يعرضه البنك دوراً مهماً في ذلك، وتمت تصفيته في عام 2004م بعد إصدار صكوك الإستثمار الحكومية (صرح) في عام 2003م، وبلغت حصيلتها عند توقفها 364748 مليون جنية .

(1) ازهري الطيب الفكي، مرجع سبق ذكره، ص 83.

جدول رقم (6)

حجم الإصدار من شهادات شمم للفترة 1998م - 2004م

السنوات	حجم الإصدار
1998	4923
1999	5186
2000	16713
2001	37646
2002	83575
2003	202794
2004	40465
المجموع	391302

المصدر: التقارير السنوية لبنك السودان للفترة من 1998م-2004م

الجدول رقم (6) يلاحظ الاتي:

1- ان إصدار شهادات شمم يختلف من عام لآخر وان العدد الكلي للشهادات بلغ 391302 شهادة خلال هذه الفترة حتي تم تصفيته .

رابعاً: شهادة إجارة بنك السودان المركزي شهاب :

تم إصدارها علي صيغة الإجارة من خلال إجار أصول بنك السودان المركزي ويتم بيعها للبنوك التجارية فقط بفترة زمنية عشرة سنوات بهدف تمكين بنك السودان المركزي من إدارة السيولة .

جدول رقم (7)

يوضح شهادات إجارة البنك المركزي شهاب للفترة من 2005م-2013م

السنوات	عدد الشهادات لدي البنوك التجارية
2005	135000
2006	138500
2007	148400
2008	206625
2009	20137
2010	187257
2011	144970
2012	183262
2013	58014
المجموع	1222165

المصدر: التقارير السنوية لبنك السودان للفترة من 2005م-2013م

من الجدول رقم (7) يلاحظ الآتي:

1- ان صافي شهادات شهاب لدي البنوك التجارية للفترة من 2005م - 2008م تتراوح ما بين 135000 شهادة - 206625 شهادة ، وانخفضت في عام 2009م الي 20137 شهادة اما الفترة من 2010م - 2013م تراوحت ما بين 187257 - 8014 شهادة.

2- بلغ اجمالي صافي الشهادات لدي البنوك التجارية خلال هذه الفترة 1222165 شهادة .

خامساً: شهادات الإستثمار الجماعي بالعملات الاجنبية (شموخ) :

هي شهادة تم إصدارها باجل عام واحد في عام 2009م بالدولار بغرض استيراد سلع استراتيجية وفقاً لصيغ التمويل الاسلامي الا انها لم تحقق أهدافها وتمت تصفيتها في عام 2010 م وبلغت عدد الشهادات 6170 شهادة ووزعت أرباح 7%.

سادساً: شهادة إجازة مصفاة الخرطوم للبترول (شامة) :

تم إصدارها علي صيغة الاجاره وذلك بايجار نصيب الحكومة السودانية في مصفاة الخرطوم الذي يبلغ 83% في شراكة مع الشركة الصينية .

في عام 2010م تم إصدار شهادات شامة بمايعادل نصيب حكومة السودان في المصفاة والبالغ قدرها 1892000 مليون جنية سوداني بقيمة إسمية 500 جنية سوداني للشهادة وفترة زمنية سبع سنوات بأرباح ربع سنوية وقسمت الي 3784000 شهادة في إصدارتين بمبلغ 810 مليون جنية سوداني خصصت لسداد مديونات المصارف علي الحكومة بشرط تكون مثبتة بسندات حكومية حل اجلها ومقابلة التزامات الصرف وساهمت في سد عجز الموازنة الناتج عن خروج النفط لانفصال الجنوب، وبيعت الإصدارة الثانية مجزأة الي قسمين والمتبقي علي ثلاث دفعات بفترات لاحقة متتالية مقسمة الي إصدارتين فرعيتين هذا التقسيم اقتضته الضرورة الفنية داخل الشركة لتسهيل عملية حساب الأرباح ربع السنوية وعملية التسديد لاطفاء التزامات السندات المستحقة لوزارة المالية اخذت اكثر من ثلاث اشهر.

جدول رقم (8)

يوضح قطاع المستثمرين في شهادات شامة للفترة من 2010م - 2014م

السنوات	الإجمالي	بنك السودان	النسبة %	المصارف	النسبة %	الشركات والصناديق	النسبة %	الجمهور	النسبة %
2010	2844345	1140000	40	1431525	50	241581	9	31239	1
2011	3687840	1539578	42	1760633	48	353679	9	33950	1
2012	3784000	2192851	58	1203520	32	353679	9	33950	1
2013	0	0	0	0		0		0	0
2014	3784000	2401233	63	1086246	29	275939	7	20582	1
المجموع	14100185	7273662	51	5481924	39	1224878	9	119721	1

المصدر: التقارير السنوية لبنك السودان المركزي للفترة من 2010م-2014م

من الجدول رقم (8) يتضح الاتي :

1- تم إصدار هذه الشهادات في عام 2010م بعدد 2844345 شهادة و 3741840 شهادة و 2012م 3784000 شهادة و 2013م لم يتم فيها إصدار و 2014م 3784000 شهادة ، والمجموع الكلي للشهادات 14154185 شهادة.

2- يعتبر البنك المركزي اكبر مساهم بمتوسط نسبة بلغت 51% خلال فترة الإصدار والمصارف 39% والشركات والصناديق 9% والجمهور باقل نسبة 1% فقط .

سابعاً: شهادات إجارة الشركة السودانية لنقل الكهرباء (نور):

هي عبارة عن صندوق إستثماري متوسط الاجل انشئ بغرض حشد الموارد من المستثمرين عن طريق المضاربة بتوظيفها لشراء اصول الشركة السودانية لنقل الكهرباء وتاجيرها لوزارة المالية اجاره تشغيلية لتحقيق عوائد مجزية للمستثمرين ، وتطوير صناعة الصناديق الإستثمارية ، والقيمة الاسمية للصك 100 دولار وعمر الصندوق ثلاث سنوات ، الا ان انفصال الجنوب الذي ادي الي إنخفاض النقد الاجنبي ادي الي عدم نجاح هذه الشهادة .

جدول رقم (9)

يوضح قطاع المستثمرين في شهادات نور للفترة من 2012م - 2014م

السنوات	عدد الشهادات المباعة	وزارة المالية	الجمهور	الشركات والصناديق
2012	7579631	7559920	16552	3159
2013	47695	0	4445	43250
2014	7580000	7576052	429	3519
الإجمالي	15207326	15135972	21426	49928

المصدر: التقارير السنوية لبنك السودان للفترة من 2012م - 2014م

من الجدول رقم (9) يلاحظ الاتي:

1- ان وزارة المالية من اهم القطاعات التي ساهمت في تفعيل شهادة نور حيث بلغ عدد الشهادات التي قامت بشراءها 15135972 شهادة بنسبة بلغت 99% .

2- ان نسبة مساهمة قطاع الجمهور والصناديق 0.1% وهي نسبة ضعيفة جداً.

ثامناً : شهادة إجازة اصول الشركة السودانية لتوزيع الكهرباء (شاشة):

هي عبارة عن صندوق إستثماري متوسط الاجل انشئ بغرض حشد الموارد من المستثمرين عن طريق المضاربة لتوظيفها لشراء اصول الشركة السودانية لتوزيع الكهرباء وتاجيرها لوزارة المالية لتحقيق عائد مجزي للمستثمرين وتم الإكتتاب في الصندوق عام 2004م لاربعة سنوات.

مما سبق يمكن القول ان شركة السودان للخدمات المالية قامت بإصدار العديد من الأوراق المالية التي كان لها دور فعال جرب المدخرات والمساهمة في تنفيذ المشاريع التنموية وتفعيل نشاط سوق الخرطوم للأوراق المالية وبالرغم من ان هنالك بعض الإصدارات لم تحقق النجاح إلا انها ساهمت مساهمة فعالة في إدارة وترويج الاوراق المالية الحكومية.

من تحليل الأوراق المالية الحكومية نجد ان مساهمة قطاع الجمهور ضعيفة جداً وفي بعض الإصدارات تكاد تكون معدومة ويعتبر القطاع المصرفي من اكبر القطاعات مساهمة .

المبحث الثالث

نشأة سوق الخرطوم للأوراق المالية

لكي ندرس نشأة سوق الخرطوم للأوراق المالية نأخذ نبذة عن نشأة أسواق المال بصورة عامة.

أولاً: نشأة أسواق المال:

نشأة أسواق الأوراق المالية منذ عصور قديمة في أوربا في مدينة البندقية وجنوه في إيطاليا وكان التعامل فيها يتم بالكمبيالات والسندات الآزنية والمعادن النفيسة وكانت أكثر تفاعلاً مع منطقة الشرق الأوسط ومع تطور النشاط الإقتصادي وظهور الثورة الصناعية وضخامة الإنتاج الذي يحتاج إلى موارد مالية ضخمة تفوق مقدرة الفرد أدى ذلك لإنشاء شركات المساهمة العامة والتي تضم مجموعة كبيرة من المساهمين وتتم إدارتها بواسطة مجلس إدارة منتخب من حملة الأسهم، لذلك كان لابد من وجود الأسواق المالية لتنظيم عملية الأسهم من حيث الإصدار والتداول حتى يستطيع حملة الأسهم من بيعها في السوق المالي الثانوي بكل سهولة وتحقيق كفاءة عالية، وتم إنشاء بورصة باريس في عام 1724م وبورصة لندن عام 1773م⁽¹⁾.

في الوطن العربي اعتمد إنشاء البورصات على التقليد والاقتباس من بورصات الدول الرأسمالية، وأول المحاولات كانت في مصر تم إنشاء بورصة الأوراق المالية في الإسكندرية عام 1883م والقاهرة 1904م وبورصة الدار البيضاء في المغرب عام 1929م والكويت عام 1952م وسوق عمان عام 1976م وبورصة بيروت 1920م وغيرها من الأسواق المالية⁽²⁾.

ثانياً: نشأة سوق الخرطوم للأوراق المالية:

برزت فكرة إنشاء سوق الخرطوم للأوراق المالية في عام 1962م بواسطة وزارة المالية وبنك السودان ومؤسسة التمويل الدولية التابعة للبنك الدولي للإنشاء والتعمير، وفي عام 1982م تمت إجازة قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية من قبل مجلس الشعب، والخطوة المهمة بدأت

(1) خبابه عبدالله، المؤسسات المالية، مرجع سبق ذكره، ص 137 .

(2) شوقي عزمي، الإستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 33-34 .

في اغسطس 1992م وذلك في ظل سياسة التحرير الإقتصادي التي نادي بها البرنامج الثلاثي للانقاذ الإقتصادي (1993م- 1995م) متيحاً الفرصة للقطاع الخاص للاسهام في تمويل المشروعات الاقتصادية عن طريق سوق رأس المال وتم تأسيس هيئة الأسواق المالية في عام 1992م، وفي نوفمبر من نفس العام عدل مجلس الوزراء قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لعام 1982م وبالرغم من ذلك لم نفي هذه التعديلات بكل الاغراض لإنشاء السوق.

في يوليو 1994م تمت إجازة قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية من قبل المجلس الوطني الانتقالي واصبح السوق كياناً مالياً مستقلاً ويعمل وفقاً لموجهات الشريعة الإسلامية ووجود هيئة رقابة شرعية تشرف علي المعاملات التي تتم في السوق، وفي عام 1994م ايضاً تم إصدار قانون صكوك التمويل بديلاً للسندات الربوية، وفي اكتوبر من نفس العام بدأ العمل في السوق الأولية وتم إفتتاح السوق الثانوية في أكتوبر عام 1995م⁽¹⁾ وكانت الشركات المدرجة في السوق (34) شركة وإرتفعت الي (40) شركة في عام 1996م، وفي عام 1997م تمت زيادة مقدرة رأس المال السوقي للسوق من (31) مليون دولار اميركي الي (139) مليون دولار، وتم تأسيس بنك الإستثمار المالي كبنك متخصص في الأوراق المالية حتي يساهم في تفعيل نشاط السوق ، وفي عام 1999م بدأ العمل بنظام السوق الموازي وتصنيف الشركات وإدراجها في السوق وفقاً لإستيفائها شروط الإدراج في السوق الموازي او النظامي وفي عام 2001م شهد إصدار صكوك صناديق الإستثمار التي تصدرها شركات الوساطة المالية العاملة في السوق الموازي والمرخص لها بإصدارها، وتوسعت علاقات السوق الخارجية، وفي عام 2003م تم اعلان مؤشر سوق الخرطوم للأوراق المالية، وإدراج السوق في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي وإدراج سهم سوداتل نقاطعياً في بورصة ابوظبي، وتوقيع اتفاقية تعاون مع بورصة القاهرة والإسكندرية، وفي عام 2012م تم الانتقال من عملية التداول اليدوي الي التداول الإلكتروني لمواكبة التقدم التقني والتكنولوجي، وفي 2014م تم اجازة لائحة غسيل الأموال لشركات الوساطة المالية وحوكمة شركات المساهمة العامة والاتفاق مع بنك البركة ليصبح بنك المقاصة والانضمام لعضوية منظمة اتحاد مراكز الايداع بافريقيا والشرق الاوسط وفي عام 2015م تم شطب السودان من الدول التي تعاني قصور في استيفاء شروط غسيل الأموال وتمويل الارهاب وفي يونيو 2016م اجاز

(1) عصام الدين محمد متولي، دور المعلومات المحاسبية في الوفاء بإحتياجات سوق المال في مصر والسودان، (القاهرة: الاسراء للنشر، 2006م)، ص158 .

المجلس الوطني قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لعام 2016م وشهد بداية الخطوات الفعلية لتنفيذ التداول عن بعد (1).

