



جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا



كلية الدراسات العليا

تحليل أثر أداء أسواق الأوراق المالية على معدلات النمو الإقتصادي
باستخدام نموذج الإنحدار الذاتي ذو الإبطاءات الموزعة : دراسة تطبيقية
على سوق الخرطوم للأوراق المالية (1995-2016م)

Analysis of the Impact of Stock Markets Performance
on Economic Growth Rates Using Autoregressive
Distributed Lag Model: An Empirical Study on
Khartoum Stock Exchange (1995-2016)

رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه الفلسفة في الإقتصاد

المشرف الرئيسي: د. أحمد على أحمد

إعداد الدارس :

المشرف المعاون: د. طارق محمد الرشيد

إسحاق ابكر عبدالله جماع

ديسمبر 2018م

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

الإستهلال

قَالَ اللَّهُ تَعَالَى لَمَلَى لِسَانِ سَيِّدِنَا سَلِيمَانَ عَلَيْهِ السَّلَامُ ﴿ فَنَبَسَّ ضَاحِكًا مِّن قَوْلِهَا
وَقَالَ رَبِّ أَوْزِعْنِي أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ الَّتِي أَنْعَمْتَ عَلَيَّ وَعَلَىٰ وَالِدَيَّ وَأَنْ أَعْمَلَ صَالِحًا
تَرْضَاهُ وَأَدْخِلْنِي بِرَحْمَتِكَ فِي عِبَادِكَ الصَّالِحِينَ ﴿ النمل: ١٩

صدق الله العظيم

الإهداء

إلي روح من قال فيهما الله سبحانه وتعالى : وقل ربي أرحمهما كما ربياني

صغيرا

امي وأبي

تقبلهم الله وجعل الجنة مثواهم

إلي من آذروني وشجعوني طوال مشواري العلمي وأدين لهم بالكثير من حياتي

إخواني وأخواتي جميعاً

إلي من قاسموني سعة الحياة وضيقها

زوجتي العزيزة وأبنائي الأوفياء

أهديكم جميعاً ثمرة جهدي

الشكر والعرفان

اللهم لك الحمد ولك الشكر ملء السموات والأرض وما بينهما ولك الحمد ولك الشكر حتى ترضي. إنه ليتوجب علي بعد هذا الجهد الذي يسره الله لي ووفقي فيه أن أشكره على تمامه. وهأنذا أجنبي ثمرة جهد إستوعب أعواماً. لذا يطيب لي في هذه السانحة أن أتقدم بخالص الشكر والتقدير والإمتنان إلي كل من وقف بجانبني وبذل الكثير من أجل حصولي على هذه الدرجة العلمية في مقدمتها وزارة التعليم العالي والبحث العلمي لدعمها المادي لإنجاز هذا العمل العلمي والشكر موصول لجامعة نيالا العملاقة واسرة كلية الإقتصاد والدراسات التجارية لإتاحتهم لنا الفرصة لإكمال هذه الرسالة. والشكر ممتد أيضاً لأسرة قسم الإقتصاد التطبيقي ومكتبة الدراسات العليا بكلية الدراسات التجارية جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، وكما اتقدم بالشكر لاسرة سوق الخرطوم للأوراق المالية لتعاونهم غير المحدود. وخالص الشكر لأستاذي الجليل الدكتور أحمد على أحمد الذي أشرف على هذه الرسالة، فقد كان لي نعم الأستاذ لم يغل جهداً، ولا وقتاً، ولا علماً، يوجهني وينصحني فجزا الله عنى خيراً وأمد في ايامه. والشكر موصول إلي أستاذي الدكتور طارق محمد الرشيد مشرفاً معاوناً على ما قام به من تصويبات ونصائحه الفنية القيمة له منا فائق التقدير والإحترام. ولايفوتني أن أقف وقفة إعتراز وتقدير لزوجتي وأبنائي مشيداً بصبرهم وتشجيعهم لي طوال فترة الدراسة.

الدارس

المستخلص

تلعب أسواق الأوراق المالية دوراً فاعلاً في التعجيل بمعدلات نمو الإقتصاد من خلال تعبئة الموارد وتوجيهها نحو تمويل الإستثمارات الجديدة، توفير رأس المال التشغيلي، تمويل تكاليف تحديث الوحدات الإنتاجية القائمة، وتوفير السيولة. وعليه تمثلت مشكلة الدراسة في أنه على الرغم من مرور عقدين على إنشاء سوق الخرطوم للأوراق المالية لتحريك الإقتصاد إلا أن معدلات نمو إقتصاد السودان شهدت إنخفاضاً في السنوات الأخيرة. لذا هدفت الدراسة إلى تحليل أثر أداء سوق الخرطوم للأوراق المالية على معدلات نمو إقتصاد السودان خلال الفترة (1995-2016م). وتتبع أهمية الدراسة من كونها محاولة لتقديم دليل علمي آخر من السودان في مجال إقتصادات أسواق رأس المال على ضوء تأكيد الإقتصاديين بمختلف مدارسهم الفكرية على أهمية دورها في تعبئة رأس المال لتنمية كل القطاعات. إفترضت الدراسة وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين تطور مؤشرات سوق الخرطوم للأوراق المالية ومعدلات نمو إقتصاد السودان في الأجلين القصير والطويل. إتبعت الدراسة المنهج الوصفي لإبراز الجوانب الخاصة بمشكلة الدراسة والمنهج الكمي بإستخدام نموذج ARDL بغرض تحليل البيانات التي تم الحصول عليها من سوق الخرطوم للأوراق المالية، والجهاز المركزي للإحصاء. توصلت الدراسة إلى عدة نتائج أهمها : وجود علاقة عكسية بين مؤشر نسبة رسملة السوق ومعدلات نمو إقتصاد السودان في الأجلين القصير والطويل، وجود علاقة طردية بين مؤشر نسبة حجم التداول الكلي ومعدلات نمو إقتصاد السودان في الأجل الطويل فيما لم تثبت معنويتها في الأجل القصير، وجود علاقة عكسية بين مؤشر معدل دوران الأسهم ومعدلات نمو إقتصاد السودان في الأجل الطويل، وأكدت نتائج نموذج تصحيح الخطأ وجود

آلية للتصحيح وأن أي إختلال فى المدى القصير قد يستغرق سنتين للوصول الى وضعية التوازن فى الأجل الطويل.

تشير هذه النتائج الى أن أثر أداء سوق الخرطوم للأوراق المالية على معدلات نمو إقتصاد السودان خلال الفترة محل الدراسة ضعيف. وعليه أوصت الدراسة بعدة توصيات أهمها بذل الجهود فى إنشاء المزيد من شركات المساهمة العامة وتسهيل إجراءات تسجيلها لزيادة نسبة رسملة السوق، وتهيئة المناخ الإستثماري المالي لإستقطاب المستثمرين من داخل وخارج البلاد بغرض حشد الموارد المالية متوسطة وطويلة الأجل لتمويل مشروعات قطاعات الإنتاج الحقيقية، والتركيز على السياسات التى تدعم شروط ومتطلبات توفير السيولة بالسوق كالعمق والإتساع وسرعة الإستجابة، والعمل على تقليل تكاليف إتمام التعاملات بالسوق لتأثيرها المباشر على حركة وحجم وإتجاه الإستثمار وبالتالي على معدلات النمو الإقتصادي.

Abstract

Stock markets play an active role in accelerating economic growth rates by mobilizing resources and channeling them towards financing new investments, providing operational capital, financing the costs of upgrading existing production units and providing liquidity. Therefore, the problem of the study was that despite the passage of two decades on the establishment of Khartoum Stock Exchange to move the economy, but the growth rates of the economy of Sudan has decreased in recent years. The study aimed to analyze the impact of the performance of the Khartoum Stock Exchange on the growth of the economy of Sudan during the period (1995 - 2016). The importance of the study stems from the fact that it is an attempt to provide another scientific evidence from the Sudan in the field of capital market economies in the light of the emphasis of economists in their various intellectual schools on the importance of their role in mobilizing capital for the development of all sectors. The study assumed that there is a statistically significant positive relationship between the development of Khartoum Stock Exchange indices and the growth rates of Sudan's economy in the short and long term. The study followed the descriptive approach to highlight the specific aspects of the study problem and the quantitative approach by using (ARDL) model to analyze the data obtained from the Khartoum Stock Exchange and the Central Bureau of Statistics. The study reached several results, the most important of them is : the existence of an inverse relationship between the market capitalization ratio and the growth rates of Sudan's economy in the short and long term; there is a positive relationship between the ratio of the total volume of trade and the growth rates of Sudan's economy in the long term while its significance is not proven in the short term; there is an inverse relationship between the

stock turnover index and Sudan's long-term growth rates; the results of the error correction model confirmed that there is a correction mechanism and that any short-term imbalance could take two years to reach a long-term equilibrium position.

These results indicate that the impact of the performance of the Khartoum Stock Exchange on the growth rates of Sudan's economy during the period under study is weak. Therefore, the study recommended several recommendations; the most important of which are : efforts to establish more public shareholding companies and facilitate their registration procedures to increase market capitalization; create a financial investment environment to attract investors from inside and outside the country to mobilize medium and long-term financial resources to finance projects in real production sectors; focus on policies that support the conditions and requirements of providing liquidity in the market as the depth and breadth of the market and speed of response; reduce the costs of transactions in the market for its direct impact on the movement, size and direction of investment and hence on economic growth rates.

قائمة المحتويات

الصفحة	الموضوع
أ	البسمة
ب	الإستهلال
ج	الإهداء
د	الشكر والعرفان
هـ	المستخلص
ز	Abstract
ط	قائمة المحتويات
ل	قائمة الجداول
م	قائمة الأشكال
المقدمة	
1	أولاً : الإطار المنهجي
1	1. تمهيد
3	2. مشكلة الدراسة
4	3. أهمية الدراسة
5	4. أهداف الدراسة
6	5. فرضيات الدراسة

6	6. منهج الدراسة
7	7. مصادر الدراسة
7	8. حدود الدراسة
7	9. صعوبات الدراسة
8	10. هيكل الدراسة
8	ثانياً : الدراسات السابقة
30	ثالثاً : ما يميز الدراسة عن الدراسات السابقة
الفصل الأول : الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية	
31	1-1 : المفاهيم العامة لأسواق الأوراق المالية
49	2-1 : أدوات التداول بأسواق الأوراق المالية
53	3-1 : مؤشرات قياس أداء أسواق الأوراق المالية
الفصل الثاني : مفاهيم ونظريات النمو الإقتصادي	
60	1-2 : المفاهيم العامة للنمو الإقتصادي
69	2-2 : نظريات النمو الإقتصادي
83	3-2 : محددات النمو الإقتصادي
91	4-2 : مؤشرات قياس النمو الإقتصادي
الفصل الثالث : العلاقة بين أسواق الأوراق المالية والنمو الإقتصادي	

98	1-3: نظريات العلاقة بين أسواق الأوراق المالية والنمو الإقتصادي
105	2-3: اتجاه العلاقة بين أسواق الأوراق المالية والنمو الإقتصادي
110	3-3: قنوات تأثير أسواق الأوراق المالية على النمو الإقتصادي
الفصل الرابع : تطور سوق الأوراق المالية ومسار النمو الإقتصادي فى السودان	
115	1-4: السمات العامة للإقتصاد السوداني
122	2-4: تطور سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة 1995 - 2016م
156	3-4: مسار نمو إقتصاد السودان خلال الفترة 1995 - 2016م
الفصل الخامس : منهجية التحليل وتوصيف النموذج وإختبار الفرضيات	
169	1-5: فلسفة نموذج الإنحدار الذاتي ذو الإبطاءات الموزعة
198	2-5: توصيف النموذج وفحص البيانات
212	3-5: تقدير وتقييم النموذج ومناقشة النتائج
الخاتمة	
232	أولاً : النتائج
233	ثانياً : التوصيات
235	المصادر والمراجع
i	الملاحق

قائمة الجداول

رقم الجدول	الموضوع	الصفحة
1.2.4	قيمة إجمالي إصدارات الأسهم والصكوك بالسوق الأولية خلال الفترة (1995-2016)	135
2.2.4	مؤشرات نشاط سوق الثانوية بسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة (1995-2016)	139
3.2.4	نسب رأس المال السوقي للقطاعات من إجمالي رأس المال السوقي للفترة (2000-2016)	146
4.2.4	نسب حجم التداول للقطاعات من حجم التداول الكلي للسوق للفترة (2000-2016)	147
5.2.4	نسب حجم التداول بقطاعات (الصناديق الإستثمارية، شهادات المشاركة الحكومية شهامة، وشهادات الإستثمار والتنمية) خلال الفترة (2000-2016)	150
6.2.4	مؤشرات تطور سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة (1995-2016)	153
1.3.4	الناتج المحلي الإجمالي ومعدلات نموه في السودان خلال الفترة (1995-2016)	156
2.3.4	نسب مساهمة القطاعات الزراعة ، الصناعة، الخدمات ، في الناتج المحلي الإجمالي للفترة (1995-2016)	161
1.2.5	نتائج إختبار ديكي فولر الموسع ADF لبيانات الدراسة للمستوى والفرق الاول	207
2.2.5	نتائج إختبار فيلبس بيرون PP لبيانات الدراسة للمستوي والفرق الاول	208
3.2.5	نتائج إختبار الحدود للتكامل المشترك بين متغيرات الدراسة للفترة (1995-2016)	211
1.3.5	نتائج تقدير نموذج ARDL(2,2,1,2) لأثر سوق الخرطوم للأوراق المالية على نمو إقتصاد السودان للفترة(1995-2016) في الأجلين الطويل والقصير	215
2.3.5	نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ لأثر سوق الخرطوم للأوراق المالية على نمو إقتصاد السودان للفترة (1995-2016)	216
3.3.5	نتائج إختبار Jarque-Bera	217
4.3.5	نتائج إختبار مضاعف لاجرانج Breusch-Godfrey Serial Correlation LM test	218
5.3.5	نتائج إختبار Breusch- Pagan-Godfrey	219
6.3.5	نتائج إختبار Ramsey	220

قائمة الأشكال

الصفحة	الموضوع	رقم الشكل
221	الشكل يوضح نتائج إختبار المجموع التراكمي للبواقي المتابعة CUSUM	1.3.5
222	الشكل يوضح نتائج إختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي المتابعة CUSUMSQ	2.3.5
228	الشكل يوضح نتائج إختبار معامل عدم التساوى لثايل Theil Inequality Coefficient	3.3.5

المقدمة

الإطار المنهجي

الدراسات السابقة

المقدمة

تتكون المقدمة من الإطار المنهجي الذي يتضمن : تمهيد، مشكلة الدراسة، أهمية الدراسة، أهداف الدراسة، فرضيات الدراسة، منهج الدراسة، مصادر الدراسة، حدود المكانية والزمانية للدراسة، هيكل الدراسة، والدراسات السابقة التي تطرقت لموضوعات مجال الدراسة.

أولاً : الإطار المنهجي

يشتمل الإطار المنهجي للدراسة المحاور التالية :

1. تمهيد

يعتبر ضعف معدلات نمو الإقتصاد وتذبذبه من التحديات الإقتصادية التي تواجه الدول. لذا فإن تحقيق معدلات عالية ومستدامة من النمو أصبح يعد من أهم الأهداف الكلية للإقتصاد تسعى إليه حكومات الدول المتقدمة والنامية على حد سواء¹ منذ أن نشر آدم سميث تحليله حول طبيعة وأسباب ثروة الأمم عام 1776م، الذي حدد من خلاله رأس المال المادي والعمل ومستوى التقنية كمحددات لتعجيل بمعدلات النمو في الأجل الطويل. مما جعل الإقتصاديون ينظرون إلى تلك العوامل بإنها هي وحدها مسؤولة عن إحداث عملية النمو الإقتصادي. ولكن مع تطور النماذج والنظريات المفسرة للنمو تحول تركيز إتياب النمو الإقتصادي من تلك المحددات التقليدية إلى عوامل أخرى عرف بالمحددات الحديثة للنمو تضمنت عوامل

(¹) Micheal P. Todaro, **Economic Development in The Third World** ,4ed,Longman Inc, New York ,1989 , p115.

اقتصادية، وسياسية، ومؤسسية. ومن بين العوامل المؤسسية، المؤسسات المالية كما أكده جوزيف شومبيتر 1911م قائلاً بأن المؤسسات المالية المتطورة تسهل نشاطات التوسط المالي المحفزة للنشاط الاقتصادي. مسترشداً بذلك قامت عدد من الدول النامية بإصلاح وتطوير أنظمتها المالية بصفة عامة وأسواق أوراقها المالية بصفة خاصة لتعبئة وتنمية رأس المال المدخر من مصادره المتنوعة وتخصيصه في مجالات الإستثمارية الفعالة لزيادة معدلات نموها الاقتصادي.¹

السودان كغيره من الدول النامية حاول في مطلع تسعينات القرن الماضي تكيف سياساتها الاقتصادية لمواجهة التحديات الاقتصادية الماثلة آنذاك في مقدمتها جمود الاقتصاد وتراجع معدلات نموه الى سالب في بعض السنوات² وذلك بتبني عدد من البرامج والسياسات الإصلاحية شملت البرنامج الثلاثي للإنقاذ الاقتصادي(1990-1993) الذي أعلن من خلاله إنتهاج سياسة التحرير الاقتصادي. وبموجب هذه السياسات للإصلاح الإقتصاد أنشئ سوق الخرطوم للأوراق المالية لتحريك الإقتصاد نحو الإنتاج، بإعتبار أن من أهم متطلبات تحقيق معدلات نمو عالي ومستدام في الإقتصاد الوطني وجود نظام مالي سليم ومستقر، ووجود مؤسسات مالية تملك قدرة الوساطة المالية على حشد وتعبئة الموارد المالية وتوجيهها نحو تمويل الإستثمارات الجديدة، بجانب توفير رأس المال التشغيلي للوحدات الإنتاجية وتكاليف تحديثها³. لذا جاءت هذه الدراسة لتقييم أثر أداء سوق الخرطوم للأوراق المالية على معدلات نمو إقتصاد السودان في الأجلين القصير والطويل خلال الفترة (1995-2016).

⁽¹⁾ منير هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الاسكندرية،1997، ص 106-107.

⁽²⁾ احمد المجذوب احمد،الاقتصاد السوداني بين المتطلبات العلمية والاختيارات السياسية،المكتبة الوطنية ، الخرطوم ، 201، ص39.

⁽³⁾ عبدالوهاب عثمان ، منهجية الإصلاح الإقتصادي في السودان : دراسة تحليلية للتطورات الاقتصادية في السودان خلال الفترة

1970-2000م والتصور للرؤية المستقبلية ، شركة مطابع السودان للعملة المحدودة ، الخرطوم، 2001، ص137.

2. مشكلة الدراسة

إنتهج السودان في مطلع التسعينيات عدد من البرامج والسياسات لمواجهة جمود الإقتصاد وتراجع معدلات نموه في مقدمتها إنشاء وتقوية المؤسسات المالية الخادمة للجانب التمويلي والمالي فكان إنشاء سوق الخرطوم للأوراق المالية في عام 1994م. وعلى الرغم من مرور عقدين على إنشائه ومباشرة عمله، وفضلاً عن تطوره التقني، وبجانب تمتع السودان بموارد قادرة علي تحريك الإقتصاد إذا أحسن إستغلالها، إلا أن معدلات نمو إقتصاد السودان شهد إنخفاضاً في السنوات الأخيرة حيث تراجع متوسط معدلاته من 7.3% في الفترة (2000 - 2004) إلى 5.4% في الفترة (2005 - 2010م) وواصل تراجعه إلى 4.6% في الفترة (2011-2016م)، كما أن مسألة ضعف التمويل لا زال عقبة أمام كثير من مشروعات قطاعات الإنتاج الحقيقية. بناءً على ما تقدم تتمحور مشكلة الدراسة في سياق السؤال الرئيسي التالي : إلى أي مدى ساهم سوق الخرطوم للأوراق المالية في تحفيز معدلات نمو إقتصاد السودان؟ ، ومنها تم صياغة الأسئلة الفرعية التالية :

1. هل تطور سوق الخرطوم للأوراق المالية ومعدلات نمو إقتصاد السودان يتجهان نحو التوازن في الأجل الطويل ؟
2. ما هو حجم تأثير رأس المال السوقي لسوق الخرطوم للأوراق المالية على معدلات نمو إقتصاد السودان في الأجلين القصير والطويل ؟
3. هل لحجم التداول الكلي لسوق الخرطوم للأوراق المالية أثر على معدلات نمو إقتصاد السودان في الأجلين القصير والطويل ؟

4. هل لمعدل دوران الأسهم بسوق الخرطوم للأوراق المالية أثر على معدلات نمو إقتصاد

السودان فى الأجلين القصير والطويل؟

5. ما هو المدى الزمنى لتكيف معدلات نمو إقتصاد السودان لإختلالات الأجل القصير للعودة

الى التوازن فى الأجل الطويل على ضوء تطور مؤشرات سوق الخرطوم للأوراق المالية؟

3. أهمية الدراسة :

تتبع أهمية هذه الدراسة من جانبين :

أولاً : الجانب العلمي : تتبع الأهمية العلمية لهذه الدراسة من كونها :

1. محاولة لتقديم دليل علمي من السودان فى مجال إقتصادات أسواق رأس المال على ضوء

تأكيد الإقتصاديين بمختلف مدارسهم الفكرية على أهمية تعبئة رأس المال فى تنمية القطاعات

بغرض التعجيل بمعدلات نمو الإقتصاد.

2. قياس العلاقة بإستخدام نموذج ARDL كنموذج حديث تعطى نتائج أكثر دقة مقارنة بنتائج

النماذج التقليدية، الأمر الذى يحقق الفائدة العلمية المرجوه.

3. إبراز دور نموذج تصحيح الخطأ فى تحديد المدى الزمنى لتكيف من أجل العودة الى

التوازن فى الأجل الطويل والتي تجاهلتها كل الدراسات السابقة بالرغم من أهميتها فى وضع

السياسات.

4. الإسهام فى إثراء أدبيات هذا المجال من خلال النتائج والتوصيات التى يتم التوصل إليها.

ثانياً : الجانب العملي : تتبع أهمية هذه الدراسة العملية من نواحي عدة منها :

1. تعد أسواق الأوراق المالية من مؤسسات الوساطة المالية المهمة بيد الحكومات لتصحيح أوضاعها الإقتصادية وبالتالي فإن بيان دور وحجم تأثيرها فى نمو الإقتصاد يساعد صانعى القرار على مستوى السياسات الكلية إعطاء الأولوية للسياسات التى تدفع بأداء السوق المالية للعب دور أكبر خاصة فى ظل تزايد توجهات التمويل عبر أسواق رأس المال.

2. تحديد الأهمية النسبية لمؤشرات سوق الخرطوم للأوراق المالية يساعد صانعى القرار بالسوق فى كشف نقاط القوة لتعزيزها، ونقاط الضعف لمعالجتها.

3. نتائج وتوصيات الدراسة تساعد صانعى القرار بالسوق فى وضع الأسس والتشريعات التى تزيد من مستوي كفاءتها فى وقت أصبحت أسواق الأوراق المالية تعد من المداخل الحديثة لتحريك الإقتصاد خاصة بعد النجاحات التى حققتها تجارب بعض الدول فى شرق آسيا وأمريكا اللاتينية من خلال مساهمة قطاعاتها التمويلية فى العمليات التنموية.

4. أهداف الدراسة :

تسعى هذه الدراسة الى تحقيق الأهداف التالية :

1. تسليط الضوء على سوق الخرطوم للأوراق المالية كمصدر تمويل مهم فى ظل التوجهات الحديثة وتحليل أوضاعها ومستوي تطورها.

2. التعرف على ما إذا كان هنالك علاقة توازنية بين تطور مؤشرات سوق الخرطوم للأوراق المالية ومعدلات نمو إقتصاد السودان فى الأجل الطويل.

3. فحص أثر تطور مؤشرات سوق الخرطوم للأوراق المالية(رأس المال السوقي، حجم التداول الكلي، معدل دوران الأسهم) على معدلات نمو إقتصاد السودان.

4. تحديد الأهمية النسبية لمؤشرات تطور سوق الخرطوم للأوراق المالية.

5. بيان قدرة النموذج على التكيف لإختلالات الأجل القصير من أجل العودة الى التوازن في الأجل الطويل على ضوء تطور مؤشرات سوق الخرطوم للأوراق المالية.

5. فرضيات الدراسة :

سيتم الإجابة على تساؤلات الدراسة من خلال إختبار الفرضيات التالية :

1. تطور مؤشرات سوق الخرطوم للأوراق المالية ومعدلات نمو إقتصاد السودان تتجهان نحو التكامل المشترك في الأجل الطويل.

2. هنالك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين مؤشر نسبة رسملة سوق الخرطوم للأوراق المالية ومعدلات نمو إقتصاد السودان في الأجلين القصير والطويل.

3. هنالك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين مؤشر نسبة حجم التداول الكلي لسوق الخرطوم للأوراق المالية ومعدلات نمو إقتصاد السودان في الأجلين القصير والطويل.

4. هنالك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين مؤشر معدل دوران الأسهم بسوق الخرطوم للأوراق المالية ومعدلات نمو إقتصاد السودان في الأجلين القصير والطويل.

5. إن قيمة معامل التكيف للعلاقة بين تطور مؤشرات سوق الخرطوم للأوراق المالية ومعدلات نمو إقتصاد السودان في الأجل القصير ذات إشارة سالبة وذات دلالة إحصائية.

6. منهج الدراسة:

تحقيقاً لأهداف الدراسة إتبع الدارس المناهج التالية :

1. المنهج الوصفي: في الجانب النظري لإبراز الجوانب الخاصة بالمشكلة، وتحديد متغيرات الدراسة وصياغة الفرضيات.

2. المنهج الكمي: في الجانب التطبيقي من خلال توظيف أسلوب الإقتصاد القياسي الحديث بإستخدام نموذج الإنحدار الذاتي ذو الإبطاء الموزعة Auto regressive Distributed

Lag (ARDL) Model وفقاً لمراحله العلمية لإختبار فرضيات الدراسة للوصول إلى

النتائج الموضوعية.

7. مصادر الدراسة :

إعتمدت الدراسة على المصادر الثانوية ممثلة في الكتب، والدراسات، والأوراق البحثية، والمجلات العلمية ذات الصلة بالمجال. وعن بيانات متغيرات الدراسة تم الإعتماد على البيانات التي وفرتها الجهات المعنية بقياس تلك المؤشرات ممثلة في الجهاز المركزي للإحصاء، بنك السودان المركزي، وسوق الخرطوم للأوراق المالية بإعتبارها مصادر ثانوية للبيانات.

8. حدود الدراسة :

* الحدود المكانية : جمهورية السودان.

* الحدود الزمانية : 1995-2016

* الحدود الموضوعية : تحليل أثر أداء أسواق الأوراق المالية على معدلات النمو الإقتصادي:

بالتطبيق على سوق الخرطوم للأوراق المالية.

9. الصعوبات التي واجهت الدراسة :

1. تضارب الإحصاءات فيما بين مصادر البيانات.

2. مشكلة التمييز الخاصة بالمؤشرات النقدية.

10. هيكل الدراسة :

للإجابة عن إشكالية الدراسة إنطلاقاً من الفرضيات التي تم صياغتها، تم تقسيم الدراسة بجانب المقدمة الي خمسة فصول وخاتمة. حيث تضمن المقدمة الإطار المنهجي والدراسات السابقة، أما الفصل الأول فتناول الإطار النظري للأسواق الأوراق المالية متضمناً مفاهيمها العامة، وأدوات التداول فيها، ومؤشرات قياس أدائها. بينما تناول الفصل الثاني مفاهيم ونظريات النمو الإقتصادي حيث تم فيه نقاش المفاهيم العامة للنمو الإقتصادي، ونظرياته، ومحدداته ، بالإضافة الي مؤشرات قياسه. أما الفصل الثالث فتناول العلاقة بين أسواق الأوراق المالية والنمو الإقتصادي من حيث النظريات الداعمة للعلاقة، وإتجاه تلك العلاقة، وقنوات تأثير سوق الأوراق المالية على النمو الإقتصادي. فيما تحدث الفصل الرابع عن تطور سوق الأوراق المالية ومسار النمو الإقتصادي في السودان متناولاً فيه السمات العامة للإقتصاد السوداني، وتطور سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال فترة الدراسة، مسار نمو إقتصاد السودان خلال فترة الدراسة. وأما الفصل الخامس فتناول منهجية التحليل وصياغة النموذج وإختبار الفرضيات وذلك من خلال تناول فلسفة نموذج ARDL، وتوصيف النموذج وفحص بيانات الدراسة، تقدير وتقييم النموذج ومناقشة النتائج. وأخيراً خاتمة تضمنت النتائج والتوصيات.

ثانياً: الدراسات السابقة

1. دراسة دحماني نور والعايد برينيس (2017)¹ :

هدفت الدراسة الى بيان أثر سوق الأوراق المالية في نمو الإقتصاد في اندونيسيا والجزائر.

وإفترضت الدراسة أن تطور السوق الذي عبر عنه بنسبة رسملة السوق، نسبة حجم التداول، معدل الدوران يسبب النمو الإقتصادي الذي عبر عنه بنصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي في كل من اندونيسيا والجزائر. وكما إتبعت الدراسة المنهج الكمي من خلال إستخدام إختبار جرانجر للسببية ومتجه الإنحدار الذاتي لإختبار العلاقة بإعتماد بيانات سنوية للفترة (1999- 2011). وتوصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة سببية أحادية الإتجاه تتجه من تطور سوق الأوراق المالية الى النمو الإقتصادي عند الأخذ بمؤشر معدل رسملة السوق في حالة اندونيسيا، على عكس حالة الجزائر حيث لاتوجد علاقة سببية بين سوق أوراقها المالية ونموها الإقتصادي. وبناءاً عليه أوصت الدراسة بتعزيز الشفافية والإفصاح بالإلزام الشركات المدرجة بنشر تقاريرها المالية بشكل دقيق، وتنويع أدواتها المالية بإدراج أكبر عدد ممكن من الشركات فيها مع نشر الوعي الإدخاري والإستثماري لدى الأفراد.

2. دراسة : Muhammad Azam et al. (2016)² :

(¹) دحماني نور الهدى و العايد برينيس شريفة، سوق الأوراق المالية ودورها في النمو الإقتصادي : دراسة حالة اندونيسيا والجزائر، الجزائر، مجلة إقتصاديات المال والاعمال، المجلد الأول، العدد الأول، 2017م، ص 116-129.

(²) Muhammad Azam et al, **Stock Market Development and Economic Growth : Evidences from Asia-4 Countries**, International Journal of Economic and Financial Issues, 2016, 6(3),1200- 1208, available at <http://www.econjournals.com>.

تناولت الدراسة دور أسواق الأوراق المالية فى النمو الإقتصادي لأربعة دول آسيوية شملت بنغلاديش، الصين، الهند، والسنغافورة. كما إفترضت الدراسة وجود علاقة بين رسملة السوق ونصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، بالإضافة الى معدل التضخم والإستثمار الاجنبى المباشر. ولتحقق من ذلك إنتهجت الاسلوب الكمي آخذةً سلسلة بيانات سنوية غطت الفترة من 1991-2012. ودلت نتائج الدراسة الى وجود علاقة تكاملية بين تطور سوق الأوراق المالية، الإستثمار الأجنبي المباشر، التضخم والنمو الإقتصادي فى الأجل الطويل. كما أوضحت مقدرات المروونات طويلة المدى لتطور السوق فى جميع الدول محل الدراسة تطابقه مع الإشارات المتوقعة، إلا أنها إحصائياً معنوى فقط فى الصين والسنغافورة، أما بالنسبة لإستثمار الأجنبي المباشر وجدت إنها ذو علاقة موجبة مع النمو الإقتصادي فى كل الدول ما عدا الهند، وإحصائياً غير معنوى لكل الدول ما عدا الصين. أما فى المدى القصير فأن تطور السوق له علاقة موجبة مع النمو الإقتصادي ولكنها معنوى فقط فى الهند والصين، بالإضافة الى أن متغير التضخم معنوى إحصائياً فى بنغلاديش وسنغافورة. هذه النتائج أوضحت أن تطور سوق الأوراق المالية وتدفق الإستثمار الأجنبي المباشر يلعبان دوراً محورياً فى إحداث عملية النمو الإقتصادي وبالتالي تحقيق التنمية فى البلدان محل الدراسة، وبناءً عليه أوصت الدراسة على الإهتمام بالوسائل التى تعزز من دورهما من خلال إتخاذ السياسات التى تؤدى الى توسيع أسواق الأسهم وتشجع الأستثمار الاجنبى المباشر بتلك الدول.

3. دراسة : Osmá M. Bader (2015)¹:

(¹) Osmá M.Badr, **Stock Market Development and Economic Growth : Evidence from Egypt**, International Journal of Trade, Economics and Financ , (2015), Vol.6, No.2 , pp.96-10

تمثلت مشكلة الدراسة فى الإجابة عن تساؤلات مثل هل سوق الأوراق المالية المصرية يحفز النمو الإقتصادي ؟ وهل أثر السوق على النمو واضحة ؟. فيما إفتترضت الدراسة أن تطور سوق الأوراق المالية يسبب النمو الإقتصادي فى مصر خلال الفترة (2002-2013). وإتبعت الدراسة المنهج الكمي بإستخدام تحليل التكامل المشترك لجوهانسون وسببية جرانجر ومتجه الإنحدار الذاتى، ودوال الإستجابة الدفعية، وتحليل التباين. وعبر الدراسة تطور السوق برسمة السوق فيما عبر عن النمو الإقتصادي بمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي. وخلصت الدراسة الى أن النتائج لم تشير فقط الى وجود علاقة سببية بين تطور سوق الأوراق المالية لوحدها والنمو الإقتصادي بل أشارت أيضاً الى وجود علاقة بين الإستثمار الاجنبى المباشر والنمو الإقتصادي خلال فترة الدراسة. وبناءً عليه أوصت بإتباع سياسات التى تؤدي الى تنمية وتطوير السوق، مع أخذ فى الإعتبار الإستثمار الأجنبى المباشر.

4. دراسة : Nyasha et al. (2015)¹ :

تناولت الدراسة أثر تطور كل من البنوك وأسواق الأوراق المالية على النمو الإقتصادي فى جنوب افريقيا للفترة 1980-2012، مستخدماً سلسلة بيانات سنوية. وذلك بإستخدام نموذج الإنحدار الذاتى ذو الإبطاء الموزعة وإختبار الحدود لفحص العلاقة والأثر. وشملت متغيرات الدراسة النمو الإقتصادي معبراً عنه بمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، وتطور البنوك بالوسط المرجح لعرض النقود والإئتمان الممنوح للقطاع الخاص، أما تطور سوق الأسهم فعبر عنها بالوسط المرجح لرسمة السوق وحجم التبادل ومعدل دوران الأسهم، بالإضافة الى بعض المتغيرات التحكيمية كنسبة الإستثمار الى الناتج المحلي الإجمالي

(¹) Nyasha et al , **The Impact of Banks and Stock Market Development on Economic Growth in South Africa: An ARDL-Bounds Testing Approach** , Comtemporary Economics ,(2015), ISSN2084- 0845 ,Vizja Press & IT, Warsaw, Vol.9,Iss1,pp.93-108.

ونسبة الإدخار الى الناتج المحلي الإجمالي والإنفتاح التجاري. ومن أهم ما توصلت إليه الدراسة من نتائج وجود علاقة إيجابية بين تطور البنوك والنمو الإقتصادي، فيما فشلت الدراسة عن بيان علاقة واضحة بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الإقتصادي خلال الفترة محل البحث، ورجحت ذلك الى صغر حجم العينة نسبة لعدم وجود بيانات لفترة طويلة، وكما أشارت الى وجود علاقة إيجابية بين كل من الإستثمار والإدخار والنمو الإقتصادي. وعليه أوصت الدراسة على ضرورة إهتمام السلطات المالية بقطاع البنوك وبذل الجهود لتطوير سوق الأوراق المالية.

5. دراسة : Abbas & Fatemeh (2014)¹ :

هدفت الدراسة الى إختبار أثر تطور سوق الأسهم والقطاع البنكي فى نمو الإقتصاد الإيرانى فى المديين القصير والطويل. وذلك باتباع المنهج الكمي من خلال إستخدام منهجية الإندجار الذاتى ذو الإبطاء الموزعة كأسلوب للتحليل مستخدماً بيانات سنوية للفترة 1995-2010. وعبر الدراسة النمو الإقتصادي بالناتج المحلي الإجمالي الحقيقى، فيما عبر عن تطور السوق بنسبة رسملة السوق كمؤشر لحجم السوق، ونسبة حجم التداول ومعدل دوران الأسهم كمؤشران لسيولة السوق، أما تطور قطاع البنكى فعبر عنها بحجم الإئتمان الممنوح للقطاع الخاص، بالإضافة الى إنفتاح التجارى والتضخم وسعر الصرف كمتغيرات تحكيمية. وأظهرت النتائج أهمية تطور سوق الأوراق المالية كمكون للنمو فى المدى البعيد ولكن بنسبة أقل فى الحجم مقارنة بالمحددات الأخرى للنمو. أما فى الأجل القصير فأظهرت أثر معنوى

(¹) Abbas Alavi Rad & Fatemeh Etemadmoghaddam, **The Effect of Stock Market and Banking Sector Development on Economic growth in Iran : Evidence From Univariate Framework analysis**, Reef Resources Assessment and Management Technical Paper,(2015) ,Vol.40(3), pp.458-466, Available Online At www.behaviorsciences.com

ومهم ولكن معاملته في المدى القصير أقل منه في المدى الطويل. ولذلك أوصت الدراسة على ضرورة التحكم في معدلات التضخم وإدارة سعر الصرف لمعالجة عدم إستقرار المالي.

6. دراسة : يوسف سعيد احمد أمين(2014)¹:

تمثلت مشكلة الدراسة في تحديد طبيعة العلاقة بين أسعار الأسهم وبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية وإتجاهات التأثير فيها من خلال فحص العلاقة السببية بين مؤشر سوق الخرطوم للأوراق المالية وبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية (عرض النقود، التضخم، هوامش ارباح المرابحات، أسعار الصرف). وافترضت الدراسة وجود علاقة سببية بين أسعار الأسهم وتلك المتغيرات، وأن التغيرات الحادثة في أسعار الأسهم بسوق الخرطوم للأوراق المالية تسبق التغيرات الحادثة في (عرض النقود، التضخم، هوامش أرباح المرابحات، أسعار الصرف) وبالتالي فإن سوق الأسهم تقود هذه المتغيرات الاقتصادية الكلية. فيما إنتهج الدراسة كل من المنهج الاحصائي الوصفي، والأسلوب القياسي بإستخدام إختبار السببية لاجرانجر لأختبار العلاقة السببية بين المتغيرات الاقتصادية قيد الدراسة. ومن أهم ما توصلت إليه الدراسة من نتائج وجود علاقة سببية أحادية الإتجاه من مؤشر أسعار الأسهم بالسوق الى عرض النقود بالمفهوم الواسع، معدلات التضخم، وسعر الصرف بإبطاء زمني قدره 36 شهر، بالإضافة الى وجود علاقة سببية أحادية الإتجاه من هوامش أرباح المرابحات الى مؤشر السوق بإبطاء زمني قدره 36 شهر، ونسبة لطول فترة الأثر والإستجابة المتبادلة بين مؤشر السوق والمتغيرات الاقتصادية الكلية، أوصت بتفعيل دور سوق الخرطوم للأوراق المالية وتهيئة بيئة الإستثمار الحقيقي، وتبنى سياسات مستقرة وواضحة تجاه كل من سعر

(¹) يوسف سعيد احمد امين، العلاقة بين أسعار الأسهم وبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية : دراسة تطبيقية على سوق الخرطوم للأوراق المالية (2003 - 2012) ، رسالة دكتوراه في الاقتصاد غير منشورة، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا ، السودان ، 2014م.

الصرف، هوامش أرباح المرابحات وعرض النقود بالصورة التي تتسق مع الأهداف الإقتصادية الكلية.

7. دراسة: عبدالحفيظ خزان (2014/2013)¹ :

هدفت الدراسة الى قياس أثر سوق الأوراق المالية في معدلات النمو الإقتصادي في عمان. وإفترضت الدراسة تعدد قنوات تأثير سوق الأوراق المالية في معدلات النمو الإقتصادي على الرغم من إختلاف الرؤيا بين ناقد ومؤيد فيما إذا كان السوق أداة لتحفيز معدلات النمو الإقتصادي من عدمه. وإتبع الدراسة كل من المنهج الوصفي والأسلوب الكمي، وعبر الدراسة النمو الإقتصادي بالنتائج المحلي الإجمالي وتطور السوق بحجم التداول، معدل الدوران، وعدد الشركات المدرجة.

ودلت نتائج الدراسة الى وجود علاقة سببية طويلة المدى تتجه من متغيرات تطور السوق الى النمو الإقتصادي، في حين لا توجد علاقة سببية تتجه من النمو الإقتصادي نحو سوق الأوراق المالية مما يعنى وجود إتجاه آحادى السببية في المدى الطويل. أما في المدى القصير أظهرت النتائج الى عدم وجود علاقة سببية في المدى القصير في الإتجاهين. ومن حيث الأهمية النسبية لتأثير متغيرات السوق كان معدل الدوران الأكثر تأثيراً على معدلات النمو الإقتصادي ثم يليه حجم التداول ثم عدد الشركات المسجلة. أما نتائج إختبار دوال الإستجابة الفورية دلت على أن أي صدمة عشوائية موجبة لمتغير حجم التداول تحدث أثراً إيجابياً على الناتج المحلي الإجمالي، بينما حدوث صدمة عشوائية موجبة لكل من عدد الشركات المدرجة

⁽¹⁾ عبدالحفيظ خزان، تفعيل دور أسواق الأوراق المالية وأثرها على النمو الإقتصادي : دراسة سوق عمان للأوراق المالية (2002-2013)، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، منشورة، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2014/2013.

ومعدل الدوران تحدث أثراً سلبياً على الناتج المحلي الإجمالي. وبناءً عليه أوصت الدراسة على إعطاء الأهمية لجانب العرض والعمل على رفع كفاءة السوق ووضع السياسات التي من شأنها أن تساعد السوق في جذب الإستثمارات الأجنبية وتعميق الوعي الإذخاري والإستثماري.

8. دراسة: ابراهيم حسين صلاح الدين (2013)¹:

تمثلت مشكلة الدراسة في تحديد المحددات الرئيسية لنمو إقتصاد السودان فى الأجل الطويل، بجانب تحديد ما إذا كان نتيجة لتراكم عناصر الإنتاج أم لتحسن نوعها بجانب التعرف على معوقات عمل الإقتصاد فى الأجل الطويل وتتبع مسار نموه لإستشراف مستقبله واقترح بعض المعالجات والسياسات التى من شأنها أن تقود الى نمو إقتصادي متزايد ومستقر فى الأجل الطويل. ولتحقق من ذلك إتبع الدراسة المنهج الإستنباطى فى الجانب النظرى والمنهج الإستقرائى فى الجانب التطبيقى. وتوصلت الدراسة الى وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية للغاية بين نمو الإقتصاد(مقاساً بالناتج المحلي الإجمالي) وكل من القوى العاملة(العمالة التقليدية" L " ورأس المال البشرى "HC")، ومستوى التقنية التى تم قياسها بحجم الإستثمار الأجنبى المباشر (FDI)، والموارد الطبيعية التى تم قياسها بحجم الصادرات. ولكن نسبة رأس المال المادى (K) بالرغم من إنه أظهر علاقة إيجابية مع نمو الإقتصاد إلا أنه غير معتمد إحصائياً عند مستوى المعنوية 5%. كما إتضح من النتائج أن تراكم عوامل الإنتاج هو المصدر الرئيسى لنمو الإقتصاد فى السودان خلال فترة الدراسة حيث يساهم بحوالى 88.4% بينما مستوى التقنية يساهم بحوالى 11.4%، حيث تأتى القوة العاملة فى

¹ (ابراهيم حسين صلاح الدين، محددات نمو الإقتصاد على المدى البعيد: دراسة حالة السودان (1970- 2005)، رسالة دكتوراه فى الإقتصاد غير منشورة ، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا ، السودان ، 2013.

المرتبة الاولى بنسبة مساهمة 86%، ومستوى التقنية فى المرتبة الثانية بنسبة مساهمة 11% فى حين يأتى رأس المال فى المرتبة الاخيرة بنسبة مساهمة 3%.

9. دراسة : Pradhan et al (2013)¹:

هدفت الدراسة إلى فحص أثر تطور سوق الأوراق المالية والتضخم على النمو الإقتصادي فى الهند. وإتبعت الدراسة المنهج الكمي لإختبار العلاقة والأثر، وعبر عن تطور السوق بمؤشرين هما حجم الأسهم المصدرة ومعدل دوران الأسهم، فيما عبر النمو الإقتصادي بمؤشر الإنتاج الصناعى. وأوضحت النتائج الى وجود علاقة توازنية طويل المدى بين المتغيرات، كما أشارت نموذج تصحيح الخطأ الى وجود علاقة سببية ثنائية وأحادية بين النمو الإقتصادي وعرض النقود والتضخم وتطور سوق الأسهم فى الهند. وأوصت الدراسة الى أخذ التضخم فى الإعتبار عند التنبؤ بكل من تطور سوق الأسهم والنمو الإقتصادي.

10. دراسة مروان عبدالملك ذنون و رغد أسامة (2013)²:

تمثلت مشكلة الدراسة فى الإجابة عن تساؤل هل تطور المؤسسات المالية وتوفر التمويل وتوزيع الموارد له علاقة بتسريع النمو الإقتصادي ؟ وهل ينبغى أن تقرر خطة التنمية على ضوء وسائل التمويل المتاحة ؟ أم ينبغى توفير ما هو ضرورى للتنمية، ثم تطويع وسائل التمويل مثل الموارد المحلية والأجنبية والنظام المصرفي والأسواق المالية لمقتضيات التنمية ؟، أى بأيهما نبدأ لكى نحقق أفضل النتائج؟. هدفت الدراسة من ذلك معرفة تأثير التطور

(¹) Pradhan R.P,Desaopedro F, Hall J.H,The Impact of Stock Market Development and Inflation on Economic Growth In India : Evidence Using The ARDL bounds Testing and VECM Approaches, Int, J .Economics and Business Research ,(2013), Vol.8,No.2,pp.143-160

(²) مروان عبدالملك ذنون و رغد أسامة جارالله ، قياس أثر التطور المالى على النمو الإقتصادى فى عينة من الدول النامية باستخدام نموذج الانحدار الذاتى للإبطاء الموزع ARDL للفترة 1960 – 2010 ، مجلة تنمية الرافدين ،جامعة الموصل ، (2013) ، ملحق العدد 114 ، المجلد 35 ، ص ص 32 -47.

المالى على معدلات النمو الإقتصادي لمجموعة من الدول الآسيوية ذات مستويات الدخل المتشابهة المصنفة بحسب البنك الدولي. وذلك من خلال إختبار فرضية الدراسة التي إفترضت أن لتطور القطاع التمويلي آثاراً إيجابية على النمو الإقتصادي ولكن هذا التأثير يختلف بين مجموعات الدول النامية بحسب مرحلة التنمية والتطور الذي حققته تلك الدول.

ولبيان ذلك إتبعنا الدراسة كل من المنهج الوصفي والمنهج الكمي لقياس العلاقة بين المتغيرات محل الدراسة مستخدماً منهجية الإنحدار الذاتي ذو الإبطاء الموزعة ARDL لتحليل التكامل المشترك وإختبار العلاقة طويلة وقصيرة الأجل والعلاقة السببية بإستخدام طريقة معامل تصحيح الخطأ غير المقيد UECM وإختبار الحدود بإستخدام بيانات سنوية لمتغيرات الدراسة للفترة 1960-2010. وإختارات الدراسة عدة متغيرات شملت النمو الإقتصادي، وعرض النقود، الإئتمان المحلي المقدم من قبل القطاع المصرفي، الإئتمان المحلي المقدم الى القطاع الخاص، نسبة الإنفاق الإستهلاكي النهائي الحكومي، نسبة الإيدار المحلي الإجمالي، نسبة الإستثمار المحلي الإجمالي، التجارة الخارجية (كافة المتغيرات المذكورة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي) ومعدل التضخم ومعدل دوران الأسهم.

ودلت نتائج الدراسة الى وجود علاقة سببية تتجه من تطور السوق الى النمو الإقتصادي مما يدل على أن التطور المالى يؤدي الى توجيه الموارد من الإيدار الخاص الى الإستثمار الخاص كما يشجع على تسهيل العمليات التجارية ويعطى مؤشراً إيجابياً للمستثمر الأجنبي لكي يستثمر فى تلك الدول مما يقود فى النهاية الى تسريع بالنمو الإقتصادي. وهذا يتوافق مع فرضية العرض المالى كقائد للنمو. وعليه أوصت الدراسة بضرورة تطوير القطاع المالى المحلي بكافة أنواعه لكونه مصدراً مهماً وأساسياً للتعجيل بالنمو الإقتصادي.

11. دراسة: John Jidefo Chizea (2012)¹ :

هدفت الدراسة إلي إختبار العلاقة بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الإقتصادي وإتجاهه مستخدماً نسبة القروض الى الودائع كمؤشر بنكي، وثلاثة من مؤشرات تطور أسواق الأوراق المالية هي نسبة رسملة السوق، ونسبة التبادل الى الناتج المحلي الإجمالي، ومعدل التبادل الى رسملة السوق. ولتحقق من ذلك إتبع الدراسة الأسلوب الكمي بإستخدام نموذج متجه الإنحدار الذاتى ونموذج تصحيح الخطأ لإختبار فرضية الدراسة. وأشارت نتائج الدراسة إلي وجود علاقة ثنائية الإتجاه، وهذه النتيجة توضح أن تطور سوق الأوراق المالية والنمو الإقتصادي فى نيجيريا متكاملان وأن أى تحسن للسوق يؤثر إيجاباً على النمو الإقتصادي، وهذه النتائج تدعم فرضية نماذج النمو الداخلي الذى يشير الى أن تطور المالي يسبب النمو الإقتصادي.

12. دراسة : خلف الله احمد محمد(2011)²:

تمثلت مشكلة الدراسة فى الإجابة عن تساؤلات التالية هل تؤثر سوق الخرطوم للأوراق المالية فى نمو الإقتصاد السودانى؟ وما إتجاه هذا التأثير؟ فيما إفترضت الدراسة وجود علاقة طردية بين سوق الخرطوم والسياسة النقدية من جهة والنمو الإقتصادي من جهة أخرى. ولتحقق من ذلك إتبع الدراسة الأسلوب الكمي من خلال إستخدام إختبار العشوائية ونموذج الإنحدار الخطى المتعدد. ومن أهم ما توصلت إليه الدراسة وجود خمسة شركات كبرى تهيمن على السوق، كما أن السوق غير كفاء، وأن هناك علاقة عكسية بين رأس المال السوقى

(¹) Chizea, John ,**Stock Market Development and Economic Growth in Nigeria:Atime Series Study for the Period 1980-2007**, Doctoral Thesis , North umbria University , New castle, UK, (2012).

(²) خلف الله احمد محمد عربى، دور سوق الخرطوم للأوراق المالية فى النمو الإقتصادى، ورقة علمية، منشورة، مجلة جامعة بخت الرضا العلمية، جامعة بخت الرضا، السودان، العدد الثانى، مارس 2011، ص ص36-56.

والنمو الإقتصادي بسبب كبر حجم تكلفة التعاملات في معظم فترات الدراسة نتيجة لعدم تطور السوق وقلة كفاءته. وللسياسة النقدية تأثير إيجابي على النمو الإقتصادي، وكما أشار الى أن نتائج بحثه تقاطعت مع نتائج بعض الدراسات في عدم كفاءة السوق، بينما إختلفت في الأثر السالب للسوق في النمو الإقتصادي. ووصت الدراسة بتكثيف الإعلام وتوفير البيانات ومزيد من الشفافية لتحسين كفاءة السوق والتوجه الى المجالات ذات الميزة النسبية والمطلقة داخل السودان حتى تحقق السوق أهداف إنشائها.

13. دراسة : يعقوب محمود ومشاهد عثمان(2011)¹:

تناولت الدراسة سوق الخرطوم للأوراق المالية من حيث نشأتها وتطور ادائها الكمي والنوعي خلال الفترة من 1994 – 2010م. وتمثلت إشكالية الدراسة في أن سوق الخرطوم للأوراق المالية على رغم من مرور وقت على إنشائه إلا أن هناك مجالات متعددة تحتاج للمزيد من التجويد بما يعزز فرص تطوره مستقبلا. فيما تمثلت أهداف الدراسة في التعرف على واقع واداء السوق ودوره في الإقتصاد والتوثيق لمسيرته. وإفترضت الدراسة أن لسوق الخرطوم للأوراق المالية دور مقدر في حشد الموارد المالية لفروع الإقتصاد. ولتحقق من ذلك إستخدم الدراسة المنهج الوصفي ومنهج دراسة الحالة. وتوصلت الدراسة الى أن لسوق الخرطوم للأوراق المالية أهمية قصوى في تحقيق الأهداف الكلية للإقتصاد جنبا الى جنب مع الجهاز المصرفي في مجال التوسط المالي متوسط وطويل الأجل، كما أن هناك تنامي في

⁽¹⁾ (يعقوب محمد السيد و مشاهد عثمان ابراهيم، سوق الاوراق المالية في السودان : النشأة والتطور و الرؤى المستقبلية، بنك السودان المركزي، قطاع المؤسسات المالية والنظم ، الادارة العامة لتقييم وتنمية الجهاز المصرفي، الخرطوم ، السودان ، 2011م.

حجم عمليات السوق من حيث الشركات المدرجة والوكالات العاملة وحجم الإصدارات الأولية والتداول ورأس المال السوقي. ووصت الدراسة الى ضرورة توفير الحوافز لشركات المساهمة العامة لطرح أسهمها واوراقها المالية للتداول في السوق لتعظيم إستفادة القطاع الخاص من وجود السوق في حشد الموارد متوسطة وطويلة الأجل. وتكثيف الدراسات التطبيقية في مجالات عمل السوق المختلفة بما يسهم في توجيه السياسات الإقتصادية الكلية.

14. دراسة : Suliman and Dafaalla (2011)¹:

تمثلت مشكلة الدراسة في تساؤل هل توجد علاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الإقتصادي؟ ما هي طبيعة وإتجاه العلاقة السببية إن وجد؟ ، فيما هدفت الدراسة الى إختبار علاقة السببية بين تطور سوق الأوراق المالية معبراً عنه بمؤشرين هما نسبة رسملة السوق كمقياس لحجم السوق ونسبة حجم التبادل كمقياس لسيولة السوق والنمو الإقتصادي. واتبع الدراسة المنهج الكمي من خلال إستخدام إختبار جرانجر للسببية. ومن أهم ما توصلت إليه الدراسة وجود علاقة سببية ثنائية الإتجاه بين تطور سوق الأسهم والنمو الإقتصادي عند إستخدام رأس المال السوقي كمؤشر لتطور السوق، بينما أظهرت وجود علاقة سببية أحادية الإتجاه عند استخدام مؤشر سيولة السوق، وخلصت الدراسة الى أن تطور سوق الأسهم في السودان تقود النمو الإقتصادي على الأقل خلال فترة الدراسة وهذا ينسجم مع فرضية العرض القائدة.

15. دراسة: Tichaona et al (2011)²:

(¹) Suliman and Dafaalla, **Stock Market Development and Economic Growth in Sudan(1995 –2010) : Evidence From Granger Causality Test**,Journal of Business Studies Quarterly, 2011,Vol.3.No.2,PP.93-105.

(²) Tichaona, Joseph, Tendai, **Stock Market Development and Economic Growth in Zimbabwe** ,International Journal of Economics and Finance, (2011), Vol.3,No.5,pp.140-150.www.ccsenet.org/ijef.

هدفت الدراسة الى فحص طبيعة العلاقة بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الإقتصادي من خلال إختبار الفرض القائل بوجود علاقة سببية بين تطور السوق والنمو الإقتصادي. وذلك بإستخدام متجه الإنحدار الذاتي وإختبار السببية لجرانجر لكشف العلاقة بين متغيرات الدراسة. وتوصلت الى عدم وجود أثر مباشر من حجم السوق الى معدل نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي بل الأثر يأتي من خلال الإستثمار وبالتالي حجم السوق يشجع ويجذب الإستثمار الذي له أثر إيجابي ومعنوى على نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي وفقا لإختبارات السببية لجرانجر بالإضافة الى وجود علاقة سببية عكسية تجرى من معدل نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الى معدل دوران السوق.

أما نتائج تحليل التباين أشارت الى أن مؤشر حجم السوق هو المتغير الأهم فى تفسير معدل نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي وهو ما يدعم فرضية العرض القائدة لباتريك بينما أشارت النتائج الى أن معدل دوران الأسهم لم تكن له أثر معنوى على معدل نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي فى المدى القصير بل يأتي أثره المعنوى فى الامد الطويل. وأشارت نتائج دوال الإستجابة الدفعية أن كل من حجم التداول ومعدل دوران السوق يؤثران إيجاباً على معدل نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي. لذلك أوصت الدراسة على إتباع السياسات التى تؤثر بصورة مستمرة على رسملة ومعدل دوران السوق لزيادة نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي.

16. دراسة Tobias and Danso (2011)¹ :

(¹) Tobias,Danson,Stock Market Performance and Economic Growth: Empirical Evidence From Kenya ,Using Causality Test Approach, Journal of Advances in Management and Applied Economics, (2011) ,Vol.1,No.3, pp,153-196.

تناولت الدراسة العلاقة بين أداء سوق الأوراق المالية والنمو الإقتصادي في كينيا خلال الفترة 2001 - 2010، مستخدماً بيانات ربع سنوية وذلك بهدف فحص العلاقة السببية بإختبار ما اذا كان اداء السوق يسبب النمو الإقتصادي أم هي نفسها نتيجة لزيادة النشاط الإقتصادي. وذلك بإستخدام إختبار السببية ل Granger ونموذج VAR ومجموعة من الإختبارات الإحصائية. وتوصلت الدراسة الى وجود علاقة سببية آحادي الإتجاه تتجه من اداء سوق الأوراق المالية معبراً عنها بمؤشر السوق INDEX الى النمو الإقتصادي معبر عنه بالنتاج المحلي الإجمالي، وفسر ذلك بأن حركة مؤشر أسعار الأسهم فى سوق نيروبي للأوراق المالية تعكس الاداء الكلي للإقتصاد وبالتالي يمكن إستخدامه فى التنبؤ بمسار النمو الإقتصادي. ولتقدير العلاقة إستخدم نموذج VAR بالصيغة التالية :

$$GDP = f (INDEX , CPI)$$

$$LGDP_t = \beta_i LGDP_{t-i} + \beta_j LINDEX_{t-j} + \beta_k LCPI_{t-k} + \varepsilon_t$$

حيث أن :

L : لوغاريتم .

GDP : الناتج المحلي الإجمالي.

INDEX : مؤشر السوق .

CPI : رقم القياسي لأسعار المستهلك .

ε : حد الخطأ .

17. دراسة : بن شعيب فاطمة الزهراء (2010/2011)¹:

تمثلت مشكلة الدراسة فى التساؤلات التالية : ما المقصود بالتمويل المباشر؟ فيما يتمثل عيوب التمويل غير المباشر؟ كيف نتعامل ونستثمر فى البورصة ؟ هل تعتبر البورصة ميدان للمقامرة أم إنها توفر الأموال لسد الإحتياجات المالية فى الإقتصاد وبالتالي تزيد معدلات النمو الإقتصادى؟ ، هل للأزمات المالية التى تتعرض لها البورصات أثر فى عرقلة النمو الإقتصادى؟ وما طبيعة الأسواق المالية الخليجية؟. فيما هدفت الدراسة الى التعرف على مكانة البورصة ودورها فى تحقيق النمو الإقتصادى. كما إفتترضت بأن البورصة تساهم فى تمويل النشاطات الإقتصادية وتضمن نمواً بدون تضخم مقارنة بالنظام المصرفى وأن الأسواق المالية الخليجية لا تزال صغيرة الحجم وضيقة لا تتمتع بدرجة مقبولة من السيولة ولا التنوع مما يجعل مساهمتها فى النمو الإقتصادى ضعيفة. وإتبعت الدراسة كل من المنهج الوصفى ومنهج دراسة الحالة. وتوصلت الى نتيجة مفادها أن البورصات توفر أموالاً مثلها مثل البنوك لسد إحتياجات المالية فى الإقتصاد وبالتالي تدفع بعجلة النمو الإقتصادى، إضافة الى تجنبها للآثار التضخمية الناتجة من طرق التمويل عبر البنوك حيث شهدت البورصات تطورات عديدة فى بنيتها وأدواتها أنتجت صوراً إبداعية لأدوات الإستثمار مثل المشتقات المالية فضلاً عن دورها الحيوى فى المجتمع لكونها تمثل قناة إتصال مهمة من خلالها تستطيع الوحدات العاملة فى الإقتصاد سد إحتياجاتها المالية وأبرز دليل على أهميتها فى تحقيق النمو الإقتصادى هو ما يحدث فى البورصات من إزمات مالية تتحول الى إزمات إقتصادية تؤثر فى الاداء الإقتصادى ككل.

⁽¹⁾ بن شعيب فاطمة الزهراء، دور البورصة فى تحقيق النمو الإقتصادى: دراسة حالة الاسواق المالية الخليجية، رسالة ماجستير فى العلوم الاقتصادية ، منشورة ، جامعة ابي بكر بلقايد تلمسان، الجزائر، 2010/2011.

18. دراسة: نوال الحسين(2010)¹:

تمثلت هدف الدراسة في تقييم مدى نجاح سوق الخرطوم للاوراق المالية فى القيام بوظائفه شاملة دوره كآلية لتجميع وتحريك الموارد المالية وضمان كفاية تخصيصها لأغراض التنمية. وإتبعت الدراسة المنهج الوصفى التحليلي من خلال إستخدام مؤشرات تطور أداء أسواق الأوراق المالية التى إستتبها البنك الدولى (IM) وهيئة التمويل الدولية (IFC) ممثلة فى نسبة رسملة السوق، نسبة حجم التداول الكلي، معدل الدوران، درجة تركيز السوق، وتقلبات السوق ك معايير لقياس تطور أسواق الأوراق المالية. وأظهرت نتائج الدراسة ضعف أداء سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة محل الدراسة الممتدة من 1999-2007م. وذلك من خلال تحليل مؤشرات نشاط السوق ودوره فى تجميع المدخرات وتحريكها فى الإقتصاد. وإختتمت الدراسة بإقتراح بعض المؤشرات الجديدة كمعدل تعبئة رأس المال ومعدل إصدار الأسهم لتقييم دور السوق كآلية لتجميع الموارد وتوجيهها للإستثمار الأمثل.

19. دراسة: سمير شرف وآخرون،(2009)²:

نبعت مشكلة الدراسة من وجهة النظر القائلة أنه بالرغم من وجود إستدلال الواقع العملى على وجود علاقة إرتباطية بين الأسواق المالية والنمو الإقتصادي من جهة، والتجارة الخارجية من جهة أخرى فى ظل إنتقال غالبية الإقتصادات العالمية المعاصرة سواء كانت متقدمة أو متخلفة الى اقتصاد السوق الذى زاد من تأثير تلك الأسواق على النشاط الإقتصادي إلا أن المشكلة تكمن فى عدم إستقرار النظام المالي العالمي. لذلك هدفت الدراسة الى إظهار

(¹) Nawal Elhusein, Stock Market In Sudan :Thirteen Years of Experience ,University of Khartoum , Journal of Science Administration(2010),Vol.3,pp119-162.

(²) سمير شرف وآخرون، دور الاسواق المالية فى تفعيل النمو الاقتصادي والتجارة الخارجية ، ورقة بحثية منشورة ، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية ، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية ، (2009)،المجلد(31) ، العدد (1) ، ص ص 185 - 203.

تلك العلاقة التبادلية بين الأسواق المالية والنمو الإقتصادي لإثبات أن هذه العلاقة مرتبط بمدى الرقابة على الإستثمار ودراسة أثر التحرير المالي على النمو الإقتصادي من خلال المعاملات الدولية، وتحليل العلاقة الاحصائية بين حجم التداول للأوراق المالية وقطاع التجارة الخارجية من خلال إختبار عينة لبعض الدول العربية شملت (الأردن، مصر، السعودية، قطر، عمان، الإمارات، تونس، مغرب، بحرين، الكويت).

إتبع المنهج الاستقرائي والاستنباطي والمنهج الكمي في بيان الظاهرة المالية في بعدها الإقتصادي وذلك بإستخدام نموذج إنحدار خطى بسيط. وتوصلت الدراسة الى وجود علاقة تبادلية بين الأسواق المالية والنمو الإقتصادي. وأن التحرير المالي يؤثر على حجم ونوعية تدفقات رؤوس الأموال من وإلى خارج حدود القومية، الأمر الذي ينعكس على زيادة حجم النشاط الإقتصادي أو إنكماشه من خلال مكونات الحساب الجارى ومكونات الحساب الرأسمالي، وصحة العلاقة بين حجم التداول والصادرات والواردات حيث دلت النماذج الإحصائية المستخدمة الى أن حجم سوق المالي معبراً عنه بحجم التداول يؤثر طردياً في حجم الإدخار والإستثمار وبالتالي على حجم الناتج المحلي الإجمالي والصادرات والواردات مما يؤكد قبول فرضية البحث. ووصت الدراسة بإزالة الصعوبات التي تواجه تدفق الإستثمارات الاجنبية الى الدول محل الدراسة من خلال إنشاء بنوك للمعلومات، إيجاد خرائط إستثمارية للمناطق الجغرافية الواعدة والجاذبة للإستثمار، توفير العمالة المهرة والمدربة وخلق قنوات الترويج للإستثمار الأجنبي المباشر.

20. دراسة: سيف النصر ابراهيم مصطفى، (2008)¹:

تمثلت مشكلة الدراسة في التحقق من العلاقة بين تطور القطاع المالي والنمو الإقتصادي على ضوء تباين الآراء حول ما اذا كان تطور القطاع المالي قد يؤثر على النمو الإقتصادي، أم أن القطاع المالي ليست قطاعاً رائداً، وبالتالي فإن النمو الإقتصادي هو الذى يسبب تطور القطاع المالي، أم وجود تأثير متبادل بينهما. فيما تمثلت هدف الدراسة في إلقاء الضوء على سياسات التي اتبعت لتطوير القطاع المالي مع بيان أثره على النمو الإقتصادي من خلال مناقشة تلك العلاقة والتحرى في شكل تجريبي في السودان خلال الفترة 1970 - 2005. وذلك باستخدام إختبار السببية لجرانجر في إطار نموذج تصحيح الخطأ. وافترضت الدراسة وجود علاقة طردية بين تطور القطاع المالي والنمو الإقتصادي في السودان وأن تطور القطاع المالي يسبب النمو الإقتصادي خلال الفترة محل الدراسة. فيما أوضحت نتائج الدراسة الى أن القطاع المالي في السودان لم يكن مسببا للنمو الإقتصادي في الأجل القصير ولكن توجد دليل على وجود علاقة سببية بينهما في المدى البعيد وأن تطور القطاع المالي في السودان لم يكن بصورة التي تمكنه من المساهمة في دفع عجلة النمو الإقتصادي. وعليه وصت الدراسة بمواصلة حزمة سياسات الإصلاح والتحرير المالي كإعادة هيكلة المصارف التي تبنها بنك السودان المركزي في اواخر التسعينيات ومطلع الالفية الثالثة.

21. دراسة: Choong et al. (2005)²:

(¹) Saef, I. M. "Financial Sector Development and Economic Growth In Sudan 1970-2005" Unpublished Master Thesis , University of Khartoum (2008).

(²) Choong et al, **Financial Development and Economic Growth in Malaysia : Perspective of Stock Market**, Investment Management and Financial Innovations,4/2005.pp150-105

هدفت الدراسة الى إختبار العلاقة بين التطور المالي والنمو الإقتصادي، فيما تمثلت مشكلة الدراسة فى أن فهم العلاقة السببية بين تطور المالي والنمو الإقتصادي يساعد على تصميم برامج مالية فاعلة وتشجيع الإقتصاد. ولتحقق من ذلك إستخدامت الدراسة نموذج الإنحدار الذاتى ذو الإبطاء الموزعة وإختبار الحدود للتكامل المشترك لإختبار العلاقة التكاملية. وأظهرت نتائج أن تطور سوق الأوراق المالية والنمو الإقتصادي متكاملان فى المدى الطويل وبأثر إيجابى ومعنوى، كما أن إختبار السببية لاجرانجر فى سياق نموذج متجه تصحيح الخطأ أشارت الى أن تطور سوق الأوراق المالية يسبب النمو الإقتصادي إلا أن ذلك يعتمد على السياسات النقدية. 22. دراسة : نجوى عبدالوهاب ابراهيم(2005)¹:

تمثلت مشكلة الدراسة فى التقصى عن أسباب تدنى دور سوق الخرطوم للأوراق المالية فى التنمية الإقتصادية لكونها من الوسائل المناسبة والمثلى لحل مشكلة تمويل التنمية الإقتصادية من خلال تحليل وتقييم نشاط السوق وتحديد أثره على اداء شركات المساهمة العامة والمؤسسات التمويلية. فيما هدفت الدراسة الى التعرف على حجم تداول القطاعات المكونة لسوق الخرطوم للأوراق المالية وتوضيح الأهمية النسبية للقطاعاته فى توفير الأموال اللازمة للتنمية الإقتصادية، تحقيق الوساطة المالية، توزيع مخاطر الإستثمار، معرفة أثر القيم المختلفة للسهم على حجم التعامل بالسوق، وضع تقييم للسوق، معرفة مدى كفاءته وأثره على النشاط الإقتصادى، معرفة الظروف المحيطة بالأوراق المالية وتأثيرها على حجم التداول بالسوق والمعوقات التى تواجهه. فيما إفترضت الدراسة أن السوق المالية تؤدى وظائف تمويلية مهمة للتنمية الإقتصادية وقلة الوعى بأهميتها يقلل من الإستثمار فيه. واتبع الدراسة

¹) نجوى عبدالوهاب ابراهيم محمد، دور الاسواق المالية فى التنمية الاقتصادية : دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة 1995-2004، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة النيلين، 2005.

المنهج الوصفي ومنهج دراسة الحالة من خلال دراسة بعض الشركات المدرجة في السوق ومدى قوة أسهمها ودورها في إستقطاب المستثمرين والمنهج التحليلي الوصفي لتحليل البيانات.

من أهم نتائج الدراسة وجود علاقة طردية بين الناتج المحلي الإجمالي كمؤشر للنمو الإقتصادي وقيمة الإصدارات الأولية وحجم التبادل السنوي، ووجود علاقة عكسية بين معدل التضخم وقيمة الإصدارات الأولية وحجم التبادل السنوي، بالإضافة الى وجود العديد من العوامل التي تحد من نشاط السوق ودوره كمصدر تمويل إنمائي محلي كطبيعة الملكية الاسرية للأعمال، المناخ الإقتصادي والسياسي للبلاد، عدم الفهم والثقة في سوق الأوراق المالية، وإتجاه الكثير من المستثمرين نحو الإستثمارات التقليدية ذات العائد المربح السريع، وضعف معدلات الإدخار لدى المواطنين وإتجاههم نحو الإستهلاك وليس الإستثمار. لذلك أوصت الدراسة بالعمل وفق إستراتيجية واضحة ومحددة المعالم تهدف الى رفع مستوى الدخل القومي وضرورة توفير فرص العمل بخلق مشاريع صناعية وزراعية من خلال تأسيس شركات مساهمة عامة.

23. دراسة : حسين عبدالمطلب (2002)¹:

هدفت الدراسة الى تحليل دور سوق الأوراق المالية في تنمية الإدخار في مصر خلال الفترة 1982-2000. فيما تمثلت مشكلة الدراسة في الإجابة على تساؤلات مثل إلي أي مدى ساهمت سوق الأوراق المالية في تنمية الإدخار وتوجيهه نحو الإستثمار المنتج؟ وماهي العقبات التي تحول دون ذلك؟ وكيف يمكن تذليلها؟ وما هي المحاور التي يمكن من خلالها

⁽¹⁾ حسين عبدالمطلب حسين محمد، دور سوق الاوراق المالية في تنمية الادخار في مصر، رسالة ماجستير في الاقتصاد، منشورة، جامعة الزقازيق، فرع بنها، مصر، 2002 .

تفعيل دورها في تنمية الإدخارات في مصر؟. فيما إفترضت الدراسة أن سوق الأوراق المالية المصرية تحمل في طياتها إمكانيات كامنة يمكن توظيفها مستقبلاً وبصورة ينعكس إيجاباً على تنمية الإدخار وتوجيهه لخدمة أهداف التنمية الإقتصادية والإجتماعية. ولتحقق من ذلك إتبعت الدراسة المنهج الوصفي والكمي وبعض الادوات الإحصائية كمقاييس النزعة المركزية. وتوصلت الدراسة الى أن سوق الأوراق المالية المصرية بالرغم تطورها إلا إنها مازالت تواجه مجموعة من العقبات التي تحد من قدرتها في تنمية المدخرات وتعبئتها كصغر حجم الأوراق المالية المعروضة في السوق، إنخفاض كفاءة السوق، ضعف الثقة وامية الإستثمار المالي، بطء وإفتقار السوق الى مؤسسات صانعة السوق، ضآلة وجمود المحافظ المالية لدى بعض البنوك. وعليه وصت الدراسة على التنسيق بين السياسات العامة المنظمة لسوق المال، اتباع سياسة إقتصادية مشجعة على الادخار، وإعداد وتنفيذ خطة إعلامية للتعريف بالسوق والتوعية بأهمية الإستثمار فيه.

24. دراسة : Levine and Zervos (1998)¹:

تمثلت مشكلة الدراسة في التساؤل : هل تعمل وظائف الأسواق المالية والبنوك على تحفيز النمو الإقتصادي في المدى الطويل ؟. فيما هدفت الدراسة الى إبراز تأثير تطورات المالية على النمو الإقتصادي من خلال توضيح مهام النظام المالي لتشمل حشد رأس المال وتوزيعه

(¹) Levine ,R, and Zervos , S, **Stock Markets , Banks, and Economic Growth**, American Economic Review, (1998), Vol.88, No.3, pp.537-558.

على الإستثمارات المنتجة، توفير قاعدة للبيانات المالية والمعلومات بهدف تخفيض تكلفة حصول المعلومات وإجراء المعاملات، توفير السيولة وإدارة المخاطر، تمرير السياسة النقدية بإعتبار القطاع المالي الوسيط الناقل لها. وإتبع الدراسة المنهج الكمي من خلال إستخدام نموذج إنحدار خطى متعدد مستخدماً سلسلة بيانات مقطعية لعينة مختارة من 47 دولة لفترة من 1976-1993. وإختارت الدراسة كل من رأس المال السوقي، معدل الدوران، معدل التبادل، وتقلبات السوق كمؤشرات تطور السوق المالي، ومعدل الإقراض لقطاع الخاص ودرجة إدماج المالي العالمي كمؤشرات لتطور البنوك، بينما إختارت كل من نمو الناتج المحلي الإجمالي، نمو رأس المال المادى، معدل نمو الإنتاجية، نسبة الإدخارات من الناتج المحلي الإجمالي كمؤشرات للنمو الإقتصادي. وتوصلت الدراسة الى أن سيولة السوق ترتبط بشكل إيجابي مع معدلات النمو الحالية والمستقبلية، بالإضافة الى إمكانية إستخدام مقاييس السوق المالي والنشاط البنكي للتنبؤ بمعدلات المستقبلية للنمو وأن إختلاف طبيعة العلاقة السببية يتوقف على مدى تطور القطاع المالى والنظام الإقتصادي.

ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة(الفجوة البحثية) :

من خلال تحليل موضوعات، ومشكلات، وأهداف، ومناهج الدراسات السابقة أعلاه، نجد أن ما يميز هذه الدراسة يمكن تلخيصها فى الأتى:

1. كل الدراسات التى تناولت البيئة السودانية مع ندرتها لم تتناول سوق الخرطوم للأوراق المالية بأبعادها الثلاثة(نسبة رسملة السوق، نسبة حجم التداول الكلي،معدل دوران الأسهم).

2. كل الدراسات التي تناولت البيئة السودانية مع ندرتها لم تربط تلك العلاقة بإستخدام النماذج القياسية الحديثة فى بيان الأثر فى الأجلين القصير والطويل كنموذج ARDL المقترحه من قبل Pesaran (2001).
3. دور أسواق الأوراق المالية فى النمو الإقتصادي ظل مثار جدل بين الإقتصاديين حول إتجاه هذه العلاقة وبالتالي إتجاه الأثر، لذا تأتى هذه الدراسة كمحاولة لتقديم دليل علمي آخر.
4. كل الدراسات التي تناولت الموضوع محل البحث لم تستفيد من مزايا نموذج تصحيح الخطأ الخاصة بتحديد المدى الزمني لتكيف النموذج من أجل العودة الى التوازن فى الأجل الطويل بالرغم من أهميته فى وضع السياسات.
5. توسيع وتحديث فترة الدراسة خاصة بعد السياسات والإصلاحات التي شهدتها سوق الأوراق المالية فى السودان.

الفصل الأول

الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية

1-1: المفاهيم العامة لأسواق الأوراق المالية

1-2: أدوات التداول بأسواق الأوراق المالية

1-3: مؤشرات قياس أداء أسواق الأوراق المالية

الفصل الأول

الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية

تمهيد

لاشك أن للنظام المالي بصفة عامة وأسواق الأوراق المالية بصفة خاصة دوراً مهماً في الحياة الإقتصادية جعلتها تحتل مركزاً حيويًا في النظم الإقتصادية المعاصرة مع تزايد الإتجاه نحو إقتصاد السوق وإلغاء دور الدولة في النشاط الإقتصادي والتوجه نحو إنشاء شركات المساهمة العامة، الأمر الذي أدى بدوره الى بروز أسواق الأوراق المالية كأداة وأسلوب جديد لتمويل تلك المنشآت الجديدة منها أو التي ترغب في توسيع وتطوير أنشطتها وتمويل خططها التوسعية.¹ ولإبراز ذلك تم تقسيم الفصل لثلاثة موضوعات أساسية شملت المفاهيم العامة لأسواق الأوراق المالية، أدوات التداول بأسواق الأوراق المالية، ومن ثم مؤشرات قياس أداء أسواق الأوراق المالية.

1-1: مفاهيم العامة للأسواق الأوراق المالية

يشير الأدب الإقتصادي الى أن فكرة الأسواق المالية تستند على النظرية الكلاسيكية لآدم سميث القائمة على تقسيم العمل والتخصصية، وهي تعمل ضمن التخصصية في مجال تعبئة وتنمية رأس المال وتوجيهها نحو الأنشطة الإقتصادية الكفؤة، و تتنوع حسب طبيعة الأدوات المالية المتداولة فيها ومدتها وطريقة تنفيذها للصفقات. ولذلك تشمل المؤسسات المالية

(¹) دريد كامل، الإستثمار والتحليل الإستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الطبعة العربية، عمان، 2009، ص 183.

المتخصصة في المعاملات قصيرة الأجل (النقود) ويسمى بسوق النقد، والمعاملات طويلة الأجل (الأسهم والسندات) ويسمى بسوق الأوراق المالية.¹

1.1.1 : نشأة أسواق الأوراق المالية

إرتبطت نشأة أسواق رأس المال تاريخياً بالتوسع الكبير التي شهدتها الدول الصناعة في إنشاء شركات المساهمة العامة، والمشروعات الإنتاجية والخدمية العملاقة، ونمو حجم وعدد وحدات الأعمال في تلك الدول بصورة أسرع من نمو وسائلها المتاحة للتمويل، مما أدى بدورها الى بروز الحاجة لإستخدام الأوراق المالية لأغراض التمويل سواء ذلك للتمويل الحربى أو تمويل برامج التنمية الإقتصادية.² بالإضافة الى توفير السيولة النقدية لأوقات الحاجة. ويعود أصل كلمة بورصة (سوق الأوراق المالية) الى أسم عائلة فان دو بورسن (Van der Bursen) البلجيكية التي كانت تعمل في مجال البنوك والتي أتخذ الفندق الذى تملكه بمدينة (بروج) مكاناً لإلتقاء التجار المحليين فى القرن الخامس عشر والذى أصبح بمرور الوقت رمزاً لسوق رؤوس الأموال وبورصة للسلع.

2.1.1 : تعريف سوق الأوراق المالية

وردت عدة تعريفات لسوق الأوراق المالية منها : عرف بإنها وسيلة (ينتقى فيها شرط المكان) يلتقى من خلالها (المشترون والبائعون والوسطاء والمتعاملون الآخرون والاداريون) ذوى الإهتمامات (المادية أو المهنية) بالأدوات (النقدية والرأسمالية أو بالصرف الأجنبى) بغرض التداول والتوثيق وتعزيز الأصول المختلفة (الحقيقية والمادية والنقدية) لفترات متباينة

⁽¹⁾ حسنى على خريوش وآخرون، الاسواق المالية : بورصة الاسهم والسندات المالية، الاردن ، دار زهران للنشر و التوزيع، 2013، ص 12.

⁽²⁾ حجازى عبد الحميد الجزار، دور سوق الاوراق المالية فى تمويل الاستثمار والتنمية فى الدول النامية (1988-2012)، سلسلة إصدارات مجلة المنهل، معهد التخطيط القومى، القاهرة، 2017، ص 5.

(متوسطة وطويلة) إعتماًداً على (قوانين وأنظمة وتعليمات) والى حد ما (عادات وتقاليد وأعراف) معتمدة (محلياً أو دولياً).¹

عرفه آخرون بإنها الآلية التي تمكن وتيسر للناس القيام بإصدار وتداول أدوات الإستثمار متوسطة وطويلة الأجل بتكلفة معاملات منخفضة وأسعار تعكس فرضية السوق الكفاء.² كما يعرف بإنها المكان التي يتم فيها تدفق الأموال من تلك الوحدات المدخرة الى الوحدات المستثمرة وفق الطرق التي تتلاءم مع معتقدات أفراد المجتمع وإطار السياسة العامة للدولة وما تستهدفه الدولة تحقيقه من المتغيرات الإقتصادية الأساسية كالدخل القومي ومستوى الأسعار.³

وأيضاً عرف بإنها "الصيغة العلمية لتحريك الموارد المالية المتوفرة لدى القطاعين الحكومي والخاص لتغذية قنوات الإستثمار فى العديد من المشاريع الإنتاجية ذات المردود الأكثر ربحية لأصحاب الأسهم ولصالح الإقتصاد الوطنى".⁴ بناءً على التعاريفات أعلاه، نستنتج أن مفهوم سوق الأوراق المالية تطورت كنتاج طبيعى لتطور الحياة الإقتصادية لدى المجتمعات وبالتالي تطورت أهدافها وأدواتها ووسائلها لتعبر عن واقعها.

3.1.1 : مبررات وجود سوق الأوراق المالية

أشارت الأدب الإقتصادي الى وجود عدد من المبررات لوجود سوق للأوراق المالية يمكن تلخيصها فى :

(¹) هوشار معروف ، الإستثمارات والاسواق المالية ، دار صفاء للنشر والتوزيع ، عمان ، الاردن ، 2009، ص 58.
(²) السيد متولى عبدالقادر، الاسواق المالية والنقدية فى عالم متغير ، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان ، الاردن ، 2010، ص 67.
(³) محمود التهامى، أسواق المال ورأس المال القاهرة : الجمعية المصرية للإدارة العامة، مجلة الإدارة المالية، 1981، ص 13.
(⁴) الهام وحيد، فاعلية اداء السوق المالى و القطاع المصرفى فى النمو الاقتصادى ، المركز القومى للاصدارات القانونية، الاردن، 2013م، ص 20.

1. تحقيق بعض الوحدات الإقتصادية فى المجتمع لفوائض مالية Financial Surplus وترغب فى إستثمارها ومن الجانب الآخر وجود وحدات إقتصادية فى المجتمع تعاني من عجز فى مواردها المالية Financial Deficit وبحاجة الى تلك الفوائض لمواصلة نشاطها الإقتصادي وذلك بتوسيع أو إقامة مشروعات إنتاجية جديدة قادرة على تحمل مخاطر الاستثمار فيها مما يستدعى ضرورة وجود سوق رأس المال كآلية يتم من خلالها إنتقال الموارد من قطاع الوحدات ذات الفائض الى الوحدات ذات العجز.¹
2. فى بعض أحيان تعجز الدولة عن تمويل خططها التتموية لكبر حجم رؤوس أموال التى تتطلبها الشىء الذى قد يدفع بالدولة ربما للإقتراض الخارجى وما يترتب عنه من تبعات وخيمة تطل إستنزاف موارد الأجيال اللاحقة وبالتالي وجود أسواق المالية تسهل من هذه المهمة.
3. عدم قدرة البنوك التجارية على توفير التمويل متوسط وطويل الأجل نسبة لمخاطر التضخم ومخاطر قصر آجال مواردها المالية.
4. تسرب كمية معتبرة من المدخرات خارج الدورة الإقتصادية نتيجة لزيادة الوعى والثقافة لدى أفراد المجتمع وبالتالي البحث عن قنوات بديلة تخلو من المحظورات الشرعية بغية الإستفادة من تلك المدخرات.
5. جلب الإستثمار الأجنبى لتمويل التتمية المحلية من خلال السماح للأجانب بتملك الأوراق المالية للشركات المحلية أو إصدار الشركات المحلية لأوراق مالية فى الأسواق المالية الدولية.

(¹) محمد صبرى هارون، احكام الاسواق المالية : الاسهم والسندات ، دار النفائس للنشر والتوزيع ، الاردن ، 1999، ص 38.

6. قدرة سوق الأوراق المالية على تنشيط المشاريع الصغيرة والمتوسطة ذات الآفاق المستقبلية الواعدة من خلال إيجاد تمويل أقل تكلفة مقارنة بالتمويل المصرفي الذي غالبا ما يكبل ويكبح قدرات المشاريع ذات الأبحام الصغيرة والمتوسطة على النمو والتطور.¹

4.1.1 : مكونات (عناصر) أسواق الأوراق المالية :

يتكون سوق الأوراق المالية من عدة عناصر تتمثل في² :

1. الوسطاء أو السماسرة : ويعرف بأنه الشخص المرخص بموجب قانون السوق المالي وأنظمتة وتعليماته يقوم بأعمال محددة تؤهله لممارسة مهنة الوسيط بين المستثمرين والجهات المصدرة للأوراق المالية مقابل عمولة محددة، وقد يكون الوسيط شخص طبيعي أو إعتباري.
2. المصارف التجارية : وهي مؤسسات وسيطة تقوم بإستقطاب الودائع وإعادة إقراضها مقابل فائدة تشكل المصدر الرئيسي لأرباحها ويتمحور عملها في خلق الإئتمان من خلال إدارة الموارد المالية المتاحة تعبئةً وإستخداماً.
3. المصارف المتخصصة : مؤسسات وسيطة متخصصة تمارس نشاطاتها الإقتصادية بشكل رئيسي في تمويل القطاعات الإقتصادية حسب نوع نشاطها، ومعظم تسليفاتها ذات آجال طويلة ودورها الأساسي تنموي.
4. مكاتب التمثيل للمصارف الخارجية : وهي مؤسسات أو شركات أعمال تمثل بنكاً أجنبياً يتركز نشاطها في السوق المحلي ومهمة المكتب تمثيل الشركات المصرفية (الام) أمام السلطة النقدية المحلية ويخضع عمل مكاتب التمثيل للقيود والضوابط التي يضعها المصرف المركزي.

(¹) احمد رجراج، اسواق الاوراق المالية الخليجية : تقييم الأداء وتحديات المرحلة الراهنة ، رسالة دكتوراه غير منشورة ، جامعة الجزائر 3 ، الجزائر ، 2013/2012 ، ص 19.

(²) محمد ابراهيم عبد الرحيم ، اقتصاديات النقود والبنوك ، دار التعليم الجامعي ، الاسكندرية ، مصر ، 2015 ، ص ص 90-92.

5. صناديق التقاعد : وهى مؤسسات حكومية تعنى بشؤون إستلام الإقساط التأمينية من

العاملين وتسديد الرواتب التقاعدية وإستثمار تلك الأموال وتنميتها لضمان إستمرارية عملها.

6. مؤسسات وشركات التأمين : نسبة لتعرض مشروعات الإستثمارية لمخاطر محتملة متوقعة

وغير متوقعة كمخاطر الحريق والفيضان والسرقات وتقلبات أهواء المستهلكين وتقلبات

الأسعار نشأت التأمين كنشاط إقتصادي لتقليل أثر تلك المخاطر من خلال التعويض على

المؤمن له بهدف توزيع الخطر على أكبر عدد ممكن من الأفراد مقابل مبلغ بسيط من المال

يسمى قسط التأمين يدفعه المؤمن له الى الهيئات المتخصصة التى تقوم بتحمل نتائج الأخطار

مقابل الإقساط التى تجمعها.

7. مؤسسات الضمان الإجتماعى : يمثل الضمان الاجتماعى التزام العامل ورب العمل فى

القيام بتسديد إشتراكات شهرية وفق القوانين والانظمة المرئية الى المؤسسات التى تقوم

برعاية مصالح هؤلاء والتأمين ضد الأخطار التى يتعرضون لها كإصابات العمل والشيخوخة

والعجز والوفاة والعجز المؤقت والمرض والامومة والتأمين الصحى والبطالة.

8. مؤسسات الإدخار العقارية : وهى مؤسسات مالية متخصصة فى تمويل قطاع الإسكان

والمرافق والتى تحتاج الى توفر أموال كبيرة معدة للتوظيف فى الأجل الطويل. ومن أهم

مصادر تمويلها رأس المال المدفوع، الودائع والمساعدات الحكومية وعوائد عمليات المتاجرة

بالأسهم والسندات وعوائد ودائعها لدى المصاريف .

9. صناديق التوفير أو الادخار البريدى : وهى مؤسسات مالية تقوم بتنظيم عملية الإدخار

وتسعى الى تنمية الوعى الإدخارى لدى الموظفين ذوى الدخل المحدود وتجميع المدخرات

لإستثمارها بأفضل الطرق المتاحة لاسيما تمويل المشروعات الإنتاجية ومشروعات التنمية.

10. الصرافون : تشكل أعمال الصرافين رديفاً لأعمال المصارف وتشمل من حيث المبدأ العمليات المتعلقة بالذهب والعملات الأجنبية وشراء وحيازة أسهم والسندات الأجنبية وتحويل الأسهم والسندات المحلية الى الملكية الأجنبية.

5.1.1 : أنواع أسواق الأوراق المالية

تنقسم سوق الأوراق المالية بدورها الى :

أ/ السوق المنظمة : ويتم التعامل فيها وفقاً لإجراءات محددة وتحت رقابة هيئة متخصصة تخضع لإشراف الدولة وتعمل من خلال سوقين هما :

1. السوق الأولي أو سوق الإصدار : يتم فيها التعامل بالأوراق المالية المصدرة للمرة الأولى سواء عند تأسيس الشركة أو عند زيادة رأسمالها، ويتم إصدار وتصريف تلك الأوراق بطريقة مباشرة حيث تقوم الجهة المصدرة بالاتصال بعدد من كبار المستثمرين سواء كانوا أفراداً أو مؤسسات مالية لكي تبيع لها الأسهم والسندات التي أصدرتها، أو بطريقة غير مباشرة من خلال قيام مؤسسات مالية متخصصة بأصدار هذه الأوراق وهو الأسلوب الأكثر شيوعاً.¹ ومن أهم المؤسسات المالية الوسيطة مصارف الإستثمار وذلك من خلال تعهدها للسندات المالية أى تضمن سعراً للأوراق المالية للشركات ومن ثم تقوم ببيع هذه الأوراق للجماهير.²

2. السوق الثانوي أو سوق التداول : يتم فيها تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية، والوظيفة الأساسية للسوق الثانوية تنشيط تداول الأوراق المالية وتوفير

⁽¹⁾ محمد الفاتح محمود بشير المغربي ، مؤسسات مالية، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان ، 2016، ص 105.
⁽²⁾ علي عبدالوهاب نجا، محمد عزت محمد غزلان، عبيد شعبان عبده، اقتصاديات النقود والبنوك والاسواق المالية، الاسكندرية، مكتبة الوفاء القانونية، 2014م، ص103.

عصر السيولة.¹ وهذا يشير الى إنها تقوم بأداء وظيفتين مهمتين تتمثلان تيسير عملية الحصول على النقود من خلال إعادة بيع الأدوات المالية لأن درجة تسهيل تلك الأدوات يجعلها مرغوبة بدرجة أكبر وكما تسهل للشركة المصدرة للأسهم أو السندات عملية بيعها في السوق الأولية. بالإضافة الى إنها تحدد أسعار الأدوات المالية التي تصدرها الشركات وتبيعها في السوق الأولية لأن المستثمرين مشترو هذه الادوات المالية لن يدفعوا للشركات المصدرة أسعاراً تزيد عن الأسعار التي يتوقعون أن تحدها السوق الثانوية ، لذا كلما كان السعر مرتفعاً في السوق الثانوية لأسهم شركة ما كلما كان السعر الذي تبيع به الشركة المصدرة للأسهم أو السندات في السوق الاولية مرتفعاً وبالتالي تستطيع الشركة المعنية أن تحصل على قدر أكبر من التمويل.²

ب/ السوق غير المنظمة : ويعرف بالسوق الموازية أو الجانبية يتم تنفيذ نشاطه من خلال : السوق الثالثة التي تنشأ بهدف تخفيض أعباء عمولة السمسرة. والسوق الرابعة التي يتم من خلالها التعامل المباشر بين المؤسسات الإستثمارية الكبيرة وأغنياء المستثمرين عبر شبكة إتصال إلكترونية دون وساطة بهدف تخفيض تكلفة إتمام الصفقات.³ مما سبق من تحليل يتضح أن أهم ميزة للسوق الثانوية هي توفير عنصر السيولة للأوراق المالية المصدرة في السوق الاولية لذا يمكن القول بأن السوق الأولية يستمد فاعليتها وكفاءتها من فاعلية وكفاءة السوق الثانوية.

(¹) عبد المطلب عثمان محمود دليل، نموذج مقترح لقياس أثر تطبيق حوكمة الشركات في كفاءة سوق الاوراق المالية – دراسة تطبيقية، مرجع سبق ذكره، ص92.

(²) على عبدالوهاب وآخرون ، مرجع سبق ذكره، ص103.

(³) عبدالغفار حنفي، أساسيات الإستثمار في بورصة الأوراق المالية، الإسكندرية : الدار الجامعية للنشر، 2004، ص71.

6.1.1 : وظائف أسواق الأوراق المالية :

تقوم أسواق الأوراق المالية بتأدية وظائف على قدر كبير من الأهمية للإقتصاد القومى لو عجزت عن أدائها فقدت أهم أسباب قيامها ويمكن تلخيص تلك الوظائف فى الآتى :

1. تنمية الإقتصاد الوطنى بتشجيع المدخرات للإستثمار فى الأوراق المالية : حيث تعمل سوق الأوراق المالية على تشجيع الإدخار الإستثماري بشكل عام وصغار المدخرين الذين لا يستطيعون إقامة المشاريع الإستثمارية لوحدهم بشكل خاص نسبة لعدد من الأسباب منها ما يتعلق بصغر حجم مدخراتهم، وعدم معرفتهم بفرص الإستثمار المتاحة والمجدية، ومن ثم يفضلون شراء أوراق مالية على قدر أموالهم الأمر الذى ينعكس على تكوين وزيادة رؤوس الأموال للشركات والمؤسسات الإستثمارية وهذا يزيد من معدلات التشغيل والذى يقود بدوره الى زيادة معدلات نمو الإقتصاد.

2. تقوم سوق الأوراق المالية بنقل الموارد المالية من الفئات التى لديها فائض (المدخرين) الى الفئات التى تحتاج لهذه الموارد المالية (المستثمرين) لإقامة مشاريعها الإستثمارية، الأمر الذى ينعكس على زيادة نسبة التشغيل ويحسن مستوى المعيشة فى المجتمع.

3. المساهمة فى تمويل خطط التنمية فى الدولة : حيث تقوم سوق الأوراق المالية بتوفير الأموال التى تحتاجها الحكومة لإقامة مشاريعها الإستثمارية وبالأخص مشروعات البنية التحتية من خلال طرح أوراق مالية حكومية (السندات والأذونات) فى هذه الأسواق بغرض إقتراض العام من الجمهور لسد نفقاتها المتزايدة وتمويل مشروعاتها التنموية. بالإضافة الى إنها تمكن الحكومة من رفع كفاءتها فى تنفيذ سياساتها المالية والنقدية المقررة، كما تتيح تلك الأسواق للمستثمر إمكانية تسهيل اصوله المالية ببسر وبأسعار مناسبة وبأقل تكلفة.

4. توفر سوق الأوراق المالية مجموعة من الأدوات المالية تتيح للمستثمر فرصاً أوسع للإختيار بين مجالات الإستثمار مما يجنبهم مشقة البحث عن وجوه الإستثمار التي تناسبهم.
5. تمثل سوق الأوراق المالية سلطة رقابية غير مباشرة على كفاءة الشركات والمشروعات التي يجرى تداول أوراقها المالية فى السوق، حيث أن نظم وقواعد السوق يطلب من الشركات الإفصاح والنشر لميزانياتها المالية وكافة بياناتها الإدارية وبالتالي فإن سوق الأوراق المالية تعتبر أداة لتقويم الشركات والمشروعات الإستثمارية.
6. تساعد السوق على الحد من معدلات نمو التضخم فى الإقتصاد حيث إنها تساعد فى جذب المدخرات من الأفراد والمؤسسات وبالتالي إمتصاص فائض السيولة النقدية وتوجيهها الى الإستثمار بدلاً عن الإستهلاك.
7. تعمل سوق الأوراق المالية على زيادة الترابط مع العالم الخارجي عن طريق إرتباطها بالأسواق المالية العالمية وبالتالي جذب الإستثمارات الأجنبية والإستفادة من التطورات المالية والإقتصادية العالمية.¹
8. المساهمة فى دعم الإئتمان الداخلي والخارجي : حيث تعد عمليات البيع والشراء فى بورصة مظهر من مظاهر الإئتمان الداخلي فإذا ما شملت الإئتمان الأوراق المالية المتداولة فى البورصات العالمية أصبح من الممكن قبول هذه الأوراق كغطاء لعقد القروض المالية.
9. المساهمة فى تحقيق كفاءة عالية فى توجيه الموارد الى المجالات الأكثر ربحية وما يصاحبه من نمو وإزدهار إقتصادي.²

⁽¹⁾ محمد أحمد الجيزاوي، الإدارة الإلكترونية وأثرها على الكفاءة الداخلية فى أسواق الأوراق المالية الناشئة : سوق الأوراق المالية المصرية كنموذج، السودان ، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، رسالة دكتوراه غير منشورة، 2007، ص100.

⁽²⁾ مبارك بن سليمان ، احكام التعامل فى الاسواق المالية المعاصرة، كنوز اشبيلية للنشر والتوزيع ، الرياض، 2005، ص 34.