ثالثاً: أهداف سوق الخرطوم للأوراق المالية:

هنالك العديد من الأهداف التي يسعى لتحقيقها سوق الخرطوم للأوراق المالية منها(2):

- 1- تنمية الوعي الإدخاري وتشجيع الإدخار وتهيئة البيئة الملائمة لتوظيف المدخرات في الأوراق المالية مما يعود بالفائدة علي المستثمرين وعلي الإقتصاد السوداني .
- 2- تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بيعاً وشراءً.
- 3- العمل علي تعزيز وتوسيع الملكية الخاصة للوصول الإنتاجية في الإقتصاد الوطني ونقلها الي اوسع الفئات الوطنية.
- 4- تطوير وتنمية سوق الإصدارات وذلك من مراقبة إصدار الأوراق المالية وتحديد المتطلبات التي يجب توفرها في نشرة الإصدار عند طرح الأوراق المالية للجمهور.
- 5- توفير كافة العوامل التي تساعد علي سرعة تسيل الورقة المالية.
- 6- ترسيخ اسس التعامل السليم والعاقل بين فئات المستثمرين وضمان تكافؤ الفرص للمتعاملين في الأوراق المالية لحماية صغار المستثمرين.
- 7- جمع البيانات والمعلومات والاحصاءات وتوفيرها للمستثمرين والمهتمين بذلك حتي يتم الاستفادة منها بكل سهولة.
- 8- دراسة التشريعات والقوانين ذات علاقة بالسوق واقتراح تعديلها بما يناسب التطورات التي يتطلبها السوق.

(1) التقرير السنوي لسوق الخرطوم للأوراق المالية، 2016م، ص 16.

(2) نجم الدين حسن ابراهيم وآخرون، مخطط المؤسسات المالية المساعدة للجهاز المصرفي، ج3، (الخرطوم: المكتب الوطني، 2008م)، ص 47 .

9- اقتراح كيفية تنسيق البيانات النقدية والمالية وحركة رؤوس الأموال والاشراف علي السياسة المتعلقة بتنمية مصادر التمويل المتوسط وطويل الاجل في السودان بما يحقق الاستقرار المالي والاقتصادي في السودان ومن ثم تحقيق التنمية الاقتصادية.

10- إنشاء جهاز موحد لتنظيم وتحويل ملكية الأوراق المالية وايداعها ومتابعة شؤون المساهمين والاشراف والرقابة عليها⁽¹⁾.

11- ترسيخ قواعد السلوك المهني والرقابة الذاتية والاتصالات بين الوكلاء والعاملين في مجال الأوراق المالية.

⁽¹⁾ شوقي عزمي، الإستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص159 .

المبحث الرابع

حركة التداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية

يعتبر تداول الأوراق المالية من الأنشطة المهمة والأهداف الرئيسية لسوق الخرطوم للأوراق المالية وسنتناول في هذا المبحث أنواع الأوراق المالية المدرجة في السوق وكيفية تداولها ونسبة مساهمة كل قطاع في حجم التداول الكلي للسوق.

أولاً: الأوراق المالية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية:

تتمثل الأوراق المالية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية من أسهم شركات المساهمة العامة سواء كانت تجارية او صناعية او خدمية او زراعية وغيرها، وكذلك صُكوك الإستثمار الحكومية وصُكوك صناديق الإستثمار وشهادات المشاركة الحكومية شهامة.

1- الأسهم:

السهم هو عبارة عن حصة شائعة تمثل حصة مساهمة العميل في رأس مال شركة المساهمة العامة وامتلاك السهم يعطي مالكة شهادته تثبت حصته في رأس مال الشركة وعدد الأسهم التي يمتلكها ويسمي المالك بالمساهم ويحق له حضور اجتماع الجمعية العمومية ومناقشة الاجندة الواردة في جدول اعمالها والتصديق علي قراراتها وانتخاب مجلس الاداره بل الترشح اليه اذا امتلك عدد الأسهم التي تمكنه من الترشح والحصول علي الأرباح عند توزيعها والحصول علي جزء من اصولها في حالة تصفيتها.

تنقسم الأسهم لعدة أنواع منها:

أ- أسهم إسمية:

هي الأسهم التي يسجل فيها اسم مالكةا وتنتقل ملكيتها من شخص لآخر بالقيد في سجلات الشركة⁽¹⁾.

⁽¹⁾يوسف حسن يوسف، الصُكوك المالية وأنواعها (الإستثمار - الصناديق الإستثمارية - الأوراق المالية)، (الإسكندرية: دار التعليم الجامعي للنشر والتوزيع، 2014م)، ص150 .

ب- أسهم لحاملها:

لا يسجل فيها اسم مالكيها بل يكون مالك السهم من يحمله وهي لا تتجاوز نسبة محددة من رأس مال الشركة وتنتقل ملكيتها بمجرد التداول.

ج- أسهم عادية:

هي أسهم ملكية وتمكن حاملها من الحصول على الأرباح عند توزيعها ومن الموجودات عند عملية التصفية وحضور الجمعية العمومية ويكون له الأولوية في الإكتتاب عند طرح أسهم جديدة والترشح لمجلس الإدارة⁽¹⁾.

د- الأسهم الممتازة:

هذا النوع يختص بمزايا لا تتمتع بها الأنواع الأخرى وعادةً تُمنح كتشجيع لترغيب المستثمرين للإكتتاب في الأسهم الجديدة لزيادة رأس مال الشركة ومن أهم مزاياها حق الأولوية في الحصول على الأرباح واستيفاء فائدة سنوية ثابتة سواء ربحت أو لم ترباح الشركة ويتم استيفاء قيمة الأسهم بالكامل عند عملية التصفية قبل إجراء أي قسمة بين سائر المساهمين وأن يكون للسهم أكثر من صوت في الجمعية العمومية.

2- الصُكوك:

الصك هو عبارة عن شهادته مالية متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات قائمة فعلاً أو تم إنشاؤها من حصيلة الإكتتاب وتصدر وفق عقد شرعي⁽²⁾.

هي اداه من ادوات السياسة المالية والنقدية تصدر في شكل شهادات إسمية أو لحاملها بموجب عقد شرعي يوضح فيه مصدرها ومالكها وشروط تداولها وادارتها وتكون مُستندة على اصول حقيقية تُعطي لصاحبها ملكية جزئية في هذه الاصول، وتستخدمها البنوك المركزية للتحكم في حجم السيولة في الاقتصاد.

(1) السيد متولي، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سبق ذكره، ص 147 .

(2) ازهرى الطيب، الصُكوك الإسلاميه ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية والاجتماعية في السودان، (المغرب: د.ن، 2013م)، ص 21.

3- الشهادات:

هي عبارة عن صُكوك مالية تقوم علي اساس شرعي وهي اداة من ادوات السياسة المالية الفعالة خاصة في مجال تخفيض الضغط علي الطالب.

ثانياً : كيفية التداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية:

تتم عملية التداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية بواسطة شركات الوساطة المالية المرخص لها بالعمل وسيط مالي في سوق الخرطوم للأوراق المالية (سماسرة) والتي بلغ عددها (41) شركة حتي فبراير من عام 2015م، وهي تقوم بعمليتي البيع والشراء لصالح محافظها والعملاء بواسطة تفويض كتابةً يوضح فيه الورقة المالية التي يرغب شراءها المستثمر او التي يريد بيعها والكمية والسعر وتاريخ التنفيذ، في حالة البيع يتأكد الوسيط من مركز الإيداع في السوق ان العميل يمتلك هذا العدد وفي حالة الشراء اذا كان العميل جديد يمنح رقم مستثمر (كود) بعد ادخال بياناته الشخصية في مركز الإيداع ايضاً، ومن ثم تتم عملية التنفيذ في قاعة التداول من خلال جلسة التداول المحددة بواسطة الوكيل المعتمد من قبل شركة الوساطة المالية المرخص لها بالعمل في السوق.

ثالثاً: حركة التداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية قطاعياً:

تم تصنيف نشاط الأوراق المالية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية الي عشرة قطاعات سنتناولها بالتحليل للفترة من عام 1999م- 2016م.

1- قطاع البنوك: يضم هذا القطاع البنوك المدرجة في السوق ويعتبر من القطاعات المهمة في تفعيل نشاط السوق والتي يبلغ عددها (23) بنك كأكبر مكون للقطاع من حيث العدد.

جدول رقم (10)

التداول في قطاع البنوك

السنوات	التداول الكلي	حركة التداول	النسبة %
1999	1,554,930,103.40	679,629,351.00	44
2000	59,142,508.00	4,515,434.37	8
2001	117,957,771.00	47,677,176.40	40
2002	249,055,365.00	13,593,806.54	5
2003	24,410,401,143.00	3,970,022,811.00	16
2004	44,772,292,714.10	780,537,820.00	2
2005	121,683,300,309.00	1,109,579,585.00	1
2006	206,805,402,124.00	9,138,340,189.51	4
2007	1,799,635,684.82	139,675,734.24	8
2008	1,879,185,954.92	135,832,646.83	7
2009	2,246,552,029.00	81,458,399.62	4
2010	2,422,312,922.00	145,935,703.17	6
2011	2,562,626,975.00	114,728,333.06	4
2012	3,073,607,167.00	41,246,653.00	1
2013	3813044074	9888851	0
2014	5762717821	141453109	2
2015	6250361501	104785470.27	2
2016	4364326340	212720183	5

المصدر التقارير السنوية لسوق الخرطوم للأوراق المالية 1999م - 2016م

من الجدول رقم (10) يلاحظ الاتي :

- 1 - تباين حركة تداول أسهم القطاع المصرفي من عام لآخر حيث بلغ أكبر حجم للتداول في عام 2006م (9138340189.51) مليار جنيه بنسبة مساهمة 4% .
- 2 - اعلي نسبة مساهمة بلغت 44% في عام 1999م و 40% في عام 2001م اما بقيت السنوات تراوحت بين 1% - 8% ماعدا عام 2003 بلغت 16% وعام 2013م صفر.
- 3 - متوسط نسبة مساهمته بلغت 8.72% خلال فترة الدراسة .

2- قطاع التأمين :

يتكون هذا القطاع من الشركات التي تعمل في مجال التأمين ومُدرجه في السوق والتي يبلغ عددها ثمانية شركات منها التأمينات العامة والسودانية للتأمين وإعادة التأمين والنيلين للتأمين .

جدول رقم (11)

حركة التداول في قطاع التأمين

السنوات	التداول الكلي	حركة التداول	النسبة %
1999	1,554,930,103.40	3,699,100.00	0.2
2000	59,142,508.00	269,347.00	0
2001	168,367,478.00	78,225.70	0.4
2002	249,055,365.00	22,865.20	0
2003	24,410,401,143.00	112,856.00	0
2004	44,772,292,714.10	370,960.00	0
2005	121,683,300,309.00	530,060.00	0
2006	206,805,402,124.00	591,236.00	0
2007	1,799,635,684.82	1,906,365.00	0
2008	1,879,185,954.92	1,846,578.00	0.1
2009	2,246,552,029.00	139,382.50	0
2010	2,422,312,922.00	67,735.60	0
2011	2,562,626,975.00	35,473,425.95	1
2012	3,073,607,167.00	86,282.40	0
2013	3813044074	1636697	0
2014	5762717821	54851	0
2015	6250361501	1377661.07	0
2016	4364326340	2048465	0

المصدر : التقارير السنوية لسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة من 1999م - 2016م

من الجدول رقم (11) يتضح الاتي :

التداول في هذا القطاع ضعيف جداً ولا توجد له مساهمة في التداول الكلي والسنوات الأربعة التي ساهمت في التداول الكلي تراوحت بين 0.1% - 1%.

3- القطاع التجاري :

يضم الشركات التي تعمل في النشاط التجاري والتي يبلغ عددها سبعة شركات منها الشركة السودانية للمناطق والأسواق الحرة والسودان للحبوب الزيتية .

جدول رقم (12)

حركة التداول في القطاع التجاري

السنوات	التداول الكلي	حركة التداول	النسبة %
1999	1,554,930,103.40	32,398,751.00	2
2000	59,142,508.00	241,415.76	0.4
2001	168,367,478.00	571,826.35	0.3
2002	249,055,365.00	9,122,731.89	4
2003	24,410,401,143.00	194,594,201.00	0.7
2004	44,772,292,714.10	2,929,011,741.40	7
2005	121,683,300,309.00	1,830,953,116.00	2
2006	206,805,402,124.00	2,231,340,386.16	1
2007	1,799,635,684.82	21,956,561.20	1
2008	1,879,185,954.92	6,189,760.55	0.3
2009	2,246,552,029.00	15,117,244.00	1
2010	2,422,312,922.00	501,172.00	0
2011	2,562,626,975.00	215,954.33	0
2012	3,073,607,167.00	378,063.52	0
2013	3813044074	519105	0
2014	5762717821	198644	0
2015	6250361501	2375928	0
2016	4364326340	5732001	0.1

المصدر : التقارير السنوية لسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة من 1999م - 2016م

الجدول رقم (12) يوضح الاتي :

1 - ضعف مساهمة هذا القطاع في التداول الكلي للسوق حيث بلغت اكبر نسبة 7% في عام 2004 م بمبلغ (2929011471.4) مليار جنيه.

2 - الفترة من 2010م - 2015م بلغت نسبة مساهمته صفر و 2016م 0.1% .

4- القطاع الصناعي :

يضم هذا القطاع شركات القطاع الصناعي المدرجة في السوق .