10. تخفيض كلفة المعلومات وكلفة البحث عن الصفقة : حيث يساهم السوق المالي في تزويد المتعاملين بالمعلومات الأساسية ذات الكلفة الزهيدة مما يساهم في تشجيع الأفراد للإدخار والاستثمار في آن واحد.¹

11. تنمية الوعي المالي والإستثماري : وذلك بإعداد وتنفيذ خطة إعلامية لتعريف الجمهور بسوق الأوراق المالية ومزايا الإستثمار فيها.²

12. تسويق وتداول الأوراق المالية للوحدات المستثمرة : وذلك من خلال قبول الإكتتاب في الأسهم والصكوك والسندات التي تصدرها الوحدات المستثمرة بصفة خاصة والإقتصاد القومي بصفة عامة.³

13. تحقيق الإستقرار الإقتصادي : حيث تعد سوق رأس المال أداة مهمة من أدوات السياسة الإقتصادية التي تساعد الدولة في تحقيق إستقرارها الإقتصادي من خلال تأثيرها علي معدلات الفائدة للحد من التضخم أو تغيير مستويات الإقراض المحلي والإستثمار في الإقتصاد.⁴

14. توفر سوق الأوراق المالية(البورصة) مؤشراً يومياً عن ظروف الإستثمار وإتجاهاته، وهو مؤشر يعكس قوة الإقتصاد الوطني أو ضعفه، كما أنها تعكس مستوى الأداء لقطاعات الإقتصاد المختلفة وكذلك الأداء المالي للشركات الإستثمارية.⁵

7.1.1 : كفاءة سوق الأوراق المالية في تخصيص الموارد

تشير أدبيات الإقتصاد الى وجود علاقة وثيقة بين كفاءة سوق رأس المال وتطور كفاءة الإقتصاد في تخصيص الموارد نسبة لإعتماد تخصيص رأس المال على تكلفة الفرصة البديلة

⁽¹⁾ عبد الحفيظ خزان ، مرجع سبق ذكره ، ص 110

⁽²⁾ علي عبدالوهاب وآخرون ، مرجع سبق ذكره، ص96.

⁽³⁾ احمد شعبان محمد ، موسوعة البنوك والائتمان:السياسة الائتمانية للبنوك، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، 2016، ص19، 20.

⁽⁴⁾ ايهاب الدسوقي، إقتصاديات كفاءة البورصة : المفاهيم الأساسية للإستثماروالبورصة – البورصة المصرية والأمريكية،: دار النهضة العربية للنشر، القاهرة، 2000، ص 89.

⁽⁵⁾ محمد أحمد الجيزاوي، مرجع سبق ذكره، ص101.

التي تعبر عن سعر الوحدة من رأس المال المستخدم للتمويل، وبما إنها تمثل سعر الفائدة تصبح مهمة للغاية لأنها تحدد من الذي يقرض؟ ومن الذي يقترض؟ كما إنها تحدد كمية المعروض من رأس المال المتاح للاستخدام في الإقراض وهي بذلك تؤثر على توجيه الموارد المالية نحو الإستثمار الأكثر كفاءة.¹ وهذا يشير الى أن السوق الكفاء يلعب دورين إحداهما مباشر يتمثل في أنها تقوم على حقيقة إن المستثمرون عندما يقومون بشراء أسهم منشأة ما فهم في الحقيقة يشترون عوائد مستقبلية وهذا يعني أن المنشآت التي تتاح لها فرص إستثمارية واعدة سوف تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم بل وبيعها بسعر ملائم مما يعنى زيادة حصيلة الإصدار وإنخفاض متوسط تكلفة الأموال. أما الدور غير المباشر يتمثل في أن إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها المنشأة ما بمثابة مؤشر أمان للمقترضين مما يعنى إمكانية حصول المنشأة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات أو إيراد عقود إقراض مع المؤسسات المالية وعادة ما يكون بسعر فائدة معقول.²

لذا تعد نظرية السوق المالية الكفوة ل(Fama,1970) هي الأساس لإتخاذ قرارات الإستثمار للأفراد والمؤسسات. وتوصف سوق الأوراق المالية بأنها كفوة إذا عكست أسعار الأوراق المالية بشكل كامل وفوري جميع المعلومات المتاحة عنها والمتعلقة بالأحداث الماضية، والجارية، والتوقعات المستقبلية.³ وعليه تكون السوق المالية كفاء في حال توفر ثلاثة أبعاد هي الكفاءة التخصيصية وتتحقق بقدرتها على توجيه المدخرات الى إستخدامات أكثر إنتاجية تسهم في تطوير وتنمية الإقتصاد. والكفاءة التشغيلية وتتحقق بإستطاعة الوسطاء الماليين في تحقيق الرضا لعارضي وطالبي الأوراق المالية. أما الكفاءة الإعلامية وتتحقق

(¹) ايهاب الدسوقي ، مرجع السابق، ص 105.

(²) عبد الغفار حنفي ، مرجع سبق ذكره ، ص182.

(³) Fama ,E., **Efficiency Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work**, Journal of Finance,May,1970, p384.

بإعطائها إهتمام أكبر للكفاءة الإعلامية لكونها الأساس التي تحقق الكفاءة التخصيصية والتشغيلية من خلال الإهتمام بسلوك الأسعار فور وصولها للسوق. ويتفاوت مستوى كفاءة سوق الأوراق المالية تبعاً لعلاقتها بنوعية المعلومات المتاحة، وتصنف الكفاءة وفقاً لفرضية السوق الكفاء (EMH) Efficient Market Hypothesis الى ثلاثة مستويات وهي:

1. المستوى الضعيف للكفاءة Weak Level Efficiency : وتتحقق إذا إنعكست جميع المعلومات التاريخية عن الاستثمارات في سعر السهم، وفيه لا يستطيع المستثمر تحقيق أرباح غير عادية بالإعتماد على المعلومات التاريخية للورقة المالية.¹

2. المستوى شبه القوي للكفاءة Simi-Strong Level Efficiency : وتتحقق إذا إنعكست المعلومات التاريخية والمعلومات العامة المنشورة عن الورقة المالية في سعر السهم.²

3. المستوى القوي للكفاءة Strong Level Efficiency : وتتحقق هذا المستوي من الكفاءة إذا إنعكست جميع المعلومات التاريخية والعامة والخاصة التي لاتتاح للعامة في سعر الورقة المالية. ويختبر هذا المستوى بقياس العائد الذي يحققه بعض المستثمرين الذين يمكنهم الحصول على معلومات خاصة عن الشركة ومنهم كبار العاملين بالشركة، المحللين الماليين ومديري صناديق الإستثمار.³

8.1.1 : متطلبات السوق الكفاء :

ولكى يحقق سوق رأس المال التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة بصورة تسهم في تحقيق الكفاءة الإقتصادية للمجتمع ينبغي أن تتسم بسمات الأساسية التالية⁴ :

(¹) Levy, H. & Marshall, S, **Portfolio & Investment Selection :Theory & Practice**,London: Perntice-Hall,Lnc,1984,p670.

(²) أبراهيم اونور، فعالية أسواق الأسهم العربية، الكويت: المعهد العربي للتخطيط، سلسلة جسر التنمية، العدد التاسع والثمانون، يناير(2010).

(³) Levy, H. & Marshall, S, op cit,1984,p677.

(⁴) ايهاب الدسوقي، مرجع سبق ذكره، ص ص 110-112.

1. دقة وسرعة وصول المعلومات : أن دقة وسرعة وصول المعلومات فى سوق الأوراق المالية تعمل على زيادة كفاءة تخصيص الموارد فى الإقتصاد وتوجيهها نحو المؤسسات ذات الكفاءة أو القطاعات ذات الميزة النسبية والتي تمتاز بأرتفاع أسعار أوراقها المالية مما يتيح فرصة لإصدار أوراق مالية جديدة تباع بسعر مرتفع مما يوفر له تمويلا أوسع لنشاط المنشأة وبتكلفة منخفضة.

2. إنخفاض تكلفة المعاملات : تؤثر تكلفة المعاملات على تكلفة القرار الإستثمارى لأن إرتفاعه قد يحد من التوسع فى الاستثمار، ولهذا فان السوق المالية الكفاء تتميز بإنخفاض تكلفة المعاملات وينعكس هذا بدوره على تطوير كفاءة الاستثمارات. وهناك مفهومان لتكلفة المعاملات فى الأسواق المالية حيث ينصرف المفهوم الأول الى تكلفة إستخدام المستثمر لأسواق الصرف الاجنبى وهذا النوع يؤثر على حركة رأس المال. أما المفهوم الثانى ينصرف الى التكاليف المرتبطة بالمخاطر التي يحتمل أن يتعرض لها رأس المال أو الفرص البديلة للإستثمار. وهذا يوضح أن كل من المفهومين لتكلفة التعاملات يؤثر على حركة وحجم وإتجاه الإستثمار وبالتالي على تخصيص الموارد. وأن هذه الخاصية فى حال توفرها تعبر عن الكفاءة الداخلية (كفاءة التشغيل) للسوق المالي لأنه ينعكس على إنخفاض تكلفة الإستثمار مما يتيح فرص التوسع فى الإستثمارات لأن التكاليف التي يتحملها المستثمر تكون عند حدها الأدنى.

3. سرعة التكيف والإستجابة : ويقصد بها سرعة التكيف أو إستجابة الأسعار السائدة فيه للمعلومات الجديدة التي تتوفر للمتعاملين. وهذه الخاصية فى حال توفرها تعبر عن الكفاءة الخارجية (كفاءة التسعير) ويعنى تدفق المعلومات بسرعة وبدون فاصل زمنى كبير.

4. السيولة : وهى تشير الى إمكانية إبرام الصفقات بين البائعين والمشتريين بسرعة وعند سعر قريب من السعر الذى ابرمت به آخر صفقة وهى بذلك توفر فرصاً أوسع للشراء والبيع وهذا تساعد على التخصيص الأمثل للموارد.

5. عدالة السوق : يقصد بها إتاحة فرص متساوية لجميع المتعاملين فى الأوراق المالية من حيث الوقت أو الصفقات أو توفر المعلومة مما يدفعهم الى مزيد من الإستثمار وفقاً للأسس الإقتصادية وهذا يساعد على تخصيص الأمثل للموارد.

6. رشادة سلوك المستثمر: حيث يتطلب تحقيق كفاءة سوق رأس المال إتسام تعاملات المستثمرين بالرشادة وسعى المستثمر لتعظيم المنفعة ومن ثم ينعكس ذلك على إدارة المستثمر لمحفظه الأوراق المالية بصورة تعظم من المنفعة وتقلل من المخاطر.

9.1.1 : آلية التمويل عن طريق سوق الأوراق المالية :

تقوم أسواق الأوراق المالية بدور أساسى فى تمويل الأنشطة الإقتصادية وبالتالي تتيح الفرص للأفراد والمؤسسات للإستثمار وتطوير مشاريعهم الصغيرة بصورة تسهم فى زيادة العملية الإنتاجية. ويعرف التمويل بأنه " مجموعة من القرارات حول كيفية الحصول على الأموال اللازمة لتمويل أستثمارات المؤسسة وتحديد المزيج التمولي الأمثل من مصادر التمويل المقترضة والأموال المملوكة من أجل تغطية أستثمارات المؤسسة"¹ ووفقاً لنظرية التدفقات النقدية توجد ثلاثة مصادر للتمويل يتم من خلالها تغطية عجز الوحدات الإقتصادية² وهى:

1. التمويل الداخلى.

2. الإقتراض.

(¹) عبد الحفيظ خزان ، مرجع سبق ذكره ص 102.
(²) ايهاب الدسوقي ، مرجع سبق ذكره ، ص 72..

3. إصدار أوراق مالية جديدة.

وبما أن سوق الأوراق المالية تقوم بأداء وظيفتها الأساسية في الإقتصاد من خلال تحويل الموارد المالية من الوحدات ذات الفائض المالي الى الوحدات ذات العجز المالي بشكل تؤدي الى زيادة مستوى النشاط الإقتصادي وزيادة كفاءته.¹ فأن هذه العملية تتم عادة بطريقتين :

الأول التمويل المباشر Direct Finance : حيث تحصل الوحدات ذات العجز المالي (المقترضون) وهم مؤسسات الأعمال، الحكومة، الأفراد، والأجانب على التمويل اللازم لها مباشرة من الوحدات ذات الفائض المالي (المقرضون أو المدخرون) وهم الأفراد، مؤسسات الأعمال، الحكومة، والأجانب وذلك بقيام الوحدات ذات العجز المالي بإصدار حقوقاً مالية على نفسها في شكل الأسهم والسندات وبيعها للوحدات ذات الفائض المالي وتمثل هذه الاصول المالية ديناً على الوحدات التي أصدرتها ومستحقة الدفع من دخلها في المستقبل، كما تمثل هذه الاصول بالنسبة للوحدات التي اشترتها(المقرضون) حقوقاً على أصول ودخل للمقترضين فمثلا اذا إحتاجت شركة ما على تمويل لبناء خط إنتاجي جديد لزيادة إنتاجها من السيارات فنقوم بإصدار سندات على نفسها مستحقة الدفع بعد فترة معينة من الزمن بالإضافة الى الفوائد الدورية المستحقة على تلك السندات ثم تقوم ببيعها مباشرة الى الوحدات ذات الفائض المالي، ويطلق على هذه الاصول المالية أوراق مالية مباشرة أو أوراق مالية أولية لأن الذي يصدرها هو المقترض النهائي.²

الثاني : التمويل غير المباشر Indirect Finance : ويتم ذلك من خلال قيام المؤسسات المالية(الوسطاء الماليون) بالحصول على الموارد المالية من الوحدات ذات الفائض مقابل

(¹) محمد ابراهيم عبدالرحيم ، اقتصاديات النقود و البنوك ، مرجع سبق ذكره ، ص 89.
(²) اسماعيل احمد الشناوى والسيد محمد احمد السريتي و احمد رمضان نعمة الله ، إقتصاديات النقود والبنوك و الاسواق المالية ، دار التعليم الجامعى ، الاسكندرية ، مصر ، 2011م ، ص 85-86.

إصدار اصول مالية على نفسها وبيعها لهذه الوحدات ذات الفائض وبالطبع تكون هذه الاصول من قبيل الاصول المالية غير المباشرة لأن الذى أصدرها هى منشآت الوساطة المالية ، ثم تقوم منشآت الوساطة المالية بدورها بإقراض هذه الموارد المالية الى الوحدات الإقتصادية ذات العجز المالي التى تصدر بدورها اصولا مالية مباشرة تبيعها لمنشآت الوساطة المالية¹. ويلعب مدخرات العائلات دور كبير فى الإقتصاد بإعتباره من القطاعات التى تتجاوز مدخراته عن إستثماراته، ولهذا فأن نمو القطاعات الأخرى يعتمد بصورة كبيرة على تحويلات مدخرات هذا القطاع وبالتالي يعد الوساطة المالية حلقة أساسية لآلية التمويل غير المباشر².

10.1.1 : أهمية أسواق الأوراق المالية :

مما سبق يتضح بجلاء أن أهمية سوق الأوراق المالية تتبع من دورها فى عملية التمويل المالي للمشروعات الإقتصادية من خلال الوظائف التى تقوم بها كل من السوق الأولية والسوق الثانوية فى الإقتصاد. وهو ما أكدته (International Monetary Fund (2017) عندما أشار الى أن تطور أسواق رأس المال تعد أمراً أساسياً فى زيادة الإستثمار الخاص وتحقيق أهداف التنمية المستدامة للأمم المتحدة من خلال توجيه المدخرات الى القروض طويلة الأجل لتمويل المشروعات الإنتاجية³. لذا فأن قلة الوعي بأهميتها يقلل من معدلات الإستثمار فيها وبالتالي إنخفاض معدلات نموها، وأبرز دليل على أهميتها هو ما يحدث فى تلك الأسواق من أزمات مالية تتحول الى أزمات إقتصادية تؤثر على الأداء الإقتصادي ككل، ويمكن تلخيص تلك الأهمية فى إنها تمثل⁴ :

(¹) محمود يونس و عبدالمنعم مبارك، النقود والبنوك والاسواق المالية، الاسكندرية، دار الجامعية، 2003/2002 ، ص 129.
(²) عبد الحفيظ خزان ، مرجع نفسه ، ص 102.
(³) صندوق النقد الدولي، مجلة التمويل والتنمية ، العدد 54، الرقم 3، سبتمبر 2017، ص 56. www.imf.org
(⁴) عبد الله سالم ، الخصخصة وتقييم الأصول والأسهم فى البورصة ، الاسكندرية ، مكتبة النهضة المصرية ، 1996، ص153.

1/ أحد الأدوات الهامة فى توظيف مدخرات المجتمع.

2/ تحويل الأرصدة النقدية من مجرد مدخرات متراكمة الى إستثمارات فى مشروعات قائمة أو مشروعات جديدة مما يؤدى الى زيادة فرص العمل ومن ثم خلق دخول جديدة مما ينعكس ذلك على زيادة الطلب على الإنتاج وستكون النتيجة النهائية زيادة فعالية الإقتصاد.

3/ تتيح للمستثمرين فرصة تكوين محافظ إستثمارية مناسبة من خلال توفيرها لمجموعة من الأدوات الإستثمارية كالأسهم والسندات والصكوك وغيرها من أوراق مالية.

4/ تساعد فى إصلاح الأوضاع الإقتصادية بالدولة من خلال حدها لموجة التضخم التى تعانى منها الأسعار وتخفيض عجز الموازنة العامة للدولة بتوفيرها لمصادر تمويلية أكثر ملائمة وغير تضخمية.

1-2 : أدوات التداول بأسواق الأوراق المالية

تسمى الأوراق المالية التى تتم تداولها فى الأسواق المالية بالأدوات المالية وهى وثائق تعبر عن الإلتزام على مصدرها أو بائعها، وأصل لحاملها أو مالكها، وتخول لهذا الأخير حق الحصول على تدفق معين من مدفوعات الفائدة أو عائد خلال فترة زمنية محددة.¹

1.2.1: أنواع أدوات التداول بأسواق الأوراق المالية

⁽¹⁾ على عبدالوهاب وآخرون ، مرجع سبق ذكره ، ص117.

تنقسم أدوات التداول بأسواق الأوراق المالية الى أربعة أنواع وهى الأسهم والسندات والصكوك والعقود :

اولاً: الأسهم : تعد الأسهم من الأدوات المالية الرئيسية التى يتم تداولها فى أسواق رأس المال وهى تمثل وثائق مالية تخول لحاملها حقوق ملكية على صافى الدخل وعلى موجودات الشركات وهى من الاصول التى لا تتمتع بالسيولة ويعتبر الأفراد من أكبر مالكيه ثم يليه صناديق التقاعد وشركات التأمين. وتتسم بتقلبات أسعارها حسب ظروف العرض والطلب والعوامل المرتبطة بأوضاع الشركات التى أصدرتها من حيث الربح والخسارة والظروف الإقتصادية المحيطة بها وتنقسم الأسهم نفسها الى : أسهم العادية تمثل صكوك ملكية تعطى لحاملها حق حضور الجمعية العمومية وتوزيعات الأرباح إن وجدت، وأسهم المجانية تمثل توزيعات التى تقوم بها الشركة لحصول حامل السهم على نصيبه من التوزيعات فى صورة أسهم عادية، وأسهم ممتازة وهى فئة من الأسهم التى تمنح لمالكها حقوقاً إضافية لا يتمتع بها صاحب السهم العادى، وأسهم الخزينة هى الأسهم التى تقوم الشركة المصدرة بإعادة شرائها من السوق، وأسهم مميزة وهى أسهم شركات ذات الجودة والمصداقية. وتلجأ غالبية الشركات عند تأسيسها الى التمويل من خلال الأسهم كمصدر أساسى للتمويل وسبب وراء ذلك لجعل التركيب الهيكلى لأموال الشركة تستند الى قاعدة راسخة وهى أسهم الشركة، لأن بقدر هذه المساهمة تكون أهلية الإقتراض لدى الشركة ويكون الضمان لدى الجهات المالكة لمصادر التمويل الأخرى.¹

(¹) على عبدالوهاب وآخرون، مرجع السابق، ص117.

ثانياً: **السندات:** وتعد السندات من الأدوات المالية الرئيسية التي يتم تداولها في أسواق رأس المال وتنقسم إلى¹ : سندات عامة وهى أصول أو أدوات دين طويلة الأجل تصدرها وزارة المالية أو الخزانة لتمويل عجز الموازنة الحكومية أو لتمويل مشاريع البنية التحتية وبتاريخ للاستحقاق ويستحق مالك السند فائدة المحددة مسبقاً. وسندات الشركات وهى صكوك دين طويل الأجل تصدرها الشركات ومن أهم مشتري سندات الشركات مؤسسات التأمين على الحياة وصناديق التقاعد.

ثالثاً: **الصكوك:** تعرف الصكوك الإسلامية وفقاً لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بصكوك الإستثمار تمييزاً لها عن الأسهم وسندات القرض، وهى وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة فى ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو فى ملكية موجودات مشروع معين أو نشاط إستثمارى خاص وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الإكتتاب وبدء إستخدامها فيما أصدرت من أجله.² وتقوم فكرة الصكوك الإسلامية على المشاركة فى تمويل مشروع أو عملية إستثمارية متوسطة أو طويلة الأجل وفقاً للقاعدة الفقهية الإسلامية "الغنم بالغرم" بمعنى "المشاركة فى الربح والخسارة" على منوال نظام الأسهم فى شركات المساهمة المعاصرة ونظام الوحدات الإستثمارية فى صناديق الإستثمار.³

وأيضاً يعرف الصكوك الإسلامية بأنها وثيقة بقيمة مالية معينة تصدرها مؤسسة بأسماء من يكتتبون فيها مقابل دفع القيمة المحررة بها وتستثمر حصيلة البيع سواء بنفسها أو بدفعه الى الغير للإستثمار نيابة عنها وتعمل على ضمان تداوله، ويشترك المكتتبون فى الصكوك فى

(¹) على عبدالوهاب وآخرون، مرجع نفسه ، ص117.

(²) ازهرى الطيب الفكى أحمد، الصكوك الإسلامية ودورها فى تمويل التنمية الاقتصادية والاجتماعية فى السودان: دراسة تطبيقية على شركة السودان للخدمات المالية المحدودة، الخرطوم ، المكتبة الوطنية للنشر ، 2013، ص 21.

(³) زبير الانصارى ، الصكوك الإسلامية مدرسة الحياة، دبي ، 13/10/2015م، 10:42:04

(www.alhayat,6/10/2017,11:55:05).

نتائج هذا الإستثمار حسب الشروط الخاصة بكل إصدار.¹ وهو تعريف يتوافق مع الصكوك المصدرة بالسودان بواسطة شركة السودان للخدمات المالية المحدودة التي تصدر الصكوك نيابة عن بنك السودان المركزى ووزارة المالية والإقتصاد الوطنى وتلك التي تصدرها البنوك كبنك الإستثمار المالى وبنك الرواد وبنك الخرطوم.

رابعاً: العقود (الأدوات المالية الحديثة) : ظهرت العقود أو ما يسمى بالأدوات المالية الحديثة كأدوات مالية جديدة نتيجة للتوجهات الحديثة فى العلاقات الإقتصادية الدولية حيث أصبح التعامل الدولي ليس قاصراً على الأسهم والسندات بل هناك أدوات مالية أخرى مستحدثة تشمل عقود الإختيار Options، العقود المستقبلية Futures ، العقود الآجلة Forward Contracts ، المبادلات Swaps.²

2.2.1 : الفرق بين الصكوك والأسهم والسندات :

هنالك العديد من أوجه الشبه والإختلاف بين هذه الأوراق المالية (الصكوك والأسهم والسندات) يمكن تلخيصها فى النقاط التالية³ :

أ/ أوجه الاتفاق والأختلاف بين الصكوك والأسهم :

1. الأسهم أوراق مالية عالية المخاطر بعكس الصكوك التي تعتبر متدنية المخاطر.
2. الأسهم تمثل حصة شائعة من رأس المال تضمن لحاملها الشراكة التامة فى الشركة، أما حامل الصك فلا يتجاوز كونه ممول للشركة، وحتى صكوك المشاركة لا تضمن الشراكة

(¹) ازهرى الطيب الفكى احمد، مرجع سبق ذكره، ص24.

(²) ايهاب الدسوقى، مرجع سبق ذكره، ص 97.

(³) ازهرى الطيب الفكى احمد، مرجع نفسه، صص24-26 .

التامة، إذ أن السهم يعطى صاحبه حقا في حضور الجمعية العمومية للشركة والتصويت والإشتراك في الإدارة والرقابة، وغير ذلك من الحقوق التي لا يمنح لحامل الصك.

3. السهم ورقة مالية غير مؤقتة أما الصكوك فإنها في الغالب تكون مؤقتة ولها تاريخ إستحقاق " إطفاء أو تنضيد" لكونها أداة مالية غرضها إدارة سيولة أو تمويل المصدر.

4. الأسهم تمثل جزء من رأس مال الشركة وحقوق الملكية الخاصة بها، أما الصكوك فتمثل منتج من منتجاتها التجارية.

5. تتفق الصكوك الإسلامية والأسهم من حيث خصائصها في كونها : متساوية القيمة ، لها قيمة إسمية محددة، ليست مالاً منقوماً في حد ذاتها ولكنها وثيقة إثبات حق ودليل عليه ، قابلة للتداول في أسواق المال، مالها معرض للربح والخسارة، فالربح غير مضمون ولا مؤكد الحدوث.

ب/ أوجه الإتفاق والأختلاف بين الصكوك والسندات :

1. كلاهما يصنف من الأوراق المالية القابلة للتداول التي يهدف مصدرها الحصول على سيولة بغرض التمويل أو التحكم في حجمها لأغراض السياسة النقدية بالنسبة للبنوك المركزية.

2. كلاهما ذات مخاطر متدنية وتتميز بدرجة عالية من الإستقرار.

3. الصكوك ورقة مالية مباحة شرعا بإستنادها على صيغة من صيغ العقود الشرعية بخلاف السندات التقليدية التي تعتبر ورقة مالية محرمة شرعا لما يشوبها من ربا.

4. السندات التقليدية تمثل قرصاً فى ذمة مصدرها بخلاف الصكوك التى تمثل حصة مملوكة على الشبوع فى العين أو الأعيان المصككة.

5. عوائد(فوائد) السندات التقليدية هى التزام واجب الوفاء من مصدر السندات عند حلول أجلها حتى وإن كانت السندات مدعمة بأصول فهى لا تزيد على أن تكون قرصاً فى ذمة المصدر موثقاً برهن وضمن الأصول. أما عوائد الصكوك فهى ناشئة عن ربح أو غلة العقود التى بنيت هيكلة الصكوك عليها فهى تأتى إما من قيمة إجارة الأصل أو من ريع المشاركة أو المضاربة والمتاجرة فى المجال الذى أنشئت الصكوك لأجله. وعليه يكون عائد السند التقليدى زيادة فى القرض فيدخل فى الربا المحرم شرعاً أما عوائد الصكوك فلا تمثل التزاماً فى ذمة مصدر الصكوك ولا ديناً عليه إن لم تتحقق فعلا.

3-1 : مؤشرات أسواق الأوراق المالية

تعتبر الأدبيات الإقتصادية والمالية مؤشرات سوق الأوراق المالية ترمومتراً لعافية الإقتصاد فهو بذلك يعكس حالات الرواج والكساد فيه، كما يعكس درجة النمو الإقتصادي ويظهر أثر السياسات المالية والإقتصادية المتبعة ومدي نجاحها فى تحقيق أهدافها التى إنشئت من أجلها، لذا تعد مؤشرات السوق المالية مقياساً حقيقياً لأداء سوق الأوراق المالية سواء فى البلدان المتقدمة أو النامية¹، فهى تلخص الأداء الإجمالى للسوق.

1.3.1 أنواع مؤشرات أسواق الأوراق المالية:

ينقسم مؤشرات أسواق الأوراق المالية لثلاثة أنواع :

(¹) عيس محمد الغزالى، تحليل الأسواق المالية، الكويت : المعهد العربى للتخطيط ، السنة الثالثة ، العدد27، 2003، ص7.

1.1.3.1 مؤشرات تقيس تطور أداء أسواق الأوراق المالية : يعتبر المؤشر أسلوباً سهلاً لتحويل أداء السوق الى صورة كمية يمكن أن يمثل مرجعاً للمستثمر في سوق الأوراق المالية. ولتحديد مدى تطور سوق الأوراق المالية وربطه بمختلف مؤشرات الإقتصاد إستتبط البنك الدولي (WB) ومؤسسة التمويل الدولية (IFC) International Finance Corporation عدد من المؤشرات يتم من خلالها تقييم دور السوق المالية في الإقتصاد وتسهل فهم العلاقة بين تطور السوق المالية والوسطاء الماليين من جهة، وقرارات تمويل الشركات والنمو الإقتصادي من جهة أخرى، كما تسمح للإقتصاديين وأصحاب القرار السياسى بتصنيف بلدانهم وإجراء المقارنات فيما بينها بحسب مستوى تطور أسواقها المالية.¹ والمؤشرات هي :

1/ مؤشر حجم السوق Market Size : وهو مؤشر يقيس قدرة السوق المالي فى تعبئة رأس المال وتنويع المخاطر، ولذلك تشير الأدب الإقتصادي الى الأثر الإيجابي لإتساع حجم السوق، وهناك طريقتين لحساب هذا المؤشر هما :

أ. نسبة رسملة السوق Market Capitalization Ratio : وهى عبارة عن إجمالى القيمة السوقية للأسهم المسجلة بالسوق كنسبة من الناتج المحلي الإجمالى Gross Domestic Product (GDP). وتحسب بالصيغة التالية :

نسبة رسملة السوق = إجمالى القيمة السوقية للأسهم المسجلة بالسوق / الناتج المحلي الإجمالى

(¹) Ross Levine, **Financial Development and Economic Growth : Views and Agenda**, Policy Research Working Paper , No.1678, The World Bank, Policy Research Department, Finance and Private Sector Development Division, October, 1996.

ب. عدد الشركات المدرجة في السوق Size of Companies Listed : وتعنى عدد الشركات المسجلة محليا والمدرجة في قائمة الأوراق المالية للدولة في نهاية العام، وتقاس تطور حجم السوق وتنوعها بنمو عدد الشركات المسجلة بالسوق في فترة ما بنسبة الى الفترات السابقة.

2. مؤشر سيولة السوق Market Liquidity : تعد السيولة سمة هامة من سمات تطور سوق الأوراق المالية وهي تعنى إمتلاك القدرة على البيع والشراء لتلك الأوراق بسهولة أى إمكانية تحويل الاصول الى نقود سائلة في الحال ودون خسارة. ويعد سمة السيولة اداة أساسية لتوفير الفاعلية في أسواق رأس المال ورفع مستوى كفاءتها. ولتتصف السوق بالسيولة يجب أن تتوفر فيه ثلاثة شروط هي العمق(وجود أوامر للتداول مستمرة على الورقة المالية)، الإتساع (وجود عدد كبير من أوامر البيع والشراء للأوراق المالية) ، وسرعة الإستجابة(قدرة السوق على علاج أى خلل بين العرض والطلب). ويقاس درجة السيولة في السوق بطريقتين هما:

أ. نسبة حجم التداول Total Value Traded Ratio : وهي قيمة الأسهم المتداولة (أى القيمة الكلية للأسهم التي يتم تداولها في قاعة السوق بمختلف الأسعار خلال فترة زمنية محددة) الى الناتج المحلي الإجمالي. وتحسب بالقاعدة التالية :

نسبة حجم التداول = إجمالي القيمة السوقية للأسهم المتداولة / الناتج المحلي الإجمالي

وتعكس هذه النسبة مدى إسهام السوق المالية في توفير السيولة في الإقتصاد، لذلك فأن إرتفاع نسبته دليل على وجود درجة عالية من السيولة في السوق وبالتالي تشجيع المستثمرين على الإستثمار.

ب. معدل سرعة دوران الأسهم Turnover Ratio : وهي تعنى إجمالي القيمة السوقية للأسهم المتداولة كنسبة مئوية من رسملة السوق، ويقاس بالصيغة التالية :

معدل سرعة الدوران الأسهم = إجمالي القيمة السوقية للأسهم المتداولة / إجمالي القيمة السوقية للأسهم المسجلة بالسوق

يعكس هذا المؤشر بجانب سيولة السوق، تكلفة التعاملات حيث كلما زاد معدله قل تكلفة تعاملات إتمام الصفقات لأنها تؤثر على حركة وحجم وإتجاه الاستثمار وبالتالي عندما تنخفض تكلفة المعاملات في السوق المالية تجعلها كفوة وينعكس ذلك على تخصيص الموارد.

3. مؤشر درجة التقلبات Volatility: وتعنى درجة وجود تذبذبات في عوائد السوق، وتقاس بإنحراف المعياري لتغيرات النسبية في أسعار الأسهم، وكلما إنخفضت درجته دلت الى تحسن كفاءة السوق المالية.

4. مؤشر درجة التركيز Concentration: يعنى هذا المؤشر مدى سيطرة عدد قليل من الشركات على السوق، ويقاس بدرجة التركيز لأنشط عشرة شركات في السوق من ناحية سيطرتها على حركة التداول في السوق الثانوية أو سيطرتها على حصة كبيرة من رأس المال. وتعتبر السوق أكثر كفاءة عندما تنخفض نسبة مساهمة أكبر عشرة شركات في إجمالي حجم التداول أو إجمالي رأس المال السوقي.

5. الهيكل المؤسسي والتنظيمي: يعتبر وجود الهيكل المؤسسي والتنظيمي الجيد من العوامل المهمة التي تؤدي الى جذب الإستثمارات. ووفقاً لمؤسسة التمويل الدولية (IFC) تقاس هذا المؤشر بالمعايير التالية:

أ. معيار نشر المعلومات عن الشركات المسجلة: وتأخذ قيمة (1) في حالة نشر المعلومات والصفحة في حالة عدم نشر المعلومات.

ب. معايير المحاسبية: وتأخذ قيم صفر أو (1) أو (2) وفقاً لدرجة القبول المحاسبى الدولي. ضعيف، كافي، جيد على التوالي.

ج. معيار قوانين حماية المستثمر: وتأخذ قيم صفر أو (1) أو (2) وتستخدم لتعبير عن إنها ضعيف، كافي، جيد وفقاً لقدرة القوانين على حماية المستثمر.

د. معيار العوائق على الإستثمار الأجنبي وتحويل رأس المال: وفي حالة وجود عوائق على تدفقات رأس المال تأخذ القيمة صفر، والقيمة (1) في حالة وجود بعض العوائق، وتحصل على القيمة (2) في حالة الحرية.

2.1.3.1 مؤشرات تقيس حال السوق المالي : وتتمثل في مؤشر العام لأسعار الأسهم :
وهي مؤشر خاص بأسعار الأسهم للأسواق الأوراق المالية تختلف من دولة لأخرى نسبة لتباين الأوراق المالية المتداولة في تلك الأسواق، والتي تدخل في حساب المؤشر وأساليب بناءها. وتوجد نوعين من مؤشرات لأسعار الأسهم : مؤشرات عامة تقيس حالة السوق بصفة عامة مثال لها مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة DJIA، مؤشر ستاندرد بور S & P500 في أمريكا، مؤشر فيناشال تايمز FTSE في سوق المالي البريطاني، مؤشر نيكاي NIKKEI في سوق المالي الياباني، مؤشر كاك CAC في سوق المالي الفرنسي. ومؤشرات قطاعية تقيس حالة السوق بالنسبة لقطاع أو صناعة معينة مثل مؤشر داو جونز لصناعة النقل ، مؤشر ستاندرد اند بور لصناعة الخدمات العامة.¹

3.1.3.1 مؤشرات تقيس جودة الأسهم : وهي مؤشرات تقيس جودة الأسهم يستفاد منها في إختيار الأسهم ذات العوائد الجيدة والتي تتمتع شركاتها بمركز مالي جيد. ومن أهمها : مؤشر مضاعف القيمة السوقية للسهم الي قيمته الدفترية والذي يعد من أهم المؤشرات المتعلقة بقرار الإستثمار في الأسهم ويوضح العلاقة بين سعر السهم في السوق ونصيبه من حقوق المساهمين في نهاية السنة المالية. بجانب مؤشر ربحية السهم الذي يقيس حصة السهم من الإيراد القابل للتوزيع أوصافي الربح بعد الضريبة . ومؤشر معدل العائد على السهم، ومؤشر مضاعف الربحية وهي من أهم المقاييس العالمية لإختيار القيمة الحقيقية للسهم لأنه يحقق التكامل والترابط بين القيمة السوقية للسهم في تاريخ معين وربحية السهم السنوي.² ولذلك ما يهمنا في سياق هذه الدراسة هي النوع الاول من المؤشرات والتي تقيس تطور أداء أسواق الأوراق المالية والمستتبطة من قبل البنك الدولي (WB) ومؤسسة التمويل الدولية (IFC) International Finance Corporation.

⁽¹⁾ حسان خضر، تحليل الاسواق المالية ، سلسلة جسر التنمية ، المعهد العربي للتخطيط ، العدد السابع والعشرون ، السنة الثالثة ، 2004م ، ص7.

⁽²⁾ سليم جابر، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية : دراسة حالة للأسهم المتداولة في بورصة عمان ، رسالة ماجستير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2012، ص62.

الفصل الثاني

مفاهيم ونظريات النمو الإقتصادي

2-1: المفاهيم العامة للنمو الإقتصادي

2-2: نظريات النمو الإقتصادي

2-3: محددات النمو الإقتصادي

2-4: مؤشرات قياس النمو الإقتصادي

الفصل الثاني

مفاهيم ونظريات النمو الإقتصادي

تمهيد

يعد النمو الإقتصادي من أهم الأهداف الكلية للسياسة الإقتصادية على مستوى إقتصادات الدول المتقدمة منها والنامية على حد سواء.¹ وذلك لدوره المحوري في تحسين مستوى دخول الأفراد، و تقليل معدلات الثلاثية المتلازمة الفقر والجهل والمرض التي تعاني منها معظم مجتمعات الدول خاصة النامية منها اذا ما تم تقاسم عوائده بالعدالة والشفافية.² وبجانب دوره على مستوى الدولة في زيادة مواردها وتعزيز قدرتها للقيام بواجباتها وقياس مستوى أدائها الإقتصادي والتنموي. لذا السعى نحو تحقيق معدلات عالية ومستدامة منه أصبح يعد غاية ومطلب إقتصادي تصبو إليه المجتمعات وصانعو السياسة الإقتصادية من خلال البحث عن محدداته، وعليه برز نوعين من المحددات، عرف بعضها بالمحددات التقليدية شملت نمو السكان، رأس المال المادي، ومستوى التقنية. وأخرى بالمحددات الحديثة شملت عوامل إقتصادية، وسياسية، ومؤسسية. ومن بين العوامل المؤسسية المؤسسات المالية. ولبيان ذلك تم تقسيم الفصل لأربعة موضوعات رئيسية تضمنت المفاهيم العامة للنمو الإقتصادي، نظريات النمو الإقتصادي، محددات النمو الإقتصادي، وأخيراً مؤشرات قياس النمو الإقتصادي.

2-1: المفاهيم العامة للنمو الإقتصادي

(¹) Micheal P. Todaro, op cit,p115.

(²) حجازي عبد الحميد الجزار، مرجع سبق ذكره ، ص 5.

ظهر النمو الإقتصادي كمصطلح مع ظهور التحليل الإقتصادي المنتظم وتطورت الى أن أصبح يعد من أهم الأهداف الكلية للإقتصاد.¹

1.1.2: تعريف النمو الإقتصادي Economic Growth Defined

تعددت تعاريف النمو الإقتصادي وإختلف باختلاف المتغير الذى على أساسه يتم قياسه، لذا تناوله الباحثون والعلماء والمنظمات والهيئات الدولية والحكومية بصيغ مختلفة ولكنها ذات صلة وإتجاه، فضلاً عن ذلك كيفية تعريفه يحدد الى حد كبير طريقة قياسه. ومن أشهر هذه التعريفات تلك الذى قدمه الإقتصادي سايمون كوزنتس Simon Kuznets الحائز على جائزة النوبل فى الإقتصاد عام 1971 لجهوده فى قياس وتحليل النمو التاريخى للدخل القومي حيث عرف بأنه الزيادة على المدى الطويل فى قدرة الدولة على توفير سلع إقتصادية متنوعة على نحو متزايد لسكانها، وأن تكون هذه القدرة المتزايدة نابعة على أساس التقدم التكنولوجي والتعديلات المؤسسية والإيديولوجية المطلوبه.² وأوضح سايمون كوزنتس Simon Kuznets فى تعريفه ثلاثة سمات رئيسية ذات أهمية هى³ :

الاول : أن إرتفاع المستمر فى الناتج القومي هو مظهر من مظاهر النمو الإقتصادي، والقدرة على توفير مجموعة واسعة من السلع هو إشارة على النضج الإقتصادي.

الثانى : التقدم التكنولوجي يوفر أساس أو شروط مسبقة للنمو الإقتصادي المستمر وهو شرط ضرورى ولكن ليست شرط كافي .

(¹) عبدالله احمد محمد عباس ، المدخل لدراسة سياسات الاقتصاد الكلى : السياسة النقدية والسياسة المالية ، شركة مطابع السودان للعملة المحدودة ، الخرطوم ، 2012، ص 73.

(²) Michael P. Todaro , **Economic Development in The Third World**, op cit,P.121.

(³) Michael P. Todaro , **ibid**,P.121.

الثالث : لتحقيق إمكانات النمو الكامنة فى التكنولوجيا الجديدة يجب إجراء التعديلات المؤسسية والإتجاهات والايديولوجية لأن جلب وإبتكار التكنولوجيا بدون أن يصاحبه إبتكار الإجتماعى يشبه مصباح كهربائى بدون كهرباء.

اذن نستنتج من هذا التعريف أنه يقلص الفجوة بين النمو الإقتصادي كفعل تلقائى وبين التنمية الإقتصادية كفعل إرادى، كما إنه يشير الى وجود محددات أخرى للنمو غير المحددات التقليدية. وكما يؤكد أن النمو الإقتصادي المستدام هو نتيجة لسياسات ومؤسسات وتغييرات هيكلية وعلمية وبالتالي ليس مجرد عملية تلقائية كما كان سائداً فى الأدبيات الفكر الإقتصادي الكلاسيكي. وأيضاً عرفه بعض الإقتصاديين بأنه "الزيادة الحقيقية فى الناتج القومى وفى حصة الفرد منه خلال فترة زمنية معينة"¹ وبالتعمق فى هذا المفهوم فإنه يتعين التأكيد على ثلاثة نقاط أساسية وهى² :

اولاً : النمو الإقتصادي لا يعنى فقط حدوث زيادة فى إجمالى الناتج المحلى بل لابد أن يترتب عليه زيادة فى دخل الفرد الحقيقى، أي لابد أن يفوق معدل النمو الإقتصادي معدلات نمو السكان، حيث كثيراً ما يزيد الناتج المحلى الإجمالى فى بلد ما إلا أن نمو السكان بمعدلات أعلى يحول دون زيادة متوسط دخل الفرد الحقيقى وبالتالي على رغم من زيادته إلا انه لم يحقق نمواً إقتصادياً، وعليه يمكن القول بأن معدل النمو الإقتصادي يساوى معدل نمو الدخل القومى مطروحا منه معدل نمو السكان.

ثانياً : أن الزيادة التى تتحقق فى دخل الفرد ليست زيادة نقدية فحسب بل يتعين أن يكون زيادة حقيقية، أى لأبد من إستبعاد أثر التضخم، وعلى ذلك فان معدل النمو

⁽¹⁾ انطونيوس كرم ، اقتصاديات التخلف والتنمية، مركز الانماء القومى ، الكويت ، 1980 ، ص 27.
⁽²⁾ محمد عبدالعزيز عجمية ، ايمان عطية ناصف ، التنمية الاقتصادية : دراسات نظرية وتطبيقية ، مرجع سبق ذكره، ص 51-54.

الإقتصادي الحقيقي يساوى معدل الزيادة فى دخل الفرد النقدى مطروحاً منه معدل التضخم.

ثالثاً : الزيادة التى تتحقق فى الدخل لآبد وأن تكون على المدى الطويل وليست زيادة مؤقتة سرعان ما تزول بزوال أسبابها أى لآبد وأن نستبعد ما يعرف بالنمو العابر.

كما يعرف النمو الإقتصادي بأنه معدل الزيادة المضطربة طويلة الأجل فى نصيب الفرد من الدخل القومى الحقيقى.¹ وعليه فإن الزيادة فى نصيب الفرد من الدخل القومى التى تحدث بعد تعافى الإقتصاد من الكساد لا تعتبر نمواً اقتصادياً لأنها ليست مضطربة وإنما دورية فى الأجل القصير.

2.1.2 : الفرق بين النمو الإقتصادي والتنمية الإقتصادية

من الأهمية بمكان تمييز بين مصطلحى النمو الإقتصادي Economic Growth والتنمية الإقتصادية Economic Development، حيث برزت فى الأدبيات المتعلقة بالجانب التنموي خلال عقدى الخمسينيات والستينيات خلط بينهما مما دفع الإقتصاديين لتمييزهما. ويعد الإقتصادي شومبيتر Schumpeter من الأوائل الذين ميزوا بين هذين المصطلحين حيث أوضح أن النمو الإقتصادي هو حدوث تغيرات كمية فى بعض المتغيرات الإقتصادية بينما التنمية الإقتصادية فتعنى حدوث تغيرات نوعية فى هذه المتغيرات، وأن النمو يحصل بسبب نمو السكان والثروة والإدخارات، أما التنمية فتحصل بفعل التقدم والإبتكار ويلعب العامل الإقتصادي دوراً متميزاً فى إحداث التطور.² وقد دفع هذا الخلط الأمم المتحدة كمؤسسة عالمية بأن تحدد هدفه للعقد الثانى للتنمية هو تحقيق زيادة سنوية فى

(¹) مايكل ايجدمان، الاقتصاد الكلى النظرية والسياسة، الرياض، دار المريخ للنشر، 1999، ص ص455-456.

(²) الهام وحيد دحام، مرجع سبق ذكره، ص60.

الناتج القومى الإجمالي مقدارها %1.5¹ وهناك تمييز آخر أكثر وضوحاً عرف النمو الإقتصادي بأنه التغير النسبى فى الناتج المحلى الإجمالي الحقيقى أو الزيادة فى نصيب الفرد من الناتج المحلى الإجمالي الحقيقى . أما التنمية الإقتصادية فهى ظاهرة مركبة تتضمن أبعاداً نوعية تمتد الى ما وراء النمو أو التوسع الإقتصادي وهذا التغير النوعى يحدث بصورة خاصة فى التغيرات الهيكلية فى البنيان الإقتصادي للدولة وما ينعكس عليه من تغيرات فى مختلف المجالات الإجتماعية والسياسية والثقافية. وبناءاً عليه فأن عملية التنمية لا بد وأن ينطوى على جميع ما أنطوت عليه عملية النمو الإقتصادي المتمثلة فى :

1. زيادة متوسط نصيب الفرد من الدخل .
2. أن تكون الزيادة حقيقية وليست نقدية .
3. أن تكون الزيادة على المدى الطويل .

والعوامل الأخرى التى تنفرد بها عملية التنمية والمتمثلة فى :

1. تغيرات فى الهيكل والبنيان الإقتصادي بصورة تؤدى الى توسيع نطاق الطاقة الإنتاجية.
2. إعادة توزيع الدخل لصالح الطبقة الفقيرة.
3. ضرورة الإهتمام بنوعية السلع والخدمات المنتجة وإعطاء الأولوية لتلك الأساسيات التى يحتاج إليها الطبقة الفقيرة .

ولكن على الرغم من الإنتقادات الموجهة الى النمو الإقتصادي عند أخذه كمؤشر لقياس التنمية بإعتباره مقياساً كمياً بحثاً يهمل الجوانب النوعية للتنمية وخاصة

(¹) انطونيوس كرم ، مرجع سبق، ص 22.

الجوانب ذات الصلة بالنواحي الإجتماعية والسياسية إلا أنه مازال مقياس الأكثر استخداماً وانتشاراً في مجال قياس الأداء التنموي لإقتصادات الدول.¹

3.1.2: أنواع النمو الإقتصادي

يقسم النمو الإقتصادي الى نوعين :

الأول : نمو الإقتصاد بحسب الفترة الزمنية، وينقسم بدوره لثلاثة أنواع² :

1. نمو إقتصادي قصير الأجل Short-Term Economic Growth : ويحدث عندما يتحرك إقتصاد دولة ما من حالة ركود مصحوب بمعدل بطالة مرتفع وعدم كفاية الطلب الكلى الى حالة إنتعاش مصحوب بزيادة معدل التوظيف لعوامل الإنتاج وهو ما يسمى بمستوى التقنية السائدة. وهذا التحرك في الإقتصاد يعرف بأنه نمو إقتصادي قصير الأجل وهو نمو دورى ليس له صفة الثبات والإستمرارية فى الأجل الطويل ويحدث عادة نتيجة إستخدام سياسات الإستقرار قصيرة الأجل ممثلة فى السياستين المالية والنقدية.

2. نمو إقتصادي متوسط الأجل Medium-Term Economic Growth : ويتحقق عندما يتحرك إقتصاد دولة ما من مستوى نمو إقتصادي قصير الأجل حيث يعمل دون مستوى التوظيف الكامل لعوامل الإنتاج فى إتجاه مستوى التوظيف الكامل والتوازن فى الإقتصاد، وهو نمو قابل لإستمرارية والثبات فى المستقبل بتطبيق برامج وخطط إقتصادية متوسطة الأجل.

3. نمو إقتصادي طويل الأجل Long-Term Economic Growth : وهو الزيادة المستمرة والثابتة فى معدلات نمو الإقتصاد فى الأجل الطويل وفيه يعمل

(¹) محمد عبدالعزيز عجمية ، ايمان عطية ناصف ، مرجع نفسه، ص 56.

(²) Willam.H.Branson, **Macroeconomic Theory and Policy**, Edition Two, Published by Verender Arye, India ,1993, pp.460-461.

الإقتصاد عند مستوى التوظيف الكامل لعوامل الإنتاج وهو أقصى معدل نمو تسمح به الموارد الإقتصادية المتاحة لدى الدولة ويعرف أيضا بالنمو الطبيعي Nutural Economic Growth وعندما يتحقق يكون الإقتصاد فى حالة التوازن ومن ثم يعرف بالنمو التوازنى الثابت فى الأجل الطويل وهو يعد معدل نمو الإقتصادى الأمتل والمرغوب فيه لأنه فيه صفة الثبات والإستمرارية فى الأجل الطويل بتبنى خطط وإستراتيجيات طويلة الأجل.¹

الثانى : نمو الإقتصاد بحسب كمية ونوعية عوامل الإنتاج وينقسم الى نوعين² :

1. نمو إقتصادى شامل أو واسع Extensive Economic Growth : ويتحقق عندما ينمو إقتصاد دولة ما نتيجة لزيادة فى كمية عوامل الإنتاج، وهذا النوع هو الأكثر وجوداً فى الدول النامية نسبة لعمل معظم اقتصاداتها دون مستوى التوظيف الكامل لمواردها الإقتصادية .