جدول رقم (13)

حركة التداول في القطاع الصناعي

السنوات	التداول الكلي	حركة التداول	النسبة %
1999	1,554,930,103.40	3,492,281.00	2.0
2000	59,142,508.00	327,440.09	1
2001	168,367,478.00	85,029.96	0
2002	249,055,365.00	4,836.48	0
2003	24,410,401,143.00	1,617,496.00	0
2004	44,772,292,714.10	3,895,775,826.00	9
2005	121,683,300,309.00	4,820,042,588.00	4
2006	206,805,402,124.00	5,701,369,118.00	3
2007	1,799,635,684.82	4,021,480.70	0
2008	1,879,185,954.92	775,407.62	0
2009	2,246,552,029.00	25,396,730.47	1
2010	2,422,312,922.00	1,999,346.85	0
2011	2,562,626,975.00	8,746,419.80	0.3
2012	3,073,607,167.00	219,509.29	0
2013	3813044074	15027	0
2014	5762717821	130	0
2015	6250361501	6477886	0.1
2016	4364326340	21045831	0.4

المصدر : التقارير السنوية لسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة من 1999م - 2016م

من الجدول رقم (13) يلاحظ الاتي :

حركة التداول في هذا القطاع ضعيفة جداً وبالتالي إنخفاض نسبة مساهمته واكبر نسبة بلغت 4% في عام 2005، اما الفترة من 2010م - 2016م تراوحت بين صفر -0.4%.

5- القطاع الزراعي:

يعتبر القطاع الزراعي من القطاعات المهمة في الإقتصاد السوداني ويضم هذا القطاع الشركات الزراعية المدرجة في السوق وهي شركة الخدمات الزراعية ، الجنيد وشركة انعام وتالا للإستثمار والسودانية للثروة الحيوانية.

جدول رقم (14)

حركة التداول في القطاع الزراعي

السنوات	التداول الكلي	حركة التداول	النسبة %
1999	1,554,930,103.40	30,966.40	0
2000	59,142,508.00	25,909.79	0
2001	117,957,771.00	0.00	0
2002	249,055,365.00	0.00	0
2003	24,410,401,143.00	0.00	0
2004	44,772,292,714.10	0.00	0
2005	121,683,300,309.00	0.00	0
2006	206,805,402,124.00	0.00	0
2007	1,799,635,684.82	47,850.00	0
2008	1,879,185,954.92	83,707.50	0
2009	2,246,552,029.00	0.00	0
2010	2,422,312,922.00	7,060.00	0
2011	2,562,626,975.00	800.00	0
2012	3,073,607,167.00	0.00	0
2013	3813044074	0	0
2014	5762717821	2858243	0
2015	6250361501	450	0
2016	4364326340	25389500	1

المصدر : التقارير السنوية لسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة من 1999م - 2016م.

من الجدول رقم (14) يلاحظ الاتي:

نصف فترة الدراسة لم يحدث تداول في هذا القطاع ونسبة مساهمته 1% فقط في عام 2016م، اما بقيت السنوات مساهمتها صفر مما يعكس ضعف نشاطه.

6- قطاع الإتصالات والوسائط :

يضم هذا القطاع خمسة شركات ، السينما السودانية ، شركة بورتسودان للسينما والمسرح ، الراي العام للثقافة والنشر ، الإعلاميات المتعددة المحدودة ، الشركة السودانية للاتصالات سوداتل وهي اكبر مكون لهذا القطاع

جدول رقم (15)

حركة التداول في قطاع الإتصالات والوسائط

السنوات	التداول الكلي	حركة التداول	النسبة %
1999	1,554,930,103.40	0.00	0
2000	59,142,508.00	0.00	0
2001	168,367,478.00	0.00	0
2002	249,055,365.00	0.00	0
2003	24,410,401,143.00	0.00	0
2004	44,772,292,714.10	0.00	0
2005	121,683,300,309.00	0.00	0
2006	206,805,402,124.00	0.00	0
2007	1,799,635,684.82	432,185,329.99	24
2008	1,879,185,954.92	320,086,262.73	17
2009	2,246,552,029.00	122,516,128.80	5
2010	2,422,312,922.00	23,230,039.90	1
2011	2,562,626,975.00	32,148,392.15	1
2012	3,073,607,167.00	9,201,071.89	0.2
2013	3813044074	23570669	1
2014	5762717821	154473199	3
2015	6250361501	34614543	1
2016	4364326340	19646562	0.4

المصدر : التقارير السنوية لسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة من 1999م - 2016م.

من الجدول رقم (15) يلاحظ الاتي :

1- الفترة من 1999م - 2006م لا يوجد تداول لانه كان مصنف من ضمن قطاع القطاعات الاخرى.

2 - بلغ اكبر حجم للتداول في عام 2007 م (432185329.99) مليون جنيه بنسبة مساهمة 24% وبعدها انخفض حجم التداول من عام لآخر حتي بلغ (19646562) مليون جنيه في عام 2016م بنسبة مساهمة 0.4% .

7- قطاع الخدمات المالية :

يضم هذا القطاع شركات الخدمات المالية والتي يبلغ عددها خمسة شركات وتمثل شركات الوساطة المالية المدرجة في السوق والتي تأخذ صيغة المساهمة العامة وشركات الصرافة .

جدول رقم (16)

حركة التداول في قطاع الخدمات المالية

السنوات	التداول الكلي	حركة التداول	النسبة %
1999	1,554,930,103.40	0.00	0
2000	59,142,508.00	0.00	0
2001	168,367,478.00	0.00	0
2002	249,055,365.00	0.00	0
2003	24,410,401,143.00	0.00	0
2004	44,772,292,714.10	0.00	0
2005	121,683,300,309.00	0.00	0
2006	206,805,402,124.00	0.00	0
2007	1,799,635,684.82	801,610.60	0
2008	1,879,185,954.92	7,630,889.46	0.4
2009	2,246,552,029.00	870,267.08	0
2010	2,422,312,922.00	931,506.85	0
2011	2,562,626,975.00	298,842.56	0
2012	3,073,607,167.00	632,845.12	0
2013	3813044074	23503495	0.6
2014	5762717821	982472	0
2015	6250361501	810600	0
2016	4364326340	279334	0

المصدر : التقارير السنوية لسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة من 1999م - 2016م

من الجدول رقم (16) يتضح الاتي :

1- الفترة من 1999م-2006م لا يوجد تداول في هذا القطاع وكان مصنف من ضمن القطاعات الاخرى .

2 -إنخفاض حجم التداول في هذا القطاع من (7630889.46) مليون جنيه في عام 2008 الي (279334) الف جنيه في عام 2016م .

3- نسبة مساهمة هذا القطاع في حجم التداول الكلي صفر ماعدا عام 2008م 0.4% وعام 2013م 0.6%.

8- قطاع الإستثمار والتنمية (القطاعات الأخرى):

هذا القطاع يضم العديد من الشركات إلا أن عددها تقلص لإنشاء قطاعات جديدة ويضم ستة شركات وهي شركة التنمية الإسلامية والمهاجر العالمية للاستثمار والسودانية الكويتية للنقل البري وشركة الإنشاءات الحديثه والرواد للتطوير العقاري والشركة الوطنية للتجارة والاستثمار.

جدول رقم (17)

حركة التداول في قطاع الإستثمار والتنمية

السنوات	التداول الكلي	حركة التداول	النسبة %
1999	1,554,930,103.40	832,627,321.00	54
2000	59,142,508.00	52,937,648.58	90
2001	117,957,771.00	107,178,660.83	91
2002	249,055,365.00	106,703,298.72	43
2003	24,410,401,143.00	13,236,396,146.00	54
2004	44,772,292,714.10	24,519,653,407.20	55
2005	121,683,300,309.00	89,769,734,713.00	74
2006	206,805,402,124.00	97,726,910,262.00	47
2007	1,799,635,684.82	96,540.70	0
2008	1,879,185,954.92	36,779.77	0
2009	2,246,552,029.00	20,130.44	0
2010	2,422,312,922.00	10,305,349.03	0.4
2011	2,562,626,975.00	9,394,032.90	0.3
2012	3,073,607,167.00	39,433.68	0
2013	3813044074	2512166	0
2014	5762717821	1708566	0
2015	6250361501	14666801.29	0.2
2016	4364326340	13441199	0.3

المصدر : التقارير السنوية لسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة من 1999م - 2016م

من الجدول رقم (17) يلاحظ الاتي :

- 1 - الفترة من 1999م - 2006م نجد أن حركة التداول عالية جداً في هذه القطاع وتراوح نسبة مساهمته ما بين 54% - 91% في حركة التداول الكلي .
- 2 - الفترة من 2007م - 2016م انخفضت حركة التداول بشكل كبير وتراوح نسبة مساهمته بين صفر - 0.4% وذلك لخروج عدد من مكوناته واصبحت قطاعات قائمة بذاتها خاصة الشهادات.

9- قطاع الشهادات :

يضم هذا القطاع شهادات المشاركة الحكومية شهامة وهي من القطاعات المهمة في السوق .

جدول رقم (18)

حركة التداول في قطاع الشهادات

السنوات	التداول الكلي	حركة التداول	النسبة%
1999	1,554,930,103.40	0.00	0
2000	59,142,508.00	0.00	0
2001	168,367,478.00	5,200,550.00	3
2002	249,055,365.00	108,852,909.94	44
2003	24,410,401,143.00	6,266,271,808.00	26
2004	44,772,292,714.10	11,370,250,016.50	25
2005	121,683,300,309.00	19,440,827,365.00	16
2006	206,805,402,124.00	79,990,152,473.00	39
2007	1,799,635,684.82	1,068,597,776.77	59
2008	1,879,185,954.92	1,283,236,066.02	68
2009	2,246,552,029.00	1,836,256,784.13	82
2010	2,422,312,922.00	2,157,933,832.95	89
2011	2,562,626,975.00	2,059,139,397.62	80
2012	3,073,607,167.00	2,713,706,742.00	88
2013	3813044074	3679685211	97
2014	5762717821	5281585373	92
2015	6250361501	5994407567	96
2016	4364326340	4054935171	93

المصدر : التقارير السنوية لسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة من 1999م - 2016م

من الجدول رقم (18) يلاحظ الاتي :

- 1- الفترة من 1999م-2000م لا يوجد تداول لانها كانت مصنفة من ضمن القطاعات الاخرى .
- 2 - تزايد حجم تداول الشهادات من عام لآخر وتزايد نسبة مساهمتها من 3% في عام 2001م حتي بلغت 97% في عام 2013م .
- 3 - الفترة من 2009 م - 2016م تراوحت نسبة مساهمتها بين 82% - 97% مما يعكس اهميتها في تفعيل حركة التداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية .
- 4 - ان متوسط نسبة مساهمتها خلال فترة الدراسة بلغت 62.31% .

10- قطاع الصناديق الإستثمارية:

يضم هذا القطاع صُكوك الإستثمار الحكومية بأنواعها المختلفة وصناديق الإستثمار التي تصدرها شركات الوساطة المالية المرخص لها كوسيط مالي في السوق وهي شركات مساهمة عامة .

جدول رقم (19)

حركة التداول في قطاع الصناديق الإستثمارية

السنوات	التداول الكلي	حركة التداول	النسبة %
1999	1,554,930,103.40	3,052,333.00	0.2
2000	59,142,508.00	826,312.04	1
2001	168,367,478.00	7,576,009.00	4
2002	249,055,365.00	10,754,916.15	4
2003	24,410,401,143.00	741,385,825.00	3
2004	44,772,292,714.10	276,692,943.00	1
2005	121,683,300,309.00	4,711,632,882.00	4
2006	206,805,402,124.00	12,016,698,460.00	6
2007	1,799,635,684.82	130,346,435.62	7
2008	1,879,185,954.92	123,467,856.44	7
2009	2,246,552,029.00	164,776,962.26	7
2010	2,422,312,922.00	81,401,175.59	3
2011	2,562,626,975.00	302,481,376.45	12
2012	3,073,607,167.00	308,096,566.00	10
2013	3813044074	71712853	2
2014	5762717821	179403234	3
2015	6250361501	90844594	1
2016	4364326340	9088096	0.2

المصدر : التقارير السنوية لسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة من 1999م - 2016م

من الجدول رقم (19) يلاحظ الاتي :

- 1 - تزايد حجم التداول في هذا القطاع من عام لآخر حيث بلغ أكبر قيمة له في عام 2006م (12016698460) مليار جنيه إلا أنه في السنوات الأخيرة بدء في الإنخفاض حتي بلغ (9088096) مليون جنيه كإقل حجم للتداول في عام 2016م.
- 2 - تراوحت نسبة مساهمته بين 0.2% - 12% خلال فترة الدراسة بمتوسط 4.2%.

الفصل الرابع

الإطار التطبيقي للدراسة

المبحث الأول: بناء وتوصيف النموذج وفحص البيانات.

المبحث الثاني: تقدير وتقييم النموذج.

المبحث الثالث: مناقشة الفرضيات والنتائج والتوصيات.

مقدمة:

يعتبر الاقتصاد القياسي من العلوم التي تهتم بصياغة الظاهرة في صورة قياسية وذلك من خلال فحص البيانات والتأكد من سلامتها ومعرفة مدى درجة التكامل بين المتغيرات ومن ثم تقدير النموذج وتقييم نتائجه وفقاً للمعيار الاقتصادي والاحصائي والقياسي للوصول لنتائج حقيقية ودقيقة ومطابقة للواقع .

في هذا الفصل يتم تقدير اثر التضخم وسعر الصرف والودائع المصرفية في عائدات شهادات شهامة ومدى مقدرتها علي التنبؤ وذلك باتباع طريقة المربعات الصغري العادية من خلال استخدام برنامج التحليل القياسي Eviews .