2. نمو إقتصادى كثيف Intensive Economic Growth : وهو يحدث نتيجة لتحسن نوعية عوامل الإنتاج ومن ثم تزيد إنتاجيتها وهو الأكثر وجوداً فى إقتصادات الدول المتقدمة لأن إقتصاداتها تعمل عند مستوى التوظيف الكامل لمواردها الإقتصادية.

4.1.2 أهمية النمو الإقتصادى

(¹) مايكل ابجدمان ، مرجع سبق ذكره، ص ص 459 - 462
(²) جريجورى، وروبرت استيورت، ترجمة طه عندالله منصور، النظم الاقتصادية المقارنة، دار المريخ للنشر، الرياض ، 1994، ص67.

هناك جدل بين الإقتصاديين حول أهمية نمو الإقتصاد، فى حين يراه البعض مهم لفوائده وإيجابياته التى تعود الى الأفراد والدولة يراه البعض الآخر بأنه فيه تكاليف وسلبيات على المجتمع ، ويمكن مناقشة ذلك من خلال إستصحاب آراء الفريقين :

الفريق الأول مؤيدو نمو الإقتصاد : ينظر هذا الفريق الى نمو الإقتصادي بأنه هدف رئيسى لأى مجتمع لفوائده وإيجابياته التى تعود لأفراد المجتمع والدولة معاً ويمكن تلخيص وجهة نظرهم فى الأتى¹ :

1. يؤدى نمو الإقتصاد الى ترقية مستوى معيشة الأفراد بزيادة مستوى دخولهم الحقيقية ومن ثم تمكينهم من الحصول على أكبر وأفضل كمية من السلع والخدمات وهذا الأثر الإيجابى للنمو قد لا يكون مباشرة ولكن يتوقع فى المستقبل بإستمراره فى الأجل الطويل.

2. يوسع نمو الإقتصاد من الإمكانيات الإنتاجية للدولة مما يؤدى الى زيادة إنتاج السلع والخدمات من جهة، وتوسيع فرص إختياره أمام أفراد المجتمع من جهة أخرى.

3. يعمل نمو الإقتصاد على خفض معدلات الفقر وتحسين نوعية الحياة لدى الأفراد بحسب البنك الدولى ويتباطأ وتتاقص حدة الفقر عندما يكون الأداء الإقتصادي سيئاً. وبالرغم من أن الأثر الإيجابى للنمو على الفقر مشكوك فيه وسط بعض الإقتصاديين إلا إنه يعتمد على مستوى الفقر نفسه ما اذا كان نسبى أو مطلق، فاذا كان الفقر نسبى فانه ليس من المحتمل تأثير النمو عليه إيجابياً بسبب ثبات نسبة توزيع الدخل أو الثروة . أما اذا كان الفقر مطلق وخاصة للذين

(¹) Philips Hardwik el al, **An Introduction to Modern economics**, Third Edition , Longman Publishing Group, Hong Kong,1990, pp.414-415.

يعتمدون على إعانات الدولة فسوف يكون تأثيره إيجابى ويستفيدون منه بصورة مباشرة .

4. يعمل نمو الإقتصاد على توزيع الدخل دون الإضرار بأحد أى عندما يحدث نمو سوف يكون هناك تغير فى توزيع الدخل دون أن يضرر أحد ولكن النمو نفسه ليس من الضرورى أن يعمل على تحسين توزيع الدخل. ويرى البعض أن عملية توزيع الدخل أكثر إلحاحاً من الإستمرار فى النمو الإقتصادي ومع ذلك فإنه فى ظل النمو الإقتصادي سوف يكون من الأسهل إعادة توزيع الدخل.

5. بسبب التراكم الرأسمالي والتطور التقنى المصاحب لعملية نمو الإقتصاد يتغير هيكل الإقتصاد من النشاط الزراعى الى النشاط الصناعى مثلما حدث فى بريطانيا فى منتصف القرن الثامن عشر.

6. تتيح عملية إستمرار نمو الإقتصاد فى الأجل الطويل الفرص للدول لتوفير مزيد من الموارد المالية لتقديم أفضل الخدمات لمواطنيها وخاصة تلك الخدمات المتعلقة بالتعليم والرعاية الصحية والإجتماعية ومكافحة التلوث البيئى وغيرها.

7. اذا كان نمو الإقتصاد مصحوب بتنمية أقتصادية خاصة فى الدول النامية فمن شأنه أن يكون له آثار خارجية إيجابية على جميع أفراد المجتمع من خلال ما يوفره من الخدمات الأساسية كالطرق والكهرباء والمياه ووسائل الإتصال وغيرها.

فقد أكدت الدراسة التى قام بها الإقتصاديان Glein Firebaugh & Frank Dack فى عام 1994 لعينة من (64) دولة نامية وجود علاقة إيجابية ومهمة بين النمو الإقتصادي والرفاهية الإقتصادية لأفراد المجتمع¹ وهو يؤكد ما ذهب

(¹) American Sociological Review , Vol.59,No.5, October 1994, pp.631-653.

اليه وجهة نظر المؤيد والقائل إن نمو الإقتصادي يؤدي الى ترقية مستوى معيشة الأفراد. وفي ذات المنحى يؤكد عدد من الإقتصاديين بأن أهمية النمو الإقتصادي تتبع من ما يحققه للفرد والدولة من مزايا ومحاسن تتلخص فى ¹ :

أولاً : بالنسبة للأفراد : أن النمو الإقتصادي يسمح بزيادة دخل الفرد الحقيقي من خلال زيادة الإنتاج المادى الموجه لتلبية الحاجات الإنسانية المختلفة وبالتالي يرفع من معدلات الأجور والأرباح والدخول الأخرى مما يزيد من القدرة الشرائية للأفراد، وهذا يساعد بدوره فى القضاء على الفقر ويحسن من المستوى الصحى والتعليمى للسكان ويخفف من حدة البطالة وكما يفتح لهم آفاق التحضر والرفاهية.

ثانياً : بالنسبة للدولة فإن زيادة الدخل القومى تسمح بزيادة موارد الدولة وتعزز قدرتها على القيام بجميع واجباتها كتوفير الامن والصحة والتعليم والتوزيع الأمثل للدخل القومى دون أن يؤثر ذلك سلباً على مستويات الإستهلاك الخاص، بالإضافة الى أن تدقيق الدولة وبحثها لمصادر النمو يمكنها من بناء إستراتيجية لإستدامة هذا النمو بناءً على إحصائيات ومعطيات ميدانية.

الفريق الثانى معارضو نمو الإقتصاد : نظرة هذا الفريق تشاؤمية إتجاه إستمرار عملية نمو الإقتصاد فى الأجل الطويل لما له من مساوئ وسلبيات على المجتمع وأفراده من وجهة نظرهم يمكن تلخيصها فى :

1. نمو الإقتصاد له تكلفة فرصة بديلة فى التضحية بالإستهلاك الحالى من أجل زيادة إستهلاك المستقبلى الغير مؤكد.

2. يحدث النمو آثار خارجية سلبية على المجتمع مثل التلوث البيئى والضوضاء والازدحام وغيره مما يؤثر سلباً على نوعية الحياة .

(¹) جلال خشيب ، النمو الإقتصادى، شبكة الالوكة، ورقة بحثية منشورة، www.alukah.net، ص9.

3. النمو يحدث تغيير من شأنه أن ينفع البعض ويتضرر البعض الآخر على سبيل المثال التقدم التقنى كأحد مصادر النمو قد يخلق وظائف جديدة يستفيد منها البعض وفى نفس الوقت يجعل بعض الوظائف الحالية غير مرغوب فيها مما يخلق بطالة للبعض الآخر.

4. نسبة لمحدودية الموارد الإقتصادية فإن إستمرارية عملية نمو الإقتصاد من شأنها أن تستنزف هذه الموارد ومن ثم يتوقف نمو الإقتصاد فى المستقبل أو تقل معدلات زيادته.

5. أظهرت بعض الدراسات أن النمو يزيد الفجوة بين الأغنياء والفقراء أى يزداد الأغنياء غناً و الفقراء فقراً بإستمرار عملية النمو وخاصة فى الدول النامية، وذلك لأن نمو الإقتصاد يحدث بسبب إدخارات الإغنياء وللأغنياء فقط.¹ ولكن بالرغم من هذه النظرة التشاؤمية إتجاه عملية نمو الإقتصاد إلا أنه يظل أمر مرغوب فيه نسبة لمحاسنه التى تفوق مساوئه كما يمكن للدولة أن تعمل على تقليل مخاطره وآثاره السالبة بتبنى سياسات إقتصادية لهذا الغرض.

2-2: نظريات النمو الإقتصادي

لمناقشة النمو الإقتصادي لابد من إسترجاع بعض النظريات والآراء التى وضعها الإقتصاديون الأوائل والتى تضمنتها الكتابات الإقتصادية. حيث توجد كثير من المدارس الفكرية التى حاولت تفسير النمو الإقتصادي كظاهرة من جهة، ولتحديد محدداته وأهميته النسبية من جهة أخرى . وعليه يمكن تسليط الضوء على تلك النظريات التى توفر مفاهيم ومبادئ الأساسية حول القوة المحركة لنمو الإقتصاد. وهناك ثمة حقيقة لابد من أخذها فى الإعتبار هو لا يمكن اليوم تطبيق

(¹) ابراهيم حسين صلاح الدين بدرالدين، مرجع سبق ذكره ، ص ص32-33.

تلك النظريات بصورة مباشرة على واقع الدول النامية وإنما يتطلب الأمر إستيعابها وتطويرها بما يخدم مصلحة هذه الدول. ولأغراض التحليل سيتم تقسيم تلك النظريات الى مجموعتين هما:

1.2.2: مجموعة النظريات التاريخية للنمو الإقتصادي :

وهي عبارة عن مساهمات حول عملية النمو الاقتصادي قدمها بعض الإقتصاديين فى العصور الأولى لنشأة علم الاقتصاد والفترات اللاحقة له حتى أوائل القرن العشرين لكونها تشكل الأساس الذى بنيت عليه النظريات الحديثة، وتتضمن النظريات التالية :

1.1.2.2: النظرية الكلاسيكية :

عاصر الإقتصاديون الكلاسيكون الثورة الصناعية التى شهدتها اوربا أواخر القرن الثامن عشر واول القرن التاسع عشر لذلك بنوا على أساسها أفكارهم واراؤهم فى النمو الإقتصادي وأسبابه وكيفية تحقيقه. وعلى رأسهم آدم سميث وديفيد ريكاردو وقد نظرو الى عملية النمو الإقتصادي على أنه نتاج لعملية التراكم الرأسمالى لذا كانت الرأسمالية الحرة هى أساس الذى بنيت عليه فكرة التنمية عندهم، كما أنهم إعتدوا على مبدأ تقسيم العمل بإعتباره يدفع بعملية الإنتاجية. ويمكن مناقشة رؤى هذه المدرسة من خلال تناول أفكار بعض رواده على رأسهم :

أولاً : تحليل آدم سميث 1776 : يعد آدم سميث أول من أسهم من الإقتصاديين الكلاسيكيين فى إيضاح أسس النمو الإقتصادي فى الإقتصاديات الرأسمالية الحرة من خلال تعرضه للمبادئ العامة التى تحكم تكوين الثروة والدخل فى كتابه الشهير "ثروة الامم" الذى نشره فى 1776 وتميزت نظريته بطابع التفاؤل إزاء التقدم

المطرّد حيث بنى آراءه على مبدأ تقسيم العمل وربط درجته بحجم السوق ومدى إتساعه وكفاءته، بجانب وجود هيكل إقتصادي يخلو من تدخل حكومي في مختلف نواحي النشاط الإقتصادي، وجعل الإدخار شرطاً أساسياً للنمو الإقتصادي، كما أكد على أهمية تجميع رأس المال ليعد عنصراً أساسياً في النمو الإقتصادي. ويعتقد سميث بأن عملية نمو الإقتصاد عندما ينطلق فإنه يتجدد ذاتياً في ظل توفر السوق الكفاء والحرية الإقتصادية من خلال قوانين الطبيعة التي تنظم مسار الحياة الإقتصادية والذي أطلق عليه مفهوم "اليد الخفية" Invisible Hand.¹

ثانياً : تحليل ديفيد ريكاردو 1817 : أما ديفيد ريكاردو فقد بنى تحليله على دعامتين أساسيتين هما نظرية مالتس للسكان وقانون تناقص الغلة. وهو أكثر ميلاً للتشاؤم لإنتقاله من فكرة الغلة المتزايدة التي سيطرت فكر آدم سميث الى الغلة المتناقصة.² وقسم ريكاردو المجتمع الى ثلاثة طبقات حسب وجهة نظره هم الرأسماليون والعمال والاقطاعيون. وأن الرأسماليون هم عمود الفقري للتنمية الإقتصادية عنده لذلك فضل ريكاردو عدم فرض الضرائب المعرّقة لنشاطهم حتى لا تقتل عزائمهم وبالتالي تضيع فرص التنمية، لذا طالب بعدم تدخل الدولة في النشاط الإقتصادي.³

2.1.2.2: نظرية شومبيتر للنمو الإقتصادي : يعد جوزيف شومبيتر من أوائل الإقتصاديين الذين حاولو الإبتعاد عن التحليل السكوني وتأسيس نظرية التحليل الحركي الديناميكي. وأشتهر شومبيتر من خلال نظرياته حول التنمية التي وردت في كتابه "نظرية التنمية الإقتصادية" عام 1911م والتي كملها في كتاب له عن

(¹) عبلة عبد الحميد بخارى ، التنمية والتخطيط الإقتصادي : نظريات النمو والتنمية الإقتصادية، جامعة الملك عبدالعزيز بن سعود، المملكة العربية السعودية، 2009، ص 30.
(²) محمود جاسم عباس، النمو الإقتصادي : المؤشرات الأساسية في الإقتصاد العراقي 1970-2008، العراق ، مجلة كلية بغداد للعلوم الإقتصادية ، العدد 27، 2011، ص ص 65-66.
(³) جمال داؤد سلمان الدليمي ، التنمية الإقتصادية : نظريات وتجارب ، المنظمة العربية للتنمية الادارية ، جامعة الدول العربية، القاهرة ، مصر، 2015، ص30.

الدورات الإقتصادية فى 1939م.¹ وظهر جلياً من خلال أفكاره التى وردت فى كتاباته تأثره بكل من المدرسة النيوكلاسيكية وأفكار مالتس فيما يختص تناقضات النظام الرأسمالى. كما أشار شومبيتر الى أن التطور فى ظل النظام الرأسمالى يحدث فى صورة قفزات متقطعة وإندفاعات غير متسقة تصاحبها فترات من الكساد والرواج قصيرة الأجل بصورة متعاقبة بسبب التجديدات والإبتكارات التى يحدثها المنظمون والتى من شأنها زيادة الإنتاج ودفح عجلة النمو الإقتصادى. وكما أوضح أن عملية النمو يتوقف على عاملين أساسيين هما المنظم والذى وصفه بأنه مفتاح أو الدينامو المحرك لعجلة التنمية والآخر هو الإئتمان المؤسسات المالية الذى يقدم للمنظم إمكانيات التجديد والإبتكار.² ومن ناحية أخرى ميز شومبيتر بين نوعين من الإستثمار هما الإستثمار المحفز Induced Investment وأعتبره دالة فى حجم النشاط الإقتصادى أى إنه يتحدد بمعدلات الربح والفائدة وحجم رأس المال القائم فى النشاط الإنتاجى. والإستثمار التلقائى Autonomous Investment يتحدد بعوامل مستقلة عن النشاط الإقتصادى ويعتبر هذا النوع من الإستثمار مهم فى وجهة نظره بإعتباره من محددات الأساسية لعملية النمو الإقتصادى فى الأجل الطويل فهو دالة للربح غير العادى المتوقع عن عملية التجديد.³

وتقوم فكرة نموذج شومبيتر للنمو بإفتراض وجود دالة الإنتاج معينة على النحو التالى⁴ :

(¹) جلال خشيب ، مرجع سبق ذكره ، ص15.
(²) جمال داؤد سلمان الدليمى ، مرجع سبق ذكره، ص45.
(³) جلييلة حسن حسنين ، الاسلوب الاسلامى لتكوين رأس المال والتنمية الإقتصادية، دار الجامعات المصرية ، الاسكندرية ، 1990، ص 19.
(⁴) جمال داؤد سلمان الدليمى ، مرجع السابق، ص47.

1. بإفتراض أن (S) الإدخار، (W) الاجور ، (R) الأرباح ، (r) سعر الفائدة
فأن :

$$S = S(W, R, r) \dots \dots \dots (1)$$

أى أن المدخرات تتوقف على الأجور والأرباح وسعر الفائدة.

2. ووفقا لتقسيم شومبيتر للإستثمار بأنه يتكون من جزئين محفوز وتلقائى فاذا
رمزنا للإستثمار المحفز ب(li) والإستثمار التلقائى ب(la) فإن :

$$I = I_i + I_a \dots \dots \dots (2)$$

حيث (li) إستثمار محفوز يتم نتيجة زيادة الدخل والإنتاج والأرباح و (la)
إستثمار تلقائى يتولد نتيجة إعتبارات طويلة الأجل من أهمها التقدم التكنولوجى.

3. بإفتراض أن التراكم الرأسمالى تم رمزه ب(K) فإن :

$$I_i = I_i(R, r, K) \dots \dots \dots (3)$$

وهذا يعنى أن مستوى الإستثمار المحفوز يتوقف على مستوى الأرباح وسعر
الفائدة والتراكم الرأسمالى.

4. بإفتراض إنه تم إكتشاف موارد جديدة اذا رمزنا له ب(N) وفى ظل وجود
تكنولوجيا اذا رمزنا له ب(T) فإن :

$$I_a = I_a(N, T) \dots\dots\dots(4)$$

وهذا يشير الى أن مستوى الإستثمار التلقائي يتوقف على إكتشاف موارد جديدة وتقدم تكنولوجى. وركز شومبيتر على أن التقدم التكنولوجى ومعدل إكتشاف موارد جديدة نفسها يتوقف على عرض المنظمين.

5. بإفتراض أن (Q) يمثل الناتج القومى الإجمالى وأن (M) يمثل المضاعف و(I-S) تعبر الفجوة الإستثمار والإدخار فأن :

$$Q = M (I-S) \dots\dots\dots(5)$$

فهذا يعنى أن مستوى الناتج القومى الإجمالى يتوقف على العلاقة بين الإدخار والإستثمار والمضاعف.

وعليه يمكن القول بأن شومبيتر قد سلم بأهمية سعر الفائدة للإدخار، وكما أمن على أن للبنوك والمؤسسات المالية الأخرى دوراً هائلاً فى تمويل الإستثمار عن طريق خلق الائتمان، وخلص الى أن زيادة الإستثمار عن الإدخار الإختيارى التى تحدد بحجم الإئتمان المصرفى تعتبر محدد أساسى للنشاط الاقتصادى فى دورة الرواج.¹ ومن ناحية أخرى يعد تمييزه للإستثمار الى محفز وتلقائى بمثابة إسهام العلمى الذى ميزه عن زملائه السابقين لأن النظريات السابقة له أعطت الدور الرئيسى لعملية النمو للتقدم التكنولوجى دون أن ينظرو الى ماذهب اليه شومبيتر وكما أعطى رائد هذه النظرية الدور الرئيسى للمنظم للقيام بهذه العملية.²

⁽¹⁾ عبدالرحمن يسرى احمد ، دراسات فى التنمية الاقتصادية ، معهد البحوث والدراسات العربية ، القاهرة ، 1973 ، ص 137.
⁽²⁾ جلييلة حسن حسنين ، مرجع سبق ذكره، ص 21.

2.2.2: مجموعة النظريات الحديثة للنمو الاقتصادي :

وتعرف بالنظريات الحديثة نسبة لإحتوائها على نماذج قابلة للتطبيق العملى،
وتضم هذه المجموعة النظريات التالية :

1.2.2.2: النظرية الكينزية للنمو الإقتصادي: ظهرت أفكاره أعقاب أزمة

الكساد الإقتصادي التي شهدتها العالم فى بداية الثلاثينيات وما صاحبها من تفسى
ظاهرة البطالة الذى أصاب الإقتصاديين بصدمة فكرية قوية فى إطار محاولاتهم
لإيجاد الحلول المناسبة لها ، حيث ركز مينارد كينز فى تحليله لوضع الإقتصادي
فى الدول المتقدمة متناولا النمو الإقتصادي من وجهة نظر التحليل الكلى مما أسهم
فى وضع أسس جديدة لمعالجة الأوضاع الإقتصادية التي عاصرها من خلال
تناوله للمتغيرات الكلية كالعمل وسعر الفائدة وعرض النقود ومعدل الإستثمار
وأفترضه لفكرة التوظيف الكامل فى الأجل القصير وأن الإدخار ومن ثم
الإستهلاك دالة فى الدخل عكس سابقه الكلاسيك الذين أهتموا بالإقتصاد الجزئى.
فى وقت يرى فيه النيوكلاسيك أن الإدخار دالة فى سعر الفائدة اولاً، ثم فى الدخل
ثانياً ، فأن كينز يرى أن إنخفاض معدلات الفائدة يؤدى الى توسيع حجم الإستثمار
ومن ثم مستوى الدخل وحجم العمالة فى الإقتصاد القومى من خلال ما يسمى
بالمضاعف الكينزى. ويعد إقراره بإمكانية حدوث مستوى الطلب عند أى مستوى
من الإستخدام والدخل دون مستوى الإستخدام الكامل إنتقاداً لما ذهب اليه النظرية
الكلاسيكة وقانون ساي Say Law ، وكما عارض فكرة مرونة الأسعار والاجور
بالدرجة التي تكفل إعادة التوازن عند التوظيف الكامل فى ظل وجود النقابات
العمالية والإضرابات. ولذلك يرى كينز أن المشكلة التي مرت بها النظام
الرأسمالى ليست بسبب العرض بل تكمن فى الطلب الفعال ولحلها يرى ضرورة
تدخل الدولة فى النشاط الإقتصادي من أجل التوجيه لأن التدخل حسب كينز يؤدى

الى الإقتراب من التشغيل الكامل على عكس ما إعتقده الكلاسيكيون بقولهم أن التشغيل التام يحدث تلقائياً.¹ إلا أن نموذجه قد انتقدت على إنه يقف عند حدود إقتصادات الدول الرأسمالية المتقدمة لذلك يصعب تطبيقه في حالة الدول المتخلفة باعتبار أن جوهر المشكلة في الدول المتخلفة يكمن في جانب العرض وليس جانب الطلب كما هو الحال في الدول المتقدمة.

2.2.2.2: نموذج هارود- دومار للنمو: يعد من أكثر نماذج الكينزيين الجدد إتساقاً، حيث ركز فيه بصورة أساسية على الإستثمار كضرورة حيوية لأي إقتصاد. فحسبه يتحدد معدل النمو الإقتصادي والذي يقاس بمعدل النمو في الدخل الوطنى بطريقتين إما عن طريق تخفيض معامل رأس المال (رأس المال/الدخل) أو بزيادة الإستثمار (نسبة الإيدار/الدخل) وبذلك أخذ كل من جانب العرض وجانب الطلب في الإعتبار. ويستند نموذجهما في تحليله على وجهة نظر الكينزى من خلال إعتمادهم على تجارب الدول المتقدمة فيما يلى متطلبات النمو المستقر مما جعل نموذجهما يتقاربان من حيث المحتوى والمضمون حيث صاغا نموذجهما رياضياً على النحو التالى² :

1. بأفتراض أن معدل النمو الإقتصادي يرمز له ب(g) وهو عبارة عن النسبة المئوية للتغير في الدخل القومى (Y). فإنه يحسب على النحو التالى :

$$g = \frac{\Delta Y}{Y} \dots\dots\dots(1)$$

والمعادلة أعلاه يشير الى أن معدل النمو الإقتصادي(g) يعتمد على معدل التغير في الناتج المحلي الإجمالي.

⁽¹⁾ وعيل ميلود، المحددات الحديثة للنمو الإقتصادي فى الدول العربية وسبل تفعيلها، اطروحة دكتوراه فى العلوم الإقتصادية، جامعة الجزائر، الجزائر، 2013م، ص ص 26-27.

⁽²⁾ Michael P.Todaro & Stephen C.Smith, op, cit, pp105-107.

2. بإفتراض ثبات معامل رأس المال الى الناتج أو الدخل القومى والذى يرمز له ب (v) فإن :

$$v = \frac{K}{Y} = \frac{\Delta K}{\Delta Y} \dots\dots\dots(2)$$

وهذه المعادلة تشير الى أن معامل رأس المال الى الناتج هو عبارة عن نسبة رأس المال الى الناتج.

3. وبإفتراض أن (K) هو رأس المال و (S) هو الإدخار الإجمالي وهو عبارة عن نسبة (S) من الدخل القومى. فإن الإدخار الكلى :

$$S = sY \dots\dots\dots(3)$$

يشير المعادلة أعلاه الى أن الإدخار الكلى دالة فى نسبته من الدخل القومى.

4. بإفتراض أن الإستثمار (I) وهو عبارة عن التغير الحاصل فى رأس المال (ΔK) فإن :

$$I = \Delta K \dots\dots\dots(4)$$

أى أن حجم الاستثمار يتوقف على معدل التغير فى رأس المال.

5. بإفتراض أن الإستثمار المحقق يساوى الإدخار المحقق ويرمزله ب (I = S) فإن :

$$I = \Delta K = v \Delta Y = sY = S \quad \dots(5)$$

يشير المعادلة أعلاه الى أن الإستثمار المحقق يساوى الإدخار المحقق.

وباستخدام خواص التناسب فى الرياضيات وبالرجوع للعلاقة فى المعادلة (1) يمكن إستنتاج :

$$\frac{\Delta Y}{Y} = \frac{s}{v} \quad \dots(6)$$

$$g = \frac{s}{v} \quad \dots(7)$$

وتشير العلاقة فى المعادلة (7) الى أن معدل النمو الإقتصادي (g) يتحدد بالعلاقة بين معدل الإدخار القومى (s) ومعامل رأس المال الى الناتج (v)، و فى حال غياب الحكومة فإن معدل النمو الإقتصاد الوطنى يرتبط إيجابياً بمعدل الإدخار فكلما زادت قدرة الإقتصاد على تعبئة الإدخار والإستثمار كنسبة من الناتج المحلى الإجمالى (GDP) فأدت الى زيادة معدلات نمو الإقتصاد ، ويرتبط سلباً بمعامل رأس المال الى الناتج فأى إرتفاع فيه يؤدى الى إنخفاض نمو الناتج المحلى الإجمالى¹ وفى حال إدخال معدل نمو السكان يصبح صيغة النموذج على النحو التالي :

$$\frac{\Delta Y}{Y} = \frac{s}{v} - n \quad \dots(8)$$

(¹) Michael P. Todaro and Stephen C. Simth, op,cit ,pp105-106..

أى أن معدل النمو الإقتصادي = (معدل الادخار القومي / معامل رأس المال) -
معدل نمو السكان)

وعليه يمكن القول بأن معدلات نمو الإقتصاد تربطه علاقة طردية بمعدل الإدخار والإستثمار، وبالعلاقة عكسية بكل من معامل رأس المال ومعدلات نمو السكان المرتفعة وهذا يشير الى أن سبب تأخر وتخلف الدول ربما يعزو الى ضعف معدلات الإدخار والإستثمار أو ارتفاع معامل رأس المال الى الناتج بسبب ضعف التقدم التكنولوجي أو لإرتفاع معدلات نمو السكان، وفي الحقيقة نجد أن جميع هذه الظروف متوفرة في الدول المتخلفة وأصبحت حجر عثرة أمام كثير من خططها التتموية.¹

3.2.2.2: النظرية النيوكلاسيكية للنمو : لقد سيطر منطق المدرسة الكلاسيكية الجديدة على الإقتصاد الحديث بعد الحرب العالمية الثانية حينما أصبحت مسألة النمو الإقتصادي ومشكلة التراكم الرأسمالي تشكلان إهتمام الحكومات والإقتصاديين، وسارت أبحاث مفكرى هذه المدرسة تتطابق أفكار التي عارضت النظرة الكلاسيكية التقليدية السائدة خاصة المدرسة الكينزية ومن أهم رواده سولو (Solow,1956) وأسوان (Swan,1956) وشكلت مساهمتهما البنية الأساسية لهذه النظرية ، حيث أكدت نظريتهم على أهمية كل من التراكم الرأسمالي والإدخار في إحداث نمو الإقتصاد في الأجل القصير. أما نمو الإقتصاد في الأجل الطويل فأرجاته الى التقدم التقني ومعدل نمو السكان. ورفض أصحاب هذه النظرية قبول فكرة سيادة حالة السكون والركود وأسسو تفأؤلهم بعاملين هما التقدم التكنولوجي ومرونة الطلب على الإستثمار بجانب إمكانية الإحلال بين عناصر الإنتاج على عكس الكينزيين هارود - ودومار وبالتالي تحررت نظريتهم من

(¹) Michael P. Todaro and Stephen C. Simth, ,op,cit ,pp105-106..

نظرية السكان التي نادى بها دومار¹ وبناءً على هذه المرتكزات قامت النظرية النيوكلاسيكية على الإفتراضات التالية² :

أولاً: أن الإستثمار يعادل الإدخار دائماً عند مستوى العمالة الكاملة. أى أن $I = S$

ثانياً : أن الإدخار (S) جزء ثابت من الناتج ويرمز له (s) أى أن:

$$S = sY , (0 < s < 1)$$

ثالثاً: أن قوة العمل والسكان ينموان بمعدل ثابت n وهذا المعدل مستقل عن الأجر الحقيقى والمتغيرات الإقتصادية الأخرى .

رابعاً: وجود دالة إنتاج تسمح بالإحلال عوامل الإنتاج فى العملية الإنتاجية من قبل المنشآت، أطلق عليه دالة كوب - ودوجلاس Cobb-Douglas Production Function تأخذ الصيغة التالية³ :

$$Y = Ae_{rt} K^{\alpha} N^{1-\alpha}$$

حيث أن :

Y : الناتج ، K : رصيد رأس المال ، N : العمالة ، Ae_{rt} : تأثير التكنولوجيا ، A : الثابت الموجب ، e : أساس اللوغاريتم الطبيعى وتساوى (2.718) ، r : معدل نمو التكنولوجيا ، t : الزمن . وعليه تفترض هذه النظرية أن التكنولوجيا تتطور بمعدل ثابت r ، ويمثل الحدان α و $1-\alpha$ مرونة الإنتاج الجزئية بالنسبة

(¹) محمد عبدالعزيز عجمية ، محمد على الليثى ، مرجع سبق ذكره ، ص 77-82.

(²) مايكل ايدجمان ، مرجع سبق ذكره ، ص 463.

(³) مايكل ايدجمان ، مرجع نفسه، ص 463.

لرأس المال والعمل على التوالي، مثلا إذا كانت α تساوى 0.25 هذا يعنى أن زيادة قدرها 1% فى رصيد رأس المال تؤدي الى زيادة الناتج بنسبة 25% ، ومن جانب الآخر فان $1-\alpha$ يصبح 0.75 ، ومن ثم فإن زيادة 1% فى العمالة تؤدي الى زيادة قدرها 75% فى الناتج ، وفى حال إفتراض حالة المنافسة التامة فإن مروونات تمثل أنصبة الدخل القومى التى تؤول الى رأس المال والعمل على التوالي .

ومن دالة الإنتاج أعلاه ، يمكن إشتقاق معدل النمو فى الناتج اذا رمزنا لها ب(g) بأنه :

$$g = r + \alpha h + (1 - \alpha)n$$

حيث أن :

n, h, r, g تمثل معدلات النمو فى الناتج والتكنولوجيا ورأس المال والعمل على الترتيب. ومن المعادلة النمو (g) أعلاه، يتضح أن معدل نمو الناتج يرتبط إيجابياً بمعدل التقدم التكنولوجى ومعدلات النمو فى عوامل الإنتاج ، رأس المال والعمل.

4.2.2.2: النظرية الكلاسيكية الجديدة

شهدت فترة الثمانينات من القرن الماضى ضغوطاً قوية من الدول الغربية على دول العالم الثالث بغية حثها على تطبيق سياسات إقتصادية مماثلة لتلك السياسات التى تم تطبيقها فى الدول المتقدمة، والمتمثلة فى تدعيم دور القطاع الخاص وتقليص دور القطاع العام، مع تصفية المشروعات العامة وتحويل ملكيتها إلى القطاع الخاص. أى تطبيق سياسة الخصخصة Privatization وقد انعكست هذه الضغوط على برامج المساعدات الخارجية المقدمة للدول النامية ، سواء تلك المقدمة من خلال الإتفاقيات الثنائية أو سياسات المنظمات والمؤسسات المالية الدولية كالبنك الدولى والصندوق النقد الدولى. ويرى كتاب هذه النظرية ومن أبرزهم بيتر باور، وهارى جونسون، وبلا بالاسا أن سبب التخلف الإقتصادى فى

بلدان العالم الثالث ليس بالضرورة أن ينشأ لعوامل خارجية شكلها النظام العالمي وتقسيم العمل الدولي إنما الأمر يرجع بالدرجة الأولى لعوامل داخلية تتمثل في زيادة درجة التدخل الحكومي في الحياة الاقتصادية والذي أدى الى سوء توزيع الموارد، هذا فضلاً عن السياسات الخاطئة للتسعير، وإنعدام الحوافز الاقتصادية وتدني مستوي الأداء الإقتصادي لمشروعات القطاع العام وتفشي الفساد الإداري.

وبناءً على هذه النظرية فإن علاج مشكلات التخلف الإقتصادي أسوة بتجربة النمور الآسيوية في المجال الصناعي أمر مرهون بعملية التحول الجاد نحو إقتصاد السوق الحر، وإزالة القيود أمام القطاع الخاص، وترك المنافسة الحرة وآليات السوق تقوم بعملية تخصيص الموارد الاقتصادية وتحديد الأسعار، وبذلك يزداد الدخل القومي ويزداد نصيب الفرد من متوسط الدخل القومي ويعني ذلك حدوث النمو الإقتصادي.¹

5.2.2.2: نظرية النمو من الداخل Endogeneous Growth Theory :

بدأت نظرية النمو من الداخل بعمل رائد للإقتصادي بول رومر Paul (Romer,1986)، ثم تلاه الإقتصادي لوكاس (Lucas,1988)، وتسمى أيضاً بالنظرية الحديثة لأنها آخر عمل قدم في إطار تحديد العوامل المفسرة لنمو الإقتصاد في الأجل الطويل، وترجع أسباب نشأتها الى القصور الذي صاحب النظريات السابقة في تقديم تفسير مقنع لمحددات نمو الإقتصاد في الأجل الطويل حيث أن الجزء الأكبر من النمو طويل الأجل في النظريات السابقة يظل غير قابل للتفسير أي يعتمد على عناصر غير معروفة (المتغير العشوائى أو البواقى) تساهم في زيادة معدلات نمو الإقتصاد في الأجل الطويل. وقد أوضح نظريتهم بأن نمو الإقتصاد في الأجل الطويل يتحدد بعوامل داخل النموذج وليس خارجه كما في النظرية النيوكلاسيكية وأن العنصر المحفز له هو التقدم التقنى وأن الإختراعات (Innovations) تتم إستجابة للحوافز الاقتصادية والرغبة في تحقيق الربح وليس

(¹) عيلة عبدالعزيز بخاري، مرجع سبق ذكره، ص30.

عملية خارجية تتم من جانب العلماء لاعلاقة لهم بقطاع الإنتاج، وأن قوى العمل الماهرة تلعب دوراً أساسياً فى تحديد معدل الاختراع الفنى ومن ثم نمو الإقتصاد فى الأجل الطويل.¹ وعليه فأن نموذج النمو من الداخلى ذات الوفورات الخارجية وفقاً لرومر 1986 ولوكاس 1988 تمثله دالة الإنتاج التى تأخذ الصيغة التالية:

$$Y = A (k) F (K,L)$$

حيث أن :

Y : الدخل الفردى ، A : مستوى التقنية ، k : الرصيد الكلى لرأس المال
المادى والبشرى L : عنصر العمل

ويتميز نمو الإقتصاد المتولد طبقاً للمعادلة أعلاه، بأنه نمو مستمر فى دخل الفرد والذى يتحقق من خلال إستمرار الوفورات الخارجية وفقاً للابحاث التى تقوم بها المنشآت (رومر، 1986) أو من خلال تراكم رأس المال البشرى الذى يقوم به الأفراد (لوكاس ، 1988). ومن أهم النتائج التى توصلت إليها نظريتهم إنها أكدت أهمية التقدم التكني للدولة فى تحفيز نمو إقتصادها فى الأجل الطويل، وأن وجود عوامل الإنتاج التى لا تخضع لتراكمه لتتناقص العائد منه أولاً يتعرض لإهلاك أيضاً تقود الى نمو الإقتصاد، بالإضافة الى أن نظريتهم أعطت أهمية كبيرة لانشطة البحث والتنمية كمصدر مهم لنمو الإقتصاد. وبذلك حولت هذه النظرية الاهتمام من عوامل الإنتاج التقليدية ممثلة فى رأس المال المادى وعنصر العمل والموارد الطبيعية الى عوامل غير التقليدية مثل التراكم المعرفى ورأس المال البشرى وأنشطة البحث والمؤسسات المالية وغيرها.² بناءً على التحليل أعلاه نستنتج أن جميع نظريات النمو تؤكد دور عنصر رأس المال فى تحقيق النمو الإقتصادى وبالتالي أهمية المؤسسات التى تقوم بتعبئتها وتشجيعها فى مقدمتها أسواق الأوراق المالية لكونها واحدة من المؤسسات المالية التى من خلالها يمكن

(¹) منى البرادعى ، تحديات النمو والتنمية فى مصر والبلدان العربية ، مؤتمر قسم الاقتصاد ، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية ، جامعة القاهرة ، القاهرة : دار المستقبل للنشر ، 1998 ، ص ص 155-168.
(²) إيمان محمد سليم ، نماذج النمو المعاصرة ومحددات النمو ، مرجع سبق ذكره، ص ص 104-105.

حصول المشروعات على تمويل طويل الأجل من خلال إصدارها للأسهم والسندات وبالتالي يمكن وصف أسواق الأوراق المالية ضمن مجموعة المحددات الحديثة للنمو الإقتصادي.

2-3: محددات النمو الإقتصادي

تدرج الفكر الإقتصادي التنموي فى تشخيص مختلف العوامل والظروف الدافعة لعملية إحداث نمو الإقتصاد، وبذلك تكون رصيد من العوامل (المحددات) وفقاً لتطور النماذج والنظريات الإقتصادية المفسرة لعملية حدوثه والعوامل المحددة له حسب تطور المجتمعات وظروف الحقب الإقتصادية السائدة فيه. لذا تم تقسيم تلك المحددات الى مجموعتين :

1.3.2: المحددات المباشرة لنمو الإقتصاد : وتتضمن العوامل التى تدخل فى دالة الإنتاج وتساهم بشكل مباشر فى إحداث نمو الإقتصاد أو ما يعرف فى الأدبيات الإقتصادية بالمحددات التقليدية للنمو وتشمل ثلاثة محددات وهى :

1.1.3.2: النمو السكانى (العمل) : حيث يكون النمو السكانى مرشحا للزيادة النمو الإقتصادي بإحدى طريقتين هما النمو فى عدد السكان الذى يؤدى بدوره الى زيادة الأيدى العاملة أو زيادة نسبة المختارين للمشاركة فى القوة العاملة¹ ، ويرتبط الأثر الإيجابى للنمو السكانى بالنمو الإقتصادي من خلال زيادة قوة العمل التى تؤدى الى زيادة الإنتاج من جهة وزيادة حجم الأسواق وسهولة تحفيز الطلب الإستهلاكى المؤدى الى تحفيز الطلب الإستثمارى من جهة أخرى، غير أن لعنصر العمل أثر سلبى على النمو الإقتصادي فى حال وجود فائض فى عرضه ومن خلال محدودية الدخل². ويمكن توضيح ذلك من خلال النموذج المبني على إفتراضات التالية:

بإفتراض أن :

(¹) Lipsey , " Economics " , Addison ,Wesley Publishing Company Inc , Twelfth Edition , 1999, P.727.

(²) وعيل ميلود ، مرجع سبق ذكره ، ص 10.

Y : الناتج المحلي الإجمالي

L : العمل (السكان العاملين) ، $I = Y / L$: الإنتاجية المتوسطة للعمل.

فإن دالة النمو يمكن كتابته بدلالة عنصر العمل على صيغة التالية :

$$Y = f (IL)$$

ومنها يمكن كتابتها معدل النمو الإقتصادي بأنه :

$$\Delta Y = f (I * \Delta L)$$

توضح المعادلة أعلاه، الى أن معدل النمو الإقتصادي (ΔY) يساوى معدل نمو السكان العاملين بإفتراض أن العمل هو العنصر الوحيد للعملية الإنتاجية.¹

2.1.3.2: رأس المال المادى : أن زيادة كمية رأس المال تؤدي الى زيادة الناتج وبالتالي تحقيق النمو الإقتصادي. وتزداد كمية رأس المال عن طريق الإستثمار المحقق ويمكن توضيح العلاقة بين الناتج المحلي الإجمالي و رأس المال بإفتراض أن :

$$Y = aK \text{ -----}(2)$$

حيث أن :

Y : الناتج المحلي ، K : رأس المال ، a : الإنتاجية المتوسطة لرأس المال
وتساوى الإنتاجية الحدية لرأس المال $a = dY/dK$ ، وعليه يمكن كتابة النمو الإقتصادي بإفتراض أن رأس المال هو عنصر الإنتاج الوحيد كالاتى :

$$\Delta Y = a \Delta K$$

⁽¹⁾ فتحي احمد على ادم ، أثر الإدخار المحلي فى النمو الإقتصادي ، رسالة دكتوراه فى الإقتصاد غير منشورة ، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا ، 2015 ، ص 63.

وتشير المعادلة أعلاه، إلى أن معدل النمو الإقتصادي (ΔY) يساوى معدل نمو رأس المال بإفتراض ان رأس المال هو عنصر الإنتاج الوحيد للعملية الإنتاجية.¹

3.1.3.2: مستوى التقنية : ويقصد بها درجة التقنية والإبداع فى عناصر الإنتاج وتطوره، ويظهر ذلك من خلال أساليب الإنتاج التى تمكن من إنتاج نفس الكمية من السلع بإستخدام كميات أقل. والتقدم يعتمد على الإستخدام الأمثل لتلك العناصر فى العملية الإنتاجية وبالتالي حدوثه يعنى زيادة معدلات النمو الإقتصادي.² وهناك العديد من الأدبيات التى تؤكد أهمية هذه المحددات فى إحداث النمو الإقتصادي وما يعزز ذلك فرضية التقارب **Convergence Hypothesis** التى صاغها الإقتصادي **Robert E. Lucas** الحائز على جائزة النوبل فى الإقتصاد للعام 1995م، حيث أكد أن مستوى الإنتاج فى إقتصاد أى امة يعتمد على ما يتوفر لديه من رأس المال المادى والبشرى ووضعتها من التكنولوجيا بينما معدل نمو الإنتاجية فى الإقتصاد يعتمد على معدلات الزيادة فى هذه العوامل الثلاثة.³ وبالرغم من أن أساس النمو الإقتصادي قائم على المحددات الثلاثة أعلاه، إلا أن بعض الإقتصاديين يرون أن هناك محددات أخرى يجب أخذها فى الإعتبار عند الحديث عن النمو الإقتصادي فى إطار الإقتصاد الحديث لذا أشارو الى أنه قائم على⁴ :

1. نوعية رأس المال البشرى والمادى .
2. حجم السكان العاملين .
3. طبيعة المؤسسات الإجتماعية والقانونية.
4. انماط الميزة النسبية فى ميدان التجارة الخارجية .

(¹) احمد الأشقر ، مرجع سبق ذكره، ص 78.
(²) خالد واصف الوزانى، احمد حسين الرفاعى ، مبادئ الإقتصاد الكلى ، الاردن ، دار وائل للنشر، 2005، ص 386.
(³) William J. Baumol & Alan S. Blinder , " **Economics Principles and Policy** " , Eleven Edition,(2009) , p521.

(⁴) محمد عمر ابو عبيدة، عبدالحميد محمد شعبان ، مرجع سبق ذكره ، ص 544.

5. خلق فرص الإستثمار والإبتكارات وتشجيعه من خلال وضع السياسات التي تعمل على تشجع الإستثمار مثل أسعار الفائدة المنخفضة، الإئتمان المصرفي للإستثمار، البحوث العلمية والتعليم والتدريب.

2.3.2: المحددات غير المباشرة لنمو الإقتصاد : فتعرف أيضاً بالمحددات الحديثة وهي تؤثر على نمو الإقتصاد من خلال تأثيرها على المحددات الرئيسية وتشمل عوامل إقتصادية ومؤسسية وسياسية وإجتماعية وغيرها. إلا إننا ولأغراض هذه الدراسة سنركز على العوامل الإقتصادية والمؤسسية والتي يمكن تلخيصها فى الأتى:

1.2.3.2: العوامل الإقتصادية وتشمل :

أ. السياسات الإقتصادية الكلية : وتضم السياستين المالية والنقدية حيث تؤثر على نمو الإقتصاد من خلال تأثيرهما على تراكم عناصر الإنتاج خاصة رأس المال أو كفاءة إستخدام تلك العناصر الإنتاجية ، حيث أن السياسة المالية حسب نظرية النمو من الداخل لها تأثير كبير على نمو الإقتصاد فى الأجل الطويل ويرى رواد هذه النظرية بأن معدلات الضريبة العالية تعمل على تشويه قرارات الإدخار ومن ثم تخفض نمو الإقتصاد . أما السياسة النقدية فهي تؤثر على معدل التضخم وسعر الفائدة ومن ثم قرارات الإستثمار وهذا يؤثر على كفاءة إستخدام عناصر الإنتاج ، كما تعمل فى خلق الإستقرار الإقتصادي من خلال معدل التضخم وسعر الصرف وثبات عجز الموازنة وهذا بدوره يشجع على الإستثمار ومن ثم تراكم رأس المال. مما يرسل إشارات هامة للقطاع الخاص عن إتجاه السياسة الإقتصادية والثقة فى السلطة والتزاماتها لإدارة الإقتصاد بكفاءة، وبالعكس ذلك فأن عدم إستقرار الإقتصاد يخلق نوع من عدم التأكد والذى بدوره يؤثر سلبا على نمو الإقتصاد من خلال تأثيره السالب على قرارات الإستثمار. كما أن المتعاملين فى الإقتصاد لا يستطيعون معرفة مؤشرات الصحيحه للأسعار مما يقود الى عدم كفاءة توزيع الموارد هكذا تعمل السياسات الإقتصادية الكلية على خلق بيئة إقتصادية مستقرة وهي مهمة لإستمرارية نمو الإقتصاد.

ب. **معدل التضخم** : حيث أن أثرها على نمو الإقتصاد غامض في أدبيات النظرية الإقتصادية ولكن وفقاً لأثر توبين - مندل (Tobin – Mundell–Effect) التوقع بمعدل تضخم عالي يقود الى تخفيض سعر الفائدة ومن ثم يسبب تعديل في محفظة الاصول المالية للمستثمرين من الارصدة النقدية الى رأس المال الحقيقي والذي يؤثر إيجاباً على نمو الإقتصاد، غير أن في الدول النامية التوقع بمعدل تضخم عالي يقود الى تحول الارصدة النقدية الى اصول ثابتة أو الى عملات أجنبية يتم تحويلها الى الخارج وهذا بدورها يؤدي الى خفض الإستثمارات وبالتالي يخفض من معدل نمو الإقتصاد. ويرى استوكمان (Stockman,1981) أن توقع التضخم يرفع من تكلفة رأس المال ومن ثم يعمل على خفض ترأكمه وبالتالي يخفض من نمو الإقتصاد.

ج. **التجارة الخارجية وإففتاح الإقتصاد**: تلعب التجارة الخارجية دوراً رئيسياً في إقتصادات الدول النامية باعتبارها مصدراً رئيسياً للعملة الاجنبية التي تستخدم في إستيراد السلع الرأسمالية وكذلك مصدر للخبرة الفنية التي تعتبر من متطلبات النمو والتنمية معاً، فهي أقل الوسائل تكلفة وأكثرها إقتصاداً لأنها لا تحمل الدول النامية أعباء القروض الاجنبية الذي تتحمله بالإقتراض النقد الاجنبي، فقد حدد الإقتصاديان (Sacks & Warner,1995) خمسة شروط لإففتاح الإقتصاد وهي:

1. ان يكون متوسط حصة تراخيص الواردات أقل من 40% من GDP .

2. معدل التعريفة الجمركية يكون أقل من 20% من GDP.

3. حصة السوق الأسود أقل من 20% من GDP.

4. ليس هناك تحكّم في الصادرات.

5. لا تكون الدولة تحت النظام الاشتراكي¹.

(¹) ابراهيم حسين صلاح الدين بدرالدين، مرجع سابق، ص ص 90-92.