المبحث الاول

بناء وتوصيف النموذج وفحص البيانات

أولاً: بناء وتوصيف النموذج:

يعني ذلك صياغة الظاهرة الاقتصادية في قالب رياضي وفقاً لاتجاه متغيرات الظاهرة ويسمي ايضاً بمرحلة صياغة النظرية وإستند النموذج على النظرية الاقتصادية وإن التضخم وفقاً لمنطوق النظرية الاقتصادية يؤثر سلباً على عائدات الإستثمار، وإن إرتفاع سعر صرف العملة الوطنية له تأثير إيجابي على العائدات، والودائع المصرفية تؤثر سلباً على عائدات شهادات شهامة وتشتمل علي الخطوات الاتية :

1- تحديد متغيرات النموذج :

تشتمل الدراسة علي المتغيرات التالية:

- عائدات شهادات شهامة ويرمز له (RE).
- معدل التضخم و يرمز له (inf).
- معدل سعر الصرف ويرمز له (exc).
- الودائع المصرفية ويرمز لها (dep).

2- تحديد الشكل الرياضي للنموذج :

ويقصد به تحديد الصيغة الرياضية التي يعرض بها النموذج سواء ان كانت في شكل علاقة خطية او لوغاريتمية وغيرها من اساليب عرض النماذج .

في كثير من الاحيان يستخدم النموذج الخطي لغرض التبسيط او تكون طبيعة العلاقة خطية ولتحديد طبيعة العلاقة بصورة أولية يتم رسم شكل الانتشار عن بيانات متغيرات الظاهرة ومن ثم معرفة اذا كانت خطية او غير خطية ، ومع تداخل وتعدد المتغيرات يصعب إستخدام هذه الطريقة وبالتالي يتم تجريب إستخدام الطرق الرياضية المختلفة ومن ثم اختيار الصيغة التي تعطي افضل

النتائج عند إختبار مصداقية المقدرات الاقتصادية وإحصائياً وقياسياً والدراسة تعمل علي توضيح شكل العلاقات الموجودة في النموذج بالشكل اللوغاريتمي وتم تحديد ذلك من خلال التجريب باستخدام برنامج التحليل القياسي E-viws بان الدالة اللوغاريتمية تعطي افضل النتائج وهي توضح تأثير المتغيرات الداخلة في نموذج عائدات شهادات شهامة للفترة من 1999م -2016م ، ويتضمن الشكل الرياضي المتغير العشوائي لتتحول المعادلة الي الصيغة القياسية وهو يمثل المتغيرات الاقل تاثيراً والتي لم يتم ضمها في النموذج ومعرفة مقدرة النموذج علي التنبؤ.

الشكل الرياضي المقترح للنموذج هو :

$$\text{Log}(RE) = b_0 + b_1 \text{Log}(\text{inf}) + b_2 \text{Log}(\text{exc}) + b_3 \text{Log}(\text{dep}) + u$$

3 - تحديد الاشارات المسبقة للنموذج :

يتم تحديد الاشارات المسبقة لمعالم النموذج بناءً علي النظرية الاقتصادية وهي :

أ - إشارة الثابت b_0 موجبة وهو يمثل حجم العائدات عندما يساوي التضخم وسعر الصرف والودائع المصرفية صفر .

ب - إشارة معامل معدل التضخم b_1 سالبة وفقاً للنظرية الاقتصادية ان زيادة معدل التضخم تؤدي الي إنخفاض قيمة العملة وتنخفض قوتها الشرائية وبالتالي تنخفض قيمة عائدات شهادات شهامة بالإضافة لإنخفاض قيمة الشهادة .

ج - إشارة معامل سعر الصرف b_2 موجبة هذا يعني ان العلاقة بين سعر الصرف عائدات شهادات شهامة علاقة طردية كلما زاد سعر صرف العملة المحلية تزيد قيمة عائدات شهادات شهامة.

د - إشارة معامل الودائع المصرفية b_3 سالبة هذا يعني كلما زادت الودائع المصرفية يقل الإكتتاب في شهادات شهامة من قبل الجمهور وبالتالي يقل تمويل المشاريع التي يتم تمويلها بواسطة شهامة ويقل الإنتاج وبالتالي تقل العائدات التي توزع للجمهور بالرغم من أن المصارف توجه نسبة مقدرة من الودائع نحو شهامة الا أن الارباح التي توزعها المصارف أقل من العائدات التي توزعها شهادات شهامة للمستثمرين.

ثانياً: فحص البيانات:

لكي نتوصل الدارسة الي تقديرات دقيقة وحقيقية لابد من فحص البيانات والتأكد من استقرارها وذلك باستخدام إختبار ديكي - فولر المعدل ، وكذلك تكامل المتغيرات ومدى درجة واتجاه تكاملها باستخدام إختبار جوهانسون، حتي تتم عملية التقدير وتعطي نتائج حقيقية يعتمد عليها .

1 - إختبار السكون:

باستخدام إختبار ديكي - فولر المعدل تم إختبار سكون السلسلة وتوصلنا الي النتائج التالية:

جدول رقم (20)

إختبار سكون السلسلة باستخدام إختبار ديكي فولر المعدل

المتغير	القيمة الحرجة 5%	القيمة الإحتمالية adf	استقرار السلسلة
RE	3.098	4.059	مستواه
Inf	3.098	3.105	الفرق الاول
Exc	3.098	3.938	الفرق الثاني
DEP	3.098	4.38	مستواه

المصدر : إعداد الباحث باستخدام برنامج E-views

من الجدول رقم (20) نجد ان بيانات السلسلة مستقرة عند مستواها والفرق الاول والثاني عند مستوي معنوية 5% وان القيمة الإحتمالية لكل المتغيرات اكبر من القيمة الحرجة (3.098) عليه ان البيانات ساكنة ومستقرة.

2- إختبار فيلبس - فيرون :

باستخدام اختبار فيلبس - فيرون تم إختبار سكون السلسلة وتوصلنا الي النتائج التالية:

جدول رقم (21)

إختبار سكون السلسلة باستخدام إختبار قيلبس - فيرون

المتغير	5% القيمة الحرجة	القيمة الإحتمالية adf	استقرار السلسلة
RE	3.052	4.66	مستواه
Inf	3.08	3.8	الفرق الثاني
Exc	3.08	3.8	الفرق الثاني
DEP	3.052	6.88	مستواه

المصدر : إعداد الباحث باستخدام برنامج E-veiws

من الجدول رقم (21) نجد ان بيانات السلسلة مستقرة عند مستواها والفرق الثاني عند مستوي معنوية 5% فالودائع المصرفية والعائدات مستقران عند مستواهم وقيمتهم الإحتمالية اكبر من القيمة الحرجة (3.052) والتضخم وسعر الصرف مستقران عند الفرق الثاني وقيمتها الاحتمالية اكبر من القيمة الحرجة (3.8) عليه البيانات ساكنة ومستقرة.

3- إختبار التكامل المشترك لمتغيرات النموذج :

تم استخدام إختبار جوهانسون لإختبار التكامل المشترك لإختبار متغيرات النموذج:

جدول رقم (22)

إختبار التكامل المشترك لمتغيرات النموذج

القيمة الإحتمالية لإختبار التكامل المشترك	القيمة الحرجة لإختبار جوهانسون عند 5%	إحصائية الاثر	فرضية عدم وجود تكامل مشترك
0.0000	47.85	137.18	None
0.0000	29.79	63.07	Atmost(1)
0.00001	15.49	30.79	Atmost(2)
0.0002	3.84	14.14	Atmost(3)

المصدر : إعداد الباحث باستخدام برنامج E-veiws

من الجدول رقم (22) الذي يوضح إحصائية الاثر والقيمة العظمي لجوهانسون لمتغيرات دالة اثر التضخم وسعر الصرف والودائع المصرفية في عائدات شهادات شهامة يوجد اكثر من متجه للتكامل المشترك لان نتائج إحصائية الاثر اكبر من نتائج القيمة الحرجة عند مستوى معنوية 5% مما يشير الي وجود اكثر من متجه للتكامل المشترك بين المتغيرات وبالتالي المتغيرات متكاملة في الاجل الطويل عليه نرفض فرض عدم (المتغيرات غير متكاملة) ونقبل فرض البديل (يوجد أكثر من متجه للتكامل في الأجل الطويل).

المبحث الثاني

تقدير وتقييم النموذج

من خلال استخدام برنامج التحليل القياسي E-views حصلنا علي النتائج التالية:

اولاً: الدالة الخطية:

1 - تقدير الدالة:

جدول رقم (23)

يوضح نتائج الدالة الخطية

Prop.t	t.statstic	المعلّات	المتغيرات
0.56	0.69	3.11	C
0.59	0.54	-0.109	Inf
0.051	21.15	3.83	Exc
0.04	2.193	-0.0002	Dep

المصدر : إعداد الباحث باستخدام برنامج E-views

جدول رقم (24)

نتائج الإختبارات

PROP .T	القيمة	الإختبار
	83%	R^2
	77%	$AdjR^2$
0.0001	14.6	F
	2.35	D.W

المصدر : إعداد الباحث باستخدام برنامج E-views

شكل الدالة المقدرة:

$$RE = 3.11 - 0.109inf + 3.83exc - 0.0002dep$$

2 - تقييم الدالة الخطية:

أ - التقييم وفقاً للمعيار الاقتصادي :

من الجدول رقم (23) نجد الاتي :

* إشارة الثابت (b_0) موجبة وهي تتفق مع النظرية الإقتصادية وهو يمثل قيمة العائدات عندما تساوي قيمة المتغيرات المستقلة صفر .

* إشارة معامل معدل التضخم (b_1) سالبة وهي تتفق مع النظرية الإقتصادية لوجود علاقة عكسية بين التضخم وعائدات شهادات شهامة، وهذا يعني عندما يتغير التضخم بوحدة واحدة يؤدي إلى التغير في عائدات شهامة بمقدار 0.109.

* إشارة معامل سعر الصرف (b_2) موجبة وهي تتفق مع النظرية الإقتصادية لوجود علاقة طردية بين معدل سعر الصرف وعائدات شهادات شهامة، وهذا يعني عندما يتغير سعر الصرف بوحدة واحدة يؤدي إلى التغير في عائدات شهامة بمقدار 3.83.

* إشارة معامل الودائع المصرفية (b_3) سالبة وهي تتفق مع النظرية الإقتصادية بوجود علاقة عكسية بين سعر الصرف وعائدات شهادات شهامة كلما زادت الودائع المصرفية تنخفض عائدات شهادات شهامة لان زيادة الودائع تؤدي إلى انخفاض الإكتتاب في شهادات شهامة وبالتالي ينخفض تمويل المشاريع التي تمويل بواسطة شهامة ويقل الإنتاج وتقل نسبة العائدات التي توزع للجمهور، وهذا يعني عندما يتغير الودائع المصرفية بوحدة واحدة يؤدي إلى التغير في عائدات شهامة بمقدار 0.002.

ب - التقييم وفقاً للمعيار الاحصائي :

من الجدول رقم (23) و(24) يلاحظ الاتي:

معنوية المعالم المقدرة:

*القيمة الإحصائية للثابت (b_0) تساوي 0.56 وهي اكبر من مستوى معنوية 5% وهذا يعني ان الثابت غير معنوي .

*القيمة الإحصائية لمعامل معدل التضخم (b_1) تساوي 0.59 وهي اكبر من مستوى معنوية 5% هذا يعني ان التضخم غير معنوي ولا يؤثر علي عائدات شهادات شهامة .

*القيمة الإحصائية لمعامل سعر الصرف (b_2) تساوي 0.05 وهي تساوي قيمة مستوى معنوية 5% هذا يعني ان سعر الصرف معنوي ويؤثر علي عائدات شهادات شهامة (ذات دلالة إحصائية) .

*القيمة الإحصائية لمعامل الودائع المصرفية (b_3) تساوي 0.04 وهي اقل من مستوى معنوية 5% هذا يعني ان الودائع المصرفية معنوية وتؤثر علي عائدات شهادات شهامة (ذات دلالة إحصائية).

جودة توفيق النموذج:

* R^2 معامل التحديد = 83%، وقيمة معامل التحديد المعدل $AdjR^2 = 77\%$ هذا يعني أن 77% من التأثيرات في المتغير التابع مصدرها المتغيرات المستقلة المعنوية المضمنة النموذج و 23% مصدرها المتغيرات العشوائية التي لم تضمن في النموذج .

معنوية النموذج :

*قيمة f المحسوبة تساوي 14.6 والقيمة الإحصائية (0.0001) وهو اقل من مستوى معنوية 5% هذا يعني ان النموذج ككل معنوي .

ج - التقييم وفقاً للمعيار القياسي :

وهو يهتم بفحص النموذج من مشاكل القياس وهي:

*مشكلة الارتباط الخطي المتعدد:

جدول رقم (25)

مصفوفة الارتباط البسيط للمتغيرات المستقلة

Inf	exc	Dep	المتغيرات
0.407	0.323	1	dep
0.821	1	0.323	exc
1	0.821	0.407	Inf

المصدر : إعداد الباحث باستخدام برنامج E-veiws

من الجدول رقم (25) نوجد الآتي:

لايوجد ارتباط قوي بين المتغيرات المستقلة ماعدا سعر الصرف والتضخم (0.821)،
علية يتم اجراء انحدار خطي بسيط بين المتغيرين وجدنا قيمة معامل التحديد 60 % وهي اقل من
قيمة معامل التحديد الكلي 88% وبالتالي نرفض افتراض وجود ارتباط خطي بين المتغيرات
المستقلة، وهذا يعني أن النموذج لا يعاني من مشكلة ارتباط خطي متعدد.