د. الإستثمار الأجنبي المباشر: وهو الإستثمار الذى يقوم به المستثمر الاجنبى بتحويل كمية من الموارد المالية والتقنية الى داخل الدولة المعنية سواء كان بالمشاركة أو التملك المطلق للمشروع الإستثمارى وهو مصدر رئيسى لإنتقال التقنية الحديثة ويؤثر على إنتاجية عناصر الإنتاج ومن ثم زيادة معدل نمو الاقتصاد، بالإضافة الى أن الشركات متعددة الجنسيات المصاحبة للإستثمار الاجنبى تعمل على تحسين كفاءة الشركات المحلية فى الدولة المضيفة من خلال إسنادة الشركات المحلية من التقنية الحديثة والوفورات الخارجية التى تخلفها تلك التقنية. ويشير الكلاسيك الى أن الإستثمار الاجنبى المباشر يعمل على تخفيض الفجوة بين الادخار والإستثمار فى الدول النامية المضيفة.¹

هـ. أعمال البحث والتطوير: ويقصد به النشاط الخلاق المنظم الذى يهدف الى زيادة رصيد المعرفة وإستخدامها فى إستنباط تطبيقات جديدة تؤدى الى زيادة كمية وإنتاجية عناصر الإنتاج ومن ثم تقود الى زيادة معدلات نمو الإقتصاد.²

2.2.3.2 المؤسسات المالية : هنالك عدد من الدراسات والنماذج التطبيقية التى تناولت العلاقة بين المؤسسات المالية المختلفة ونمو الإقتصاد أكدت أهمية هذه المؤسسات فى إحداث نمو الإقتصاد فى الأجل الطويل. حيث ذكر نموذج قولد اسميث 1969 بأن هناك دور مزدوج بين النمو الإقتصادي وتطور المؤسسات المالية ، فمن جانب أن تطور سوق رأس المال يساعد على تكوين رؤوس الأموال ومن جانب آخر يساعد على تحريك المدخرات وبالتالي الإستثمار وهذا يعكس التجاوب الإيجابى بين تطور المؤسسات المالية ونمو الإقتصاد، وقد استطاع قولد اسميث 1975 أن يثبت أن النمو فى القطاع المالى والمصرفى يرفع من مستوى

(¹) جمال محمود عطية ، تأثير الإستثمار الاجنبى المباشر على النمو الإقتصادى، دراسة تطبيقية على الإقتصاد المصرى ، رسالة دكتوراه، كلية التجارة ، جامعة حلوان ، مصر ، 2002، ص6.

(²) ابراهيم حسين صلاح الدين بدرالدين، مرجع سابق، ص 93.

دخل الفرد الحقيقي فى الإقتصاد. ومن ناحية أخرى أشار نموذج مكنون وشو1975 بأن تحرير النظام المالى والمصرفى لا يقود فقط الى إنتاجية عالية لروؤس الاموال فحسب بل يؤدى الى زيادة معدلات الإدخار ثم زيادة حجم الإستثمار وبالتالي يؤثر إيجابا على نمو الإقتصاد. ووفقا لنموذج (Levine,1992) فإن النظام المالى والمصرفى يزيدان من الادخار والذى يمكن تحويله الى إستثمار وبذلك يمكن تفادى تسييل الاموال ومن ثم يصبح القطاع المالى بمؤسساته المختلفة مصدراً لنمو الإقتصاد من خلال التوظيف المثالى للموارد والمدخرات فى إستثمارات ذات عائد عالى.

كما أوضحت (Saint & Paul,1992) بأن تطور سوق المال يؤثر إيجاباً على إختيار التقنية المناسبة لحجم ونوع الأعمال الإقتصادية من خلال آليات النظام المالى والمصرفى القديمة والحديثة،وتقييم المشروعات الإستثمارية يستطيع أن يجعل خيار المستثمر فى إختيار تقنية ذات كفاءة وانتاجية عالية وفى نفس الوقت يخلق نوعاً من المستثمرين لهم القدرة على تحمل المخاطر مما يؤدى بدوره الى تأثيرات موجبة على نمو الإقتصاد فى الأجل الطويل.¹ وفى ذات المنحى يؤكد بعض الإقتصاديين بأن وجود أسواق رأس المال متطوره وواسعة تعد من عناصر النمو الإقتصادي المهمة التى من خلالها تقدم المدخرين أموال الاقراض للمقترضين الذين يجعلون النفقات الإستثمارية تعطى دفعة لتكوين رأس المال. كما ذهب بعض الإقتصاديين الى أن تطوير المؤسسات المالية فى دولة ما يوفر أحد أكثر المؤشرات التى تكشف وجود تنمية الإقتصادية فى ذلك البلد.² وعليه يمكن القول بأن كلما كان النظام المالى أكثر فعالية وتطوراً كلما كان كفاء فى توزيع

⁽¹⁾ سيد عباس ، ابراهيم الصديق ، ادارة المصرف ، شركة مطابع السودان للعملة ، السودان ، 2006 ، ص ص 8-12.
⁽²⁾ Waud , Roger N (1989) , **Macro-economics**, Harper & Row Publishers ,Lnc, Cambridge , New York, Australian Edition , p 480-484.

الموارد ومن ثم يكون هناك خيارات كثيرة لتمويل الإستثمار، الأمر الذى يترتب عليه نمو إقتصادي مستمر فى الأجل الطويل.

2-4: مؤشرات قياس النمو الإقتصادي

بعد أن ناقشنا مفهوم ونظريات ومحددات النمو الإقتصادي من المهم التعرف على الوسائل التى يمكن من خلالها قياس مستوى نمو إقتصاد دولة ما، حيث كانت قبل الكساد العظيم الذى أصاب الإقتصاد العالمى فى 1929-1933م لم تكن هناك إجراءات للحسابات القومية لتقدير البيانات المطلوبة لتقييم الأداء الإقتصادي. ولأجل إيجاد منهجيات أو أساليب محاسبية لبيانات المتغيرات الكلية للإقتصاد نشر الإقتصادي سايمون كوزنتس فى عام (1934) Simon Kuznets تقريراً مصغراً بعنوان (الدخل القومى أو الناتج المحلى الإجمالى 1932-1929) حيث بموجبه أصبح يطلق إليه لقب (أب) الروحى لمفهوم الناتج المحلى الإجمالى (GDP) Gross Domestic Product منذ ذلك الوقت وذلك تقديراً لعمله الرائد فى إقتراح هذا المؤشر.¹ وهناك مؤشرين لقياس النمو الإقتصادي هما:

2.4.1: الناتج المحلى الإجمالى (GDP) Gross Domestic Product

2.4.1.1: تعريفه : يعرف بأنه مجموع القيمة النقدية (السوقية) لجميع السلع والخدمات النهائية المنتجة فى إقتصاد ما خلال فترة معينة عادة ما تكون سنة.² ويمكن تفسيره من خلال الإجابة على السؤال كيف يمكن أن نجمع منتجات الإقتصاد من بندورة، برتقال، أسمنت، ومواد غذائية، وخدمات بنكية، وتأمين مع بعضها البعض؟ فى الحقيقة الناتج المحلى الإجمالى يجمع القيمة النقدية (السوقية)

(¹) Layton , Allan P., **Economics for Today**, National Library of Australia Cataloguing - in Publication Data, fourth edition, 2012, p255.

(²) خالد واصف الوزنى، احمد حسين الرفاعى، مبادئ الإقتصاد الكلى بين النظرية والتطبيق، دار وائل للنشر، الطبعة السابعة، عمان ، الاردن، 2004، ص107.

بعملة البلد المعنى. فعلى سبيل المثال إذا أنتج إقتصاد ما ثلاثة سلع فقط هي (A) (C ، B ،) وكانت كميات الإنتاج هي (Q_c ، Q_b ، Q_a) على التوالي، وسعر السوق النهائى لكل منتج فى ذلك العام هو (P_c، P_b ، P_a) عندها فأن الناتج المحلى الإجمالى لتلك السنة هو عبارة عن مجموع حاصل ضرب كل كمية بسعرها. ويكون التمييز على حسب عملة تلك البلد بالجنيه مثلا فى السودان. وهنا لابد من توضيح ركنين أساسيين هما الأول : جميع السلع والخدمات و الثانى : السلع والخدمات النهائية. فبالنسبة لكلمة جميع التى وردت فى التعريف معناها ينطوى على شمولية حسابات الناتج المحلى الإجمالى لكل ما ينتج فى الإقتصاد من سلع وخدمات، فالمنتجات الزراعية والصناعية المنتجة فى الإقتصاد تدخل ضمن الحسابات، وخدمات تأجير المنازل والخدمات المصرفية، والسياحية والعلاجية تسجل ضمن الناتج المحلى، بل أن حسابات الناتج تأخذ فى الإعتبار حساب الإيجار الذى كان يجب أن يدفعه مالك المنزل لنفسه وكأنه مستأجر للمنزل وذلك تفعيلاً لفكرة تكلفة الفرصة البديلة. بيد أن الناتج قد لا يحتوى بعض العمليات الإنتاجية الحقيقية.¹

2.1.4.2: كيفية حساب الناتج المحلى الإجمالى : هناك ثلاثة طرق لحساب الناتج المحلى الإجمالى نفسه تتمثل فى² :

أ. **طريقة الإنفاق** : ويتمثل فى إجمالى الإنفاق على السلع والخدمات التى ينتجها المجتمع خلال فترة زمنية معينة من خلال البنود التالية :

(i) الإنفاق الحكومى G ، (ii) الإنفاق الإستهلاكى C ، (iii) الإنفاق الإستثمارى I ، (iv) الإنفاق الخارجى (X-M).

ب. **طريقة الإنتاج المتحقق فى القطاعات الإقتصادية المكونة للإقتصاد** وهى :

(¹) خالد واصف الوزنى واحمد حسين الرفاعى، المرجع السابق، ص107.
(²) محمد فوزى ابو السعود ، مقدمة فى الاقتصاد الكلى ، جامعة الاسكندرية ، 2004، ص 6- 12 .

(i) القطاع الزراعى ، (ii) القطاع الصناعى ، (iii) قطاع البترول ، (iv) قطاع الكهرباء ، (v) قطاع المياه ، (vi) قطاع التعدين ، (vii) قطاع النقل والمواصلات ، (viii) قطاع الخدمى .

ج . طريقة الدخل : أى مجموع عوائد عناصر الإنتاج، وتتمثل عناصر الإنتاج وفقاً للنظرية الإقتصادية فى :

(i) عائد عنصر العمل (الاجور والمرتببات) ، (ii) عائد عنصر الأرض والموارد الطبيعية (الإيجارات و الربيع) ، (iii) عائد عنصر التنظيم (الأرباح).

إلا إنه عند حساب الناتج المحلى الإجمالى بإتباع هذه الطريقة (الدخل) يجب حساب مخصصات إهلاك رأس المال والضرائب الغير مباشرة والإعانات الحكومية.

3.1.4.2: كيفية حساب النمو الإقتصادي بإستخدام الناتج المحلى الإجمالى :

لحساب معدل النمو الإقتصادي يجب حساب الناتج المحلى الإجمالى بإتباع إحدى الطرق الثلاثة المذكوره آنفاً ومن ثم مقارنته بناتج الفترة السابقة وحساب معدل نموه وهو ما يصطلح عليه تسمية معدل النمو الإقتصادي Economic Growth Rate ، وما يعاب هنا أن لكل دولة عملتها الوطنية وبالتالي لا يمكن مقارنة النمو المحقق فى مختلف البلدان وفق هذا المقياس ولذا تستخدم غالباً عملة دولية واحدة لتقييم الناتج المحلى لمختلف البلدان حتى يسهل المقارنة بين معدلات النمو المحققة فيها. ومعدل الزيادة فى الناتج المحلى الإجمالى التى يحققها الإقتصاد خلال مدة زمنية معينة يجب أن يقوم على أساس الناتج الحقيقى من السلع والخدمات النهائية مقدرة بالقيمة الحقيقية وليس بالقيمة النقدية وذلك لإستبعاد أثر

التضخم فى تلك الزيادة الحاصلة فى الناتج المحلى الحقيقى، فتزايدده يعنى أن الإقتصاد ينمو بينما تناقصه يفسر على أن الإقتصاد يتدهور.¹ يمكن الإشارة هنا الى أن الناتج المحلى الإجمالى يمكن التعبير عنه بعدة أشكال (كالناتج المحلى، الناتج القومى، الدخل القومى، القطاعات الإقتصادية)² وهناك بعض المآخذ على الناتج المحلى الإجمالى كمقياس للنمو وهى تأخذ فقط الناتج المحلى الجديد فى الحسبان كما أنه يأخذ فقط السلع والخدمات النهائية.³

إذن نستنتج من ما سبق أن النمو الإقتصادي هو الفرق بين كمية الناتج المحلى الإجمالى لفترتين (مثلا سنتين) على التوالى، حيث اذا أفترضنا أن الناتج المحلى الإجمالى الحقيقى للفترة الزمنية $t = 1$ أكبر من الناتج المحلى الإجمالى الحقيقى للفترة الزمنية السابقة له $t = 0$ ، وبإفترض أن الناتج المحلى الإجمالى الحقيقى يرمز له برمز y فإنه يمكن كتابة y_1 اكبر من y_0 ، حيث أن :

$$y_1 : \text{الناتج المحلى الإجمالى الحقيقى للفترة الزمنية } t = 1$$

$$y_0 : \text{الناتج المحلى الإجمالى الحقيقى للفترة الزمنية } t = 0$$

ومن الإفتراضات أعلاه، وبإفترض أن النمو الإقتصادي هو التغير ويرمز له ب

(Δy) ، يمكن صياغة الشكل الرياضى لمعادلة حسابه على النحو التالى:

⁽¹⁾ الهام وحيد دحام ، مرجع سبق ذكره، ص 58.

⁽²⁾ سوسن بشير عبدالله ، الارتباط الخطى المتعدد و النموذج القياسى للناتج المحلى الاجمالى فى السودان ، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا ، 2006 / 2007، ص 34.

⁽³⁾ Layton , Allan P. **Economics for Today**, Op,Cit , p256.

$$\Delta y = y_t - y_{t-1}$$

وهنا يجب تمييز نوعين من النمو الإقتصادي هما النمو الإقتصادي الإسمى أى النمو بالأسعار الجارية، والنمو الإقتصادي الحقيقى وهو نمو فى الحجم أى النمو بالأسعار الثابتة¹، وهو ما نحن بصدد حسابه.

2.4.2: متوسط الدخل الحقيقى للفرد Per - Capita Income :

يعتبر متوسط نصيب الفرد من الدخل من أكثر المعايير صدقا عند قياس مستوى التقدم الإقتصادي للدول.

1.2.4.2: تعريفه : ويعرف بأنه مقدار ما يتحقق من زيادة حقيقية مستمرة فى متوسط دخل الفرد. والسبب فى ذلك يعود الى إنه اذا اخذت مجرد الزيادة فى الناتج القومى معياراً للنمو فقد يزداد الناتج القومى دون أن يرتفع متوسط دخل الفرد فى حالة تجاوز معدل الزيادة فى السكان معدل الزيادة فى الناتج القومى وبالتالي يؤدى الى إنخفاض معدل دخل الفرد أو حين يتساوى معدل الزيادة فى السكان مع معدل الزيادة فى الناتج القومى الإجمالى فيبقى بذلك معدل دخل الفرد ثابتاً إلا أن هناك العديد من المشاكل والصعاب التى تواجه الدول النامية للحصول على ارقام صحيحة تمثل الدخل الحقيقى للفرد بسبب نقص وعدم دقة إحصائيات السكان ولذلك يفضل استخدام الناتج المحلي الإجمالى فى تفسير النمو الإقتصادي

(¹) احمد الاشقر، مرجع سبق ذكره، ص 74.

بوصفة مظهراً كلياً للنشاط الإقتصادي في أى مجتمع فضلاً عن ذلك فإن زيادة

الدخل القومى صفة ملازمة لزيادة متوسط الدخل الحقيقى للفرد.¹

2.2.4.2: كيفية حساب النمو الإقتصادى باستخدام متوسط نصيب الفرد من

الدخل : يحسب النمو الإقتصادي من خلال هذا المؤشر باستخدام مايسمى بمعدل

النمو البسيط الذى يقيس معدل التغير فى متوسط دخل الفرد الحقيقى من سنة

لأخرى وذلك بأستخدام المعادلة التى تأخذ الصيغة الرياضية التالية²:

معدل النمو = نصيب الفرد من الدخل الحقيقى للفترة الحالية - الدخل الحقيقى للفرد

الفترة السابقة/ الدخل الحقيقى للفرد فى الفترة السابقة * 100

ويصلح هذا المعيار فى حالة قياس معدل النمو لفترتين فقط لذلك يجب الإعتماد

على مؤشرات أخرى فى حالة قياس معدلات النمو المركبة لفترات طويلة

ومتعددة. ما يمكن ملاحظته هو أن كل من المقياسين أعلاههما يستخدمان الناتج

المحلي الإجمالى GDP أو الناتج القومى الإجمالى GNP كعامل مشترك لقياس

نمو الإقتصاد. فالبرغم من أهمية هذا العامل المشترك فى قياس نمو الإقتصاد إلا

أن هناك بعض المشاكل التى تجعل من هذا العامل المشترك ليس مقياساً دقيقاً لنمو

الإقتصاد والتى تتلخص فى :

(¹) الهام وحيد دحام ، مرجع سبق ذكره ، ص58.

(²) محمد عبدالعزيز عجمية ، ايمان عطية ناصف ، مرجع سبق ذكره ، ص66.

1. هناك بعض السلع والخدمات لا تمر عبر السوق ومن ثم لا تحسب في تقدير GDP أو GNP مما يجعله أقل من مقداره الحقيقي وخاصة في الدول النامية.

2. بسبب الإقتصاد الخفى ونتيجة لسياسات بعض الدول سواء اكانت سياسات ضريبية او رقابية بالإضافة الى عدم كفاءة الإحصاء تجعل من تقدير GDP أو GNP أقل من قيمته الحقيقية.

3. الآثار السالبة التي قد تقع على المجتمع من تلوث البيئة والناج من إنتاج السلع والخدمات يفترض أن تخصم من GDP أو GNP ولكنها لم تخصم ومن ثم تجعله مقدرة بأكبر من مقداره الحقيقي.¹ ولكن رغم كل هذه الإنتقادات يظل معدل التغير في GDP أو GNP هو المعيار الوحيد لقياس نمو الإقتصاد.

الفصل الثالث

(¹) ابراهيم حسين صلاح الدين بدرالدين ، مرجع سبق ذكره ، ص 28.

العلاقة بين أسواق الأوراق المالية والنمو الإقتصادي

3-1: نظريات العلاقة بين أسواق الأوراق المالية والنمو

الإقتصادي

3-2: إتجاه العلاقة بين أسواق الأوراق المالية والنمو الإقتصادي

3-3: قنوات تأثير أسواق الأوراق المالية على النمو الإقتصادي

الفصل الثالث

العلاقة بين أسواق الأوراق المالية والنمو الإقتصادي

تمهيد

شهد الأدب الإقتصادي إهتماماً متزايداً بطبيعة العلاقة بين أسواق الأوراق المالية والنمو الإقتصادي من جهة، وقنوات تأثيرها على النشاط الإقتصادي من جهة أخرى، خاصة في ظل التحولات التي شهدتها النظام الإقتصادي العالمي وما ترتب عليها من تزايد الإتجاه نحو إلغاء دور الدولة في النشاط الإقتصادي بخصخصة منشآت القطاع العام الى شركات مساهمة عامة وما تطلبتها تلك العملية من أدوات وأساليب جديدة لتمويل المنشآت الجديدة أو القائمة وترغب في توسيع وتطوير أنشطتها وتمويل خططها التوسعية.¹ لذا جاء هذا الفصل لتوضح تلك العلاقة من منظور النظرية الاقتصادية من خلال تناول النظريات الداعمة للعلاقة بين أسواق الأوراق المالية والنمو الإقتصادي، وإتجاه العلاقة بينهما، وأخيراً قنوات تأثيرها في النمو الإقتصادي.

3-1: نظريات العلاقة بين أسواق الأوراق المالية والنمو الإقتصادي

يشير أدبيات الإقتصاد الى أن نقاشات حول دور أسواق الأوراق المالية في إحداث عملية النمو الإقتصادي بدأت في وقت مبكر منذ بحوث "جوزيف شومبيتر" (Joseph Shumpeter, 1911) و "والتر باجيت" (Walter Begehot) و "جون هيكس" (John

(¹) دريد كامل، مرجع سبق ذكره، ص 183.

(Hicks) الذين أكدوا على أهمية الوسطاء الماليين في توفير التمويل الضروري والمحفز للنمو الإقتصادي، وهم بذلك أسسوا الإطار النظري للعلاقة بين أسواق الأوراق المالية والنشاط الإقتصادي، وإفترضوا على إنه ينبغي أن تكون تلك العلاقة قوية.¹ لذا تعد أسواق الأوراق المالية من مكونات القطاع التمويلي التي تلعب دوراً أساسياً في إحداث التنمية بمفهومها الشامل من خلال توسيع خيارات البشر وإستدامتها ليس فقط من خلال تأثيره على كمية الإستثمارات فحسب بل أيضاً من خلال تأثيرها على نوعية الإستثمارات وبالتالي على النمو الإقتصادي.² وهناك عدد من النظريات التي تعزز وجود هذه العلاقة من أهمها :

1.1.3: نظرية التدفقات النقدية المخصومة لـ **Dusenberry 1958**: تشير هذه النظرية الى أن أسعار الأسهم بتقود الإقتصاد الحقيقي اذا كانت توقعات المستثمرين عن التعويضات في المستقبل هي بالفعل عند المتوسط . لأن سعر السهم هو القيمة الحالية المخصومة التي تدفع كتعويضات للشركات وبما أن هذه التعويضات دالة في النشاط الحقيقي يجب أن تسود مثل هذه العلاقة . وهذا هو إحدى الحجج فيما يخص ماهية العلاقة بين سوق الأسهم والنتائج الإقتصادية. وتشير الدراسات التطبيقية لهذه النظرية أن المنشأة تفضل مصادر التمويل الداخلي (التدفقات النقدية والأرباح السابقة) والإقتراض وإصدار أوراق مالية جديدة، إلا أن مدى التوسع أو التضيق في الإئتمان يتحدد بناءً على عدة عوامل من أهمها سعر الفائدة

(¹) Ross Levine, op. cit P:01.

(²) ابراهيم اونور، تطور اسواق المال والتنمية ، سلسلة جسر التنمية ، المعهد العربي للتخطيط ، العدد السادس والثمانون ، اكتوبر/ تشرين الاول، 2009 ، السنة الثامنة، ص2.

والمخاطر في ظل عدم التأكد. وإزاء ذلك تكتسب مصادر التمويل الداخلية أهمية كبيرة في تحديد مستوى الإستثمار.¹

2.1.3: نظرية كيو (Q) : جاءت بعد دراسة جوزيف شومبيتر الإقتصادي جيمس توبن James Tobin 1969 الذى أرسى دعائم النظرية المعرفة بنظرية كيو (Q) الخاصة بوصف العلاقة المباشرة بين الإستثمارات وتطور سوق رأس المال ليؤكد صحة آراء شومبيتر Shumpeter وباجيت Begehot. وتشير نظريته التى تعبر عن نسبة القيمة السوقية للإستثمار الى تكلفة توظيف رأس المال الى أن سوق رأس المال توفر الظروف الملائمة لإتخاذ القرار الإستثماري عندما تزيد القيمة السوقية للإستثمار عن تكلفته. وهذا يعنى أن القرار الإستثمارى يستجيب الى أنماط التمويل، حيث تتيح ارتفاع أسعار الأوراق المالية فى سوق رأس المال للشركات الفرصة لإصدار أوراق مالية جديدة بتكلفة منخفضة تلبية لإغراض التمويل الداخلى. إذن تفترض هذه النظرية وجود علاقة طردية بين حجم الإستثمار والنسبة (Q) التى تقيس القيمة السوقية لرأس المال الى تكلفة الإحلال الذى يعتمد حسابه على تكلفة شراء المباني والآلات والمعدات، أى أن نظريته تركز على أثر أسعار الأسهم على تكلفة رأس المال والذى يتم التقاطها بواسطة معامل تعرف ب (Q) Tobin وهي بمثابة مقياس للتنبؤ بالربحية المستقبلية للإستثمار المالي سواء كان بإتجاه الزيادة أو النقصان وهي تمثل نسبة المقارنة بين القيمة السوقية لأصول المنشأة على القيمة الإستبدالية. وبمعنى آخر تمثل نسبة القيمة السوقية لرأس المال الحالى الى تكلفة إحلال رأس المال، وهي تعكس تكلفة شراء منشأة ما فى سوق رأس المال مقارنة بتكلفة شرائها من خلال سوق المنتجات. وهذه النسبة

(¹) Cherian Samuel, **The Investment Decision: Are-Examination of Competing Theories Using Panel Data**, Policy Research Working Paper, No.1656, World Bank, Operations Policy Group (Operation Policy Department), September, 1996, p.06.

يمكن أن تستخدم في العديد من المجالات منها تحديد قيمة الشركة، التنبؤ بالإستثمار الرأسمالي المستقبلي ، وكمقياس لفرص النمو المستقبلي للمنشأة. ولذلك عندما تكون قيمة (Q) أكبر من الواحد الصحيح يمكن زيادة الإستثمار وبالتالي يشير الى أنه عندما تكون أسعار الأسهم مرتفعة فإن قيمة الشركة بالنسبة لتكلفة إحلال رأس المال أيضاً ترتفع وهذا يقود الى زيادة الإنفاق الإستثماري وبالتالي ارتفاع الناتج الإقتصادي و زيادة معدلات نموه.¹

3.1.3: فرضية موديلاني 1971 Modigliani : تشير هذه الفرضية الى أن أداء سوق الأسهم يؤثر على نمو الناتج المحلي الإجمالي GDP من خلال تأثير الذي يحدثه تغير الثروة على الإستهلاك، حيث أن زيادة الدائمة في أسعار الأوراق المالية يؤدي الى زيادة في حيازات الأفراد من الثروة وبالتالي يصبحون عند مستوى دخل دائم مرتفع. ومن خلال فرضية الدخل الدائم أفترض أصحاب هذه الفرضية الى أن وضع المستهلكين مؤقتاً تميل الى تحسين إستهلاكهم من أجل تعظيم منفعتهم وبالتالي الزيادة في الدخل الدائم تمكن المستهلكين من تعديل مستوى إستهلاكهم نحو الزيادة وهذا يزيد من مستويات الإستثمار في القطاعات التي تنتج تلك السلع ويترتب على ذلك زيادة الإنتاج وبالتالي زيادة معدلات نموه.²

4.1.3: فرضية (1989) Bernanke and Gertler : تشير هذه الفرضية إلى أن أسعار الأسهم تؤثر على الناتج من خلال ما يعرف بالتسريع المالي وهذه القناة يركز على أثر أسعار الأسهم على ميزانيات العمومية للشركات بسبب وجود المعلومات غير المتماثلة في أسواق الإئتمان، حيث أن قدرة الشركات لإقتراض تعتمد بحد كبير على الضمانات التي يمكن أن تتعهد بها لأن قيمة ضمانات الشركة تمكنها من تقديم سيناريوهات تزيد من قيمة أسهمها

(¹) Tobin James (1969) "A general Equilibrium Approach to Monetary Theory" , Journal of Monetary , Credit and Banking. 1(1) : 15- 29 . JSTOR 1991374 .

(²) Modigliani , F.(1971) " Consumer Spending and Monetary Policy : The Linkages" , Federal Reserve Bank of Boston Conference Series: Paper No 5 .

ووفقا لزيادة الضمانات التي تقدم يمكن أن تحصل على إئتمان أعلى والذي بدوره يستخدم لأغراض الإستثمار مما يقود الى التوسع في النشاط الإقتصادي.¹

5.1.3: نموذج تقييم الأصول: تفسر هذه النظرية العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الإقتصادي من خلال نظرتها لأسعار الأسهم بإنها فوائد مستقبلية متوقعة يمكن الحصول عليها أصحاب الأسهم من قبل الشركات المساهمة المصدرة للأسهم ويرتبط هذا التقدير بالأنشطة الإقتصادية الحقيقية للبلد. وبما أن الركود الإقتصادي يشير الى الوضع ينتج عن قلة فوائد الناجمة عن إستثمار فى الأسهم نسبة لإعطاء الشركات المصدرة للأسهم أرباح وتوزيعات أرباح منخفضة . فاذا توقع المستثمرون أن الأرباح وتوزيعاتها التي تقدم من قبل الشركات سيسجل إنخفاضا (إرتفاعا) فإن أسعار الأسهم سوف تتخفف (ترتفع)، كما أن إرتفاع (إنخفاض) معدل الخصم يؤدي الى إنخفاض (زيادة) فى أسعار الأسهم وبالتالي فإن التغيرات فى أسعار الأسهم أو عوائد الأسهم تصبح بمثابة الأساس الذى تقوم عليه النمو الإقتصادي الحقيقى فى المستقبل ويمكن التنبؤ بها. وعليه فإن أسعار الأسهم ترتبط إيجابياً مع النشاط الإقتصادي الحقيقى المتوقع مما يشير الى وجود علاقة بين تطور أسواق الأوراق المالية والنمو الإقتصادي.²

6.1.3: نظرية أثر الثروة : تشير هذه النظرية الى وجود إمكانية للتنبؤ بالإقتصاد الحقيقى فى المستقبل من خلال أسعار الأسهم، وتفترض فى ذلك أن تقلبات فى أسعار الأسهم لديها تأثير مباشر على الإنفاق الكلى حيث أن إرتفاع أسعار الأسهم يجعل المستثمرون أكثر ثراء وبالتالي

(¹) Bernanke , B, and Gertler , M.(1989) "Agency Costs, Net Worth and Business Fluctuations " American Economic Review , Vol . 79 (1) : 14 -31.

(²) Pasrun Adam(2015) , **Amodel of the Dynamic of Relationship Between Stock Prices and Economic Growth of Indonesia**, Journal of Applied Economics and finance,,Vol.2,No.3,pp12-19, URL:http://aef.redfame.com

ينفقون أكثر ونتيجة لذلك تنمو الإقتصاد والعكس صحيح. وعليه تأثر الثروة من التقلبات في أسعار الأسهم هي الحجة النظرية الأخرى للإجابة على لماذا أسواق الأسهم تقود الإقتصاد؟ وكثيراً ما يفترض نماذج الإقتصاد الكلى التقليدية أن الإستهلاك لا يعتمد فقط على الدخل بل أيضاً على الثروة وهو ما يعزز رؤية أصحاب هذه النظرية.¹

7.1.3: منهج المؤشرات الدورية : وفي ذات المنحى أشارت بعض الدراسات الى أن أسعار الأسهم تتحرك وبشكل متناسق ومنتظم مع حركة المتغيرات الإقتصادية الأخرى وبفواصل زمنية محددة وهو ما أكدته المكتب القومي للبحث الإقتصادي National Bureau of Economic Research (NBER) فى عام 1939م من خلال تصميم مؤشر سمي بمؤشر (NBER) أو بمنهج المؤشرات الدورية Cyclical Indicator Approach وقد خضعت وجهة نظر هذه الى البحث والدراسة من قبل (NBER) وبالإعتماد على دراسة وإختبار سلوك مئات السلاسل الزمنية الخاصة بالمتغيرات الإقتصادية ذات الصلة بالدورات الإقتصادية فى الماضى إستطاع (NBER) أن يصنف هذه العوامل الى ثلاث مجموعات هي² :

المجموعة الاولى: وسمى بالمؤشرات القائدة أو المتحكمه Leading Indicators تضمنت السلاسل الزمنية الخاصة بمتغيرات الإقتصادية التى تسبق حركتها تقلبات مستوى النشاط الإقتصاي (نقاط القمة والقاع) أي أن هذه المتغيرات تصل الى حالة القمة أو القاع قبل النشاط الإقتصادي وبفواصل زمنية محددة وبالتالي يمكن التنبؤ بمستوى النشاط الإقتصادي من خلال هذه المتغيرات القائدة، وتضم هذه المجموعة (12) سلسلة زمنية من ضمنها (متغير أسعار الأسهم، الإستثمار) محددة فيها الفواصل الزمنية التى تفصل بين كل متغير ومستوى النشاط

(¹) Brad Comincioli , (1996) , " The Stock Market as A leading Indicator : An Application of Granger Gausality", The Park Place Economist :Vol.4: Available at :

<http://digitalcommons.iwu.edu/parkplace/vol4/iss1/13>

(²) فاخر عبدالستار حيدر، مرجع سبق ذكره، صص 139-151.

الإقتصادي بالإضافة إلى الأهمية الإقتصادية له. ويشير أصحاب هذا المنهج إلى أن عملية الإستثمار ترتبط ارتباطاً متيناً بالنمو النشاط الإقتصادي وهي بمثابة مآكنة النمو للإقتصاد وهي من المؤشرات القائمة في الإقتصاد حيث يقع ضمن المجموعة الأولى من مؤشر (NBER) تحت عنوان (Contract & Orders for Plant & Equipment).

المجموعة الثانية : وتسمى بالمؤشرات المتزامنة Coincident Indicators وتشمل السلاسل الزمنية الخاصة بالمتغيرات الإقتصادية التي تتحرك بشكل متزامن مع مستوى النشاط الإقتصادي. ووفقاً لمنهج المؤشرات الدورية هناك أسبقية للمتغيرات في سوق الأوراق المالية مقارنة بالتقلبات في مستوى النشاط الإقتصادي والإنتاج الصناعي بشكل خاص ومع ذلك لا توجد تناقضا بين مفهوم GDP والإنتاج الصناعي حيث أن إزدهار سوق الأسهم أي إرتفاع الأسعار يعني زيادة في قيمة الموجودات الرأسمالية الحقيقية وهي حالة تؤدي إلى مزيد من الإستثمارات أي يسمح للشركات التي إرتفعت أسعار أسهمها بطرح المزيد من الأسهم في السوق وإستخدام الأرصدة المتحصلة في زيادة الإستثمار والتوسع وبالتالي زيادة النمو الإقتصادي بفعل مضاعف الإستثمار وبالمقابل ليس من المعقول أن تقوم الشركات المسجلة في السوق بطرح المزيد من الأسهم في الوقت الذي يشهد السوق تدهوراً في الأسعار.

المجموعة الثالثة : وتسمى بالمؤشرات المتخلفة أو المتباطئة زمنياً Lagging Indicators وتتضمن المتغيرات التي تحدث التقلبات فيها بعد التقلبات في مستوى النشاط الإقتصادي.

8.1.3: النظرية النقدية الحديثة (النظرية الكينزية) : تعد هذه النظرية من نظريات الداعمة لدور القطاع المالي التمويلي في تحفيز النمو الإقتصادي، وهي نظرية مرتبطة بجانب الطلب في الإقتصاد. لذلك يرى منظروه أن إقتصادات الدول النامية التي توجد فيها طاقات إنتاجية

غير مستغلة سببه نقص الموارد أو الإمكانيات المالية أو الطلب الفعال. وعليه فإن تشغيل تلك الطاقات الإنتاجية وإستخدامها يتطلب زيادة الطلب سواء الإستهلاكي منه أو الإستثماري خاصة تلك المتصل بالإنفاق الحكومى فى مجال الأشغال العامة. وعليه يعد الطلب الكلى المحدد الرئيسي لمستوى الدخل، والذي يتطلب بدوره التمويل اللازم من المؤسسات المالية التى تقوم بالمضاربات من خلال التغيرات فى سعر الفائدة بهدف تحقيق عائد من إستخدامها¹، كما أكده كينز فى سياق نظريته قائلاً أن ما تخلقه مؤسسات الوساطة المالية من إئتمان عبر التغيرات فى أسعار الفائدة يؤثر فى متغيرات الجانب الحقيقي كالإستثمار والتشغيل والنتاج الكلى من خلال مضاعف الإستثمار وبالتالي تزيد من معدلات النمو الإقتصادي². من خلال التحليل أعلاه، نلاحظ أن هذه النظريات جميعها تؤكد وجود علاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الإقتصادي.

3-2: إتجاه العلاقة بين أسواق الأورق المالية والنمو الإقتصادي

يشير أدبيات الإقتصاد الى وجود ثلاثة سيناريوهات محتملة عند البحث عن العلاقة بين تطور أسواق الأوراق المالية والنمو الإقتصادي :

1.2.3: وجود علاقة أحادية الإتجاه من تطور سوق الأوراق المالية الى النمو الإقتصادي :

وتعد الدراسة التى قدمه شومبيتر من أهم الدراسات التى تؤيد هذا الإتجاه، حيث أشار فيه الى أن تطور القطاع المالى يحقق النمو الإقتصادي من خلال تمويل المشروعات ذات الكفاءة فى الإقتصاد³. وكذلك دراسة "والتر باجيت" Walter Begehot و "ماكينون- وشو"

(¹) أبراهيم أونور، مرجع سبق ذكره، ص ص 4-6.

(²) جيمس جوارتيني و ريجارد استروب، الإقتصاد الكلى : الاختيار العام والخاص ، دار المريخ للنشر، الرياض، 1999 ، ص 389.
(³) Tichaona Zivengwa (2011) , **Stock Market Development and Economic Growth in Zimbabwe**, International Journal of Economic and Finance , Vol.3, No.5, www.ccsenet.org/ijef.

McKinnon-Shaw التي تعد من الدراسات الرائدة التي أبرزت أهمية التطور المالي في تحفيز النمو الاقتصادي، فقد أكد هذان الباحثان أن القيود الكمية التي تفرضها الحكومات في الدول النامية على النظام المالي تؤدي الى تقييد كمية ونتاجية الإستثمارات وبالتالي تعمل كعوائق مثبطة للنمو الإقتصادي، وفي المقابل تؤدي السياسات التحريرية لأنشطة القطاع المالي الى تحفيز النمو الإقتصادي من خلال تحسين نوعية وكمية الاستثمارات المالية في القطاعات الإقتصادية.¹ ويشار الى هذا الإتجاه "بفرضية العرض القائدة Supply – Leading " وتزعم هذه الفرضية بأن قنوات أسواق الأوراق المالية توظف بشكل جيد الموارد المالية المحدودة من وحدات ذات الفائض الى وحدات ذات العجز وبذلك توفر التخصيص الكفاء للموارد مما يحفز معدلات نمو الإقتصاد.² فقد جاء من بعدهم الإقتصادي جيمس توبن James Tobin الذي أرسى دعائم النظرية المعروفة بنظرية كيو (Q) الخاصة بوصف العلاقة المباشرة بين تطور سوق رأس المال والإستثمارات ليؤكد صحة آراء شومبيتر Schumpeter و باجيت Begehot.³ وفي ذات الإتجاه ذهب كل من كيرلي وشو Gurley & Shaw(1955) و جولد سميث Goldsmith (1969) وهيكس Hicks(1969) الى أن تنمية النظام المالي هي الأساس في تحفيز النمو الإقتصادي، لذا فإن الأنظمة المالية الأقل نمواً تؤدي الى تثبيط النمو الإقتصادي كما إن وضع السياسات وإتخاذ القرارات يجب أن يوجه نحو التوسع في النظم المالية وخلق مؤسسات مالية وتقديم خدمات وساطة متطورة بصورة يولد تأثيراً ايجابياً على عملية الإدخار والإستثمار ومن ثم على النمو الإقتصادي.⁴

(¹) Ross Levine, **Finance and Growth : Theory, Evidence**, NBER , Working Paper Series, Cambridge, Massachusetts:National Bureau of Economic Research(NEBR),Septemper 2004,p:01.

(²) Tichaona Zivengwa , op cit.No5.

(³)Tobin James (1969) "**A general Equilibrium Approach to Monetary Theory**" , Journal of Monetary , Credit and Banking. 1(1) : 15- 29 . JSTOR 1991374 .

(⁴) مروان عبدالملك دنون، رغد اسامة جارالله، مرجع سبق ذكره، ص 36.

وعليه فان وجود النظام المالى المتطور المتسم بالعمق والكفاءة والمصاحب لأدوات مالية متطورة من شأنه إحداث آثار إيجابية مباشرة على القطاعات الحقيقية فى الاقتصاد وتتجلى تلك الآثار فى إنتقال منحنى إمكانيات الإنتاج الى اليمين بسبب التغير فى حجم الموارد الكلية أو التحسن فى إستغلال تلك الموارد.¹ واخيراً دعم ليفين (1997) Levine هذا الإتجاه قائلاً " أن النتائج المستخلصة بصورة متكررة من خلال التفكير النظرى والأدلة التجريبية تؤكد وجود علاقة إيجابية من الدرجة الاولى بين تطور النظام المالى والنمو الإقتصادي، ليس هذا فحسب بل أن هناك أدلة على أن مستوى التطور المالى هو مؤشر جيد لمعدلات المستقبلية للنمو الإقتصادي وتراكم رأس المال والتغير التكنولوجى وعدم تطورها يؤثر بشكل حاسم على سرعة النمو ونمط التنمية الإقتصادية"². وكما عزز Levine(1999) دراسته بدراسة أخرى إعمدت على علاقات الإحصائية لنحو 71 دولة خلال الفترة 1960-1995، بإستخدام اسلوبين إحصائيين مختلفين للوقوف على العلاقة بين تطور الوسطاء الماليين والنمو الإقتصادي إنتهت النتائج الإحصائية لكلا الاسلوبين الى وجود تأثير كبير وإيجابي لتطور الوسطاء الماليين والنمو الإقتصادي.

2.2.3: وجود علاقة أحادية الإتجاه من النمو الإقتصادي الى تطور أسواق الأوراق المالية

: وجهة نظر البديلة هذه طرحت من قبل ربنسون Robinson الذى أكد أن التنمية المالية لا تؤدى الى نمو إقتصادي مرتفع، بدليل أن تأثير إستجابة التنمية المالية سلبى فى النمو الإقتصادي نتيجة الطلب المرتفع على الخدمات المالية، ووفقاً لتحليله أن التوسع فى الإقتصاد يولد طلباً على الخدمات المالية من قبل الأسر والشركات أى أن المشروعات هى التى تقود فى

(¹) عبدالحفيظ خزان ، مرجع سبق ذكره ، ص 113.

(²) Levine R. , **Financial Development and Economic Growth:Views and Agenda** , Journal of Economic Literature,1997,Vol.35, PP .688-726.

حين يكون التمويل تابعا لها بحيث تظهر الأسواق والمؤسسات المالية حينما تكون هناك حاجة إليها.¹ أى يرى جون روبنسون John Robinson بأن التطور المالى دالة موجبة فى الثروة الحقيقية، فعملية النمو الإقتصادى تودى الى النمو فى متوسط الدخل الفردى وهذا بدوره يقود الى نمو متسارع فى الأصول المالية مما يعنى أن إتجاه السببية يكون من الناتج الوطنى الى الأصول المالية.² حيث مع توسع الإقتصاد يزداد الطلب على بعض أدوات المالية مما يؤدى الى نمو هذه الخدمات وبالتالي تطور المالى. ويسمى هذا الإتجاه بتبعية الطلب Demand Following وتفسر على أن التنمية الإقتصادية تعمل على تطوير سوق الإئتمان، فتبعاً لهذا الإتجاه فأن الطلب على خدمات سوق الإئتمان يعتبر دالة فى نمو الناتج الحقيقى أى عندما تبدأ عملية التنمية تظهر الحاجة الى بناء مشروعات إستثمارية على نطاق واسع. ويأتى التمويل لهذه المشروعات من مصدرين هما التمويل الداخلى(رأس المال والحقوق الملكية) والتمويل الخارجى من خلال الحصول على الإئتمان.³

3.2.3: وجود علاقة ثنائية الإتجاه : حيث أوضح "باترك" Patrick فى مقال له عن العلاقة

بين أسواق الإئتمان والتنمية الإقتصادية أن هناك إتجاهين يحكمان مثل هذه العلاقة هما :⁴

الأول : قيادة العرض Supply – Leading : يشير هذا الإتجاه الى أن إنشاء وتنمية أسواق رأس المال يخلق الطلب على خدماتها، لذا على الدولة إنشاء المزيد من المؤسسات المالية لأن وجودها ستزيد من كفاءة تعبئة المدخرات. والمنطق من وراء ذلك هو أن المؤسسات المالية الجديدة سوف تحاول نقل جزء من المدخرات العائلية عن طريق خلق عدد كبير من الأدوات

(¹) Robinson,J.,**The Rate of Interest and Other Essays**, Macmillan, London,1952.

(²) Ross Levine, ,Op, Cit, , P:01.

(³)Tichaona Zivengwa, Op,Cit, ,No.5,.

(⁴) Patrick H,(1966) , Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries, Journal of Economic Development and Cultural Change , Vol.14, pp174-189. [http:// dx.doi.org /10.1086/1450153](http://dx.doi.org/10.1086/1450153).

الإدخارية تبعاً لتفضيلات أفراد القطاع العائلي مما يزيد الموارد المالية المتاحة لتلك المؤسسات، والتي سيتم استخدامها لتمويل المشروعات الإستثمارية القائمة أو التوسعات الجديدة فيه. وعليه فإن أسواق الإئتمان لا توفر فقط التمويل المالي بل توفر أيضا الخدمات الفنية لهذه المشروعات لما له من أثر نفسي في تشجيع رجال الأعمال على فتح آفاق جديدة لإستغلال الفرص الإستثمارية المتاحة والمتوفرة بأعتبره مهم في الدول التي لها فرص لقيام مشروعات.

الثانى : يسمى بتبعية الطلب Demand Following : هو أن التنمية الإقتصادية تعمل على تطوير سوق الائتمان. فتبعاً لهذا الإتجاه فإن الطلب على خدمات سوق الائتمان تعتبر دالة في نمو الناتج الحقيقي، فعندما تبدأ عملية التنمية تظهر الحاجة الى بناء مشروعات إستثمارية على نطاق واسع ويأتى التمويل لهذه المشروعات من مصدرين هما التمويل الداخلى (رأس المال وحقوق الملكية) والتمويل الخارجى من خلال الحصول على الإئتمان. وفي الدول النامية نجد أن مصادر التمويل الداخلية غير كافية لمواجهة الإحتياجات المالية لهذه المشروعات وبالتالي يزيد الطلب على خدمات سوق الإئتمان وعندما يزيد الطلب على التمويل الخارجى مع ثبات عرض الموارد المالية يزيد معدل الفائدة على القروض المعروضة من قبل المؤسسات المالية العاملة فى سوق الائتمان وتسمح هذه الدخول المرتفعة التى تحصل عليها المؤسسات المالية من فرض معدلات عائد مرتفعة على هذه الاصول المالية لتشجيع القطاع العائلى على شراء هذه الاصول. وفي هذه الحالة فإن المؤسسات المالية يمكن أن تجذب جزءاً كبيراً من مدخرات القطاع العائلى وتوجهها لإشباع فائض الطلب على الموارد المالية كذلك فإن الزيادة فى العوائد التى تحدث مع التنمية تزيد من دخول القطاع العائلى والتى تزيد بدورها من مدخراته، وبذلك تزداد المدخرات التى توجه الى سوق الإئتمان وهكذا يعمل وجود الطلب على تطوير وتنمية

أسواق الائتمان. وإزاء ذلك يرى باتريك Patrick وجود علاقة سببية ذات اتجاهين حيث تتجه من القطاع المالى الى النمو الإقتصادي خلال المراحل الأولى من التنمية، فى حين تتجه من النمو الإقتصادي الى القطاع المالى خلال المراحل المتأخرة من التنمية الإقتصادية. أما على مستوى التطبيقى نجد أن الإتجاه الأول هو الغالب أى أن وجود النظام المالى المتطور والمتسم بالعمق والكفاءة ومصاحب لأدوات مالية متطورة من شأنه ترتيب آثار ايجابية مباشرة على القطاعات الحقيقية فى الإقتصاد وتتجلى تلك الآثار فى إنتقال منحنى إمكانيات الإنتاج الى اليمين بسبب التغير فى حجم الموارد الكلية أو التحسن فى إستغلال تلك الموارد وبالتالي يدفع بالإقتصاد نحو زيادة معدلات نموه. وهو ما يسعى هذه الدراسة البحث عنه من خلال فحص أثر سوق الأوراق المالية فى النمو الإقتصادي فى السودان.

3-3: قنوات تأثير أسواق الأوراق المالية على النمو الإقتصادي

أكدت نماذج النمو الإقتصادي أن سوق الأوراق المالية ومن خلال الوظائف التى تؤديها تساهم مساهمة فعالة فى تحفيز معدلات نمو الإقتصاد عبر القنوات التالية:

1.3.3: القناة التمويلية لسوق الأوراق المالية وتتمثل فى :

1. توفير السيولة : فى حين تحتاج الإستثمارات التى تحقق أرباح عالية إلى رأس مال على المدى الطويل. يتخوف المستثمرون من فقدان قدرتهم على التصرف فى مدخراتهم لفترة زمنية طويلة، لذا فإن سيولة سوق الأوراق المالية تسمح بتلبية رغبة الطرفين حيث يصبح الإستثمار أقل عرضة للمخاطرة وأكثر جاذبية وذلك من خلال تمكين المدخرين من الحصول على الأسهم متى يشاءون والتخلص منها ببيعها بسرعة فى حالة حاجتهم لأموالهم. وفى الوقت نفسه تمكن الشركات من الحصول على رأس المال أو زيادته بشكل دائم باللجوء إلي إصدار

أسهم جديدة ، هكذا تتمكن السوق السائلة من تحسين تخصيص رأس المال وزيادة إمكانيات النمو الإقتصادي على المدى الطويل.¹

2. تعبئة وتجميع المدخرات ورؤوس الأموال طويلة الأجل : تساهم سوق الأوراق المالية في تعبئة المدخرات وتمويل النشاط الإنتاجي من خلال حيث توفر الفرصة للمدخرين لتتويع محافظهم المالية بزيادة الأوعية الإدخارية الملائمة لتفضيلاتهم من حيث المخاطرة، العائد، والسيولة.

3. جذب الإستثمارات الأجنبية : يمكن لسوق الأوراق المالية جلب الإستثمارات الأجنبية من خلال منحها عوائد مرتفعة ومغرية وتبيان مكانة الشركات المقيدة لديها. حيث أن تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية تعمل على الرفع من حجم السيولة على مستوى البلد المستقبل مما يخلق مصدراً مالياً تمكن المؤسسات من تمويل مشاريعها، وخير دليل على أهمية رؤوس الأموال الأجنبية في إحداث الانتعاش الإقتصادي تجارب بعض البلدان في جنوب شرق آسيا وأمريكا اللاتينية التي شهد أسواق الأوراق المالية فيها ديناميكية كبيرة.²

2.3.3: القناة الإقتصادية لسوق الأوراق المالية وتتمثل في :

1. جمع المعلومات وتخفيض تكلفتها وتسعيرها : يصعب على المدخرين الأفراد في غياب سوق للأوراق المالية تقييم الشركات. لذلك فهم يناون بأنفسهم عن الأنشطة الإستثمارية مما يؤثر سلباً على تخصيص الموارد، وبدلاً من أن يقوم كل مستثمر بالبحث عن فرص إستثمار الكفاء والدفع مقابل الحصول على المعلومات يستطيع سوق الأوراق المالية تجميع وتحليل

(¹) سامية زيطاري ، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة : حالة أسواق الأوراق المالية العربية ، رسالة دكتوراه، جامعة الجزائر ، الجزائر ، 2004 ، ص ق 75-76.