*مشكلة الارتباط الذاتي :

تم تقييم مشكلة الارتباط الذاتي اعتماداً علي القيمة المعيارية لإختبار ديربون - واتسون .

من الجدول رقم (24) قيمة $D.W = 2.35$ وهي اكبر من القيمة المعيارية للإختبار (2) هذا
يعني ان النموذج يعاني من مشكلة ارتباط ذاتي .

*مشكلة عدم ثبات التباين :

باستخدام إختبار Arch وجدنا قيمة

$$\text{obs } R^2 = 0.91$$

وهي اكبر من القيمة الإحتمالية للإختبار 0.34 عليه النموذج لايعاني من مشكلة عدم ثبات التباين .
بما ان النموذج يعاني من مشكلة ارتباط ذاتي عليه نستخدم الدالة نصف لوغاريثمية.

ثانياً: الدالة نصف لوغاريتمية:

1- تقدير الدالة:

جدول رقم (26)

نتائج الدالة نصف لوغاريتمية

Prop.t	t.statstic	المعاملات	المتغيرات
0.000	11.66	2.17	C
0.38	0.90	-0.0075	Inf
0.01	2.78	0.204	Exc
0.03	2.77	-1.14	DEP

المصدر : إعداد الباحث باستخدام برنامج E-veiws

جدول رقم (27)

نتائج الإختبارات

Prop	القيمة	الإختبار
	85%	R ²
	80%	AdjR ²
0.0000	17.06	F
	2.34	D.W

المصدر : إعداد الباحث باستخدام برنامج E-veiws

شكل الدالة المقدرة :

$$\log(RE) = 2.17 - 0.0075inf + 0.204exc + 1.14dep$$

2 - تقييم الدالة نصف لوغاريتمية:

أ - التقييم وفقاً للمعيار الاقتصادي:

من الجدول رقم (26) نجد الاتي :

*إشارة الثابت b_0 موجبة وهي تتفق مع النظرية الإقتصادية وهو يمثل قيمة العائدات عندما تساوي قيمة المتغيرات المستقلة صفر .

*إشارة معامل معدل التضخم (b_1) سالبة وهي تتفق مع النظرية الإقتصادية لوجود علاقة عكسية بين التضخم وعائدات شهادات شهامة، وهذا يعني عندما يتغير التضخم بوحدة واحدة يؤدي إلى التغير في عائدات شهامة بمقدار 0.0075 وحدة.

*إشارة معامل سعر الصرف (b_2) موجبة وهي تتفق مع النظرية الإقتصادية لوجود علاقة طردية بين معدل سعر الصرف وعائدات شهادات شهامة، وهذا يعني عندما يتغير سعر الصرف بوحدة واحدة يؤدي إلى التغير في عائدات شهامة بمقدار 0.204 وحدة.

*إشارة معامل الودائع المصرفية (b_3) سالبة وهي تتفق مع النظرية الإقتصادية كلما زادت الودائع المصرفية تنخفض عائدات شهادات شهامة لان زيادة الودائع تؤدي الي انخفاض الإكتتاب في شهادات شهامة وبالتالي ينخفض تمويل المشاريع التي تمول بواسطة شهادات شهامة وبالتالي ينخفض الإنتاج وتنخفض نسبة العائدات التي توزع للجمهور، وهذا يعني عندما يتغير الودائع المصرفية بوحدة واحدة يؤدي إلى التغير في عائدات شهامة بمقدار 1.14 وحدة.

ب - التقييم وفقاً للمعيار الاحصائي :

من الجدول رقم (26) و(27) يلاحظ الاتي :

معنوية المعالم المقدرة :

*القيمة الاحتمالية للثابت (b_0) تساوي 0.000 وهي اصغر من مستوى معنوية 5% هذا يعني ان الثابت معنوي جداً .

*القيمة الإحصائية لمعامل معدل التضخم (b_1) تساوي 0.38 وهي اكبر من مستوى معنوية 5% هذا يعني ان التضخم غير معنوي ولا يؤثر علي عائدات شهادات شهامة .

*القيمة الإحصائية لمعامل سعر الصرف (b_2) تساوي 0.01 وهي اصغر من قيمة مستوى معنوية 5% هذا يعني ان سعر الصرف معنوي ويؤثر علي عائدات شهادات شهامة (ذات دلالة إحصائية) .

* القيمة الإحصائية لمعامل للودائع المصرفية (b_3) تساوي 0.03 وهي اصغر من مستوى معنوية 5% هذا يعني ان الودائع المصرفية معنوية وتؤثر علي عائدات شهادات شهامة (ذات دلالة) .

جودة توفيق النموذج :

R^2 معامل التحديد = 85% ، وقيمة معامل التحديد المعدل $AdjR^2$ = 80% هذا يعني أن 80% من التأثيرات في المتغير التابع مصدرها المتغيرات المستقلة المعنوية المضمنة في النموذج 20% مصدرها المتغيرات العشوائية التي لم تضمن في النموذج .

معنوية النموذج:

*قيمة f المحسوبة تساوي 17.06 والقيمة الإحصائية (0.0000) وهو اقل من مستوى معنوية 5% هذا يعني ان النموذج ككل معنوي.

ج - التقييم وفقاً للمعيار القياسي:

وهو يهتم بفحص النموذج من مشاكل القياس وهي:

مشكلة الارتباط الذاتي :

تم تقييم مشكلة الارتباط الذاتي اعتماداً علي القيمة المعيارية لإختبار ديربون - واتسون .

من الجدول رقم (27) قيمة $D.W = 2.34$ وهي اكبر من القيمة المعيارية للإختبار (2) يعني ذلك ان النموذج يعاني من مشكلة ارتباط ذاتي.

*مشكلة عدم ثبات التباين:

باستخدام إختبار Arch وجدنا قيمة

$$\text{obs } R^2 = 0.91$$

وهي اكبر من القيمة الإحتمالية 0.34 عليه النموذج لايعاني من مشكلة عدم ثبات التباين .
بما ان النموذج يعاني من مشكلة إرتباط ذاتي عليه نستخدم الدالة اللوغاريتمية.

ثالثاً : الدالة اللوغاريتمية :

1 - تقدير الدالة :

جدول رقم (28)

يوضح نتائج الدالة اللوغاريتمية

Prop.t	t-statstic	المعلومات	المتغيرات
0.0000	25	4.84	C
0.4	0.85	-0.052	Inf
0.0003	4.82	0.502	Exc
0.0000	10.22	-0.23	DEP

المصدر : إعداد الباحث باستخدام برنامج E-veiws

جدول رقم (29)

نتائج الإختبارات

Prop	القيمة	الإختبار
	88%	R^2
	86%	$\text{Adj}R^2$
0.0000	36.6	F
	1.75	D.W

المصدر : إعداد الباحث باستخدام برنامج E-veiws

شكل الدالة المقدرة :

$$\log(RE) = 4.84 - 0.052\log(\inf) + 0.502\log(exc) - 0.23\log(dep)$$

2 - تقييم الدالة:

أ - التقييم وفقاً للمعيار الاقتصادي :

من الجدول رقم (28) نجد الآتي :

*إشارة الثابت b_0 موجبة وهي تتفق مع النظرية الاقتصادية وهو يمثل قيمة العائدات عندما تساوي قيمة المتغيرات المستقلة صفر.

*إشارة معامل معدل التضخم (b_1) سالبة وهي تتفق مع النظرية الاقتصادية لوجود علاقة عكسية بين التضخم وعائدات شهادات شهامة، وهذا يعني عندما يتغير التضخم بوحدة لوغاريتمية واحدة يؤدي إلى التغير في عائدات شهامة بمقدار 0.052 وحدة لوغاريتمية.

*إشارة معامل سعر الصرف (b_2) موجبة وهي تتفق مع النظرية الاقتصادية لوجود علاقة طردية بين معدل سعر الصرف وعائدات شهادات شهامة، وهذا يعني عندما يتغير سعر الصرف بوحدة لوغاريتمية واحدة يؤدي إلى التغير في عائدات شهامة بمقدار 0.205 وحدة لوغاريتمية.

*إشارة معامل الودائع المصرفية (b_3) سالبة وهي تتفق مع النظرية الاقتصادية كلما زادت الودائع المصرفية تنخفض عائدات شهادات شهامة لأن زيادة الودائع تؤدي إلى انخفاض الإكتتاب في شهادات شهامة وبالتالي ينخفض تمويل المشاريع التي تمويل بواسطة شهامة ويقل الإنتاج وتقل نسبة العائدات التي توزع للجمهور، وهذا يعني عندما يتغير الودائع المصرفية بوحدة لوغاريتمية واحدة يؤدي إلى التغير في عائدات شهامة بمقدار 0.23 وحدة لوغاريتمية.

ب - التقييم الإحصائي :

من الجدول رقم (28) و(29) يلاحظ الآتي :

معنوية المعالم المقدرة :

*القيمة الاحتمالية للثابت (b_0) تساوي 0.000 وهي اصغر من مستوى معنوية 5% هذا يعني ان الثابت معنوي .

*القيمة الإحتمالية لمعامل معدل التضخم (b_1) تساوي 0.4 وهي اكبر من مستوى معنوية 5% هذا يعني ان التضخم غير معنوي ولا يؤثر علي عائدات شهادات شهامة .

*القيمة الإحتمالية لمعامل سعر الصرف (b_2) تساوي 0.0003 وهي اصغر من قيمة مستوى معنوية 5% هذا يعني ان معنوية سعر الصرف عاليه ويؤثر علي عائدات شهادات شهامة (ذات دلالة إحصائية).

*القيمة الإحتمالية لمعامل الودائع المصرفية (b_3) تساوي 0.0000 وهي اصغر من مستوى معنوية 5% هذا يعني ان الودائع المصرفية ذات معنوية عاليه وتؤثر علي عائدات شهادات شهامة (ذات دلالة إحصائية).

جودة توفيق النموذج :

*معامل التحديد $R^2 = 88\%$ ، وقيمة معامل التحديد المعدل $AdjR^2 = 86\%$ هذا يعني أن 86% من التأثيرات في المتغير التابع مصدرها المتغيرات المستقلة المعنوية المضمنة في النموذج و 14% مصدرها المتغيرات العشوائية التي لم تضمن في النموذج مما يعكس جودة توفيق النموذج.

معنوية النموذج:

*قيمة f المحسوبة تساوي 36.6 والقيمة الإحتمالية (0.0000) وهو اقل من مستوى معنوية 5% هذا يعني ان النموذج ككل معنوي.

ج - التقييم وفقاً للمعيار القياسي:

وهو يهتم بفحص النموذج من مشاكل القياس وهي:

*مشكلة الارتباط الذاتي :

تم تقييم مشكلة الارتباط الذاتي اعتماداً علي القيمة المعيارية لإختبار ديربون - واتسون.

من الجدول رقم (29) قيمة $D.W = 1.75$ وهي تقترب من القيمة المعيارية للإختبار (2) يعني ذلك ان النموذج لا يعاني من مشكلة ارتباط ذاتي .

*مشكلة عدم ثبات التباين :

باستخدام إختبار Arch وجدنا قيمة

$$\text{obs } R^2 = 0.91$$

وهي اكبر من القيمة الإحتمالية 0.34 عليه النموذج لايعاني من مشكلة عدم ثبات التباين .

بما ان النموذج اجتاز كل مشاكل القياس والإختبارات الا ان التضخم غير معنوي في كل الدوال التي تم تقديرها عليه يتم إستبعاده من النموذج ، وتصبح الدالة كالاتي .

رابعاً : الدالة اللوغاريتمية المصححة:

وهي الدالة التي أدخل فيها فترات الإبطاء والتضخم.

1- تقدير الدالة :

جدول رقم (30)

نتائج الدالة اللوغاريتمية المصححة

Prop -t	t-statstic	المعلومات	المتغيرات
0.000	26.5	4.8	C
0.000	4.9	0.5	Exc
0.000	10.2	-0.24	DEP
0.02	0.88	- 0.04	INF

المصدر : إعداد الباحث باستخدام برنامج E-veiws

جدول رقم (31)

نتائج الاختبارات

الاختبار	القيمة	Prop
R^2	%89	
$AdjR^2$	%86	
F	36.7	0.0000
D.W	1.9	

المصدر : إعداد الباحث باستخدام برنامج E-veiws

شكل الدالة المقدرة:

$$\log(RE) = 4.8 + 0.5\log(exc) - 0.24\log(dep) - 0.04\log(INF)$$

2- تقييم الدالة اللوغاريتمية المصححة:

أ - التقييم وفقاً للمعيار الاقتصادي:

من الجدول رقم (30) نجد الاتي :

* إشارة الثابت b_0 موجبة وهي تتفق مع النظرية الإقتصادية وهو يمثل قيمة الودائع عندما تساوي قيمة المتغيرات المستقلة صفر .

* إشارة معامل سعر الصرف (b_2) موجبة وهي تتفق مع النظرية الإقتصادية لوجود علاقة طردية بين معدل سعر الصرف وعائدات شهادات شهامة وهذا يعني زيادة سعر الصرف الجنيه بوحدة لوغاريتمية واحدة يؤدي الي زيادة العائدات بمقدار القيمة اللوغاريتمية (0.5) .

* إشارة معامل الودائع المصرفية (b_3) وهي تتفق مع النظرية الإقتصادية كلما زادت الودائع المصرفية تنخفض عائدات شهادات شهامة لان زيادة الودائع تؤدي الي انخفاض الإكتتاب في شهادات شهامة وبالتالي تنخفض نسبة العائدات التي توزع للجمهور وهذا يعني زيادة الودائع بوحدة لوغاريتمية واحدة تؤدي الي تخفيض العائدات بمقدار القيمة اللوغاريتمية (0.24) .

*إشارة معامل معدل التضخم (b_1) سالبة وهي تتفق مع النظرية الإقتصادية لوجود علاقة عكسية بين التضخم وعائدات شهادات شهامة، وهذا يعني عندما يتغير التضخم بوحدة لوغاريتمية واحدة يؤدي إلى التغير في عائدات شهامة بمقدار 0.04 وحدة لوغاريتمية.

ب - التقييم وفقاً للمعيار الإحصائي :

من الجدول رقم (30) و(31) يلاحظ الاتي :

معنوية المعالم المقدرة :

* القيمة الإحتمالية للثابت (b_0) تساوي 0.000 وهي اصغر من مستوي معنوية 5% هذا يعني ان الثابت معنوي (معنوية عالية جداً) .

*القيمة الإحتمالية لمعامل معدل التضخم (b_1) تساوي 0.02 وهي أقل من مستوي معنوية 5% هذا يعني ان التضخم معنوي ويؤثر علي عائدات شهادات شهامة (ذات دلالة إحصائية).

* القيمة الإحتمالية لمعامل سعر الصرف (b_2) تساوي 0.0000 وهي اصغر من قيمة مستوي معنوية 5% هذا يعني ان سعر الصرف قيمته المعنوية عاليه وله تأثير عالي جداً علي عائدات شهادات شهامة (ذات دلالة إحصائية) .

* القيمة الإحتمالية لمعامل الودائع المصرفية (b_3) تساوي 0.0000 وهي اصغر من مستوي معنوية 5% هذا يعني ان الودائع المصرفية ذات معنوية عاليه ولها تأثير جداً علي عائدات شهادات شهامة (ذات دلالة إحصائية) .

جودة توفيق النموذج :

* معامل التحديد $R^2 = 89\%$ ، وقيمة معامل التحديد المعدل $AdjR^2 = 86\%$ هذا يعني أن 86% من التأثيرات في المتغير التابع مصدرها المتغيرات المستقلة المعنوية المضمنة في النموذج (سعر الصرف والودائع المصرفية) و 14% مصدرها المتغيرات العشوائية التي لم تضمن في النموذج مما يؤكد جودة توفيق النموذج ، علية نجد أن قيمة معامل التحديد ومعامل التحديد المعدل لم تتغير بعد إستبعاد التضخم مما يؤكد أن التضخم غير معنوي ولا يؤثر علي عائدات شهادات شهامة .

معنوية النموذج :

*قيمة f المحسوبة تساوي 36.7 والقيمة الإحتمالية (0.0000) وهو اقل من مستوي معنوية 5% هذا يعني ان النموذج ككل معنوي .

ج - التقييم وفقاً للمعيار القياسي :

وهو يهتم بفحص النموذج من مشاكل القياس وهي :

*مشكلة الارتباط الذاتي :

تم تقييم مشكلة الارتباط الذاتي اعتماداً علي القيمة المعيارية لإختبار ديربون - واتسون .

من الجدول رقم (31) قيمة $D.W = 1.9$ وهي قريبة جداً من القيمة المعيارية للإختبار (2) يعني ذلك ان النموذج لا يعاني من مشكلة ارتباط ذاتي .

*مشكلة عدم ثبات التباين :

باستخدام إختبار Arch وجدنا قيمة

$$\text{obs } R^2 = 0.91$$

وهي اكبر من القيمة الإحتمالية 0.34 عليه النموذج لايعاني من مشكلة عدم ثبات التباين .

خامساً - مقدرة النموذج علي التنبؤ :

حيث وجدنا قيمة $\text{Theil line quality coefficient} = 0.043$

وهي تقترب من الصفر هذا يعني للنموذج مقدره عاليه جداً علي التنبؤ

وهي تعتبر الدالة المثلي لان نتائجها طابقت النظرية الإقتصادية والتقييم الاحصائي والقياسي واعطت افضل النتائج .

المبحث الثالث

مناقشة الفرضيات والنتائج والتوصيات

اولاً: مناقشة الفرضيات:

الفرضية الاولى: هناك علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين التضخم وعائدات شهادات شهامة:

بلغت قيمة معامل التضخم (-0.04) وإشارته سالبة تؤكد وجود العلاقة العكسية وقيمتها الإحتمالية 0.02 وهي أقل من مستوى معنوية 5% وهذا يعني أنه معنوي ويؤثر على عائدات شهادات شهامة، وإن زيادته بوحدة لوغاريتمية واحدة يؤدي إلى تخفيض العائدات بمقدار القيمة اللوغاريتمية 0.04.

الفرضية الثانية: هناك علاقة طردية ذات إحصائية بين سعر الصرف وعائدات شهادات شهامة.

بلغت قيمة معامل سعر الصرف (0.5) وإشارته موجبة تؤكد وجود العلاقة الطردية وقيمتها الإحتمالية (0.000) وهي أقل من مستوي معنوية 5% وهذا يعني ان سعر الصرف معنوي ويؤثر علي عائدات شهادات شهامة وان زيادته بوحدة لوغاريتمية واحدة يؤدي الي زيادة عائدات شهادات شهامة بمقدار القيمة اللوغاريتمية (0.5) .

الفرضية الثالثة: هناك علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين الودائع المصرفية وعائدات شهادات شهامة .

بلغت قيمة معامل الودائع المصرفية $(- 0.24)$ فالإشارة السالبة تؤكد وجود العلاقة العكسية ويعني ذلك كلما زادت الودائع المصرفية يقل الإستثمار في شهامة من قبل الجمهور وبالتالي يقل تمويل للمشاريع التي تمول بواسطة شهادات شهامة ويقل الانتاج وبالتالي تقل العائدات التي توزع للمستثمرين (حملة الشهادات) وبالرغم من ان البنوك تستثمر نسبة مقدرة من الودائع في شهامة وتمثل اكبر القطاعات الا ان الارباح التي توزعها لاصحاب الودائع اقل بنسبة

كبيرة عن عائدات شهادات شهامة، حيث بلغت قيمة T الإحتمالية (0.0000) وهي اقل من مستوى معنوية 5% وهذا يعني ان الودائع المصرفية معنوية وان زيادتها بوحدة لوغاريتمية واحدة تؤدي الي تخفيض العائدات بمقدار القيمة اللوغاريتمية (0.24).

الفرضية الرابعة: تساهم شهادات شهامة بنسبة كبيرة في تفعيل نشاط سوق الخرطوم للاوراق المالية:

من خلال تحليل نشاط سوق الخرطوم للاوراق المالية وجدنا ان شهادات شهامة تساهم بنسبة كبيرة في تفعيل نشاط سوق الخرطوم للاوراق المالية في الفترة 2006م - 2016م تراوحت نسبة مساهمتها ما بين 82 % - 96% ونسبة متوسط مساهمتها خلال فترة الدراسة 62.3% ، مما يعكس دورها واهميتها في تفعيل نشاط السوق.

الفرضية الخامسة: يساهم القطاع المصرفي بنسبة عالية في مبيعات شهادات شهامة:

من خلال تحليل مبيعات شهادات شهامة يمثل القطاع المصرفي أكبر مساهم في حجم المبيعات وتراوحت نسبة مساهمته ما بين 27% إلى 50% في الفترة من 2005 - 2016م ما عدا عام 2004م بلغت 2% بمتوسط مساهمة 42.5% خلال فترة الدراسة.

ثانياً: النتائج:

النتائج الخاصة:

- 1 - وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين التضخم وعائدات شهامة عندما يزيد لوغاريثم التضخم بوحدة واحدة يؤدي إلى إنخفاض لوغاريثم العائدات بمقدار 0.04.
- 2 - وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين سعر الصرف وعائدات شهادات شهامة عندما يزيد لوغاريثم سعر الصرف بمقدار وحدة واحدة يؤدي الي زيادة لوغاريثم العائدات بمقدار 0.5.
- 3 - وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين الودائع المصرفية وعائدات شهادات شهامة عندما يزيد لوغاريثم الودائع بمقدار وحدة واحدة تؤدي الي انخفاض لوغاريثم العائدات بمقدار 0.24.
- 4 - يؤثر سعر الصرف والودائع المصرفية والتضخم على عائدات شهادات شهامة بنسبة 86%.
- 5- ساهمت شهادات شهامة بنسبة عالية في تفعيل نشاط سوق الخرطوم للاوراق المالية حيث بلغ متوسط نسبة مساهمتها خلال فترة الدراسة 62%.
- 6- ساهم قطاع المصارف بنسبة عالية في مبيعات شهادات شهامة بنسبة متوسط 37.2% خلال فترة الدراسة ويمثل اكبر قطاع .

النتائج العامة:

- 1- ضعف حجم التداول في القطاع الزراعي ونصف فترة الدراسة لا يوجد به تداول .
- 2- ازدياد حجم إصدار شهادات شهامة حيث بلغ رصيدها حتي 2016م (20555214) مليون جنيه سوداني وبلغ متوسط معدل نموها خلال فترة الدراسة 102% .
- 3- ضعف مساهمة قطاع الجمهور في مبيعات الأوراق المالية الحكومية .
- 4- ساهم القطاع المصرفي بنسبة عالية في مبيعات الأوراق المالية الحكومية ويعتبر اكبر قطاع .

5- بلغ متوسط نسبة مساهمة قطاع المصارف في تفعيل نشاط سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال فترة الدراسة 8.7% ، والاتصالات والوسائط 3.1% ، وقطاع الاستثمار والتنمية (الآخري) 25.2% ، وقطاع الصناديق الإستثمارية 4.3%، أما القطاعات (الزراعي والتجاري والصناعي والتأمين والخدمات المالية) مساهمتهم صفر.

6- ساهمت الأوراق المالية الحكومية بتمويل العديد من المشاريع التنموية في مجالات مختلفة.

7- بلغت الزيادة في متوسط نسبة عائدات شهادة شهامة عن أرباح الودائع المصرفية 7.3% حيث بلغ متوسط عائدات شهامة 20.7% وأرباح الودائع 13.44% خلال فترة الدراسة.

8- بلغت نسبة عائدات شهادات شهامة في عام 2001م 30.98% بينما بلغت هوامش أرباح الودائع المصرفية 15.2% وإن نسبة الفرق بينهما أكبر من النسبة التي تم توزيعها للمودعين (15.8).

ثالثاً: التوصيات:

- 1 - الاهتمام بشهادات شهامة وتقليل حجم إصدارها بما يناسب حجم المشروعات المطلوبة .
- 2 - الإهتمام بتفعيل الأوراق المالية الاخرى المدرجة في السوق خاصة الاسهم لأنها يعتمد عليها في تحديد المؤشر الذي يقيس كفاءة السوق ، وتفعيل نشاط اسهم القطاع الزراعي وتشجيع شركات الوساطة المالية بصناعة صناديق زراعية حتي لايعتمد السوق علي ورقة مالية واحدة والمساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية .
- 3 - جذب مدخرات الافراد مباشرة للاكتتاب في الأوراق المالية، وإصدار اوراق مالية لتمويل المشاريع الزراعية، وربط عائدات الأوراق المالية بالتقالبات التي تحدث في المتغيرات الاقتصادية (التضخم وسعر الصرف) .
- 4 - الترويج الجيد لشهادات شهامة بصورة تبين للجمهور حجم العائد الذي يتحصل عليه من الإستثمار في شهادات شهامة والاهتمام بالترويج خارج الخرطوم خاصة من قبل شركات الوساطة المالية العاملة في سوق الخرطوم للأوراق المالية وتطوير التداول الالكتروني بشكل يمكن المستثمرين التعامل مباشرة في البورصة.
- 5 - وضع المزيد من الضوابط للمصارف لاستثمار الودائع في الأوراق المالية.
- 6 - إصدار اوراق مالية او صناعة صناديق إستثمارية او إنشاء محافظ إستثمارية لتمويل المشاريع الزراعية الإنتاجية سواء بواسطة شركة السودان للخدمات المالية او شركات الوساطة المالية في السوق او انشاء شركات مساهمة عامة في المجال الزراعي .

رابعاً: الدراسات المقترحة:

- 1 - دور الأوراق المالية الحكومية في تمويل المشاريع الزراعية في السودان.
- 2 - أثر المتغيرات الاقتصادية علي الأوراق المالية الحكومية في السودان.
- 3 - أثر إيرادات شهادات شهامة علي الإيرادات والانفاق الكلي في السودان.
- 4- أثر التضخم وسعر الصرف والودائع المصرفية على الإكتتاب في شهادات شهامة.

قائمة المصادر والمراجع والملاحق:

أولاً: الكتب:

- 1 - التجاني عبدالقادر احمد ، (2003م) ، صكوك الإستثمار الحكومية (القائمة علي الإجارة - المراجعة - الاستصناع) ، الخرطوم ، معهد الدراسات المصرفية ، المنتدى المصرفي الحادي والخمسون .
- 2 - ازهرى الطيب الفكي ، (2013م) ، الصكوك الإسلامية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية والاجتماعية في السودان ، المغرب ، البويعاء .
- 3 - اشرف احمد العدلي ، (2006م) ، الاقتصاد الكلي (النظرية والتطبيق) ، القاهرة ، رؤية للنشر والتوزيع
- 4 - السيد عبدالمعبود ناصف ، عثمان محمد عثمان ، (1987م) ، النظرية الاقتصادية الكلية ، الإسكندرية ، المكتب الجامعي الكبير .
- 5 - السيد متولي عبدالقادر ، (2010م) ، الاسواق المالية في عالم متغير ، عمان ، دار الفكر للنشر والتوزيع ، الطبعة الاولى .
- 6 - السيد محمد احمد السريتي ، علي عبدالوهاب نجا ، (2008م) ، مبادئ الاقتصاد الكلي ، القاهرة ، الدار الجامعية للنشر والتوزيع .
- 7 - الطيب لحيلح ، (2002م) ، النقود والمصارف والسياسات النقدية ، الخرطوم ، هيئة الاعمال الفكرية .
- 8 - انور علي ابوبكر ، (2011م) ، مدخل الي الصيرفة الالكترونية (المصارف ديناصورات تواجه الانقراض) ، الخرطوم ، سينان العالمية للطباعة ، الطبعة الاولى .
- 9 - خبابة عبدالله ، (2013م) ، الاقتصاد المصرفي (النقود - البنوك التجارية البنوك الإسلامية - السياسة المالية والنقدية - الازمة المالية) ، الإسكندرية ، الدار الجامعية للنشر والتوزيع .
- 10 - حربي محمد موسي ، (2006م) ، مبادئ الاقتصاد (التحليل الكلي) ، عمان ، دار وائل للنشر والتوزيع .
- 11 - حسين عطا غنيم ، (2000م) ، تحليل اخطار التمويل والإستثمار ، القاهرة ، الدار العربية للنشر والتوزيع .