(²) دحمانى نور الهدى، العابد برينيس شريفة، مرجع سبق ذكره، ص 116-129.

ونشر المعلومات التي تخص الإستثمارات مما ينعكس إيجاباً على معدلات الإدخار وتخصيص أفضل لرأس المال ومن ثم التسريع بمعدلات النمو الإقتصادي.¹

2. الرقابة على الإستثمارات : يعد دور السوق في الرقابة على الإستثمارات الوجه الآخر المكمل لدورها في تجميع المعلومات لكون توافر المعلومات من أجل إتخاذ القرار الإستثماري دون أن يصاحب ذلك توافر آليات الرقابة على تلك الإستثمارات قد يؤدي الى إجماع المستثمرين عن الإستثمارات مما يعيق عملية النمو الإقتصادي. وتجنباً لذلك تقوم سوق الأوراق المالية من خلال مؤسسات التمويل البنكية بتوفير آليات الرقابة على الإستثمارات، وذلك بالإفصاح عن آليات الرقابة ووضع الشروط والتعهدات التي تكفل حماية أموال الفوائض إضافة الى وجود جهات رقابية تتابع تنفيذ تلك الآليات والتعهدات، وتضع معايير الإفصاح عن ذلك بما يمكن أصحاب الفوائض من المتابعة الدورية لإستثماراتهم.²

3. تنوع المخاطر وتقليلها : أن سوق الأوراق المالية التي تتمتع بدرجة كفاءة عالية وأداء جيد وأكثر إنديماجاً في السوق العالمي تكون لها القدرة على تنوع المخاطر وتخفيضها، وتعد هذه الوظيفة من أهم ما تقوم به سوق الأوراق المالية، حيث أن تنوع المخاطر يحفز المستثمرين على الإستثمار في المشاريع عالية المخاطر وذات العائد المرتفع مما يؤثر إيجابياً في النمو الإقتصادي. وهناك نوعان من المخاطر التي تعمل سوق الأوراق المالية على تقليلها هما مخاطر السيولة ومخاطر التسعير، حيث في ظل تزايد مخاطر السيولة الناتجة عن عدم توفر المعلومات اللازمة أو إرتفاع تكاليف الحصول عليها يجعل الأفراد يقومون بالإحتفاظ بأموالهم بدلاً من إقراضها وهذا يؤدي الى تخفيض الإستثمارات وبالتالي تخفيض معدلات

⁽¹⁾ زكريا سلامة عيس شطناوي، الآثار الإقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الإقتصاد الإسلامي، دار النفائس، عمان ، 2009، ص67.

⁽²⁾ سمير شرف ، أسماعيل شعبان، وهدى أسبر، دور سوق المالية في تفعيل النمو الإقتصادي والتجارة الخارجية، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية ، سلسلة العلوم الإقتصادية، والقانونية، المجلد 31، العدد 1 ، سوريا ، 2009 ، ص189.

النمو الإقتصادي. كذلك تعمل سوق الأوراق المالية على خلق آلية معلومات تزيد من كفاءة التسعير ويساعد المستثمرين على إتخاذ القرارات المناسبة فيما يخص توزيع مواردهم المالية.¹

4. إستثمار رؤوس الأموال : توفر سوق الأوراق المالية الفرصة لصغار المدخرين والمستثمرين لإستثمار مدخراتهم الصغيرة ، كما تمكن المتعاملين فيه من إختيار شكل الإستثمار ومجاله تبعاً للعائد المتوقع منه ودرجة المخاطرة التي بإمكانهم تحملها.²

5. التحوط ضد التقلبات السعرية وعمليات المضاربة : تعمل سوق الأوراق المالية على توفير المعلومات والبيانات اللازمة عن المؤسسات المقيدة فيها من خلال إلزامها بمعايير الشفافية والإفصاح مما يساهم في تخفيف حدة المضاربة وتحقيق قدر مناسب من الإستقرار في المستوى العام للأسعار وأسعار الفائدة الحقيقية الشيء الذي ينعكس إيجابياً على معدلات الإستثمار والنمو الإقتصادي.³

6. تشجيع الإدخار : تعمل سوق الأوراق المالية على تشجيع الإدخار من خلال الإستثمار في الأوراق المالية، حيث أن تخفيض قيمة السهم تشجع الإكتتاب المقسط، وضمان حد أدنى من الإرباح والفوائد، ونشر الوعي الإدخارى بين الأفراد، تشجيع التعامل في شراء الأسهم والسندات وجذب المدخرات بما يتيح فرصة تنفيذ العديد من المشاريع الإنتاجية وبالتالي المساهمة في زيادة الناتج المحلي.⁴

⁽¹⁾ دحمانى نور الهدى، العابد برينيس شريفة، مرجع سبق ذكره، ص 116-129.

⁽²⁾ عبد المطلب عبد الحميد، إقتصاديات الإستثمار فى البورصة، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، 2010، ص 74.

⁽³⁾ المرجع السابق ، ص 70.

⁽⁴⁾ زكريا سلامة عيس شطناوى، الآثار الإقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الإقتصاد الإسلامى، دار النفائس، عمان ،

2009، ص 67.

7. المساهمة في تمويل خطط التنمية : وذلك من خلال طرح أوراق مالية حكومية في تلك الأسواق بغرض الإقتراض العام من أفراد الشعب لسد نفقاتها المتزايدة وتمويل مشروعات التنمية بإصدار السندات والأذونات التي تصدرها الخزانة العامة ذات الآجال المختلفة.¹
8. المساهمة في دعم الائتمان الداخلي والخارجي: حيث أن عمليات البيع والشراء في بورصة الأوراق المالية تعد مظهرًا من مظاهر الائتمان الداخلي فإذا ما ازدادات مظاهر الائتمان ليشمل الأوراق المالية المتداولة في البورصات العالمية أصبح من الممكن قبول هذه الأوراق كغطاء لعقد القروض المالية.²
9. تحقيق الإستقرار الإقتصادي : حيث تعد سوق رأس المال أداة مهمة من أدوات السياسة الإقتصادية التي تساعد الدولة في تحقيق إستقرارها الإقتصادي من خلال عدة جوانب، فعلى سبيل المثال تعمل على التأثير في معدلات الفائدة للحد من التضخم أو تغيير مستويات الإقراض المحلي والإستثمار في الإقتصاد.³

(¹) مبارك بن سليمان ، أحكام التعامل في الاسواق المالية المعاصرة ، مرجع سبق ذكره، ص 34.

(²) المرجع السابق، ص 34.

(³) ايهاب الدسوقي، مرجع سبق ذكره ، ص 89.

الفصل الرابع

تطور سوق الأوراق المالية ومسار النمو الإقتصادي في السودان

4-1: السمات العامة للإقتصاد السوداني

4-2: تطور سوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة (1995-2016م)

4-3: مسار نمو إقتصاد السودان خلال الفترة (1995-2016م)

الفصل الرابع

تطور سوق الأوراق المالية ومسار النمو الإقتصادي في السودان

تمهيد

بعد تسليط الضوء على الجوانب النظرية لأسواق الأوراق المالية وقنوات تأثيرها على النمو الإقتصادي، سيتم تناول تطور سوق الأوراق المالية ومسار النمو الإقتصادي في السودان خلال فترة الدراسة عبر ثلاثة موضوعات هي السمات العامة للإقتصاد السوداني، نشأة وتطور سوق الخرطوم للأوراق المالية، ومسار النمو الإقتصادي في السودان خلال الفترة (1995-2016م).

4-1: السمات العامة للإقتصاد السوداني

مر الإقتصاد السوداني منذ الإستقلال بحقب سياسية متباينة طبقت من خلالها نظم إقتصادية مختلفة كان لها أثر واضح في صياغة ملامحه، حيث إستمر النخبة الوطنية التي تولت إدارة البلاد عقب الإستقلال على ذات النسق الإقتصادي القائم على نظام رأسمالي يعمل على إستنزاف موارد البلاد الإقتصادية لصالح الإقتصاد البريطاني، بدلاً من العمل على إعادة بناء هيكل الإقتصاد على أساس التعدد والتنوع والتوازن لينمو ويزدهر.¹

أما في حقبة السبعينيات فقد حدث تحول في طبيعة النظام الإقتصادي في السودان الى نظام إشتراكي بإستيلاء نظام المايوي في 1969 وإعتماد منهج التخطيط المركزي والتحكم

(¹) حاتم سعيد أحمد سعيد، أثر إستراتيجتي ترقية الصادرات وإحلال الواردات على الناتج المحلي الاجمالي في السودان (1970 - 2017)، رسالة دكتوراه، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، 2017، ص ص 110، 111.

الحكومي في إدارة الإقتصاد إلا أن تلك النهج لم تفلح في إستغلال موارد البلاد المتنوعة بكفاءة لهيمنة القطاع الزراعي على حساب القطاعات الإقتصادية الأخرى. بجانب فشل مشروعات القطاع الصناعي في تحقيق ما هو مطلوب منه خاصة مشروعات التصنيع الزراعي التي أولتها خطط وبرامج التنمية. أما قطاع الخدمات هو الآخر لم يكن أحسن حالاً في تلك الحقبة حيث لم تشهد مجالاته المختلفة (النقل،الاتصالات، الطاقة، المصارف وغيرها) سوى تطور محدود.¹

غير أن نظام الإقتصاد الموجه القائم على التدخل الحكومي والتخطيط المركزي أدخل الإقتصاد السودان في نفق الجمود خلال فترة السبعينات والثمانينات نتج عنها بروز مشكلات إقتصادية عديدة ابرزها تفاقم الديون الخارجية نتيجة للإعتماد على القروض الخارجية في تمويل تلك المشروعات ذات العائد المنخفض من جهة، وتراجع الإنتاج من جهة أخرى، حيث سجل نمو الناتج المحلي الإجمالي معدلات نمو سالبة في معظم سنوات تلك الحقبة نتيجة لجمود الإستثمارات، وإرتفاع تكلفة الإنتاج، وهجرة رأس المال الوطني. أما موقف الحساب الداخلي فقد بلغ معدل عجز الموازنة حوالى 5% من الناتج المحلي الإجمالي، كما بلغ معدل التضخم 18% (والذى يعتبر عالى مقارنة بالأداء فى السنوات السابقة لها)، وإرتفعت معدلات البطالة كل هذه العوامل أدت الى تدنى معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي الى سالب (3.7-)% فى عام 1978م وهو أدنى مستوى معدل نمو خلال تلك الفترة. مما شكل حالة من عدم التوازن الداخلى والخارجى التى أصبحت سمة الغالبة لإقتصاد السودانى خلال تلك الحقبة.²

(¹) محمد عبد القادر محمد خير، الإقتصاد السودانى المسار التاريخى وفرص وتحديات المستقبل : قراءة لما قبل وما بعد انفصال الجنوب ، الرائد للبحوث والعلوم ، الخرطوم ، السودان ، 2010 ، ص4.
(²) المرجع السابق، ص4.

بناءً على هذه الخلفية السالبة للإقتصاد بدأ التدهور يتسارع نتيجة تزامن عدم التوازن فى الإقتصاد الكلى مع تطورات خارجية كالحرب الجنوب فى 1983، والجفاف والتصحر مما أدى الى زيادة تفاقم الوضع الإقتصادي حيث سجل الإتجاه العام لنمو الناتج المحلى الإجمالى خلال تلك الفترة فى المتوسط حدود 2.1% فقط فى حين معدل نمو السكان بلغ حوالى 2.9%. وفى ظل غياب برامج لإصلاح الإقتصاد فى جانبه الهيكلى والمالى وصل التدهور فى اصول القطاعات الإنتاجية فى أواخر الثمانينات مستوى أدى الى تراجع معدلات الإنتاج فى الزراعة والصناعة وغيرها من القطاعات الأخرى وبالتالى تدنى مستمر فى معدل نمو الناتج المحلى الإجمالى.¹

ولمحاصرة تلك الوضع المتأزم تم وضع برنامج إصلاحى إقتصادي هيكلي شامل متوسط المدى Medium Term Structural and Macro-economic Reform Program بهدف إزالة التشوهات وإصلاح مالى ونقدى يؤدى الى رفع معدلات الإنتاج وإحتواء معدلات التضخم ، وإصلاح نظام سعر الصرف، وتحرير القيود على حركة الإقتصاد، ورفع مستوى الصادر، وتشجيع تحويلات السودانيين العاملين بالخارج وتحقيق زيادة فى معدلات نمو الإيدار المحلى، وزيادة حجم الإستثمار، وتخفيض عجز الحساب الجارى، وإستقطاب العون الخارجى الذى توقف نتيجة لتراكم المتأخرات والديون الخارجية، إلا أن تلك البرنامج لم تؤتى أكلها نسبة لأستمرار الدولة فى نهجها التوسعى الذى زاد الضغوط على الطلب الكلى.²

بناءً على هذه الخلفية يمكن تلخيص أهم الملامح لتحديات الإقتصادية والمالية التى واجهت

الفترة السابقة لعام 1989م فى :

(¹) عبدالوهاب عثمان، مرجع سبق ذكره، ص ص، 46-53.

(²) المرجع السابق، ص 53.

1. عدم وضوح رؤية فكرية إقتصادية حيث التذبذب بين الفكر الرأسمالي والإشتراكي وبدأيات التوجه نحو الإقتصاد الإسلامي.

2. جمود فى النشاط الإقتصادي وتراجع سالب فى معدل النمو وتدهور فى البنية التحتية.

3. ضعف أداء الجهاز المصرفى وعدم وجود المؤسسات المالية التمويلية الأخرى كأسواق الأوراق المالية.

4. إرتفاع معدل التضخم وعدم إستقرار سعر الصرف.

5. اشكالات البناء المؤسسي والتشريعي فى الجانب المالي والمصرفي.¹

لمواجهة تلك التحديات الإقتصادية والمالية التى واجهت البلاد آنذاك وضعت الدولة عدد من الإستراتيجيات والخطط والبرامج والسياسات لمعالجة المشكلة الإقتصادية المتفاقمة تباينت فى مداها الزمنى إلا إنها متشابهة فى موجهاتها وأهدافها وسياساتها التى ترتبط بقطاعات الإقتصاد وخاصة قطاع الزراعة. وتاريخياً وضع السودان أول برنامج رباعى إستثمارى خلال الفترة 1947-1951م هدفت الى تطوير الخدمات العامة والهياكل الأساسية للدولة، ثم تلاه برنامج خماسى من 1951-1956م هدفت الى تنفيذ عدد من المشروعات فى مجالات التنمية الزراعية والمواصلات والخدمات الإجتماعية. ثم من بعدهما وضعت خطة عشرية خلال الفترة من 1961/1962-1970/1971 وهى بمثابة أول خطة مبنية على برامج وأهداف إقتصادية كمية ونوعية واضحة المعالم، حيث أشتملت على مشروعات للقطاع العام والخاص ولكنها لم تنفذ بسبب عدم إستقرار السياسي.

(¹) أحمد مجذوب احمد على، مرجع سبق ذكره، ص 39.

ومع بداية الحكم المايوى فى 1969م تم وضع خطة خمسية 1970-1975 حيث إتبعنا فيها الدولة النهج الإشتراكى فى التخطيط بموجبه احتكرت مؤسسات القطاع العام معظم النشاط الإقتصادى والتجارى، وبعدها وضعت خطة خمسية أخرى عرفت بالخطة الخمسية المعدلة فى الفترة من 1975-1980 تضمنت أهداف إستثمارية متعلقة بقطاع الزراعى، وتوفرت للخطة شبه المعدلة مقومات مالية من الدول العربية عقب إرتفاع البترول بعد حرب أكتوبر 1973م إلا أنها لم تسير كما كان مخططاً لها بسبب عدم إستقرار الإقتصادى خاصة فيما يتعلق بنظام سعر الصرف وارتفاع معدلات التضخم التى خلقت بيئة غير داعمة للإنتاج وطاردة للإستثمار أدت الى تدهور معدلات نمو الإقتصاد.

شهد عام 1983/1984م تدهور أداء الإقتصاد وتراجع فى تدفقات العون الخارجى أجبر الدولة للرجوع مرة أخرى الى البرامج الإستثمارية بالتعاون مع البنك الدولى فى إطار برامج الإصلاح الإقتصادى والهيكلى استمرت حتى عام 1989م إلا أنها لم تنجح فى زيادة معدلات نمو الإقتصاد كما كان متوقفاً لها بل شهدت بعض الفترات فيها نمو سالباً لمعدلات نمو الإقتصاد.

فى عام 1988م تم وضع برنامج إقتصادى رباعى للفترة 1988/1989 - 1991/1992م، إلا إنها لم تنفذ بعد نسبة لتغير نظام الحكم فى السودان بقيام ثورة الإنقاذ الوطنى. ولمواجهة تلك التحديات بادرت بعقد مؤتمر إقتصادى شامل، وإستناداً على توصياته تم وضع البرنامج الثلاثى للإنفاد الإقتصادى (1990-1993م) بمثابة أول برنامج إقتصادى يصوب إهتمامه نحو معالجة المشاكل الهيكلية التى أعاققت نمو إقتصاد السودان من خلال تبنى سياسة التحرير الإقتصادى وما تمخض عنه من برامج وأهداف، حيث نجح البرنامج فى زيادة

الإنتاج لقطاعات الإقتصاد المختلفة فى المدى القصير إلا انه لم يوفق فى تحقيق الإستقرار الإقتصادي والنمو المستدام فى المدى المتوسط والطويل نتيجة لحصر إهتمامه فى الإصلاح الهيكلى دون ربطه بالإصلاح الإقتصادي الشامل وخاصة فى مجال قطاع المال والنقود مع عدم واقعية سعر الصرف وإرتفاع معدلات التضخم.¹

إتجهت الدولة عقب البرنامج الثلاثى الى إعلان سياسة الإصلاح الإقتصادي والتصحيح الهيكلى فى إطار الموجهات الإقتصادية الكلية والمعروفة بإسم الإستراتيجية القومية الشاملة 2002/1992 والتي إستوعبت موجهات البرنامج الثلاثى للإنقاذ الإقتصادي 1993/1990 بحيث هدفت الإستراتيجية لمعالجة التشوّهات والإختلالات الهيكلية الإقتصادية للبلاد. من خلال تحقيق الأهداف التالية :

1/ تحريك جمود الإقتصاد السودانى وتحويله للإنتاج وحشد الطاقات المتاحة.

2/ تعديل الهياكل الإقتصادية والمالية والمؤسسية لفتح الباب للمشاركة.

3/ تحقيق التوازن الإجتماعى بحيث لا تتحمل الفئات الفقيرة الآثار السالبة للبرنامج.²

ولكن ماهى أهم السياسات والبرامج التى تبنتها الدولة لتنفيذ إستراتيجياتها للإصلاح الإقتصاد؟

وتحقيقاً لتلك الأهداف تبنت الدولة عدة سياسات وبرامج الإصلاحية يمكن تلخيصها فى :

1. إعلان سياسة التحرير الإقتصادي فى اكتوبر 1992م وإعتماد منهج إقتصاد السوق كنظام

إقتصادي والذى اقتضى بموجبها تقليص الدور الحكومى فى النشاط الإقتصادي وإقتصاره فى

⁽¹⁾ عبدالوهاب عثمان شيخ موسى، مرجع سبق ذكره، ص ص 113-115.

⁽²⁾ أحمد مجنوب احمد على ، مرجع سبق ذكره، ص 40.

وضع السياسات، وتماشياً مع ذلك نفذت الدولة برامج واسعة للخصخصة تضمنت بيع وتصفية معظم المؤسسات والشركات والهيئات الاقتصادية الحكومية بهدف تحريك الجمود الذى أصاب الاقتصاد من خلال تحجيم سيطرة القطاع العام على النشاط الاقتصادي وكسر إحتكاراته، وفى المقابل فتح الباب واسعاً أمام القطاع الخاص لتولى زمام المبادرة الاقتصادية وقيادة النشاط الاقتصادي نحو تحقيق أهداف وغايات الاقتصاد القومي.¹

2. إصلاح مناهج معالجة المشكلات الاقتصادية : وذلك بالتشخيص الصحيح للمشكلة حيث أن جانب العرض (الإنتاج) هو المشكلة الأساسية التى تواجه الاقتصاد السوداني.

3. برامج وسياسات إصلاح الفكر والنظرية : وذلك بمراجعة الأبعاد الفكرية والنظرية الحاكمة للعمل الاقتصادي بالإرتكاز على إستيعاب البعد المقاصدى عند تخصيص الموارد وذلك من خلال تأسيس المؤسسات المسؤولة عن تعميق أسلمة النظام الاقتصادي.

4. إصلاح الجهاز المصرفى والمؤسسات المالية والتمويلية الأخرى : حيث شملت محاور الإصلاح الأتى:

أ. الإصلاح التشريعى شملت مراجعة قانون بنك السودان، وقانون تنظيم العمل المصرفى، وقانون الصكوك والقوانين الأخرى ذات الصلة لتحقيق التكامل فى الادوار وتقوية الرقابة المصرفية وتفعيل الأداء.

ب. سياسات توفيق أوضاع الجهاز المصرفى ورفع كفاءته المصرفية والفنية.

(¹) محمد عبد القادر محمد خير، مرجع سبق ذكره ، ص5.

ج. إنشاء وتقوية المؤسسات المالية المكملة لمنظومة المؤسسات الخادمة للجانب المالى والتمويلي فكانت إنشاء سوق الخرطوم للاوراق المالية والأهتمام به.

5. تصحيح ومراجعة العلاقات مع المنظمات الإقتصادية الإقليمية والدولية : وذلك بالتوجه نحو تطبيع العلاقات مع مؤسسات التمويل الإقليمي والعالمي وتقوية وتوسيع التعاون الثنائي والإقليمي والإنضمام للتجمعات الإقتصادية الإقليمية التي تحقق الأهداف الإقتصادية والاجتماعية.¹

4-2 : تطور سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة (1995 – 2016م)

ارتبط نشأة سوق الأوراق المالية فى السودان بالسياسات والبرامج الإصلاحية التى تبنتها الدولة، فالرغم من أن فكرة قيامها قديمة نسبياً إلا أن الخطوات الجادة لإنشائها بدأت فى أغسطس 1992م فى سياق متطلبات سياسة التحرير الإقتصادي التى نادى بها البرامج الثلاثى للإقناذ الإقتصادي(1990-1993م) وما صاحبها من إصلاح مالى لتحريك جمود الذى أصاب الإقتصاد وتحويله للإنتاج بحشد الطاقات المتاحة.

4.2.1: نشأة سوق الخرطوم للاوراق المالية

بالرغم من بروز سوق الخرطوم للأوراق المالية كمؤسسة إعتبارية فى عام 1994م فى إطار الإستراتيجية القومية الشاملة (1992-2002م) التى نصت على قانونها والأسباب الداعية لإنشائها، إلا أن فكرة إنشائها بدأت منذ العام 1962م عندما تم إجراء العديد من الدراسات والبحوث والإتصالات من قبل وزارة المالية، وبنك السودان بمشاركة مؤسسة التمويل الدولية التابعة للبنك الدولى التى إنتهت بالتوصية على إنشائها. إلا أن تلك التوصية لم

(¹) أحمد مجذوب احمد على ، مرجع سبق ذكره، ص ص 42-45.

ترى النور فى وقتها، حيث بدأت خطواتها الجادة فى بداية التسعينيات أبان تطبيق سياسة التحرير الإقتصادي التى نادى بها البرنامج الثلاثى للإقناذ الإقتصادي(1990م - 1993م) حيث تم تأسيس هيئة الأسواق المالية فى عام 1992م وفى نوفمبر من نفس العام أقر مجلس الوزراء تعديلاً على قانون سوق الأوراق المالية لعام 1982م، إلا أن هذا القانون المعدل لم يفى بمتطلبات إنشاء سوق للأوراق المالية حتى جاء البداية الفعلية لعمل سوق الخرطوم للأوراق المالية فى عام 1994م عندما أجاز المجلس الوطنى الإنتقالى قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية بصورته النهائية والذى أصبحت بموجبه السوق كياناً قانونياً مستقلاً¹. ولذلك يعتبر إنشاء سوق الخرطوم للأوراق المالية من الأنجازات التى احدثت فى إطار الإصلاحات الهيكلية للإقتصاد الوطنى لإحداث طفرة إقتصادية بتحديث نظم التمويلية للإستثمار المالى فى السودان بغرض زيادة معدلات نموه.

2.2.4 : أهداف سوق الخرطوم للأوراق المالية

نص قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية فى المادة (9) من قانونها الذى اجيزت فى عام 1994م على أن تكون للسوق الأهداف التالية :

1. تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بيعاً وشراءً.
2. تشجيع الإدخار وتنمية الوعى الإستثمارى بين المواطنين وتهيئة الظروف الملائمة لتوظيف المدخرات فى الأوراق المالية بما يعود بالنفع على المواطن والإقتصاد السودانى.
3. العمل على توسيع وتعزيز الملكية الخاصة للاصول الإنتاجية فى الإقتصاد الوطنى وعلى نقل الملكية العامة للاصول الرأسمالية للدولة الى أوسع الفئات الوطنية.

¹ (سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقرير السنوى الحادى والعشرون ، 2015، ص15.

4. تطوير وتنمية سوق الإصدارات وذلك بتنظيم ومراقبة إصدارات الأوراق المالية وتحديد الشروط والمتطلبات الواجب توافرها في نشرات الإصدار عند طرح الأوراق المالية للاكتتاب العام من قبل الجمهور.

5. ترسيخ أسس التعامل السليم والعادل بين فئات المستثمرين وضمان تكافؤ الفرص للمتعاملين في الأوراق المالية وحماية صغار المستثمرين.

6. إقتراح كيفية تنسيق البيانات المالية والنقدية وحركة رؤوس الأموال والاشراف على السياسة المتعلقة بتنمية مصادر التمويل المتوسط وطويل الأجل في السودان وذلك بما يحقق الإستقرار المالي والإقتصادي ومن ثم تحقيق أهداف التنمية الإقتصادية.¹

وقد عززت هذه الأهداف بأخرى إضافية بموجب قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية المعدل لسنة 2016م لمواكبة التطورات الإقتصادية شملت :

7. توفير العوامل التي تساعد على تسهيل وسرعة تسهيل الأموال المستثمرة في الأوراق المالية بما يخدم رغبات المستثمرين ومصلحة الإقتصاد الوطني.

8 إتصال وتبادل الخبرات والمعلومات الأساسية بين السوق والأسواق المماثلة والمنظمات العربية والاقليمية والعالمية ذات الصلة والإنضمام لعضويتها والترويج لقيام شركات المساهمة العامة.²

3.2.4 : التطور النوعي لسوق الخرطوم للأوراق المالية

(¹) المرجع السابق، ص 10.
(²) سوق الخرطوم للأوراق المالية، قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة، 2016.

شهدت مسيرة السوق عدة مراحل كان من شأنها دفع عجلة التطور بالسوق حيث كان آخرها البداية الفعلية للعمل بالتداول الإلكتروني، يمكن تلخيصها على النحو التالي :

مرحلة البداية الفعلية للسوق : بدأت العمل بسوق الخرطوم للأوراق المالية بصورة فعلية بإجازة المجلس الوطنى الإنتقالى لقانونها بصورته النهائية فى عام 1994م، والذى أصبح بموجبه السوق كياناً مستقلاً، حيث بدأ العمل فى السوق الاولية (سوق الإصدارات) فى العاشر من شهر اكتوبر 1994م بينما السوق الثانوية (سوق التداول) فى يناير 1995م بعدد 34 شركة مدرجة. وبعد عام من بدء سوق التداول إرتفعت عدد الشركات المدرجة فيها من 34 الى 40 شركة، وفى عام 1997 شهدت السوق زيادة مقدره فى رأس المال السوقي حيث بلغت من ما يعادل 31 مليون دولار امريكى الى ما يعادل 139 مليون دولار، وتأسيس بنك الإستثمار المالى للمساهمة فى تنشيط التعامل فى سوق الاوراق المالية. وفى 1999 بدأ العمل بنظام السوق الموازية حيث تم بموجبها تصنيف الشركات المدرجة بالسوق الثانوية وفقاً لإستيفائها للشروط المنظمة لإدراج الشركات فى أى من السوقين النظامى والموازى، وقد كان بداية إصدار صكوك الصناديق الإستثمارية. وشهد عام 2001 بداية إصدار شهادات المشاركة الحكومية (شهادة)¹.

مرحلة إطلاق مؤشر الخرطوم : يعد إعلان مؤشر الخرطوم فى اكتوبر 2003م إحدى مراحل التطور النوعى المهمة فى مسيرة السوق. والهدف من بناء المؤشر هو قياس التغير الذى يطرأ على أسعار أسهم الشركات المدرجة بالسوق خلال فترة محددة، وقد إستهل مؤشر الخرطوم عند بداية إعلانه ب1000 نقطة.²

⁽¹⁾ سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقرير الخامس عشر، 2009، ص11.
⁽²⁾ سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقرير السنوى السادس عشر، 2010، ص12.

مرحلة التعاون مع الأسواق المالية الاقليمية : فى إطار تحقيق أهدافه الواردة فى القانون قامت إدارة السوق بتوسيع علاقتها مع المؤسسات النظيرة الاقليمية والعربية نتج عنها إدراج سوق الخرطوم للأوراق المالية فى قاعدة بيانات صندوق النقد العربى وسهم سوداثل تقاطعيا فى سوق أبوظبى للأوراق المالية فى 2003م، كما تم توقيع إتفاقية تعاون مشترك مع بورصتى القاهرة والاسكندرية فى 2004م، وفى 2005م شهد سوق الخرطوم للأوراق المالية تطوراً كبيراً حسب قاعدة بيانات صندوق النقد العربى، فحسبه أحتل السوق المرتبة الاولى من حيث نمو القيمة السوقية مقارنة ببقية الأسواق العربية بنسبة بلغت 50.8% وبالإضافة الى ذلك تم إنضمام سوق الخرطوم للأوراق المالية الى إتحاد البورصات الأفريقية فى العام 2007م. كما بدأت العمل الفعلى فى مركز الإيداع بالإضافة الى إكتمال إيداع أسهم جميع الشركات المدرجة فى السوق مما مهد الطريق لإكمال إجراءات التحول للتداول الإلكتروني¹.

مرحلة العمل بنظام التداول الإلكتروني : افتتح منظومة التداول الإلكتروني بسوق الخرطوم للأوراق المالية فى 2012م، وعقب ذلك تم إجازة قانون جهاز تنظيم سوق المال السودانى ، وقانون سوق الخرطوم للأوراق المالية للعام 2014م بواسطة مجلس الوزراء. وفى ذات العام أجاز مجلس إدارة السوق لائحة مكافحة غسل الأموال لشركات الاوراق المالية ولائحة حوكمة شركات المساهمة العامة للعام 2014م وكما تم تدشين موقع السوق الإلكتروني بعد إعادة تصميمه فى ذات العام، وكما شهدت علاقات السوق الخارجية إنضمامها لعضوية منظمة اتحاد مراكز الإيداع بأفريقيا وشرق الاوسط².

⁽¹⁾ سوق الخرطوم للأوراق المالية ، التقرير السنوى الثانى والعشرون ، 2016 ، ص18.

⁽²⁾ سوق الخرطوم للأوراق المالية ، مرجع سبق ذكره ، 2015 ، ص15.

مرحلة تعديل قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لعام 1994 : تم إجازة قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية للعام 2016م، وقانون سلطة تنظيم أسواق المال لسنة 2016م من قبل المجلس الوطنى فى يونيو 2016م فصل بموجبه الجهاز التنفيذى عن الجهاز الرقابى ليكون مسئولاً عن إنشاء بقية الأسواق الأخرى كأسواق المحاصيل والمعادن والعملات ومراكز الإيداع والحفظ المركزى وغيرها من الأسواق الناشئة التى قد تنشأ مستقبلاً، وذلك من ناحية التشريعية والقانونية والإشرافية والرقابية. وقد بدأ العمل التجريبى فى تنفيذ برنامج التداول الإلكتروني عن بعد (FIX ENGINE) والذى بموجبه يمكن للمستثمرين وشركات الوساطة المالية من التداول عبر الحاسوب أو الهاتف الجوال من أى موقع دون الحضور الشخصى لقاعة التداول. كما توج السوق فى ديسمبر من العام 2016 بالإنقال الى المقر الخاص به.¹

4.2.4 : أقسام سوق الخرطوم للأوراق المالية

تمارس سوق الخرطوم للأوراق المالية أنشطتها من خلال سوقين على النحو التالى :

أولاً : السوق الأولية : ويقصد بها السوق التى تجرى فيها إصدار الأوراق المالية وطرحها للأكتتاب العام وفقاً لأحكام قانون سلطة تنظيم أسواق المال لسنة 2016م واللوائح والتعليمات والأعراف السائدة.

(¹) سوق الخرطوم للأوراق المالية ، مرجع سبق ذكره، 2016، ص18.

ثانياً : السوق الثانوية : وهى السوق التى تتم فيها عمليات شراء وبيع الأوراق المالية مباشرة أو بالوساطة وتبادل ملكية الأوراق المالية فى قاعة تداول الأوراق المالية أو فى مكاتب السوق.¹ وتنقسم السوق الثانوية نفسها الى :

1. سوق منظمة : تشمل السوق الرسمى وهى السوق التى تضم الشركات مكتملة شروط الإدراج فى البورصة. والسوق الموازى وهى السوق التى تضم الشركات غير مكتملة شروط الإدراج فى السوق الرسمى لذا يتم إدراجها فى السوق الموازى حتى تكتمل شروط الإدراج. أما من حيث التداول لا توجد فرق بين السوقيين ولذلك عندما تكتمل أحد شركات السوق الموازى الشروط الكاملة يتم ترقيتها وتنتقل الى السوق الرسمى.

2. سوق غير المنظمة : وهى سوق التى تجرى فيها التعاملات خارج السوق المنظم من خلال بيوت السماسرة عبر شبكة اتصالات التى تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين و تنقسم الى نوعين الاول يسمى بالسوق الثالث ومن أهم أسباب وجوده هو إعتقاد العملاء والمؤسسات الإستثمارية بأن تنفيذ العمليات يتم بسرعة مع إمكانية التفاوض على مقدار العمولة لكون سماسرة هذه السوق غير ملزمين بحد أدنى من العمولة. أما الثانى يسمى بالسوق الرابع : وهى تتشابه مع السوق الثالث فى كون الصفقات فيها تتم خارج السوق المنظمة إلا أن التعامل فيها يتم عن طريق الإتصال المباشر بين المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد دون الحاجة الى بيوت سمسرة ، وفيها يتم التعامل على كافة الأوراق المالية

(¹) سوق الخرطوم للأوراق المالية، مرجع نفسه، ص ص 20-23.

المتداولة سواء كان داخل السوق المنظمة أو خارجها، ومن أهم أسباب وجوده هو الحد من
العمولات التي تدفع للسماسرة.¹

5.2.4 : أدوات التداول بسوق الخرطوم للأوراق المالية :

يقتصر نشاط سوق الخرطوم للأوراق المالية في استخدام نوعين من أدوات التداول التي
يتم إصدارها وفق موجبات الشريعة الإسلامية هما أسهم شركات المساهمة العامة والصكوك
التي تصدر بموجب قانون الصكوك بغرض الحصول على أموال لتمويل الإستثمارات في
المجالات التي تحقق أغراض هذه الشركات. ويتم عملية إصدار تلك الأوراق المالية وطرحها
للأكتتاب العام في إطار القوانين واللوائح والتعليمات والأعراف المعمول بها. وعليه يمكن
إستعراض تلك الأدوات التي تتم تداولها في سوق الخرطوم للأوراق المالية على النحو التالي:

أولاً : أسهم شركات المساهمة العامة : والسهم هي عبارة عن وثيقة ذات قيمة إسمية واحدة
تطرح للأكتتاب العام، ولها قابلية على التداول، وغير قابلة للتجزئة من قبل حاملها، ولا
تستحق الدفع في تاريخ محدد.² وتعطى حاملها الحق في الحصول على توزيعات أرباح
الأسهم والمشاركة في صافي أصول الشركة اذا تمت تصفيتها وكذلك الحق في التصويت
داخل الجمعية العمومية.³

ثانياً: الصكوك التي تصدر بموجب قانون الصكوك : إستحدثت سوق الخرطوم للأوراق

المالية عدداً من أنواع الصكوك الإستثمارية تستخدم كبديل للسندات الربوية شملت :

(¹) يعقوب محمود السيد، مشاهد عثمان ابراهيم ، سوق الاوراق المالية في السودان: النشأة والتطور والرؤى المستقبلية، بنك
السودان ، 2011، ص ص 13-14

(²) دريد كامل آل شيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، عمان، دار المسيرة للنشر والتوزيع، 2009، ص146.

(³) يعقوب محمود السيد، مشاهد عثمان ابراهيم، مرجع سبق ذكره، ص53.

1. شهادات مشاركة البنك المركزي (شمم) : وهى عبارة عن سندات تمثل أنصبة محدودة فى صندوق خاص يحتوى على الأصول المملوكة لبنك السودان ووزارة المالية فى القطاع المصرفى وهى بذلك تمثل نوع من توريق الأصول وتم إصدار هذا النوع من الشهادات فى يونيو 1998م¹ وتتميز بعدة خصائص تتلخص فى الأتى:

أ. لها قيمة إسمية محددة (Face Value) تكون مظهرة فى الشهادة وقيمة محاسبية (Fair Market Value) يتم إعلانها كل ثلاثة أشهر وتعكس الأرباح الحقيقية وجزء من الزيادة الرأسمالية فى قيمة الشهادات، وسعر التبادل (Selling Price) يتحدد عن طريق التفاوض بين البائع والمشتري عند تبادل الشهادة.

ب . ليست لها فترة سريان وهى قابلة للتداول وسهلة التسييل (No Maturity Negotiable and Highly Liquid).

ج . تمثل منفذاً إستثمارياً سريع التسييل للمصارف التجارية وآلية لإدارة السيولة بالنسبة للبنك المركزى.

د . يكون العائد على شمم فى شكل أرباح رأسمالية يتم تحقيقها عند بيع الشهادة ولا تدفع فيها أرباح نقدية.

2. شهادات المشاركة الحكومية (شهامة) : تعتبر شهادات الشهامة من سندات القائمة على أصول حقيقية الإصدار من قبل حقوق ملكية الدولة فى عدد من المؤسسات الربحية أى هى عبارة عن صكوك تمثل أنصبة فى اصول إستثمارية تمتلكها الدولة فى أنجح الوحدات

(¹) عثمان حمد محمد خير، إدارة السيولة فى الإقتصاد الإسلامى: تجربة شهادات شمم شهامة، الخرطوم : المعهد العالى للدراسات المصرفية، أمانة البحوث والتوثيق، المنتدى الرابع والثلاثون يوليو 2000، ص9.

الإنتاجية السلعية والخدمية وأكثرها ربحية وأفضلها إدارة. وصممت هذه الشهادات وفق أحكام الشريعة الإسلامية وتصدرها وزارة المالية والإقتصاد الوطنى وتم إصدارها فى مايو 1999م، وعلى الرغم من أن الهدف الأساسى من وراء إصداره هو توفير آليات للبنك المركزى تعينه فى إدارة السيولة إلا أنها أصبحت خلال فترة وجيزة وسيلة فعالة لتمويل الميزانية العامة تستطيع من خلالها الحكومة الحصول على موارد حقيقية من الجمهور لتغطية عجز الميزانية العامة بدلا من اللجوء للإستدانة من القطاع المصرفى. وتحمل شهادات الشهامة قيمة إسمية ثابتة تمثل أنصبة محددة فى صندوق خاص يحتوى على اصول الحكومة فى عدد من المؤسسات الربحية ومن أهم خصائصها¹ :

أ . وسيلة لتمويل عجز الموازنة وآلية لإدارة السيولة من قبل البنك المركزى.

ب. وسيلة لتجميع المدخرات القومية وتشجيع المؤسسات والأفراد على إستثمار فوائضهم المالية وتساعد على تطوير سوق النقد.

ج . سهولة التسييل ولها سوق ثانوى متطور.

د . قابلة للتحويل حيث يتم تداولها فى سوق الخرطوم للأوراق المالية.

هـ . تسجل شهاداتها بأسماء من يحملها فى سجل خاص.

و . تعرض عن طريق المزادات فى فترات محددة وتحكم عملية المزاد ضوابط محددة.

3. صكوك الإستثمار الحكومية (صرح) :

على الرغم من النجاح الكبير الذى حققه شهادات المشاركة الحكومية(شهامه) وشهادات البنك المركزى (شمم) إلا أنه قد بات واضحا فى ظل برامج خصخصة المؤسسات الحكومية أن هذه الشهادات محدودة من حيث القيمة والعدد وبالتالي الإستمرار فى إستخدامها كأداة

(¹) صابر محمد الحسن، إدارة السياسة النقدية فى ظل النظام المصرفى فى السودان ، الخرطوم ، مطابع مصحف إفريقيا، 2004، ص 16.

للسياسة النقدية لإدارة السيولة فى المستقبل قد تواجه بعض الصعوبات. ولذلك رأت السلطات النقدية بالسودان أن هناك حاجة ماسة لإستنباط وإستحداث أوراق مالية إسلامية جديدة تتوفر فيها شروط العقود الشرعية وتتسم بالمرونة والتنوع وبآجال مختلفة بحيث تلبى رغبات كافة المستثمرين بما يتناسب مع مواردهم المالية ومواقفهم السيولوية وتصلح فى ذات الوقت أن تكون آلية تعين البنك المركزى فى إدارة السياسة النقدية. فى هذا السياق تم إستحداث صكوك الإستثمار الحكومية المعروف بإختصار ب(صرح). وتصدر هذه الصكوك وزارة المالية والاقتصاد الوطنى نيابة عن حكومة جمهورية السودان وتتم إدارتها وتسويقها فى السوق الأولية عبر شركة السودان للخدمات المالية وتهدف الى تحقيق الأتى:

أ . تجميع المدخرات القومية والإقليمية وتشجيع الإستثمار .

ب . إدارة السيولة على مستوى الإقتصاد الكلى عبر ما يعرف بعمليات السوق المفتوح.

ج . تطوير أسواق رأس المال المحلية والإقليمية.

د . توظيف المدخرات فى التمويل الحكومى لمقابلة الصرف على المشاريع التنموية ومشاريع البنية التحتية.

ه . تقليل الآثار التضخمية وذلك بتوفير تمويل مستمر وحقيقى للدولة فى شكل سلع وخدمات.

مميزات وسمات صكوك (صرح) : هناك عدة مزايا لصكوك (صرح) تتمثل فى :

أ . يمثل الصك بعد إستثمار أمواله موجودات قائمة وحقيقية مكونة من العقود (الإجارة والمرابحة والإستصناع والسلم).

ب . يحدد الربح على إستثمارات الصندوق بمجموع عوائد عقود إستثمارية ويتم توزيع

الأرباح بين رب المال المستثمر بنسبة 92% والمضارب الشركة بنسبة 8%.

ج . يمكن تسيلها عبر سوق الخرطوم للأوراق المالية فى السوق الثانوية.

د . يمكن إستخدامها كضمان من الدرجة الاولى للحصول على التمويل الممنوح من المصارف التجارية السودانية.

ه . يحمل كل صك من صرح قيمة مالية إسمية تحسب بالعملة الوطنية ويمثل نصيباً من إستثمارات الصندوق.

وتقوم آلية الصكوك على ثلاثة أطراف وهم حملة الصكوك (ارباب المال)، شركة السودان للخدمات المالية (المضارب)، وزارة المالية والاقتصاد الوطنى(الجهة الطالبة للتمويل). والعلاقة بين حملة الصكوك والشركة تقوم على أساس عقد المضاربة الشرعى، وبين الوزارة والشركة على أساس عقود الشرعية (إيجارة والمرابحة والإستصناع والسلم). أما أجل وفئة صكوك الصرح تقسم تواريخ وأجل الإستحقاق للصك حسب نشرة الإصدار وتتراوح ما بين 24-72 شهراً أما فئة الصك فهي 100(مائة) جنيه كحد أدنى للصك.¹

وعليه يمكن القول بأن صكوك الاستثمار الحكومية (الصرح) تقوم بدعم العديد من القطاعات الإقتصادية وذلك بتوفير موارد حقيقية لتمويل مشروعات التنمية فى البلاد بإستقطاب المدخرات المحلية وتوجيهها لهذه المشروعات فى مختلف القطاعات سواء أكانت إنتاجية أو خدمية. لذلك تلعب هذه الصكوك دوراً مهماً فى الإقتصاد اذا ما تم توجيهه بصورة صحيحة مما ينعكس أثره الإقتصادي والإجتماعي على المجتمع.

4. شهادات إجارة البنك المركزي(شهاب) :

حيث تم إصدارها بناءً على عقد الإجارة فى عام 2005م، وتهدف الى :

أ . تمكين البنك المركزى من إدارة السيولة .

(¹) عبدالعظيم عبدالرحمن البشر مصطفى، مؤشرات الأداء المالى المبنية على الأرباح والمبنية على النقدية ودورها فى التنبؤ بعوائد الأسهم : دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المدرجة فى سوق الخرطوم للأوراق المالية، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، 2016، ص ص 221-222.

ب . توفير فرص إستثمارية تحقق ربحاً لحملة هذه الصكوك وذلك بتصكيك أصول البنك المركزي وعرضها للمستثمرين. ويتم تكييف العلاقات التعاقدية للصكوك بين ثلاثة أطراف وهم المستثمرون، والشركة (الوكيل المؤجر) والبنك وهو البائع للأصل والمستأجر له.¹ وعليه يمكن القول بأن على الرغم من التطور النوعي التي شهدتها سوق الخرطوم للأوراق المالية في مجال إستحداث هذه الأدوات إلا إنها لم تتم بعد الإستفادة من الإمكانيات المتاحة لهذه الأدوات لصالح الإقتصاد السوداني.

6.2.4 : نظام التداول المتبع في سوق الخرطوم للأوراق المالية

يتم تداول الأسهم بيعاً وشراءً في سوق الخرطوم للأوراق المالية عن طريق وكلاء مرخص لهم للقيام بعمليات البيع والشراء لصالح عملائهم المستثمرين وفقاً لتفويض الوكيل من قبل المستثمر بالشراء أو البيع بعد أن يحدد له عدد الأسهم المراد شرائها أو بيعها، والأسعار المراد تنفيذها وتواريخ تنفيذها، وعند إتمام عمليات البيع والشراء تتم عملية مقاصة بين الوكلاء في ذات اليوم وبالتالي يتسلم البائع قيمة أسهمه ويتسلم المشتري عقداً بأسهمه الجديدة ويسمى هذا النظام بنظام المزايمة المكتوبة.²

7.2.4: التطور الكمي لسوق الخرطوم للأوراق المالية

أكملت سوق الخرطوم للأوراق المالية بنهاية العام 2016 عامها الثاني والعشرين شهدت خلال مسيرتها عدة تطورات كان من شأنها دفع عجلة التقدم في كافة مجالاتها وبالتالي في مستوى أدائها الكمي. فيما يلي مؤشرات الأداء الكمي لسوق الخرطوم للأوراق المالية في سوقها الأولية والثانوية خلال الفترة من (1995 - 2016م) على النحو التالي:

(¹) بدر الدين قرشي مصطفى، التجربة السودانية في إصدار وإدارة الصكوك الإسلامية، مجلة المصرفي، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء، بنك السودان المركزي، العدد 49، 2008، ص 5-6.

(²) بنك السودان المركزي، توثيق تجربة السودان في مجال المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية : مخطط المؤسسات المالية المساعدة للجهاز المصرفي، الجزء الثالث، الخرطوم، المكتبة الوطنية، 2006، ص 49.

1.7.2.4: أداء السوق الأولية :

بدأت السوق الأولية (سوق الإصدار) مباشرة عملها في أكتوبر 1994م بإشرافها على إصدارات الخاصة بشركات المساهمة العامة حديثة التأسيس أو تلك القائمة وترغب في زيادة رأس مالها. وذلك للإسهام في دفع عجلة الإقتصاد السودانى من خلال جذبها للمدخرات وتوجيهها نحو الإستثمارات فى المشاريع ذات الجدوى الإقتصادية فى إطار من الحماية لحقوق المساهمين والمشاركين فى عملية الإستثمار.