- 12 - خالد واصف العزني ، (1986م) ، النظرية الاقتصادية الكلية ، الإسكندرية ، المكتب الجامعي الحديث .
- 13 - زياد رمضان ، مروان شموط ، (2014م) ، الاسواق المالية ، القاهرة ، الشركة العربية للتجارة والتسوق والتوريدات .
- 14 - زياد سليم ، محفوظ احمد جوده ، (1996م) ، إدارة البنوك ، عمان ، المسره للنشر والتوزيع ، الطبعة الثانية .
- 15 - سامي عفيفي حاتم ، (2008م) ، الاقتصاد الدولي ، القاهرة ، الدار المصرية اللبنانية للنشر والتوزيع .
- 16 - شوقي عزمي ، (2005م) ، الإستثمار في الاوراق المالية ، الخرطوم ، الشركة القومية للمعاملات المالية .
- 17 - طارق فاروق الحصري ، (2010م) ، الاقتصاد الدولي ، المنصورة ، المكتبة الحصرية للنشر والتوزيع .
- 18 - طلعت اسعد عبدالحميد ، (1998م) ، الاداره الفعالة لخدمات البنوك الشاملة ، القاهرة ، مكنتبات مؤسسة الاهرام للطباعة والنشر ، الطبعة الاولى .
- 19 - طه حسين ، (2014م) ، ملامح الاسواق المالية (دراسة تطبيقية علي سوق الخرطوم للاوراق المالية) ، بدون بيانات نشر .
- 20 - عبد الرحمن يسري ، (2007م) ، الاقتصاديات الدولية ، القاهرة ، الدار الجامعية للنشر والتوزيع .
- 21 - عبدالمطلب عبدالحميد ، (2000) ، البنوك الشاملة (عملياتها وادارتها) ، القاهرة ، الدار الجامعية للنشر .
- 22 - عبد النافع عبدالله ، غازي توفيق ، (2002م) ، الاسواق المالية ، عمان ، دار وائل للنشر والتوزيع .
- 23 - عبد الوهاب عثمان شيخ موسي ، (2001م) ، منهجية الاصلاح الاقتصادي في السودان ، الخرطوم ، مطابع السودان للعملة ، الطبعة الاولى .
- 24 - عصام الدين محمد متولي ، (2006م) ، دور المعلومات المحاسبية في الوفاء باحتياجات اسواق المال بين مصر والسودان ، القاهرة ، الاسراء للنشر .

- 24 - فرح عبدالعزيز عزت ، اقتصاديات النقود والمصارف ، بدون بيانات نشر .
- 25 - محمد عبدالفتاح الصيرفي ، (2013م) ، إدارة البنوك ، عمان ، دار المناهج للنشر والتوزيع .
- 26 - محمد علي حسين ، عفاف عبدالجبار ، (2007م) ، التحليل الاقتصادي الكلي، عمان ، دار وائل للنشر .
- 27 - محمد يونس ، عبدالنعم مبارك ، (2007م) ، مقدمة في اعمال البنوك والاسواق المالية ، القاهرة ، الدار الجامعية للنشر .
- 28 - منير ابراهيم هندي ، (1993م) ، الإستثمار في الاوراق المالية ، الإسكندرية ، منشأة المعارف للنقل.
- 29 - ناظم محمد نوري الشمري . (2010م) ، النقود والمصارف ، القاهرة ، دار الازهر للطباعة والنشر .
- 30 - نجم الدين حسن ابراهيم (واخرون) ، (2008م) ، مخطط المؤسسات المالية المساعدة للجهاز المصرفي، الخرطوم ، المكتبة الوطنية ، الجزء الثالث .
- 31 - هوشيار معروف ، (2006م) ، تحليل الاقتصاد الدولي ، عمان ، دار جرير للنشر ، الطبعة الاولى .
- 32 - وليد صافي ، انس البكري ، (2010م) ، المؤسسات المالية ، عمان ، دار البداية للنشر والتوزيع ، الطبعة الاولى .
- 33 - يوسف حسن يوسف ، (2014م) ، الصكوك المالية وانواعها (الإستثمار - الصناديق الإستثمارية - الاوراق المالية) ، الإسكندرية ، دار التعليم الجامعي للنشر والتوزيع .

ثانياً: التقارير:

- 1 - التقارير السنوية لشركة السودان للخدمات المالية للفترة من 1999م - 2016م .
- 2 - التقارير السنوية لسوق الخرطوم للاوراق المالية للفترة من 1999م - 2016م .
- 3 - التقارير السنوية لبنك السودان المركزي للفترة من 1999م - 2016م .

ثالثاً: المنشرات:

- 1 - شركة السودان للخدمات المالية ، نشرة اصدار شهادات شهامة 2017/10/1م .

رابعاً: الدراسات:

- 1- شركة السودان للخدمات المالية، دراسة عن شهادات شهامة وصكوك الإستثمار الحكومية، غير منشورة، قسم البحوث والدراسات.
- 2 - سوق الخرطوم للاوراق المالية، دراسة عن شهادات شهامة والاسواق المالية، غير منشورة، قسم الدراسات والبحوث.

خامساً: الرسائل الجامعية:

- 1 - أزل ازهري عبدالرحمن مختار، (2017م)، دور الاسواق المالية في التنمية الاقتصادية في السودان (2004-2015م)، رسالة دكتوراة في الاقتصاد غير منشورة، جامعة الزعيم الازهري.
- 2 - ازهري الطيب الفكي، (2012م)، دور الصكوك الإسلامية في تمويل التنمية الاقتصادية والاجتماعية في السودان للفترة 1998م - 2010م، رسالة دكتوراة غير منشورة ، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا.
- 3 - الشيخ عووضه ابوالقاسم، (2008م)، التوريق ودورة في تعبئة المدخرات دراسة تجربة شهادات شهامة للفترة (1999م - 2006م)، رسالة دكتوراة غير منشورة، جامعة امدرمان الإسلامية.
- 4 - رامز داؤد صالح داؤد، (2015م)، دور اسواق المال في تشجيع الإستثمار المالي في السودان دراسة حالة سوق الخرطوم للاوراق المالية للفترة (2000-2013م)، رسالة دكتوراة في الاقتصاد غير منشورة، جامعة الزعيم الازهري.
- 5 - سمية عثمان بشير ، اثر رقابة المؤسسات المالية علي تنشيط سوق المال (دراسة حاله سوق الخرطوم للاوراق المالية 1995 - 2006م ، (2009م) ، رسالة ماجستير غير منشورة ، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا .
- 6 - عبدالله علي عجينا ، (2012م) ، محددات اصدار صكوك الإستثمار الحكومية من قبل منظمات الاعمال دراسة حالة التجربة السودانية (1998 - 2011م) ، رسالة دكتوراة غير منشورة، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا .

7 - عصام عباس محمد ، (2008م) ، دور المعلومات المحاسبية في قياس كفاءة سوق الخرطوم للأوراق المالية (دراسة تحليلية تطبيقية) ، رسالة ماجستير غير منشورة ، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا .

8 - معاوية بابكر الشيخ ، (2005م) ، شهادات المشاركة الحكومية شهامة كاداة لانفاذ السياسة المالية في السودان (1999-2005م) ، رسالة ماجستير غير منشورة ، جامعة النيلين .

9 - محمد الفاتح محمود، (2005م)، دور الإستثمار في الأوراق المالية من منظور اسلامي (دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية) ، رسالة دكتوراة غير منشورة ، جامعة النيلين.

الملاحق

ملحق رقم (1) بيانات الدراسة

RA	INF	EXC	DEP	السنوات
33.2	17.1	2.54	1455.2	1999
26.87	16	2.57	1972.2	2000
30.98	8	2.58	2741.9	2001
29.1	4.9	2.62	3630.7	2002
21.75	8.3	2.57	4729.5	2003
20.85	7.7	2.59	6466.5	2004
21.3	8.5	2.43	9776	2005
15.7	8.5	2.17	12308.6	2006
16.26	7.2	2.0107	13942.4	2007
16	8.1	2.0861	17040.6	2008
14.52	14.3	2.2804	20848	2009
16.13	11.2	2.317	25874.4	2010
18.45	13	2.66	27775.6	2011
18.47	18.1	3.5637	39544.4	2012
18.66	35.1	4.74	44133.1	2013
18.43	37.1	5.7115	54000	2014
17.98	36.9	6.0107	63419.6	2015
17.98	17.3	6.1815	79918.2	2016

ملحق رقم (2): إختبار سكون بيانات عائدات شهادات شهامة

Null Hypothesis: RA has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

Prob.*	t-Statistic		
0.0091	-4.059115	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-4.004425	1% level	Test critical values:
	-3.098896	5% level	
	-2.690439	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
and may not be accurate for a sample size of 14

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(RA)

Method: Least Squares

Date: 11/14/17 Time: 13:09

Sample (adjusted): 2003 2016

Included observations: 14 after adjustments

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0028	-4.059115	0.101341	-0.411356	RA(-1)
0.5093	0.687108	0.135164	0.092872	D(RA(-1))
0.3883	-0.906555	0.113645	-0.103026	D(RA(-2))
0.0082	3.378163	0.114041	0.385248	D(RA(-3))
0.0034	3.950107	1.867088	7.375196	C
-0.794286	Mean dependent var	0.863653	R-squared	
2.607689	S.D. dependent var	0.803055	Adjusted R-squared	
3.402430	Akaike info criterion	1.157254	S.E. of regression	
3.630665	Schwarz criterion	12.05313	Sum squared resid	
3.381303	Hannan-Quinn criter.	-18.81701	Log likelihood	
2.626540	Durbin-Watson stat	14.25204	F-statistic	
		0.000624	Prob(F-statistic)	

ملحق رقم (3) : إختبار سكون بيانات معدل التضخم

Null Hypothesis: D(INF) has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

Prob.*	t-Statistic	
0.0494	-3.105460	Augmented Dickey-Fuller test statistic
	-4.004425	1% level Test critical values:
	-3.098896	5% level
	-2.690439	10% level

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
and may not be accurate for a sample size of 14

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(INF,2)

Method: Least Squares

Date: 11/14/17 Time: 13:12

Sample (adjusted): 2003 2016

Included observations: 14 after adjustments

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0111	-3.105460	0.538247	-1.671504	D(INF(-1))
0.0821	1.932461	0.411832	0.795849	D(INF(-1),2)
0.0321	2.487572	0.335596	0.834819	D(INF(-2),2)
0.4341	0.814944	2.016870	1.643636	C
-1.178571	Mean dependent var	0.524425	R-squared	
8.526987	S.D. dependent var	0.381753	Adjusted R-squared	
6.878438	Akaike info criterion	6.704658	S.E. of regression	
7.061026	Schwarz criterion	449.5244	Sum squared resid	
6.861537	Hannan-Quinn criter.	-44.14907	Log likelihood	
1.577449	Durbin-Watson stat	3.675731	F-statistic	
		0.051093	Prob(F-statistic)	

ملحق رقم (4): اختيار سكون بيانات الودائع المصرفية

Null Hypothesis: DEP has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

Prob.*	t-Statistic	
1.0000	4.388872	Augmented Dickey-Fuller test statistic
	-4.004425	1% level Test critical values:
	-3.098896	5% level
	-2.690439	10% level

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
and may not be accurate for a sample size of 14

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(DOP)

Method: Least Squares

Date: 11/14/17 Time: 13:16

Sample (adjusted): 2003 2016

Included observations: 14 after adjustments

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0017	4.388872	0.165482	0.726278	DOP(-1)
0.0036	-3.902260	0.447776	-1.747340	D(DOP(-1))
0.0456	-2.318875	0.531408	-1.232268	D(DOP(-2))
0.0632	-2.118794	0.365993	-0.775464	D(DOP(-3))
0.0431	2.352845	912.2898	2146.476	C
5449.107	Mean dependent var	0.913487		R-squared
4635.860	S.D. dependent var	0.875036		Adjusted R-squared
17.91375	Akaike info criterion	1638.785		S.E. of regression
18.14199	Schwarz criterion	24170552		Sum squared resid
17.89262	Hannan-Quinn criter.	-120.3963		Log likelihood
1.837791	Durbin-Watson stat	23.75757		F-statistic
		0.000084		Prob(F-statistic)

ملحق رقم (5): إختبار سكون بيانات سعر الصرف

Null Hypothesis: D(EXC,2) has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

Prob.*	t-Statistic	
0.0113	-3.938256	Augmented Dickey-Fuller test statistic
	-4.004425	1% level Test critical values:
	-3.098896	5% level
	-2.690439	10% level

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
and may not be accurate for a sample size of 14

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(EXC,3)

Method: Least Squares

Date: 11/14/17 Time: 13:20

Sample (adjusted): 2003 2016

Included observations: 14 after adjustments

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0023	-3.938256	0.303104	-1.193702	D(EXC(-1),2)
0.0175	2.791912	0.316434	0.883455	D(EXC(-1),3)
0.4108	0.855058	0.063584	0.054368	C
-0.011314	Mean dependent var	0.585066		R-squared
0.323108	S.D. dependent var	0.509623		Adjusted R-squared
0.053166	Akaike info criterion	0.226262		S.E. of regression
0.190107	Schwarz criterion	0.563141		Sum squared resid
0.040490	Hannan-Quinn criter.	2.627838		Log likelihood
2.150231	Durbin-Watson stat	7.755111		F-statistic
		0.007923		Prob(F-statistic)

ملحق رقم (6) : اختبار فليبس – فيرون لسكون عائدات شهادات شهامة

Null Hypothesis: RE has a unit root

Exogenous: Constant

Bandwidth: 16 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-4.663757	0.0022
Test critical values: 1% level	-3.886751	
5% level	-3.052169	
10% level	-2.666593	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
and may not be accurate for a sample size of 17

Residual variance (no correction)	5.923914
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.852073

Phillips-Perron Test Equation

Dependent Variable: D(RE)

Method: Least Squares

Date: 07/12/18 Time: 11:19

Sample (adjusted): 2000 2016

Included observations: 17 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RE(-1)	-0.287715	0.113168	-2.542372	0.0225
C	5.106951	2.443093	2.090363	0.0540
R-squared	0.301144	Mean dependent var	-0.895294	
Adjusted R-squared	0.254554	S.D. dependent var	3.001063	
S.E. of regression	2.591094	Akaike info criterion	4.852169	
Sum squared resid	100.7065	Schwarz criterion	4.950194	
Log likelihood	-39.24343	Hannan-Quinn criter.	4.861912	
F-statistic	6.463654	Durbin-Watson stat	2.212909	
Prob(F-statistic)	0.022536			

ملحق رقم (7) : اختبار فيلبس – فيرون لسكون التضخم

Null Hypothesis: D(INF,2) has a unit root

Exogenous: Constant

Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-3.813841	0.0131
Test critical values: 1% level	-3.959148	
5% level	-3.081002	
10% level	-2.681330	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
and may not be accurate for a sample size of 15

Residual variance (no correction)	62.51710
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	66.39569

Phillips-Perron Test Equation

Dependent Variable: D(INF,3)

Method: Least Squares

Date: 07/12/18 Time: 11:18

Sample (adjusted): 2002 2016

Included observations: 15 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(INF(-1),2)	-1.252144	0.330630	-3.787147	0.0023
C	-0.758205	2.193035	-0.345733	0.7351
R-squared	0.524549	Mean dependent var	-0.833333	
Adjusted R-squared	0.487976	S.D. dependent var	11.86939	
S.E. of regression	8.493240	Akaike info criterion	7.239984	
Sum squared resid	937.7565	Schwarz criterion	7.334391	
Log likelihood	-52.29988	Hannan-Quinn criter.	7.238978	
F-statistic	14.34248	Durbin-Watson stat	1.466580	
Prob(F-statistic)	0.002262			

ملحق رقم (8) : إختبار فيلبس - فيرون لسكون بيانات الودائع المصرفية

Null Hypothesis: DEP has a unit root

Exogenous: Constant

Bandwidth: 0 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	6.880889	1.0000
Test critical values: 1% level	-3.886751	
5% level	-3.052169	
10% level	-2.666593	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
and may not be accurate for a sample size of 17

Residual variance (no correction)	4735247.
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	4735247.

Phillips-Perron Test Equation

Dependent Variable: D(DEP)

Method: Least Squares

Date: 07/12/18 Time: 11:16

Sample (adjusted): 2000 2016

Included observations: 17 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DEP(-1)	0.206546	0.030017	6.880889	0.0000
C	367.2092	834.7850	0.439885	0.6663
R-squared	0.759410	Mean dependent var	4615.471	
Adjusted R-squared	0.743370	S.D. dependent var	4572.952	
S.E. of regression	2316.595	Akaike info criterion	18.44372	
Sum squared resid	80499207	Schwarz criterion	18.54174	
Log likelihood	-154.7716	Hannan-Quinn criter.	18.45346	
F-statistic	47.34663	Durbin-Watson stat	3.205506	
Prob(F-statistic)	0.000005			

ملحق رقم (9) : اختبار فيلبس – فيرون لسكون سعر الصرف

Null Hypothesis: D(EX,2) has a unit root

Exogenous: Constant

Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-3.170611	0.2233
Test critical values:		
1% level	-3.959148	
5% level	-3.081002	
10% level	-2.681330	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
and may not be accurate for a sample size of 15

Residual variance (no correction)	0.064324
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.049110

Phillips-Perron Test Equation

Dependent Variable: D(EX,3)

Method: Least Squares

Date: 07/12/18 Time: 11:17

Sample (adjusted): 2002 2016

Included observations: 15 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(EX(-1),2)	-0.593732	0.255989	-2.319368	0.0373
C	0.003429	0.070492	0.048642	0.9619
R-squared	0.292689	Mean dependent var	-0.007227	
Adjusted R-squared	0.238280	S.D. dependent var	0.312150	
S.E. of regression	0.272433	Akaike info criterion	0.360721	
Sum squared resid	0.964860	Schwarz criterion	0.455128	
Log likelihood	-0.705406	Hannan-Quinn criter.	0.359715	
F-statistic	5.379467	Durbin-Watson stat	1.597350	
Prob(F-statistic)	0.037293			

ملحق رقم (10) : إختبار التكامل المشترك لمتغيرات النموذج (جوهانسون)

Date: 11/14/17 Time: 13:23

Sample (adjusted): 2001 2016

Included observations: 16 after adjustments

Trend assumption: Linear deterministic trend

Series: DOP EXC INF RA

Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

	0.05	Trace		Hypothesized
Prob.**	Critical Value	Statistic	Eigenvalue	No. of CE(s)
0.0000	47.85613	137.1845	0.990265	None *
0.0000	29.79707	63.07172	0.866944	At most 1 *
0.0001	15.49471	30.79998	0.646855	At most 2 *
0.0002	3.841466	14.14595	0.586923	At most 3 *

Trace test indicates 4 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

	0.05	Max-Eigen		Hypothesized
Prob.**	Critical Value	Statistic	Eigenvalue	No. of CE(s)
0.0000	27.58434	74.11281	0.990265	None *
0.0009	21.13162	32.27174	0.866944	At most 1 *
0.0206	14.26460	16.65404	0.646855	At most 2 *
0.0002	3.841466	14.14595	0.586923	At most 3 *

Max-eigenvalue test indicates 4 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

ملحق رقم (11): نتائج تقدير الدالة الخطية

Dependent Variable: RA

Method: Least Squares

Date: 11/14/17 Time: 14:16

Sample (adjusted): 1999 2015

Included observations: 17 after adjustments

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.5030	0.690554	4.504962	3.110920	C
0.5942	-0.547261	0.200598	-0.109780	INF
0.0518	2.159555	1.775400	3.834074	EXC
0.0487	-2.193175	0.000112	-0.000246	DOP
0.0138	2.882689	0.224031	0.645811	RA(1)
20.86176	Mean dependent var	0.829903	R-squared	
5.723999	S.D. dependent var	0.773204	Adjusted R-squared	
5.083435	Akaike info criterion	2.725944	S.E. of regression	
5.328498	Schwarz criterion	89.16922	Sum squared resid	
5.107795	Hannan-Quinn criter.	-38.20920	Log likelihood	
2.353491	Durbin-Watson stat	14.63703	F-statistic	
		0.000145	Prob(F-statistic)	

ملحق رقم (12) : نتائج تقدير الدالة نصف لوغاريتمية

Dependent Variable: LOG(RA)

Method: Least Squares

Date: 11/14/17 Time: 14:18

Sample (adjusted): 1999 2015

Included observations: 17 after adjustments

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	11.66499	0.186536	2.175936	C
0.3817	-0.908009	0.008306	-0.007542	INF
0.0165	2.784748	0.073513	0.204716	EXC
0.0310	-2.442462	4.65E-06	-1.14E-05	DOP
0.0106	3.022183	0.009276	0.028035	RA(1)
3.006195	Mean dependent var	0.850520	R-squared	
0.252829	S.D. dependent var	0.800693	Adjusted R-squared	
-1.285191	Akaike info criterion	0.112872	S.E. of regression	
-1.040128	Schwarz criterion	0.152882	Sum squared resid	
-1.260831	Hannan-Quinn criter.	15.92412	Log likelihood	
2.344507	Durbin-Watson stat	17.06957	F-statistic	
		0.000068	Prob(F-statistic)	

ملحق رقم (13) : نتائج تقدير الدالة اللوغاريتمية

Dependent Variable: LOG(RA)

Method: Least Squares

Date: 11/14/17 Time: 14:21

Sample: 1999 2016

Included observations: 18

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	25.76864	0.188115	4.847470	C
0.4047	-0.859278	0.061354	-0.052720	LOG(INF)
0.0003	4.821494	0.104899	0.505769	LOG(EXC)
0.0000	-10.22670	0.023308	-0.238365	LOG(DOP)
2.999699	Mean dependent var	0.886906	R-squared	
0.246824	S.D. dependent var	0.862672	Adjusted R-squared	
-1.752538	Akaike info criterion	0.091467	S.E. of regression	
-1.554678	Schwarz criterion	0.117128	Sum squared resid	
-1.725256	Hannan-Quinn criter.	19.77284	Log likelihood	
1.754442	Durbin-Watson stat	36.59703	F-statistic	
		0.000001	Prob(F-statistic)	

ملحق رقم (14) : نتائج تقدير الدالة اللوغاريتمية المصححة

Dependent Variable: LOG(RE)

Method: Least Squares

Date: 07/12/18 Time: 11:21

Sample: 1999 2016

Included observations: 18

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.815333	0.181143	26.58308	0.0000
LOG(EX)	0.502359	0.100997	4.973999	0.0002
LOG(DEP)	-0.237977	0.023325	-10.20267	0.0000
LOG(INF-2)	-0.043647	0.049535	-0.881124	0.0231
R-squared	0.887194	Mean dependent var	2.999699	
Adjusted R-squared	0.863022	S.D. dependent var	0.246824	
S.E. of regression	0.091351	Akaike info criterion	-1.755090	
Sum squared resid	0.116830	Schwarz criterion	-1.557229	
Log likelihood	19.79581	Hannan-Quinn criter.	-1.727807	
F-statistic	36.70245	Durbin-Watson stat	1.874269	
Prob(F-statistic)	0.000001			

ملحق رقم (15): نتائج إختبار أرش

Heteroskedasticity Test: ARCH

0.3713	Prob. F(1,15)	0.849309	F-statistic
0.3399	Prob. Chi-Square(1)	0.910971	Obs*R-squared

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

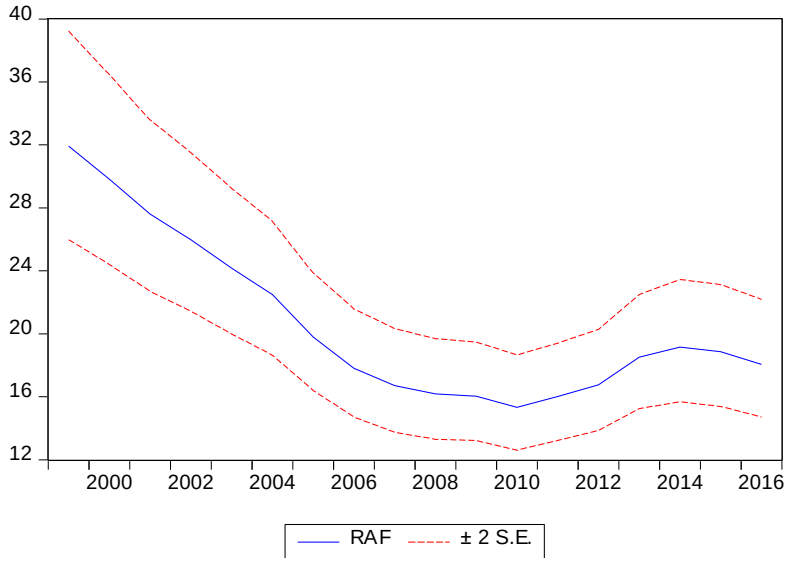
Date: 11/29/17 Time: 10:06

Sample (adjusted): 2000 2016

Included observations: 17 after adjustments

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0018	3.790823	2.130351	8.075781	C
0.3713	-0.921580	0.132631	-0.122230	RESID^2(-1)
6.881880	Mean dependent var	0.053587	R-squared	
6.939998	S.D. dependent var	-0.009508	Adjusted R-squared	
6.832074	Akaike info criterion	6.972912	S.E. of regression	
6.930099	Schwarz criterion	729.3225	Sum squared resid	
6.841818	Hannan-Quinn criter.	-56.07263	Log likelihood	
1.696643	Durbin-Watson stat	0.849309	F-statistic	
		0.371333	Prob(F-statistic)	

ملحق رقم (16) : نتائج مقدرة النموذج علي التنبؤ



Forecast:	RAF
Actual:	RA
Forecast sample:	1999 2016
Included observations:	18
Root Mean Squared Error	1.827786
Mean Absolute Error	1.517517
Mean Abs. Percent Error	7.092953
Theil Inequality Coefficient	0.042882
Bias Proportion	0.001933
Variance Proportion	0.055855
Covariance Proportion	0.942212