جدول (1) إجمالى قيمة إصدارات الأسهم والصكوك بالسوق الأولية خلال الفترة (1995 -

2016م)، القيم بملايين الجنيهات السودانية :

العام	قيمة إصدارات الأسهم	قيمة إصدارات الصكوك	إجمالى القيمة	معدل النمو %
1995	54.3	-	54.3	-
1996	7.6	-	7.6	(85.9)
1997	3.5	-	3.5	(53.9)
1998	32.5	-	32.5	821.9
1999	58.8	-	58.8	80.4
2000	98.6	-	98.6	67.7
2001	79.2	-	79.2	(19.6)
2002	414.1	465.9	880.0	1009.8
2003	163.9	1096.1	1260.0	43.2

72.2	2170.0	1895.7	274.3	2004
(51.6)	1049.5	-	1049.5	2005
293.5	4130.0	3688.8	441.2	2006
2.3	4225.3	4031.5	193.8	2007
39.3	5887.4	5513.6	373.8	2008
27.4	7498.5	7432.0	66.5	2009
54.4	11578.9	11278.5	300.4	2010
14.3	13232.0	13083.9	148.1	2011
15.5	15284.9	14785.1	499.8	2012
(0.7)	15171.0	14972.7	198.3	2013
11.5	16920.1	16600.8	319.3	2014
25.8	21282.8	21244.0	38.8	2015
(1.4)	20987.4	20659.6	327.8	2016

إعداد الدارس : إستناداً على تقارير السنوية لسوق الخرطوم للأوراق المالية. * (-) قيم سالبة

من خلال جدول(1) نلاحظ أن :

1. هناك تطور في نشاط سوق الإصدارات خلال الفترة محل الدراسة معبراً عنه بالنمو المضطرد في قيمة الإصدارات الأولية بالسوق بالرغم من تراجع معدلاتها في بعض السنوات.
2. الصكوك (شمم، شهامة، صرح، شهاب) كأوراق مالية بدأت أول ظهور لها في نشاط السوق الأولية عام 2002م، يعزى ذلك الى حداثة إبتكارها كأوراق مالية بديلة للسندات الربوية. حيث تم إجازة العمل بهذه الصكوك بعد إنشاء شركة السودان للخدمات المالية

المحدودة كشركة مساهمة عامة بين بنك السودان المركزى ووزارة المالية فى عام 1998م للعمل فى مجال إصدار وتسويق الصكوك والأوراق المالية وإدارة الحصص المملوكة لبنك السودان المركزى ووزارة المالية أو أى هيئات أو مؤسسات أو شركات الحكومية.¹ لذلك كانت عام 2001م هى بداية الفعلية لظهور تلك الصكوك كالصناديق الإستثمارية وشهادات المشاركة الحكومية (شهادة) فى نشاط سوق الخرطوم للأوراق المالية.²

3. شهد السوق الاولية تراجع فى قيمة إصدارات الأسهم خلال عامى 1996م، 1997م مقارنة بقيمة الإصدارات فى عام 1995م حيث سجلت معدلاته نمو سالب فى قيمة الإصدارات بلغت **85.9 %** ، **53.9 %** على التوالى. إلا إنه سرعان ما نشطت السوق الأولية فى عام 1998م وسجل معدلات نمو إيجابية ومرتفعة فى قيمة الإصدارات حتى العام 2000م حيث بلغت معدلات نموها **821.9 %** ، **80.4 %** ، **67.7 %** على التوالى. أما فى عام 2001م شهد السوق الأولية تراجعاً طفيفاً حيث سجل معدل نمو سالب فى قيمة الإصدارات مقارنة بقيمة الإصدارات فى العام 2000م بلغت سالب **19.6 %**.

4. شهد سوق الأولية فى عام 2002م طفرة نوعية مقارنة بالأعوام السابقة لها حيث ارتفعت قيمة إصداراتها الاولية من 79 مليون جنيه فى عام 2001م الى 880 مليون جنيه فى عام 2002م أى بنسبة نمو بلغت **1009.8 %**. ويعزى ذلك الى دخول إصدارات الصكوك فى السوق الاولية والتي بلغت قيمة إصدارات لوحدها حوالى 465 مليون جنيه. وواصلت قيمة إصدارات السوق الاولية يسجل ارتفاعاً مستمراً حتى عام 2016م بفضل تطور السوق وإبتكاره لكثير من الأدوات المالية بالإضافة الى تطورها النوعى فى كثير من المجالات مما

(¹) بنك السودان المركزى، التقرير السنوى الثامن والاربعون ، 2008، ص 45.
(²) سوق الخرطوم للأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، 2015، ص 15.

يشير الى أن هناك نشاطاً ملحوظاً للسوق الاولية بسوق الخرطوم للأوراق المالية فى الإقتصاد خلال الفترة محل الدراسة.

2.7.2.4 : أداء السوق الثانوية بسوق الخرطوم للأوراق المالية :

تستعرض الدراسة المؤشرات المالية المستخدمة من قبل سوق الخرطوم للأوراق المالية لقياس تطور أدائه من حيث تعريفه، وكيفية قياسه بغرض تحليل مسار تطورها من واقع إتجاهات تلك المؤشرات. ومن أهم المؤشرات التى تعبر عن أداء سوق الثانوى لسوق الخرطوم للأوراق المالية للمستويين الكلى والقطاعى هى :

1.2.7.2.4: مؤشرات الأداء على مستوى الكلى للسوق :

1/ عدد الشركات المدرجة **Listed Companies** : وتعنى عدد الشركات المسجلة محلياً والمدرجة فى قائمة الأوراق المالية للدولة بسوق الخرطوم للأوراق المالية فى نهاية العام وفقاً لقانون سوق الخرطوم للأوراق المالية للعام 1994م. وتعتبر واحدة من المؤشرات التى تقيس حجم السوق وتنوعها من خلال نمو عدد الشركات المسجلة فى السوق فى فترة ما بنسبة الى الفترة السابقة لها.

2/ رأس المال السوقي **Market Capitalization** : رأس المال السوقي أو القيمة السوقية للشركات هى عبارة عن عدد الأسهم المكتتب بها مضروباً فى القيمة السوقية للأسهم عند نهاية فترة زمنية محددة.¹

3/ حجم التداول الكلى **Total Value Trade** : وهو عبارة عن مجموع حاصل ضرب عدد الأسهم أو الصكوك المتداولة فى فترة زمنية معينة فى سعر السهم أو الصك فى الصفقة.²

(¹) سوق الخرطوم للأوراق المالية ، التقرير السنوى الثانى والعشرون ، 2016م.
(²) سوق الخرطوم للأوراق المالية ، النشأة والتطور ، اصدارات قسم التوعية والبحوث ، 2012، ص 25.

الجدول (2) إتجاهات مؤشرات (عدد الشركات المدرجة، رأس المال السوقي، حجم التداول الكلي) بسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة (1995- 2016 م)، القيم بملايين الجنيهات السودانية :

السنة	عدد الشركات المدرجة	رأس المال السوقي	حجم التداول الكلي
1995	34	36.9	2.9
1996	40	46.5	0.9
1997	41	238.4	5.6
1998	42	262.3	2.3
1999	43	542.8	15.5
2000	44	1008.6	59.1
2001	44	1201.3	168.3
2002	46	1559.2	249.0
2003	47	1929.8	244.1
2004	48	3689.8	447.7
2005	49	7473.2	1216.8
2006	51	9312.4	2068.0
2007	53	10305.2	1799.6
2008	52	8131.7	1879.1
2009	53	7589.3	2246.5

2422.3	6391.2	55	2010
2562.6	7062.9	56	2011
3073.6	9634.9	59	2012
3885.4	11188.7	60	2013
5762.7	12817.6	66	2014
6250.3	13759.6	67	2015
4364.3	15939.6	67	2016
38727.5	130122.9		إجمالي

المصدر: إعداد الدارس إستناداً على تقارير السنوية لسوق الخرطوم للأوراق المالية.

من خلال الجدول (2) نلاحظ أن :

1. فيما يختص عدد الشركات المدرجة : بدأت نشاط سوق الخرطوم للأوراق المالية بعدد 34 شركة مساهمة عامة في عامها الأول ثم إرتفع عددها الى 40 شركة في عام 1996م. وفي العام 1997م شهد تأسيس بنك الإستثمار المالى للمساهمة في تنشيط التعامل في سوق الأوراق المالية. أما في عام 1999م فقد بدأ العمل بنظام السوق الموازية حيث تم تصنيف الشركات المدرجة بالسوق الثانوية وفقاً لإستيفائها الشروط المنظمة لإدراج الشركات في أى من السوقين النظامى والموازى. وفي عام 2008م اكتمل إيداع معظم أسهم الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية، الأمر الذى مهد الطريق لإكمال إجراءات التحول للتداول الإلكتروني¹. وبدأ العمل بها فعلياً في عام 2012م. وشهد السوق في عام 2014م تطوراً في

(¹) سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقرير السنوى الرابع عشر، 2008، ص 13.

مجال عمل الشركات حيث تم إجازة لأئحة مكافحة غسل الأموال للشركات الأوراق المالية ولائحة حوكمة شركات المساهمة العامة. وفي عام 2015م تم إصدار منشور بإعادة هيكلة شركات الوساطة المالية العاملة بالسوق، وبلغت عدد الشركات المسجلة بنهاية عام 2016م عدد 67 شركة.¹ وعليه يمكن القول بأن معدل نمو عدد الشركات خلال الفترة محل الدراسة ضعيفة مقارنة بحجم إقتصاد السودان وعمر السوق.

2. فيما يختص رأس المال السوقي : فقد شهدت تطوراً ملحوظاً خلال الفترة محل الدراسة بالرغم من ما شهده بعض السنوات من تذبذب، حيث تراوحت قيمته ما بين 36.9 مليون جنية في عام 1995م الى 15939.6 مليون جنية في عام 2016م. علماً بأن العمل في السوق الثانوية بدأت في يناير من عام 1995م بعدد 34 شركة مدرجة بلغت رأس مالها السوقي 36.9 مليون جنية. وفي عام 1997م شهدت السوق زيادة مقدره في رأس المال السوقي حيث بلغت 238.4 مليون جنية.² وفي عام 2005م شهدت السوق إرتفاعاً في القيمة السوقية بلغت 7473.2 مليون جنية احتل بموجبها سوق الخرطوم للاوراق المالية المرتبة الاولى بين الأسواق المالية العربية حسب قاعدة بيانات صندوق النقد العربي من حيث نمو القيمة السوقية لها بلغت 50.8%.³ ومن ثم بدأت رأس المال السوقي في تزايد مستمر نتيجة لتطور السوق، حيث قفزت معدلاته حتى بلغت 10305.2 مليون جنية في عام 2007م ومن ثم بدأت تتراجع الى أن سجلت 6391.2 مليون جنية في عام 2010م ، ومن ثم بدأت تتحسن معدلاتها بفضل التطور التي شهدتها السوق في كثير من مجالاتها في السنوات الأخيرة حيث بلغت إجمالي رأس المال السوقي للفترة محل الدراسة 130122.9 مليون جنية.⁴

(1) سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقرير السنوي الثاني والعشرين 2016، ص 18.

(2) سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقرير السنوي الخامس عشر ، 2009، ص11.

(3) سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقرير السنوي السادس عشر ، 2010، ص12.

(4) سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقرير السنوي الثاني والعشرين ، 2016، ص18.

3. فيما يختص حجم التداول الكلي : نلاحظ أن السوق الثانوية تم إفتتاحها فى يناير 1995م بحجم تداول بلغت 2.9 مليون جنيه وسرعان ما إنخفض فى عام 1996م. ومن ثم واصل حجم التداول بالسوق ارتفاعه فى السنوات التى تلت ذلك حيث شهد عام 2004م أعلى معدل له منذ إنشاء السوق حيث بلغت 447.7 مليون جنيه. وفى عام 2005م شهد السوق ارتفاع قياسى فى حجم التداول بلغت 1216.8 مليون جنيه بنسبة نمو بلغت 171.8% مقارنة بالعام 2004م. وواصل حجم التداول بالسوق يسجل ارتفاعاً فى معدلاته حيث بلغت 2068.0 مليون جنيه فى عام 2006م بنسبة نمو بلغت 70%. كما واصل ارتفاعه فى عام 2008م حيث بلغت 1879.1 مليون جنيه وساهم فى ذلك إكتمال إيداع معظم الشركات المدرجة فى سوق الخرطوم للأوراق المالية الأمر الذى مهد الطريق لأكمال إجراءات التحول للتداول الإلكتروني.¹

كما سجل السوق حجم التداول مرتفع فى عام 2009م بلغت 2246.5 مليون جنيه، وفى عام 2010م حقق حجم التداول أكبر معدلاته منذ بداية عمل السوق الثانوية فى 1995م متفوقاً على عام 2009م حيث بلغت حجم تداوله 2422.3 مليون جنيه نسبة لإرتفاع عدد الأسهم المتداولة. وفى عام 2011م واصل حجم التداول ارتفاعه حيث بلغ 2562.6 مليون جنيه، كما شهد ذات العام بداية التشغيل التجريبي لبرنامج التداول الإلكتروني. وفى عام 2012م شهد حجم التداول ارتفاعاً بلغ 3073.6 مليون جنيه نسبة لإرتفاع حجم التداول فى شهادات الشهامة التى زادت الطلب عليها مقارنة بالبدايل الأخرى بالإضافة الى تحول السوق من التداول اليدوى Manual Trading System الى التداول الإلكتروني Automated Trading System فى يناير من العام نفسه. وواصل السوق فى تسجيل معدلات مرتفعة فى

(¹) سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقرير السنوى الرابع عشر ، 2008، ص13.

حجم التداول حيث بلغت أعلى معدل لها فى عام 2015م بلغت 6250.3 مليون جنيه. وفى عام 2016م بلغت حجم التداول 4364.3 مليون جنيه، كما شهدت بداية الخطوات التنفيذية الاولى فى برنامج نظام التداول عن بعد Fix Engine¹.

4/ مؤشر الخرطوم :

يعد إعلان مؤشر الخرطوم من ضمن التطورات النوعية التى شهدتها سوق الخرطوم للأوراق المالية وهو مؤشر يقيس التغير الذى يطرأ على أسعار أسهم الشركات المدرجة فى سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال فترة معينة². ويعمل كمعيار إسترشادى للمستثمرين لتقييم أداء وإتجاهات التداول فى السوق، ويرجع الفضل فى تصميم مؤشر الخرطوم الى صندوق النقد العربى الذى ساعد فى وضع المنهجية وإعداد المعادلات والصيغة التى يحسب بها، وكان ذلك فى اكتوبر من العام 2003م، وأستهل المؤشر ب 1000 نقطة وبلغ بنهاية ديسمبر من العام نفسه 979.22 نقطة، وتطورت إتجاهاته خلال مسيرة عمل السوق حتى بلغ 3118.93 نقطة بنهاية ديسمبر من العام 2016م³.

الصيغة الرياضية لحساب مؤشر الخرطوم : يستند حساب مؤشر الخرطوم على الصيغة الرياضية لإحتساب مؤشرات صندوق النقد العربى التى تستند على رقم باش القياسى المتسلسل. والصيغة العامة للمؤشر عندما تكون $(i > 1)$

$$X_i = (M_i / B_i) * 100$$

$$B_i = B_{i-1} * M_i / M_{ad}$$

⁽¹⁾ سوق الخرطوم للأوراق المالية ، التقرير السنوى الثانى والعشرين، 2016، ص 18.

⁽²⁾ سوق الخرطوم للأوراق المالية ، التقرير السنوى التاسع عشر 2013، ص 26.

⁽³⁾ سوق الخرطوم للأوراق المالية ، التقرير السنوى الثانى والعشرون، 2016 ، ص 41.

وعليه عندما تكون ($i = 1$) فإن $X_i = 100$ و $B_i = M_i$

حيث أن :

X_i : المؤشر عند الفترة (i).

B_i : القيمة السوقية عند فترة الأساس ، اى عندما تكون ($i = 1$) اى الفترة الاولى.

M_i : القيمة السوقية لمكونات المؤشر عند الفترة (i).

M_{ad} : القيمة السوقية المعدلة (تعدل لإستيعاب آثار إضافة أسهم جديدة للمؤشر أو حقوق

الإصدار أو الإصدارات الجديدة من الأسهم أو حذف الأسهم).

ولكن كيف يتم إحتساب كل من القيمة السوقية (M) والقيمة السوقية المعدلة (M_{ad}) ؟ هو ما

تجيب عنه الخطوة القادمة على وهى :

* **القيمة السوقية (M_i)** : وهى عبارة عن مجموع القيمة السوقية لكافة الأسهم المدرجة فى

المؤشر، والقيمة السوقية لكل سهم تحسب بإستخدام القاعدة التالية :

$$P_i * n_i$$

حيث أن :

P_i : آخر سعر تم تداول السهم به فى الفترة (i).

n_i : عدد الأسهم المكتتب بها فى نهاية الفترة (i).

* **أما القيمة السوقية المعدلة (M_{ad})** : يتم تحديد القيمة السوقية المعدلة (M_{ad}) للفترة (i)

بإستخدام الصيغة التالية :

$$M_{ad} = M_i - I_i - R_i - N_i + Q_{i-1}$$

حيث أن :

I_i : القيمة السوقية للإصدارات الجديدة من الأسهم للفترة (i) ، وتعامل الأسهم الناتجة عن تحويل الأوراق المالية الأخرى معاملة الإصدارات الجديدة.

R_i : القيمة السوقية لحقوق الإصدار عن الفترة (i) ، ويتم حسابها وفق سعر السوق لكل سهم مضروباً بعدد الأسهم .

N_i : القيمة السوقية لأي أسهم جديدة قد يتم إضافتها الى المؤشر خلال الفترة (i).

Q_{i-1} : القيمة السوقية لأي أسهم في المؤشر في الفترة السابقة والتي تم حذفها خلال الفترة

(i). ويمكن حذف الأسهم من المؤشر في حالة دمج الشركات أو إخراجها من قائمة الشركات

المدرجة في السوق.¹

وهنا يمكن الإشارة الى أن عملية التحول من نظام التداول اليدوي Manual Trading

System المعمول بها في سوق الخرطوم للأوراق المالية الى نظام التداول الإلكتروني

Automated Trading System في يناير من العام 2012م تطلبت إجراء بعض

التعديلات على مؤشر الخرطوم من حيث منهجية حسابه، حيث تم إطلاق مؤشر الخرطوم

(30) والذي يشمل الثلاثين شركة ذات الأسهم الأكثر نشاطاً بالسوق لمواكبة العمل بنظام

التداول الإلكتروني كما تم إعداد مجموعة من مؤشرات الأسهم القطاعية وهي المؤشر

الصناعي، المؤشر التجاري، مؤشر البنوك وشركات الإستثمار، مؤشر التأمين، مؤشر

الاتصالات والوسائط، مؤشر شركات الوساطة، مؤشر الإستثمار والتنمية، المؤشر الزراعي.²

2.2.7.2.4: مؤشرات الأداء على مستوى القطاعات بالسوق :

(¹) صندوق النقد العربي ، منهجية احتساب المؤشرات، (<http://www.amf.org.ae/ar>)
(²) دائرة البحوث والتوعية بسوق الخرطوم للأوراق المالية ، حركة التداول الاسبوعية في سوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة من (1.1.2012 – 31.12.2012) غير منشورة ، 2013، ص 4.

لتحليل مؤشرات أداء القطاعات بالسوق تم تقسيم تلك القطاعات الى ثلاثة مجموعات وفقاً لتصنيف السوق علماً بأن الدراسة إكتفت في تحليلها للقطاعات على الفترة (2000-2016م) نسبة لعدم توفر البيانات عن القطاعات المكونة لسوق للسنوات الاولى على النحو التالي :

المجموعة الاولى : مؤشر رأس المال السوقي للشركات المدرجة في السوق الثانوية حسب القطاعات (الزراعة، الصناعة، البنوك، التجارة، التأمين، الإتصالات والوسائط، الخدمات المالية، وأخرى).

الجدول (3) نسب رأس المال السوقي للقطاعات من إجمالي رسملة سوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة (2000-2016م)، القيم بملايين الجنيهات :

القطاع	رأس المال السوقي للقطاع	إجمالي رأس المال السوقي	نسبة %
الزراعى	2124.4	130122.9	1.6%
الصناعى	2300.3		1.8%
البنوك	65985.7		50.7%
التجارى	7528.9		5.8%
التأمين	1420.9		1.1%
الإتصالات والوسائط	30701.1		23.6%
الخدمات المالية	1035.9		0.8%
الأخرى	11411.4		8.8%

المصدر : إعداد الدراس استناداً على تقارير السنوية لسوق الخرطوم للأوراق المالية لعدة سنوات.

من خلال الجدول(3) نلاحظ أن:

قطاع البنوك قد إحتلت صدارة القطاعات من حيث المساهمة فى إجمالي رأس المال السوقي خلال فترة محل الدراسة بنسبة مساهمة بلغت 50.7% ، ثم تلتها قطاع الإتصالات والوسائط بنسبة مساهمة بلغت 23.6% . وقطاع الأخرى بنسبة مساهمة بلغت 8.8% والقطاع التجارى بنسبة مساهمة بلغت 5.8%، القطاع الصناعى بنسبة مساهمة بلغت 1.8% ، القطاع الزراعى بنسبة مساهمة بلغت 1.6%، قطاع التأمين بنسبة مساهمة بلغت 1.1% ، وأخيراً قطاع الخدمات المالية بنسبة مساهمة بلغت 0.8%.

المجموعة الثانية : مؤشر حجم التداول للشركات المدرجة فى السوق الثانوية حسب القطاعات (الزراعة، الصناعة، البنوك، التجارة، التأمين، الإتصالات والوسائط، الخدمات المالية، وأخرى).

الجدول(4) نسب حجم التداول للقطاعات من حجم التداول الكلي لسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة (2000-2016م)، القيم بملايين الجنيهات السودانية :

القطاع	حجم التداول للقطاع	حجم التداول الكلي	نسبة %
الزراعى	28.4	38727.5	0.07%
الصناعى	213.3		0.6%
البنوك	1343.4		3.5%
التجارى	144.9		0.4%

0.1%		45.0	التأمين
3.0%		1171.6	الإتصالات والوسائط
0.09%		36.7	الخدمات المالية
6.5%		2529.7	الأخرى

المصدر : إعداد الدراس استناداً على تقارير السنوية لسوق الخرطوم للأوراق المالية لعدة سنوات.

من خلال الجدول (4) نلاحظ أن ترتيب القطاعات حسب مؤشر حجم التداول على النحو التالي:

1. قطاع الأخرى والذي يضم في السابق (مجموعة شركات عددها 4 شركات هي التنمية الاسلامية السودانية الكويتية للنقل البرى، المهاجر العالمية للاستثمار، شركة الإنشاءات الحديثة) قد إحتلت الصدارة من حيث حجم التداول الكلى للأسهم بسوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة محل الدراسة حيث بلغت نسبته من إجمالي حجم التداول بالسوق 6.5% .

2. قطاع البنوك إحتلت المرتبة الثانية بنسبة تداول بلغت 3.5% من إجمالي حجم التداول نتيجة لتطور التي شهدتها القطاع في سوق الخرطوم للأوراق المالية حيث بلغت عدد الشركات المدرجة فيها 25 شركة بنهاية 2016م.

3. قطاع الإتصالات والوسائط بلغت نسبتها 3.0%، فقد تم تضمينه في سوق الخرطوم للأوراق المالية كقطاع قائم بذاته في عام 2007م حيث كانت الشركات المدرجة فيه تتبع في

السابق لقطاع (الأخرى) والبالغ عددها 4 شركات في مقدمتها سوداتل للإتصالات المحدودة.¹ وبالرغم من حداثة هذا القطاع فقد شهد نشاطاً كبيراً في حجم التداول بالسوق. وكما هو الحال في قطاع الإتصالات والوسائط فقد تم فصل قطاع منفصل لشركات الخدمات المالية ليشمل شركات الصرافة وجميع الشركات التي تعمل في مجال الخدمات المالية سواء كانت شركات وساطة مساهمة عامة ومدرجة في السوق الثانوية أو غيرها.²

4. القطاع الصناعي فقد بلغت نسبته 0.6% نتيجة لضعف والتذبذب التي أُنسب بها حجم تداول أسهم هذا القطاع في سوق الخرطوم للأوراق المالية في معظم سنوات نشاط السوق خلال الفترة محل الدراسة حيث بلغت عدد الشركات المدرجة في هذا القطاع شركتين فقط بنهاية 2016م مما يشير الى ضعف نشاط قطاع الصناعة عبر سوق الخرطوم للأوراق المالية.

5. قطاع التجارى فقد بلغت نسبة حجم التداول فيها 0.4 % ، وقد ضم هذا القطاع بنهاية 2016 عدد (7) شركات مدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية.

6. قطاع التأمين فقد بلغت نسبة حجم تداولها 0.1%، وعدد الشركات المدرجة فيه (8) شركات بنهاية 2016م .

7. قطاع الخدمات المالية فقد بلغت نسبة حجم تداولها 0.09% .

8. قطاع الزراعى بنسبة بلغت 0.07 % حيث شهد هذا القطاع غياباً عن التداول معظم السنوات محل الدراسة خاصة الفترة من 2001م الى 2009م لم يتم تداول أسهم أى من الشركات المدرجة في هذا القطاع البالغة عددها 3 شركات بنهاية 2016م مما يشير الى ضعف نشاط قطاع الزراعة عبر سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة محل الدراسة .

⁽¹⁾ سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقرير السنوى، 2009 ، ص 29.
⁽²⁾ المرجع السابق، ص32.

نستنتج من التحليل أن إجمالي نسب حجم التداول للقطاعات (الزراعة، الصناعة، البنوك، التجارة، التأمين، الاتصالات، الخدمات المالية، أخرى) ضعيفة مقارنة بنسبة حجم التداول الكلي بالسوق يرجع ذلك الى أن النسبة الأكبر للحجم التداول بسوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة من (2000-2016) آتية من تداول شهادات المشاركة والصناديق الإستثمار وشهادات الإستثمار والتنمية يتم توضيحها من خلال المجموعة الثالثة في الفقرة التالية.

المجموعة الثالثة : مؤشر حجم التداول بقطاعات (الصناديق الإستثمارية، شهادات المشاركة الحكومية شهامة، وشهادات الإستثمار والتنمية).

الجدول (5) نسب حجم التداول بالقطاعات الصناديق الإستثمارية، وقطاع شهادات المشاركة الحكومية (شهامة)، وقطاع شهادات الإستثمار والتنمية خلال الفترة 2000م - 2016م، القيمة بملايين الجنيهات :

القطاع	حجم التداول للقطاع	حجم التداول الكلي للسوق	نسبة %
الصناديق الإستثمارية	1658.1	38727.5	4.4%
شهادات (شهامة)	31413.2		81.1%
شهادات الإستثمار والتنمية	1785.8		4.6%

المصدر : إعداد الدراس استناداً على تقارير السنوية لسوق الخرطوم للأوراق المالية لعدة سنوات.

من خلال الجدول رقم (5) نلاحظ أن :

1. قطاع شهادات المشاركة الحكومية (شهامة) إحتل المرتبة الاولى في نسبة حجم التداول على مستوى نشاط سوق الخرطوم للأوراق المالية من بين قطاعات السوق جميعها (قطاعات المجموعة الثانية والثالثة) بنسبة حجم التداول بلغت 81.1% مما يشير الى التطور الملحوظ

لحجم تداول هذا القطاع في نشاط سوق الخرطوم للأوراق المالية مقارنة بحجم تداول القطاعات الأخرى.

2. شهد قطاع الإستثمار والتنمية بسوق الخرطوم للأوراق المالية نشاطاً في التداول بلغ نسبته 4.6 % من خلال عدد شركاتها البالغة 12 شركة بنهاية 2016م.

3. بلغت نسبة التداول بقطاع الصناديق الإستثمارية 4.4 % من خلال نشاط عدد 10 شركة بنهاية 2016م.

3.2.7.2.4: مؤشرات تطور سوق الخرطوم للأوراق المالية :

لأغراض هذه الدراسة سيتم حساب ثلاثة من مؤشرات تطور أسواق الأوراق المالية المستتنبطة من قبل البنك الدولي (WB) World Bank ومؤسسة التمويل الدولية (IFC) International Finance Corporation لتقييم مستوى تطور سوق الأوراق المالية في السودان وذلك بإسقاط تلك المؤشرات على المؤشرات الكمية لنشاط سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة (1995-2016م) ، فالمؤشرات هي :

1. نسبة رسملة السوق **Market Capitalization Ratio** : هي عبارة عن إجمالي القيمة السوقية للأسهم المسجلة بالسوق كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي Gross Domestic Product (GDP). ويعبر عن حجم السوق ونقيس قدرة السوق المالي في تعبئة رأس المال وتنويع المخاطر. ويشير الأدب الإقتصادي الى الأثر الإيجابي لإتساع حجم السوق.¹

(¹) Aslt Demirguc-Kunt, Ross Levine (1995), **Stock Market Development and Financial Intermediaries Stylized Facts**, The World Bank, Policy Research Department, Finance and Private Sector Development Division.

2. نسبة حجم التداول الكلى **Total Value Traded Ratio** : وهى عبارة عن قيمة

الأسهم المتداولة بالسوق كنسبة من الناتج المحلى الإجمالى **Gross Domestic Product(GDP)**. وقيمة الأسهم المتداولة تعنى القيمة السوقية الكلية للأسهم التى يتم تداولها فى قاعة السوق بمختلف الأسعار خلال فترة زمنية محددة. وتعكس هذه النسبة درجة سيولة السوق أى مدى إسهام السوق المالى فى توفير السيولة فى الإقتصاد، وإرتفاع نسبتها تعنى قدرة السوق المالى فى تسييل الأصول فى الحال ودون خسارة وهذا بدوره يشجع المستثمرين على الأستثمار مما يعزز فرص زيادة معدلات النمو الإقتصادي.¹

3. معدل دوران الأسهم **Turnover Ratio** : يعرف بأنه القيمة الكلية للأسهم المحلية

المتداولة خلال فترة زمنية معينة كنسبة من القيمة السوقية، وهو يقيس حجم المعاملات بالنسبة لحجم السوق، لذلك كلما ارتفع معدله دل على إنخفاض كلفة إتمام المعاملات وإقتراب أسعار الأسهم من السعر العادل.² كما أن إرتفاع معدله ينعكس إيجاباً على الإستثمار من حيث حركته وحجمه وإتجاهه وبالتالي كفاءة السوق المالى وتطوره والذى ينعكس بدوره إيجاباً على تخصيص الموارد.³ وهناك طريقتين لحساب هذا المؤشر هما طريقة عدد الأسهم المتداولة منسوباً الى عدد الأسهم المكتتب بها.⁴ وطريقة إجمالى القيمة السوقية للأسهم المتداولة (حجم التداول) كنسبة مئوية من القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها فى نهاية الفترة (رأس المال السوقى).⁵

(¹) Aslt Demirguc-Kunt, Ross Levine, op cit, No1462..

(²) عبد الحفيظ خزان ، مرجع سبق ذكره، ص 139.

(³) Aslt Demirguc -Kunt and Ross Levine, op cit, No1462.

(⁴) سوق الخرطوم للاوراق المالية ، التقرير السنوى الحادى والعشرون ، 2015، ص22.

(⁵) Aslt Demirguc -Kunt and Ross Levine, op cit, No1462.

جدول (6) مؤشرات تطور سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة (1995-2016):

القيم بملايين الجنيهات

العام	رأس المال السوقي	حجم التداول الكلي	الناتج المحلي الإجمالي	نسبة رسملة السوق	نسبة حجم التداول الكلي (5)	معدل دوران الأسهم (6)%
	(1)	(2)	(3)	(4)		
1995	36.90	2.94	4049.74	0.009	0.0007	7.9
1996	46.50	0.99	10478.14	0.004	0.0001	2.1
1997	238.43	5.69	16137.37	0.015	0.0004	2.4
1998	262.39	2.37	21935.91	0.012	0.0001	0.9
1999	542.82	15.55	27058.81	0.020	0.0006	2.9
2000	1008.61	59.14	33770.50	0.030	0.0018	5.9
2001	1201.39	168.37	40658.56	0.029	0.0041	14.0
2002	1559.24	249.06	47756.11	0.033	0.0052	16.0
2003	1929.85	244.10	55733.80	0.035	0.0044	12.6
2004	3689.88	447.72	68721.40	0.054	0.0065	12.1
2005	7473.27	1216.83	85707.13	0.087	0.0142	16.3
2006	9312.42	2068.05	98291.90	0.095	0.0210	22.2
2007	10305.29	1799.64	119837.30	0.086	0.0150	17.5

23.1	0.0139	0.060	135511.70	1879.19	8131.78	2008
29.6	0.0161	0.054	139387.50	2246.55	7589.32	2009
37.9	0.0151	0.040	160646.50	2422.32	6391.20	2010
36.3	0.0141	0.039	182151.30	2562.63	7062.98	2011
31.9	0.0138	0.043	222547.90	3073.61	9634.99	2012
34.7	0.0128	0.037	304116.80	3885.41	11188.78	2013
45.0	0.0129	0.029	447998.20	5762.72	12817.68	2014
45.4	0.0107	0.024	582937.40	6250.36	13759.62	2015
27.4	0.0063	0.023	693514.00	4364.33	15939.64	2016

المصدر: إعداد الدارس إستناداً على تقارير سوق الخرطوم للاوراق المالية، الجهاز المركزي للإحصاء، حسابات الدارس.

* العمود (4) من حسابات الدارس وهي عبارة عن حاصل قسمة العمود (1) على العمود (3).

* العمود (5) من حسابات الدارس وهي عبارة عن حاصل قسمة العمود (2) على العمود (3).

* العمود (6) من حسابات الدارس وهي عبارة عن حاصل قسمة العمود (2) على العمود (1) ×

.100

* ملاحظة تم تحويل قيمة كل من رسملة السوق وحجم التداول من الجنيهات الى ملايين

الجنيهات لأغراض توحيد التمييز مع الناتج المحلي الإجمالي.

من خلال الجدول (6) نلاحظ أن :

1. نسبة رسملة السوق والذي يعبر عن حجم سوق الخرطوم للأوراق بنسبة لإقتصاد السودان بدأت منخفضة في بدايات عمر السوق حيث كان نسبتها 0.009 في عام 1995م إلا إنها بدأت تتحسن بصورة مستمرة حتى بلغت أعلى نسبة لها 0.095 في عام 2006م، ومن ثم بدأت تتراجع هذه النسبة حيث وصلت نسبته الى 0.023 في عام 2016م .

2. نسبة حجم التداول والذي يعبر عن درجة السيولة في الإقتصاد قد كان نسبته 0.0007 في عام 1995م ومن ثم بدأت بمعدلات متذبذبة في معظم أوقاتها متدنية حتى عام 1999م ومنها بدأت تتحسن بصورة مستمرة حتى بلغت أعلى نسبة لها 0.021 في عام 2006م. ومن ثم بدأت تتراجع معدلاته الى أن وصلت معدله الى 0.0063 في عام 2016م .

3. معدل دوران الأسهم والذي يعبر عن درجة السيولة بجانب كلفة إتمام التعاملات بالسوق بدأ بمعدل بلغت 7.9% في عام 1995م ومن ثم بدأت بمعدلات متذبذبة متدنية في معظم أوقاتها حتى عام 2000م ومنها بدأت تتحسن بصورة مستمرة حتى بلغت أعلى معدل لها 45.4% في عام 2015م. ومن ثم بدأت معدله في تراجع حيث سجلت عام 2016م معدل بلغت 27.4%. وعليه يمكن القول بأن مؤشرات تطور سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة قيد الدراسة إتسمت بالضعف والتذبذب في معظم فترات الدراسة مما يشير الى أن سوق الخرطوم للأوراق المالية في الحاجة الى مزيد من التطور للعب دور أكبر في إقتصاد السودان.

3-4 : مسار نمو إقتصاد السودان خلال الفترة (1995-2016)

إتساقا مع فترة الدراسة، سيتم عرض مسار نمو إقتصاد السودان خلال الفترة 1995-2016م، وذلك بفحص البيانات المتسلسلة لمعدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي

كمؤشر لنمو الإقتصاد من جهة، وكمؤشر يعكس الصورة الحقيقية لأداء الإقتصاد القومى من جهة أخرى.

1.3.4 معدلات نمو إقتصاد السودان خلال الفترة 1995-2016م

الجدول (7) الناتج المحلي الإجمالي ومعدلات نموه فى السودان خلال الفترة (1995 - 2016م) بالملايين الجنيهات :

العام	الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية	الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة	معدل النمو %	متوسط النمو %
1995	4049.7	10.1	6.0	7.2
1996	10478.1	11.3	11.6	
1997	16137.4	12.0	6.1	
1998	21935.9	13.0	8.2	
1999	27058.8	13.5	4.2	
2000	33662.7	14.7	8.4	7.3
2001	40658.6	16.3	10.8	
2002	47756.1	17.2	6.0	
2003	55733.8	18.3	6.3	
2004	68721.4	19.3	5.1	
2005	85707.1	20.3	5.6	5.4
2006	98291.9	21.7	6.5	

	5.7	22.9	119837.3	2007
	3.8	23.8	135511.7	2008
	4.5	24.9	139387.5	2009
	6.5	26.5	160646.5	2010
4.6	3.8	27.5	182151.3	2011
	0.7	27.7	222547.9	2012
	6.8	29.6	304116.7	2013
	7.0	31.6	447998.2	2014
	4.3	33.0	582937.4	2015
	4.9	34.6	693514.0	2016

المصدر: الجهاز المركزي للإحصاء، قاعدة بيانات بنك السودان المركزي، حسابات الدارس.

إستناداً على الجدول (7) وإتساقاً مع البرامج والخطط التي إتبعتها الدولة لتعزيز معدلات نمو الإقتصاد تم تقسيم الفترة محل الدراسة لأربعة فترات زمنية كل فترة (5) سنوات لأغراض التحليل وللتعرف على مدى تأثير تلك البرامج والخطط على مسار نمو الإقتصاد في السودان. وعليه يمكن القول بأن :

الفترة الأولى إمتدت من 1995-1999م : سجل إقتصاد السودان معدلات نمو موجبة بلغت في المتوسط 7.2% بالرغم من إنها متذبذب بين الزيادة والنقصان ، وقد جاءت معدلاته متسقة مع ما ذهب اليه تقارير المنظمات الدولية كتقرير البنك الدولي، وصندوق النقد الدولي، ومنظمة التجارة والتنمية التابعة للامم المتحدة التي أكدت إستدامة النمو خلال عقد التسعينات،

لذا يمكن القول بأن محافظة الإقتصاد السوداني على تلك المعدلات الموجبة لنمو الإقتصاد فى عقد التسعينات قد يعزى لمجموعة عوامل يمكن تلخيصها فى :

1. نجاح السياسات الإصلاحية التى إتبعتها الدولة آنذاك والمتمثلة فى تبنى سياسة التحرير الإقتصادي وإعادة هيكلة النظام الإقتصادي فى مقدمتها إصلاح النظام المالى التى شملت إنشاء سوق الخرطوم للاوراق المالية للقيام بتعبئة المدخرات وتوجيهها نحو المشروعات الإنتاجية فى إطار البرنامج الثلاثى الأول من الإستراتيجية القومية الشاملة (1992-2002) والتى هدفت الى تحريك الإقتصاد للمضاعفة الإنتاج وتعزيز النمو الإقتصادي.¹

2. تنفيذ موجبات البرنامج الرباعى من الإستراتيجية القومية الشاملة المتمثلة فى التخطيط لأجل رفع الإنتاج والإنتاجية وإستغلال الأمتل للموارد الإقتصادية المتاحة، والعمل على الحفاظ معدلات نمو إيجابية للإقتصاد لا سيما أن عام 1999م يعد العام الاول للبرنامج الرباعى بالإضافة الى إنه العام الاول لدخول البترول كمنتج جديد فى قطاع الصناعة.²

الفترة الثانية إمتدت من 2000-2004م : شهد إقتصاد السودان أقوى معدلات نمو موجبة ومستمرة بلغت فى المتوسط 7.3%، ومن العوامل التى ساهمت فى إستدامة معدلات نمو إقتصاد السودان وتعزيزها فى تلك الفترة :

1. دخول مورد البترول ضمن إيرادات الدولة بجانب تزايد معدلات إنتاجه وإرتفاع أسعاره عالمياً حيث شكلت صادراته 95% من حصيلة صادرات البلاد، اذ صار يشكل النفط مساهماً أساسياً فى برنامج التنمية الإقتصادية فى البلاد بعد أن كانت تعتمد بصورة أساسية على إيرادات غير النفطية حيث أصبح مورد النفط تشكل مايقارب 50% من إيرادات الموزانة.³

(¹) بنك السودان، تقرير السنوى الخامس والثلاثون، 1995، ص 10.

(²) بنك السودان، التقرير السنوى التاسع والعشرون، 1999م، ص 29-30.

(³) عبدالوهاب عثمان شيخ موسى، مرجع سبق ذكره، 2012، ص 37-39..

2. تحسن الظروف المناخية وما تبعه من إنعاش قطاع الزراعة بشقيه النباتي والحيواني.
3. إستمرار سياسات الإصلاح الإقتصادي ممثلة في ضبط المالية العامة والسياسات النقدية التي عملت جميعها على التوازن المالي الداخلي.
4. إصلاح النظام المالي بصفة عامة والمؤسسات المالية التمويلية بصفة خاصة.

الفترة الثالثة إمتدت من 2005-2010 : شهدت هذه الفترة إنخفاضاً في متوسط معدل نمو إقتصاد السودان حيث بلغت في المتوسط 5.4% بالرغم من وجود البترول في قائمة الصادرات. ويعزى ذلك لعدة عوامل منها:

1. تداعيات الأزمة المالية العالمية الذي برز في عام 2008م وما ترتب عنها من إنعكاسات على أسعار البترول وبالتالي على عائداته، وما يؤكد ذلك إنخفاض معدل نمو إقتصاد السودان بصورة كبيرة في عام 2008م حيث بلغت فقط 3.8%، بالإضافة إلى إنخفاض أسعار الصادرات الأخرى غير البترولية.

2. إنخفاض مساهمة قطاعي الزراعة والصناعة في نمو الناتج المحلي الإجمالي.

الفترة الرابعة إمتدت من 2011-2016 : واصل نمو إقتصاد السودان إنخفاضه خلال تلك الفترة حيث سجل معدله في المتوسط 4.6% ويعزى ذلك الى :

1. تداعيات إنفصال جنوب السودان وما ترتب عنه من نتائج كارثية الذي أدى بدوره الى إنكماش الناتج المحلي الإجمالي في الفترة من 2011/2012م بنسبة 10% بعد نمو تجاوز 10% سنويا في 2007م.¹

2. إستمرار إنخفاض مساهمة قطاعي الزراعة والصناعة في الناتج المحلي الإجمالي.

(¹) على أحمد الأمين ، مرجع سبق ذكره ، ص148.

3/ تدنى أسعار النفط وإنعكاس ذلك على الموازنة العامة للدولة التي كانت تعتمد بصورة كبيرة (50%) على إيرادات النفط حيث إن انخفاض أسعاره بالأسواق العالمية أثر سلباً على السودان حيث إنخفض سعر برميل النفط من حوالى 140 دولار الى 40 دولاراً.¹

2.3.4 مساهمة قطاعات الإقتصاد الرئيسية فى نمو إقتصاد السودان (1995-2016م)

يتكون إقتصاد السودان من ثلاثة قطاعات إقتصادية رئيسية هى الزراعة وتشمل (الزراعة، الغابات، الثروة الحيوانية والسمكية)، الصناعة وتشمل (النفط، التعدين والمحاجر، الصناعات التحويلية واليدوية، الكهرباء، المياه)، الخدمات وتشمل (خدمات البناء والتشييد، التجارة والفنادق والمطاعم، النقل والمواصلات، التحويل والتأمين والعقارات وخدمات الأعمال، الخدمات الإجتماعية، خدمات المؤسسات المالية، الخدمات الحكومية، الخدمات الخاصة غير الربحية، الرسوم على الوردادات)، وتساهم هذه القطاعات بنسب متفاوتة فى الناتج المحلي الأجمالى ومن ثم فى معدلات نموه الإقتصادي، وهذه النسب متفاوتة ترجع الى الظروف الإنتاجية التى يمر بها كل قطاع وحجم الإستثمارات السنوية فيه. وعليه يمكن القول أن معدلات النمو الإقتصادي يتوقف بصورة أساسية على معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالى والذى يعتمد هو الآخر على مدى تطور وتقدم مساهمة تلك القطاعات الإقتصادية.

الجدول (8) نسب مساهمة قطاعات (الزراعة، الصناعة، الخدمات) فى الناتج المحلي الإجمالى

فى السودان خلال الفترة (1995-2016) :

العالم	مساهمة قطاع الزراعة%	مساهمة قطاع الصناعة%	مساهمة قطاع الخدمات%

(¹) صابر محمد الحسن، الازمة المالية العالمية واثرها على السودان ، سلسلة بحثية تصدر عن بنك السودان المركزى 2010، ص 15، 16.

42.8	14.2	43.0	1995
40.6	14.4	45.0	1996
37.3	15.1	47.6	1997
36.3	15.0	48.7	1998
34.4	15.8	49.8	1999
32.2	21.4	46.4	2000
31.7	22.8	45.5	2001
30.9	23.1	46.0	2002
30.3	24.1	45.6	2003
32.8	28.0	39.2	2004
32.1	28.3	39.6	2005
35.7	27.5	36.8	2006
30.8	33.0	36.2	2007
45.5	23.5	31.0	2008
47.6	21.6	30.8	2009
47.3	21.4	31.3	2010
47.9	23.2	28.9	2011
49.0	20.4	30.6	2012
48.0	21.5	30.5	2013

2014	28.5	23.1	48.4
2015	29.9	20.1	50.0
2016	30.1	19.7	50.2
المتوسط	% 38.2	% 21.7	%40.1

المصدر: إعداد الدارس إستناداً على تقارير السنوية لبنك السودان لسنوات عدة.

نلاحظ من الجدول (8) أن نسب مساهمة القطاعات الثلاثة الرئيسية المكونة للإقتصاد السودان في الناتج المحلي الإجمالي تتباين من عام لآخر وفقاً للظروف المحيطة بكل قطاع. ولأغراض التحليل سيتم تناول وضعية كل قطاع من القطاعات مع إستصحاب مستوى إسهامه والتحديات التي تواجه وإقتراح بعض الحلول التي تمكنه من القيام بالدور المنوط به.

أولاً : مساهمة قطاع الزراعة في الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة (1995-2016م):

يعد قطاع الزراعة من أكبر قطاعات الإقتصاد في السودان حيث يشغل مساحة أراضي صالحة تقدر ب 32% من جملة مساحة السودان التي تقدر بحوالي مليون ميل مربع (قبل إنفصال الجنوب) بالإضافة الى أنه يمثل المصدر الرئيسي لتوليد القيمة المضافة والدخول لمعظم أفراد المجتمع ويستوعب نحو 80% من القوى العاملة ويمد قطاعات الإقتصاد الأخرى بمواد الخام وخاصة قطاع الصناعة بجانب مساهمته بنسبة تصل 98% من عائدات البلاد من العملات الأجنبية قبل إنتاج وتصدير البترول في عام 1999م. مما أهله بأن يكون المحرك الرئيسي للتراكم الرأسمالي والإدخار والدافع الأساسي للإستثمار ومن ثم عملية نمو الإقتصاد السودان.¹ وبالنظر الى الجدول رقم(8)، نلاحظ أن قطاع الزراعة شهد تراجعاً في نسب مساهمته في الناتج المحلي الإجمالي بعد أن كان محافظاً على الصدارة بين قطاعات الإقتصاد

(¹) الزبير بشير طه وحامد حسين محمد فكي، بين التقنية والتنمية ، سلسلة إصدارات الوعد الحق، العدد (52) ، المركز القومي للإنتاج الاعلامي ، الخرطوم 2005، صص 48-50.

الأخرى فى الفترة ما بين عامى (1995م - 2007م). وتراوحت نسب مساهمته فى الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة محل الدراسة ما بين 43.0% فى عام 1995م ، و 30.1% فى عام 2016م وبمتوسط مساهمة بلغت 38.2%.

وعليه يمكن القول بأن قطاع الزراعة رغم من إنه ظل فى طليعة القطاعات الإنتاجية فى السودان لسنوات طويلة من خلال نسب مساهمته فى الناتج المحلي الإجمالي فى السنوات الأولى من الفترة محل الدراسة إلا أن نسب مساهمتها بدأت فى تراجع مستمر نتيجة لمجموعة عوامل فى مقدمتها عدم توفر التمويل الكافى للقيام بالعمليات الزراعية المختلفة فى الوقت المناسب وإرتفاع تكاليفه بالإضافة الى تقلبات الأحوال الطبيعية وتقلبات الأسعار العالمية، عدم وجود سياسة زراعية واضحة تنظم علاقات الإنتاج، وضعف البنىات التحتية ، ضعف نظم التسويق وضيق الأسواق، وضعف إرتباط العمليات الزراعية بمخرجات البحوث العلمية، عدم كفاية الخدمات البيطرية فى قطاع الثروة الحيوانية.¹

ثانياً : مساهمة قطاع الصناعة فى الناتج المحلي الاجمالي خلال الفترة(1995-2016م)

يعتبر تنويع الإقتصاد من خلال الصناعة من الإتجاهات الحديثة للقضاء على التخلف الإقتصادي الذى يعانى منه كثير من الدول النامية. وبالرجوع الى الجدول رقم (8)، نلاحظ أن نسب مساهمة قطاع الصناعة فى الناتج المحلي الأجمالي شهدت إرتفاعاً متواصلاً خلال الفترة محل الدراسة، بالرغم من إنها متواضعة، حيث تراوحت نسبه ما بين 14.2% فى عام 1995م و 19.7% فى عام 2016م وبمتوسط مساهمة بلغت 21.7%.

ويرجع تطور مساهمته فى الناتج المحلي الإجمالي الى ظهور البترول وإستغلاله، ودخول عائداته ضمن الموازنة العامة للدولة منذ عام 1999م وما صاحبه من نمو وتطور فى

(¹) عثمان ابراهيم السيد، الإقتصاد السودانى ، ام درمان ، دار جامعة القران الكريم للطباعة، ط 3 ، 2005، ص 27.

قطاع الخدمات لاسيما الإتصالات والطرق والكهرباء. وبالرغم من ذلك نلاحظ أن نسب مساهمته بدأت في تناقص في السنوات الأخيرة نسبة للتداعيات غير المباشرة للأزمة المالية العالمية على الاقتصاد السوداني من خلال إنخفاض أسعار النفط عالمياً من جهة ، وتداعيات إنفصال دولة جنوب السودان في 2011م وما ترتب عليه من آثار على قطاع النفط وبالتالي على قطاع الصناعة. لذلك يمكن القول أن قطاع الصناعة فشل في تحقيق كثير من الأهداف الإقتصادية المنشودة والمرجو منه كإحلال كثير من الواردات وتحسين موقف الصادرات بإستثناء النفط، وخلق فرص عمل واسعة وحقيقية والإستفادة بشكل كبير ومؤثر من الفرص الواسعة في مجال التصنيع الزراعي بحكم الخلفية الزراعية للاقتصاد السوداني. إلا أن لضعف مساهمة لهذا القطاع مبرراته حيث السودان شأنها شأن بقية الدول النامية تواجه كثير من المعوقات التي تحد من إنطلاق قطاعها الصناعي وتقدمها كضعف التمويل ، ضعف المنشآت الأساسية اللازمة لدعم الصناعة حيث أن النمو الصناعي يتطلب توفر بنية أساسية كالكهرباء والمياه والطرق والبنوك التي تقدم الخدمات الضرورية للصناعة الناشئة كوسائل المواصلات والنقل والتوزيع لتحريك المواد الخام والمنتجات الى المصانع ومنها الى المستهلك النهائي.¹ وضعف القطاع الخاص ومؤسساته والمشكلات المرتبطة بالسياسات الحكومية في جانبها المالي والنقدي كالضرائب المباشرة وغير المباشرة والجبايات الأخرى، وسعر الصرف غير المستقر.²

ثالثاً: مساهمة قطاع الخدمات في الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة (1995-2016م)

يعتبر قطاع الخدمات من القطاعات المهمة المكونة لإقتصاد السودان ويضم الأنشطة الناتجة من قطاع (الصحة، والتعليم، والنقل والمواصلات والطرق والجسور، والبناء والتشييد،

(¹) المرجع السابق، ص ص 189- 193.

(²) مختار عثمان الصديق وآخرون، دراسات سودانية، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، 2009، ص 145.

والاتصالات، وخدمات البنوك، وبعض الخدمات الإجتماعية، والخدمات الأخرى). وتظهر أهميته من التطورات العالمية المعاصرة إتجاه أنشطة هذا القطاع نسبة للتطورات التقنية المتصاعدة والمزدهرة في مجال الإتصالات والمعلومات وما تجلبه تلك الأنشطة من عوائد مادية منافسة لعائدات قطاعات الإنتاج المباشر.¹ ويحتل هذا القطاع موقعا متقدماً في إقتصاد السودان ويظهر ذلك من خلال مساهمته الكبيرة في الناتج المحلي الإجمالي خاصة في السنوات الإخيرة والتي إنعكست بدورها على معدلات نمو الإقتصاد في السودان. بالرجوع الى الجدول رقم (8) أعلاه، نجد أن نسب مساهمة قطاع الخدمات في الناتج المحلي الأجمالي بالرغم من ما شهدته من إنخفاض متواصل حتى عام 2007م، إلا إنها شهدت طفرة نوعية حتى نهاية الفترة محل الدراسة حيث إرتفعت مساهمته بنسب عالية مما كانت عليه تراوحت ما بين **42.8%** في عام 1995م و**50.2%** في عام 2016م وبمتوسط مساهمة بلغت **40.1%**. مما أهله بأن يكون في صدارة قطاعات المكونه للإقتصاد خلال الفترة محل الدراسة.

بناءً على التحليل السابق للقطاعات المكونة لإقتصاد السودان خلال فترة الدراسة يمكن أن نستنتج الآتي:

1. بالرغم من أن القطاع الزراعي ظل كقطاع مهيم في الإقتصاد السوداني منذ الإستقلال إلا أن قطاع الخدمات قد تفوق عليه خلال الفترة محل الدراسة بمتوسط نسبة مساهمة في الناتج المحلي الإجمالي بلغت **40.1%** ، في حين بلغت متوسط نسبة مساهمة القطاع الزراعي في الناتج المحلي الإجمالي خلال نفس الفترة **38.2%**. أما قطاع الصناعة ظل محتفظاً بمرتبته الأخيرة بمتوسط نسبة مساهمة في الناتج المحلي الإجمالي بلغت **21.7%**.

(¹) على احمد الأمين، مرجع سبق ذكره، ص 159.

2. ظل القطاع الصناعي متعثراً لفترة طويلة دون إنطلاقة تؤهله للعب دور مؤثر في نمو الإقتصاد. أما القطاع الخدمي على الرغم من مساهمته الكبيرة في الناتج المحلي الإجمالي ومن ثم في معدلات نمو الإقتصاد خاصة في السنوات الأخيرة نسبة للتطور في مجال الإتصالات والنقل والمواصلات والمصارف،¹ إلا إنه مازال ينتظره كثير من التطور الكمي والنوعي لمسايرة التقدم التكنولوجي في الخدمات.

3.3.4 : المعوقات الرئيسية لنمو إقتصاد السودان خلال الفترة (1995 - 2016)

بالرغم من أن السودان دولة غنية بثرواته الطبيعية والبشرية اذا ما أمكن إستغلالها بالصورة المثلى يمكنه تحقيق معدلات نمو إقتصادي متزايدة ومستقرة ينعكس إيجاباً على رفاهية مواطنيه إلا أن هنالك العديد من المعوقات التي إعتضت مسار نموه الإقتصادي تسبب في تدهور وتذبذب معدلات نمو إقتصاده يمكن تلخيصها في:

أولاً : الحروب الأهلية : بدءاً بالحرب الأهلية في الجنوب منذ عام 1983م والتي إنتهت بالإنفصال في 2011م، ثم الحروب والصراعات في كل من دارفور، وجنوب كردفان، والنيل الأزرق والتي إستنزفت كثير من الموارد المالية والبشرية التي كان يمكن توظيفها في الإنتاج والتنمية، حيث تعطلت الكثير من المشروعات الإنمائية والإستراتيجية بجانب تفريغ مناطق الإنتاج الزراعي من القوى العاملة التي نزحت الى المدن بسبب الحرب.

ثانياً: عدم إستقرار خطط وبرامج الإستثمار: حيث شهد كل الخطط والبرامج التي وضعت منذ منتصف الأربعينات الذي وضع فيه اول برنامج إستثماري في الفترة من 1946-1951م ثم تلاه عدد من الخطط والبرامج الإقتصادية الطموحة ذات الأهداف الجيدة كانت أبرزها

(¹) الزبير بشير طه، حامد حسين محمد فكي، مرجع سبق ذكره، ص 48.

البرنامج الثلاثي للانقاذ الإقتصادي المنبثقة من الإستراتيجية القومية الشاملة 1992-2002م
عدم إستقرار إنعكس سلباً على الأداء الإقتصاد وبالتالي على معدلات نموه.

ثالثاً: معوقات النمو في القطاع الزراعي : نسبة لإعتماد الإقتصاد السوداني في نموه على الإنتاج الزراعي جعله عرضة للتقلبات التي اتسم بها الإنتاج الزراعي مما إنعكس بدوره على معدلات النمو في الإقتصاد السوداني.

رابعاً: معوقات الأداء في القطاع الصناعي: على الرغم من إمتلاك السودان لقاعدة صناعية واسعة جعله أن يكون واحداً من أكبر الدول الإفريقية من حيث قاعدة الصناعات التحويلية إلا أن مساهمته في الناتج المحلي الإجمالي متدنية مقارنة بمساهمة القطاعات الزراعة والخدمات، إذ لم تتجاوز مساهمته عن 33% في أحسن حالاتها وأن الأداء البطيء لهذا القطاع كان سبباً في ببطء نمو الناتج المحلي الإجمالي طيلة السنوات الماضية.

خامساً: ضعف قدرة النظام المالي في مقابلة متطلبات النمو المستدام في الإقتصاد : من المعروف أن من أهم متطلبات تحقيق نمو مستدام في الإقتصاد الوطني وجود نظام مالي سليم ومستقر، ووجود مؤسسات مالية تملك قدرة الوساطة المالية على تعبئة الموارد المالية العاطلة وتوجيهها نحو تمويل الإستثمارات الجديدة بجانب توفير رأس المال التشغيلي للوحدات الإنتاجية وتكاليف تحديثها وتوزيع منتجاتها بالإضافة الى توفير إحتياجات التمويل للخدمات الإقتصادية المساعدة للإنتاج مثل النقل والإتصال وغيرها.¹

وفي الختام هذا الفصل يمكن القول بأن في ظل الموارد المادية والبشرية العاطلة التي يتمتع بها السودان فإن الفرصة مازالت متاحة للنهوض بقطاعات الإقتصاد الرئيسية من أجل تحقيق

(¹) عبدالوهاب عثمان شيخ موسى، منهجية الإصلاح الإقتصادي في السودان : دراسة تحليلية للتطورات الاقتصادية في السودان وتصور للرؤية المستقبلية خلال الفترة 2001-2011، الجزء الثاني، الخرطوم ، المكتبة الوطنية، ص113-182.

نمو مستدام لإقتصاده ذلك اذا أراد السودان النمو بقطاعات الإقتصاد المختلفة لتحقيق نمو مستدام للإقتصاد يجب تفعيل المؤسسات المالية ذات التابع التمويلي بصفة عامة وسوق الأوراق المالية بصفة خاصة لتشجيع وتعبئة المدخرات لتوفير التمويل اللازم الذى يمكن هذه القطاعات من القيام بدورها على الوجه الأكمل، بالإضافة الى تفعيل دور البحث العلمى وربطه بعمليات الإنتاج فى هذه القطاعات والعمل على إتباع وتطوير تقنيات ملائمة وداعمة للإنتاج والإنتاجية والنوعية فيها.¹

(¹) الزبير بشير طه ، حامد حسين محمد فكى، بين التقنية والتنمية، مرجع سبق ذكره، ص ص 48-50.

الفصل الخامس

منهجية التحليل وتوصيف النموذج وإختبار الفرضيات

5-1: فلسفة نموذج الإنحدار الذاتي ذو الإبطاء الموزعة

5-2: توصيف النموذج وفحص بيانات الدراسة

5-3: تقدير وتقييم النموذج ومناقشة النتائج

الفصل الخامس

منهجية التحليل وصياغة النموذج وإختبار الفرضيات

تمهيد

شهدت نظرية النمذجة فى الإقتصاد القياسى تطوراً كبيراً خلال العقد الماضى حيث تحولت من التحليل الإقتصادى الساكن الى التحليل الديناميكي للعلاقات الإقتصادية أهلتها بأن تلعب دوراً أكثر أهمية فى تقييم وتحليل السياسات وإتخاذ القرارات. لذا يتبع هذه الدراسة المنهج الكمي التحليلى فى الجانب التطبيقى من خلال توظيف أسلوب الإقتصاد القياسى بإستخدام نموذج الإنحدار الذاتى ذو الإبطاءات الموزعة Auto regressive Distributed Lag Model (ARDL) المقترح من قبل (Pesaran & Shin ,1995 , 1999) والمطوره من قبل (Pesaran et al (2001 وفقاً لمراحله العلمية لإختبار فرضيات الدراسة. وعليه سيناقش هذا الفصل ثلاثة موضوعات أساسية وهى فلسفة نموذج الإنحدار الذاتى ذو الإبطاء الموزعة ، وتوصيف النموذج وفحص بيانات الدراسة، وتقدير وتقييم النموذج ومناقشة النتائج.

5-1: فلسفة نموذج الإنحدار الذاتى ذو الإبطاءات الموزعة ARDL

بدأ إستخدام النماذج القياسية الكلية فى تحليل وتقييم السياسات الإقتصادية الكلية منذ 50 عام تقريبا، وترجع المحاولات الأولى للنمذجة ل (Tinbergen (1973 الذى إستوحى نموذج للإقتصاد الهولندى من أعمال كينز(1929) حول النظرية العامة. وسرعان ما تطورت هذه العملية فى الولايات المتحدة بفضل Klein و Goldberger وأعمال ال Wharton School

والمعهد القومى للأبحاث الإقتصادية، ثم إنتشرت حركة النمذجة فى اوربا الغربية وبقية أنحاء العالم حيث أصبح بحلول عام 1992 وجود أكثر من 3000 نموذج يستخدم للدراسات الإقتصادية¹. وكانت النماذج التى طورت بعد الحرب العالمية الثانية مستوحاة من النظرية الكينزية التى ركزت على جانب الطلب مع أخذ العرض كمعطى. أما نماذج الثمانينات قد أولت الأهمية للعلاقة ما بين النظرية والواقع لإضفاء غطاء نظرى متسق مع التوصيف وإجراء إختبارات متعددة لكشف مشاكل التوصيف القياسية وبجانب التوفيق ما بين النماذج وإخضاع البيانات لتحليل السلاسل الزمنية.² فاستمرت مجهودات وإسهامات علماء الإقتصاد فى تطوير النمذجة مستفيدة من الإنتقادات فى الوصول الى طرق حديثة تعطى دوراً مهماً للنظرية والبيانات معاً توجت بظهور نماذج الإقتصاد القياسي الديناميكية Dynamic Econometric Models والتي تضمن :

1.1.5: نماذج فترات الإبطاء الموزعة Distributed Lag Model

نبعت فكرة نماذج فترات الإبطاء الموزعة من الدراسة التى أجراها ملتون فريدمان Milton Friedman بعنوان نظرية دالة الإستهلاك والذى عالج من خلالها أوجه القصور التى صاحبت معظم نماذج الإنحدار الخاصة بالسلاسل الزمنية والتى تفترض أن أثر المتغير المستقل مباشر وفورى على المتغير التابع دون أخذ فى الإعتبار أثر الفترة السابقة، فى حين يشير واقع الحال الى أن أثر الفترة السابقة قد تمتد الى أكثر من فترة زمنية واحدة لكون الإقتصاد تطابق زمن حدوث الحدث أو الظاهرة مع زمن مسببه³. ومسألة الفجوات الزمنية

⁽¹⁾ بلقاسم ابو العباس، النمذجة الإقتصادية الكلية، المعهد العربى للتخطيط، سلسلة جسر التنمية، الكويت، العدد الاربعون، 2005، ص2.

⁽²⁾ ندى عبدالغفار البدوى عبدالله، نموذج لتقدير دالة الاستثمار للقطاع المصرفى فى السودان (1970-2010)، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، 2015، ص 135.

⁽³⁾ عبد المحمود محمد عبدالرحمن، مقدمة فى الإقتصاد القياسى، مطابع جامعة الملك سعود، الرياض، 1996، ص 251.

تظهر كثيراً في مجال الإقتصاد الكلي وإن كان محتمل حدوثها أيضاً في مجال الإقتصاد الجزئي، على سبيل المثال في حال إتخاذ شركة ما قراراً بضخ إستثمارات جديدة (تقنية جديدة مثلاً) فإنها لن تؤثر فوراً في الإنتاج لأن شراء التقنية وتركيبها وتدريب الموظفين على إستخدامها قد يتطلب بعض الوقت، ولذلك فإن تأثير مثل هذا الإستثمار في الإنتاج لن يظهر إلا في فترة زمنية مستقبلية. ولترجمة مثل هذا المفهوم الى لغة الإنحدار ينبغي أن تعتمد قيمة المتغير التابع عند نقطة زمنية محددة ليس على قيمة المتغير التفسيري عند تلك النقطة فحسب بل أيضاً على قيم المتغيرات التفسيرية في الماضي.¹

وعليه يمكن تعريف نماذج ذات فترات الإبطاء الموزعة بأنه نماذج متضمنة لقيم مبطأة زمنياً للمتغيرات المستقلة ضمن مجموعة المتغيرات المستقلة². لذلك يطلق على المتغيرات التي ترتبط بنفسها كمتغيرات متباطئة زمنية أو متغيرات تحتوى على فجوات زمنية. ويسمى النموذج الأبسط لإستيعاب هذه التأثيرات بنموذج ذو فترات الإبطاء الموزعة Distributed Lag Model ويأخذ الصيغة التالية :

$$Y_t = \alpha + \beta_0 X_t + \beta_1 X_{t-1} + \dots + \beta_k X_{t-n} + u_t$$

حيث أن :

β_0 : يعرف بتأثير الأجل القصير يعبر عن التغير في القيمة المتوسطة للمتغير التابع (Y_t)

للتغير في المتغير المستقل (X_t) بمقدار وحدة في نفس الفترة الزمنية.

أما تأثير في الأجل الطويل نحصل عليها من خلال:

(¹) طارق الرشيد، مهارات تحليل البيانات باستخدام برنامج E views، مطبعة إيميسا الحديثة، الخرطوم، 2018، ص 314.
(²) Kousayiannis , **Theory of Econometrics** , Edition two,1977,p249.

$$\sum_{i=0}^k \beta_i = \beta_0 + \beta_1 + \beta_2 + \dots + \beta_k$$

1.1.1.5: أسباب وجود الفجوات الزمنية : هناك عدة أسباب تؤدي الى وجود المتغيرات

المتباطئة في التحليل الإقتصادي يمكن تلخيصها في¹ :

1. **طبيعة بعض المتغيرات :** هناك بعض المتغيرات تمتاز بوجود التخلف الزمني في تكوينها، مثلاً عرض المنتجات الزراعية نجدها تعتمد على أسعارها في الفترات الزمنية السابقة وفي قرار الإنتاج وبداية الموسم الزراعي بالكمية والكيفية مما يجعل عرضها تخضع لنماذج التخلف الزمني.

2. **أسباب نفسية :** بسبب العادات والتقاليد والتي تأخذ وقتاً لتتجاوب مع المتغيرات التي تتم في البيئة، مثلاً قد لا يغير الناس عاداتهم الإستهلاكية مباشرة بعض إنخفاض الأسعار أو تزايد الدخل وبالتالي لابد من مرور فترة زمنية حتى يتم التأقلم مع الحياة الجديدة.

3. **إسباب فنية :** توجد أسباب فنية تفرض وجود التخلف الزمني في النماذج القياسية، فمثلاً ليس من السهل نقل التقنية بالسرعة على سبيل المثال إذا اردنا تغيير عنصر العمل بعنصر رأس المال (الآلات) يأخذ وقتاً لعملية الإحلال مما يؤدي الى وقت في التأثير على الناتج.

4. **أسباب تنظيمية :** مثل عقود العمل قد تأخذ وقت لإنهائها ليحل محلها رأس المال مما يؤدي الى وقت للتأثير في الناتج. لذلك فإن الفترات الزمنية المتأخرة تلعب دوراً مهماً في الإقتصاد وهذا بالطبع يؤثر على خطط الإقتصادية في المدى القصير والطويل.

2.1.5 : نماذج الإحدار الذاتي Auto-regressive Model

(¹) طارق الرشيد، مهارات تحليل البيانات باستخدام برنامج E views، مرجع سبق ذكره، ص 315.

ظهر نماذج الإنحدار الذاتى لكويك Koyck كنتاج للانتقادات التى وجهت لنماذج الفجوات الزمنية لملتون فريدمان Milton Friedman فى سياق التطور الطبيعى لنماذج الإقتصاد القياسى الديناميكي. ويعرف بأنه النموذج الذى يحتوى على قيمة أو أكثر متأخرة للمتغير التابع تؤخذ على إنها متغير مفسر وتأخذ الصيغة التالية :

$$Y_t = \alpha + \beta X_t + \gamma Y_{t-1} + u_t$$

حيث يشير الدليل السفلى (t) فى تحليل السلاسل الزمنية الى عنصر الزمن أو على مدى الفترة الزمنية لنفسها¹.

وبالرغم من أن هذان النموذجان تم إستخدامهما كثيراً فى تحليل الإقتصاد القياسى الديناميكي ، إلا أنهما تعرضا للانتقادات بسبب فشلهما فى حال وجود متغيرات متباينة درجة السكون. لذلك ظهرت مساهمات الإقتصادي محمد هاشم بيساران M. Hashem Pesaran (1999) الذى نجح فى أن يدمج مجهودات كل من ملتون وكويك فى نموذج واحد سمي بنموذج الإنحدار الذاتى ذو الإبطاء الموزعة Auto regressive Distributed Lag Model الذى طوره فيما بعد بيساران وآخرون (2001) Pesaran et al بإقتراح إختبار سمي بإختبار الحدود Bounds Test لتكامل المشترك وفق منهجية الإنحدار الذاتى ذو الإبطاء الموزعة لسد أوجه القصور التى صاحبت إختبارات التكامل المشترك الأخرى فى

(¹) دامودار جيجاراتى، الإقتصاد القياسى، ترجمة هند عبدالغفار عودة، الجزء الثانى ، دار المريخ للنشر، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2015 ، ص ص 851-875 .

كشفت وجود علاقة توازنية طويلة الأجل من عدمه، فى حال وجود متغيرات متباينة درجة التكامل أى غير متساوية رتب التكامل.

3.1.5 : نموذج الإنحدار الذاتى ذو الإبطاء الموزعة (ARDL)

قدم فكرة نموذج الإنحدار الذاتى ذو الإبطاء الموزعة Auto regressive Distributed Lag Model (ARDL) من قبل Pesaran et al. (1995, 1999 ; Pesaran & shin, 2001). كمنهج جديد من خلال دمج نماذج الإنحدار الذاتى Auto regressive Distributed Lag Model ونماذج فترات الإبطاء الموزعة Distributed Lag Model فى نموذج واحد عرف بنموذج الإنحدار الذاتى ذو الإبطاء الموزعة Auto regressive Distributed Lag Model (ARDL)، وذلك فى سياق تطور نماذج الإقتصاد القياسى الديناميكية لمعالجة أوجه القصور الذى صاحب نماذج القياسية الأخرى فيما يختص إستيعاب أثر الفجوات الزمنية لكل من المتغير المستقل والمتغير التابع فى آن واحد من جهة، ومعالجة فشل إختبارات التكامل المشترك التقليدية فى إستيعاب متغيرات ذات تباين فى درجة تكاملها من جهة أخرى.

4.1.5 : تعريف نموذج الإنحدار الذاتى ذو الإبطاء الموزعة (ARDL)

يعرف نموذج الإنحدار الذاتى ذو الإبطاء الموزعة بأنه نموذج لإنحدار يحتوى على القيم المتباطئة للمتغير التابع وقيم المتغيرات المستقلة الحالية وإبطائها بفترة واحدة أو أكثر. و يرمز له ب ($ARDL(p, q_1, \dots, q_k)$ ، حيث أن (p) عدد فترات الإبطاء للمتغير التابع ، q_1 عدد فترات الإبطاء للمتغيرات المستقلة.¹

(¹) E views 9 Users Guide II , IHS Global Inc , 2016, p283

5.1.5 : الصيغة العامة لنموذج الإنحدار الذاتي ذو الإبطاء الموزعة (ARDL)

بافتراض وجود علاقة بين المتغير التابع (Y) ومتجه المتغيرات المستقلة (X)، فإن الصيغة الرياضية للنموذج الإنحدار الذاتي ذو الإبطاء الموزعة فى صيغته العامة يمكن كتابته على النحو التالى¹ :

$$Y_t = \alpha + \sum_{i=1}^p \lambda_i Y_{t-i} + \sum_{j=1}^k \sum_{i=0}^{q_j} X_{j,t-i} \beta_{j,i} + e_t$$

حيث أن :

α : متجه الحد الثابت للمعادلات المقدرة.

Y_t : متجه عمودى يضم المتغيرات الداخلية فى النموذج.

λ_i : معامل التأثيرات المباشرة.

$\beta_{j,i}$: مصفوفة المعاملات المقدرة.

p : عدد مدد التباطؤ الزمنى للمتغير التابع.

q_j : عدد مدد التباطؤ الزمنى للمتغيرات المستقلة.

X_j : المتغيرات المفسرة التى ليست لها مدد تباطؤ زمنى ($q_j = 0$) ويسمى بالمتغيرات الساكنة.

(¹) E views 9 Users Guide II , op cit , p283.

X_{t-i} : المتغيرات المفسرة التي لها مدد تباطؤ ويسمى بالمتغيرات الديناميكية.

e_t : متجه الأخطاء العشوائية الذي له وسط حسابي يساوى صفر وتباينا ثابتا وليس لها

ارتباطات ذاتية متسلسلة فيما بينها خلال المدد الزمنية المختلفة.

6.1.5 : خصائص نموذج ARDL

يمتاز نموذج ARDL بالعديد من الخصائص يمكن تلخيصها في¹ :

1. تمتاز بإمكانية جمع متغيرات ذات أكثر من مستوى من الإستقرار مثل $I(0)$ و $I(1)$ ، ولا يشترط أن تكون جميعها مستقرة عند نفس المستوى مثل $I(0)$ أو $I(1)$ ، والشرط الوحيد هو أن لا تكون المتغيرات المستقلة متكاملة من الدرجة الثانية $I(2)$ أو رتبة أعلى.
2. من خلال منهجية ARDL يمكن تحديد العلاقة التكاملية للمتغير التابع مع المتغيرات المستقلة في المدى القصير والطويل (Short run and Long run)، بالإضافة الى تحديد حجم تأثير كل من المتغيرات المستقلة على المتغير التابع.
3. تعتمد منهجية ARDL على خاصية Schwarz Bayesian Criteria (SBC) التي تستخدم لتحديد الحد الأمثل من الإبطاءات الزمنية (Optimal Lag Length) .
4. يعطى منهجية ARDL نتيجة تصحيح الخطأ (Error Correction Model (ECM) والتي تقيس قدرة النموذج في العودة الى التوازن بعد حدوث خلل أو اضطراب نتيجة لأمر طارئ.
5. تعمل منهجية ARDL على إزالة المشاكل المتعلقة بالارتباط الذاتي (Auto correlation)، وبالتالي النتائج التي تحصل من تقدير نموذج ARDL تعد نتائج كفو وغير متحيزة.

(¹) طارق الرشيد، مهارات تحليل البيانات باستخدام برنامج E views، مرجع سبق ذكره، ص ص 294، 295 .

6. تمتاز منهجية ARDL بإمكانية تطبيقها على عينات صغيرة الحجم.

7.1.5: نموذج تصحيح الخطأ (ECM) المشتق من نموذج

ARDL

أشار جرانجر (1988) Granger الى أن وجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة يعنى وجود علاقة سببية بين تلك المتغيرات فى إتجاه واحد على الأقل، وهذا لا يمكن إكتشافه دائما اذا كانت النتائج مبنية على إختبار جرانجر Graner التقليدية للسببية، لذا يمكن تحديده عن طريق إستخدام نموذج تصحيح الخطأ (ECM) المشتق من التكامل المشترك فى الأجل الطويل اذا كان حد الخطأ فى النموذج معنوي إحصائيا. وتقول نظرية جرانجر انه اذا كانت كل من X_t و Y_t متكاملة تكامل مشترك ، فإن $u_t \sim I(0)$ ، إذا أمكن التعبير عن العلاقة بينهما بنموذج تصحيح الخطأ الذى يأخذ الصيغة التالية :

$$\Delta Y_t = \alpha_0 + b_1 \Delta X_t - \pi \hat{u}_{t-1} + e_t$$

مما يجعله يتضمن ميزة كل من معلومات العلاقة طويلة وقصيرة الأجل فى النموذج ، حيث أن المعلمة b_1 تأثير مضاعف (تأثير قصير الأجل) التى تقيس التأثير الفوري للتغير فى X_t سوف يكون على التغير فى Y_t . ومن ناحية أخرى فإن π تمثل أثر ردود الفعل، أو تأثير التكيف التى يوضح كم من إختلال التوازن يجرى تصحيحه. وهو المدى الذى يؤثر أى إختلال فى التوازن من الفترة السابقة على التكيف فى Y_t . وبما أن $\hat{u}_{t-1} = Y_{t-1} - \hat{\beta}_1 - \hat{\beta}_2 X_{t-1}$

يشترط أن تكون (π) سالبة ومعنوي إحصائياً ، أى اذا كانت Y_{t-1} فوق مستواها التوازنى فسوف تبدأ فى التناقص فى الفترة التالية وأن خطأ التوازن سيتم تصحيحه فى النموذج ، ومن

هنا جاء مصطلح نموذج تصحيح الخطأ (ECM) Error Correction Model . وبناءً على ذلك فإن β_2 تمثل إستجابة المدى الطويل، ويلاحظ أن نموذج تصحيح الخطأ يوضح أن ΔY_t (التغير في المتغير التابع) يعتمد على ΔX_t (التغير في المتغير المستقل)، بالإضافة إلى ذلك يعتمد ΔY_t على e_{t-1} وهذا الجانب الأخير يختص على نحو خاص بنموذج تصحيح الخطأ وهو الذى يضافى عليه هذا الأسم.¹

أما فى سياق منهجية الإنحدار الذاتي ذو الإبطاء الموزعة Auto regressive Distributed Lag Model (ARDL) فإن ديناميكية الأجل القصير بين المتغيرات التفسيرية والمتغير التابع يمكن إنتقاطه من خلال بناء نموذج تصحيح الخطأ (ECM) Error Correction Model المشتق من نموذج الإنحدار الذاتي ذو الإبطاء الموزعة Auto regressive Distributed Lag Model (ARDL) نفسه وذلك بإستخدام الصيغة التالية² :

$$\Delta Y_t = \alpha + \sum_{i=1}^p \lambda_i \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^q \delta_i \Delta X_{t-i} + \pi ECT_{t-1} + v_t$$

حيث ان :

ECT_{t-1} : حد تصحيح الخطأ، وأن جميع معاملات معادلة المدى القصير هى معاملات

تتعلق بحركيات المدى القصير لتقارب النموذج لحالة التوازن فى الأجل الطويل.

⁽¹⁾ طارق الرشيد، مرجع السابق، ص 302.

⁽²⁾ امين حواس وفاطمة الزهراء رزواط، مرجع سبق ذكره، ص ص 209-230.

π : يمثل معامل تصحيح الخطأ معلمة الذي يقيس سرعة التكيف التي يتم بها تعديل الإختلال في التوازن في الأجل القصير بإتجاه التوازن في الأجل الطويل¹.

8.1.5 : مزايا نموذج تصحيح الخطأ (ECM) المشتق من

ARDL

هنالك العديد من المزايا التي يتميز بها نموذج تصحيح الخطأ من أهمها² :

1. يتميز نموذج تصحيح الخطأ بخواص طويلة وقصيرة المدى، حيث خواص طويلة المدى تشكل جزء لا يتجزأ من الحد e_{t-1} . أما السلوك قصيرة المدى فيتضح جزئياً بحد الخطأ التوازني الذي يوضح أنه اذا كانت Y في وضع غير توازني فسوف يتم جذبها نحو التوازن في الفترة التالية، ويتم توضيح المزيد من جوانب السلوك قصير المدى من خلال إدراج ΔX_t كمتغير تفسيري.

2. يتميز نموذج تصحيح الخطأ ايضاً بخواص إحصائية جيدة ، الأمر الذي يدعو الباحثين الى عدم الانزعاج من مشكلة الأنحدار الزائف ، حيث أن كلا من Y و X لهما جزور الوحدة ومن ثم ΔX_t و ΔY_t مستقرتان، بالإضافة الى ذلك بما أن كلا من Y و X متكاملتان فإن الخطأ التوازني يعد مستقراً ، ولذلك يعد المتغير التابع وكافة المتغيرات التفسيرية في نموذج تصحيح الخطأ مستقرة وهذه الخاصية تعنى ضمناً إمكانية إستخدام تقدير طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) وإجراء الإختبار بإستخدام إحصائية (t) .

⁽¹⁾ المرجع السابق، ص ص 209-230.

⁽²⁾ طارق الرشيد، مهارات تحليل البيانات باستخدام برنامج E views، مرجع سبق ذكره، ص 302.

9.1.5 : خطوات تطبيق منهجية الإنحدار الذاتي ذو الإبطاء الموزعة ARDL

هناك عدة خطوات يجب إتباعها عند تطبيق منهجية الإنحدار الذاتي ذو الإبطاء الموزعة ARDL لتقدير الظاهرة محل الدراسة يمكن تلخيصها فى الأتي :

الخطوة الاولى : إجراء الإختبارات القبلية: وهى تعد من اولى خطوات التحليل القياسي التى تقود الى معرفة خصائص البيانات المستخدمة وتشمل الإختبارات التالية :

اولاً : إختبار صفة السكون **Stationary** : يعتبر إختبار صفة سكون السلسلة الزمنية من الخطوات الأساسية التى تسبق خطوات التحليل القياسي، وتعرف السلسلة الزمنية بأنها مستقرة أو ساكنة اذا كانت تتذبذب حول وسط حسابى وتباين ثابتين مستقلين عن الزمن، والتباين المشترك بين أى قيمتين للمتغير يعتمد على الفجوة الزمنية بين القيمتين وليس على القيمة الفعلية للزمن الذى يحسب عنده تغاير الزمن.¹ وإختلال صفة السكون يؤدى الى إنحدار زائف ومشاكل فى التحليل والإستدلال القياسي إلا فى حالة وحيدة تكون نتائج التقدير غير مزيفة وهى حالة تقدير إنحدار بإستخدام سلسلتين غير ساكنتين ولكن بواقى تقدير معادلة الإنحدار بينهما تكون ساكنة، ويقال عندها إن السلسلتين لهما تكامل مشترك **Co-Integration**.²

وهناك عدد من الإختبارات لتحقق من صفة سكون السلسلة تعتمد غالبيتها على إختبار

صفة جذر الوحدة، ومن أهم إختباراتها :

(¹) ميساء سعيد احمد سعيد ، أثر الفجوات الزمنية فى تحديد العلاقة السببية بين عرض النقود وسعر الصرف فى السودان، رسالة دكتوراه غير منشورة ، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، 2016، ص 123.
(²) طارق مجد الرشيد و سامية حسن محمود، الاقتصاد القياسى التطبيقى باستخدام برنامج **E.views**، جى تاون، الخرطوم ، 2010، ص 5.

1. إختبار جذر الوحدة Unit Root Test

يعد من الأساليب المهمة وأكثرها شيوعاً لإختبار إستقرار السلاسل الزمنية فى التطبيقات العملية، ومن أهم إختباراته :

أ. إختبار ديكى- فوللر البسيط **Dickey – Fuller(DF)1979** : وهو إختبار قائم فكرته على أنه اذا كان معامل الإنحدار للمعادلة يساوى الواحد فإن هذا يؤدى الى وجود مشكلة جذر الوحدة والذي يعنى عدم إستقرار بيانات السلسلة الزمنية وتأخذ معادلته الصيغة التالية :

$$y_t = \rho y_{t-1} + \varepsilon_t$$

حيث أن ε_t هو حد الخطأ ، واذا كانت ρ معنوية إحصائياً دل على أن السلسلة الزمنية غير مستقرة، أى تعانى من جذر الوحدة ويجب معالجتها بالفروق التى تكون درجتها $(1,2,3,\dots, d)$ وتقرأ $y_t \sim I(d)$. مما يشير الى أن حد الخطأ ذو ازعاج أبيض، أى إنه لا يوضع فى الإعتبار إمكانية إرتباط قيمه وهذه نقطة الضعف الأساسية فى الإختبار، لذا تم تعديله بإختبار ديكى – فوللر المعدل (الموسع).

ب. إختبار ديكى- فوللر الموسع **Augmented Dickey – Fuller 1981(ADF)** : تم إقتراح هذا الإختبار ايضاً من قبل ديكى وفوللر عام 1981 لمعالجة نقطة الضعف فى إختبار (DF) البسيط وذلك بإدخال متغير ذو إبطاء ضمن المتغيرات المفسرة وسمى هذا التعديل بإختبار ديكى – فوللر المعدل أو الموسع (ADF)، وهو أكثر كفاءة من إختبار (DF) البسيط¹، ويأخذ الصيغة التالية¹ :

⁽¹⁾ خلف الله أحمد محمد عربى ، إقتصاد قياسي متقدم ، مطبعة جى تاون، الخرطوم، 2005، ص62.

$$\Delta Y_t = b_0 + b_1 Y_{t-1} + \sum_{t=1}^n a_t \Delta Y_{t-1} + \varepsilon_t$$

حيث أن : Δ الفروق ، n عدد فترات الإبطاء

وفكرة هذا الإختبار قائم على إدراج عدد من الفروق ذات الفجوات الزمنية حتى تختفى

مشكلة الارتباط ، ويتم التعرف عليها من خلال قيمة τ (t) غير المعيارية الذي قدمه Mackinnon (1991) والمصاحبة للمعامل (b_1) ومقارنتها مع القيمة الجدولية لها من جدول Mackinnon الذي أعد خصيصاً لهذا الغرض عند مستوى معنوية معينة مثلاً 5%. وهى تختلف عن إحصائية (t) المعيارية المعروفة. ونظراً لحساسية هذا الإختبار إتجاه مكوناتها كالزمن والثابت وفترات الإبطاء فان قرار قبول جذر الوحدة أو رفضه يتأثر بوجود أو غياب هذه المكونات ، ومن ثم يجب التأكد بشكل قاطع من معنوية هذه المكونات فى أى معادلة يتم إختبار وجود جذر الوحدة بها. لذلك يجب إجراء إختبار (ADF) على ثلاثة توصيفات (Specifications) وهى :

الصيغة الاولى: إجراء إنحدار بدون وجود ثابت أو اتجاه عام.

$$\Delta Y_t = b_2 Y_{t-1} + \sum_{t=1}^n a_t \Delta Y_{t-1} + \varepsilon_t$$

(¹) طارق محمد الرشيد وسامية حسن محمود، سلسلة الاقتصاد القياسى التطبيقى باستخدام برنامج E views، إستقرار السلاسل الزمنية ومنهجية التكامل المشترك، مطبعة جى تاون، الخرطوم، 2010، ص ص 10،9.

الصيغة الثانية : إجراء إنحدار بوجود ثابت فقط.

$$\Delta Y_t = b_0 + b_1 Y_{t-1} + \sum_{t=1}^n a_t \Delta Y_{t-1} + \varepsilon_t$$

الصيغة الثالثة : إجراء إنحدار بوجود ثابت وإتجاه عام.

$$\Delta Y_t = b_0 + b_1 t + b_2 Y_{t-1} + \sum_{t=1}^n a_t \Delta Y_{t-1} + \varepsilon_t$$

ويتم بعد ذلك تقدير النماذج أعلاه ، بإستخدام طريقة المربعات الصغرى (OLS) وحساب قيمة τ^* للمعلمة (b_i) معامل (Y_{t-1}) ومقارنتها مع τ المستخرجة من جدول أو من نتائج البرنامج الإحصائي المستخدم ، وبناءً على هذه المقارنة يتم إتخاذ قرار قبول أو رفض فرض العدم¹. ويجب أن نراعى هنا إننا نقارن القيم المطلقة لكل من τ المحسوبة وقيمها الجدولية بغض النظر عن الإشارة². وبالتالي إذا كانت τ المحسوبة أكبر من قيمتها الجدولية فإننا نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل وبالتالي تكون السلسلة ساكنة أو مستقرة . أما إذا كانت τ المحسوبة أقل من قيمتها الجدولية فإننا نقبل فرض العدم ونرفض الفرض البديل وبالتالي تكون السلسلة الزمنية غير مستقرة أو غير ساكنة. أما فى حالة قبول فرض العدم (السلسلة غير مستقر) فيعاد تقدير المعادلة بإستخدام الفروق الأولى، فإذا لم تسكن يعاد تقديرها بإستخدام الفروق الثانية وهكذا حتى تسكن السلسلة.

⁽¹⁾ محمد عبدالمسيح عنانى، التحليل القياسى والإحصائى للعلاقات الاقتصادية : مدخل حديث بإستخدام SPSS، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع ، القاهرة، 2009، ص 66.
⁽²⁾ عبدالقادر محمد عبدالقادر عطية ، مرجع سبق ذكره، ص 658.

2 . إختبار فيلبس - بيرون¹(PP) Phillips- Peron 1988

يقوم إختبار فيلبس- بيرون على إدخال تصحيح للإرتباط الذاتى بإستخدام طريقة غير معلمية ، إى أنه يأخذ فى الإعتبار التغيرات الهيكلية للسلسلة الزمنية، وهو ذو قوة إختبارية أعلى من إختبار ديكى- فوللر البسيط والموسع، حيث يختلف عنهما فى أنه لا يحتوى على قيم متباطئة للفروق الاولى للسلسلة بإستخدام التصحيح اللامعلمى (Non Parametric Correlation)، ويسمح بوجود متوسط يساوى صفر وإتجاه خطى للزمن، أى أنه لا يستند على توزيع معالم الخطأ. وانه أيضاً يقوم على نفس صيغ إختبار ديكى- فوللر الموسع، كما يتم إستخدام نفس القيم الحرجة المقترحة من قبل ماك كينون (1991) Mackinnon، ويجرى هذا الإختبار فى أربع مراحل تتلخص فى :

1. تقدير بواسطة OLS لإختبار Dickey-Fuller مع حساب الإحصاءات المرافقة.

2. تقدير التباين قصير المدى تمثل البواقي $\hat{\varepsilon}_t$ حيث $\hat{\sigma}^2 = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \hat{\varepsilon}_t^2$ تمثل البواقي.

3. تقدير المعامل المصحح والمسمى بالتباين طويل المدى والمستخرج من خلال التباينات المشتركة للبواقي.

4. حساب إحصائية فيلبس- بيرون ومقارنتها مع القيمة الحرجة لجداول ماك كينون (1991) Mackinnon.

⁽¹⁾ شبخى محمد، طرق الاقتصاد القياسى : محاضرات وتطبيقات، عمان، دار الحامد للنشر، ط1، 2012، ص 288

3. إختبار KPSS

يعد إختبار 1992 Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (KPSS) من الإختبارات الحديثة ومكاملة لإختبار ديكي- فوللر لإختبار الإستقرار، وهي عكس إختبار ديكي- فوللر حيث أن فرضية العدم فيه إن السلسلة الزمنية مستقرة في حين أنه في ظل إختبار ديكي فوللر تكون فرضية العدم السلسلة غير مستقرة. وتأخذ إختبار KPSS المعادلة التالية :

$$KPSS = \frac{1}{T^2} \cdot \frac{\sum_{t=1}^T S_t^2}{\sigma_\infty^2}$$

KPSS هو إختبار مضروب لاجرانج لفرضية أن السلسلة لها مسار عشوائى بتباين صفر، وهناك جدول لقيم الحرجة للنموذج (بقاطع ، بقاطع ومتجه زمنى) لإختبار عند مستويات المعنوية المختلفة ومقارنتها بالقيمة المحسوبة للاختبار لإتخاذ القرار بقبول أو رفض فرض العدم .

4. إختبار جذر الوحدة مع التقلبات الهيكلية ¹ Break Point Unit Root Test :

طور هذا الإختبار من قبل (2003) Lee-Strazicich فى إطار تطور نظرية المتغيرات المتكاملة وجذر الوحدة لتفادى أوجه القصور الذى صاحب إختبار ديكي- فوللر فيما يلى تحيزه الى قبول فرض العدم فى حال وجود تقلبات هيكلية فى السلسلة، وذلك من خلال إستخدام مضاعف لاجرانج (LM) يسمح بتقلب واحد أو اثنين هيكلين، وتتميز بتحديد وقت التقلبات من داخل بيانات السلسلة والتي بها يتم التخلص من التحيز لرفض أو عدم رفض فرض العدم.

(¹) طارق الرشيد، مهارات تحليل البيانات باستخدام برنامج E-views، مرجع سبق ذكره، ص 266.

طرق التخلص من عدم السكون فى السلسلة¹:

يمكن التخلص من مشكلة عدم سكون السلسلة الزمنية فى التطبيقات العملية بإستخدام

الاساليب الإحصائية والرياضية التالية :

1. إضافة متغير الزمن الى التحليل متعدد العوامل لإزالة الإتجاه العام أو إضافة متغير وهمى

موسمى لإزالة الأثر الموسمى.

2. إستخدام الأسلوب الرياضى لإزالة الإتجاه العام عن طريق تحويل البيانات (التحويل

اللوغريتمى أو الأسى) وتعتبر من أفضل الطرق المستخدمة فى حالة الإتجاه غير الخطى.

3. إستخدام طريقة الفروق للسلسلة حيث يتم الحصول على الفروق من الرتبة الاولى أو من

الرتبة الثانية، وهكذا حتى يتم الحصول على سلسلة ساكنة، ويقال عليها فى هذه الحالة أنها

متكاملة من الدرجة (d).

ثانياً : تحليل التكامل المشترك Co-integration Analysis

يعد إدخال التحليل بالتكامل المشترك فى الإقتصاد القياسى فى منتصف الثمانينات من القرن

الماضى من قبل جرانجر عام 1981، وجرانجر- انجل عام 1987 كأسلوب لمعالجة مشكلة

عدم الإستقرار فى السلاسل الزمنية من أهم التطورات فى المنهج التجريبي للنمذجة.²

⁽¹⁾ طارق الرشيد، مرجع نفسه ، ص 247.

⁽²⁾ خلف الله احمد محمد عربى ، إقتصاد قياسى متقدم، مطبعة جى تاون، الخرطوم ، 2005، ص 67.

تعريف التكامل المشترك : يعرف بأنه تصاحب سلسلتين زمنيتين أو أكثر بحيث تؤدي التقلبات في إحدهما لإلغاء التقلبات في السلسلة الأخرى.¹ والتفسير الاقتصادي للتكامل المشترك هو إذا كان ارتباط سلسلتين يشكل علاقة توازنية تمتد الى المدى الطويل حتى وإن احتوت كل منهما على اتجاه عام عشوائي (غير ساكنة) فإنهما بالرغم ذلك سيتحركان متقاربان عبر الزمن ويكون الفرق بينهما ساكناً. لذلك فأن فكرته تحاكي وجود توازن في المدى الطويل يؤول إليه النظام الإقتصادي². ويعزى السبب في عدم وجود التوازن الى عدم قدرة الوكلاء الإقتصاديين Economic Agents على التكيف مع المعلومات لحظياً³. ويمكن تعبير ذلك بإفتراض وجود سلسلتين زمنيتين هما $(X_t$ و $Y_t)$ ، على النحو التالي :

$$X_t \sim I(1)$$

$$Y_t \sim I(1)$$

$$Y_t = a + bX_t + e_t$$

$$e_t \sim I(0)$$

حيث أن الحد العشوائي ممثلاً في عنصر الخطأ (e_t) يقيس إنحراف العلاقة المقدر في الأجل القصير عن اتجاه التوازن في الأجل الطويل، مما يعني أن التكامل المشترك هو التعبير الإحصائي لعلاقة التوازن طويلة الأجل. أي إذا كان هنالك متغيرين يتصفان بخاصية التكامل المشترك فإن العلاقة بينهما تكون متجهه لوضع التوازن في الأجل الطويل بالرغم من وجود إنحراف عن هذا الاتجاه في الأجل القصير، وتتعكس هذه الإنحرافات في البواقي المتمثلة في :

⁽¹⁾ عبدالقادر محمد عبدالقادر عطية ، الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق ، الدار الجامعية، الاسكندرية، ط3 ، 2009، ص 670.

⁽²⁾ طارق الرشيد، مهارات تحليل البيانات باستخدام برنامج E-views، مرجع سبق ذكره، ص 274.

⁽³⁾ Ritchard Harris , **Using Co integration Analysis in Econometric Modelling** , Harvester Wheat sheaf, Prentice Hall , London, 1995 ,P(23).

$$e_t = Y_t - a^* - b^*X_t$$

وعليه فإن النظام يكون فى وضع توازن عندما ($e_t = 0$) ، ويكون فى حالة عدم توازن عندما ($e_t \neq 0$). وبالتالي يمكن القول بأن فى حال وجود سلسلتين غير مستقرتين فليس من الضرورى أن يترتب على إستخدامهما فى علاقة ما الحصول على إنحدار زائف، اذا كانا يتمتعان بخاصية التكامل المشترك.

إختبارات التكامل المشترك Co-integration Tests

هناك عدة أساليب إحصائية لإختبار وجود التكامل المشترك بين سلسلتين زمنيتين من عدمه، تتضمن إختبارات المعتمدة على البواقي، إختبارات المعتمدة على نظام متجه الإنحدار الذاتى، وإختبار الحدود Bounds Test المقترحة حديثاً من قبل Pesaran(2001) وهى الإختبار المعنى بنموذج الدراسة ، والتي سيتم التركيز عليها :

1. إختبارات المعتمدة على البواقي وتشمل :

أ. إختبار إنجل - جرانجر(1987) Engle - Granger¹ : من المعلوم أنه فى حال وجود سلسلتان متكاملتان من نفس الدرجة فان التركيبة الخطية بين السلسلتين تكون متكاملة من نفس الدرجة، وهذا يعنى أن البواقي المتحصل عليها جراء إنحدار إحدى السلسلتين على الأخرى تكون ايضا متكاملة من الدرجة نفسها. وبناءً عليه عرف كل من إنجل- جرانجر 1987 أن السلسلتين ليكون لهما تكامل مشترك من درجة معين اذا كانت السلسلتين متكاملتان من الدرجة الاولى (1) و عنصر الخطأ متكامل من الدرجة الصفر (0) . وهنا يمكن إستخدام طريقة التكامل المشترك لإختبار وجود التوازن طويل الأجل بين السلاسل الزمنية غير

⁽¹⁾ عبدالقادر محمد عبدالقادر عطية، مرجع سبق ذكره، ص 672.

المستقرة في مستوياتها. ويكون إختبارهما من خلال تقدير المعادلة الأصلية محل الدراسة للحصول على البواقي، ومن ثم إختبار مدى سكون سلسلة متغير البواقي من خلال مقارنة قيمة (t) المحسوبة بقيمتها الجدولية من جداول الذي أعدها إنجل - جرانجر خصيصاً لذات الغرض . بحيث اذا كان قيمة (t) المحسوبة اكبر من قيمتها الجدولية نرفض فرض العدم وبالتالي تكون سلسلة البواقي ساكنة، وعليه فأن بيانات سلسلتى كل من المتغيرين تتصفان بخاصية التكامل المشترك وبالتالي فأن الإنحدار المقدر لا يكون زائفا والعكس صحيح.

ب. اختبار التكامل لدرين- واتسون¹ : وهو إختبار مطور من قبل (سرجان وبار قافا) ويعتمد على إحصائية ديرين واتسون (DW) لإختبار فرضية التكامل المشترك. ويتطلب إجراءه إتباع الخطوات التالية :

* حساب إحصائية ديرين واتسون (d) المصاحبة للإنحدار الاصلى وتسمى (d) المحسوبة.

* بحث عن قيمة (d) الجدولية من جداول أعدها (سرجان وبارقافا) خصيصا لذات الغرض.

* إختبار فرض العدم $d=0$ ، فاذا كانت قيمة d المحسوبة اكبر من قيمتها الجدولية نرفض فرض العدم القائل بعدم وجود تكامل مشترك وقبول الفرض البديل القائل بوجود تكامل مشترك. وقد اقترح كريم وأركسو نوردنادو إختبار فرض العدم مباشرة من معادلة نموذج تصحيح الخطأ التالية :

$$\Delta y_t = \mu + at + t\delta y_{t-1} + b_t$$

(¹) محمد عوض احمد الخليفة ، تحليل النماذج القياسية لدوال العرض والطلب على سلعة السكر في السودان باستخدام التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ للفترة (1980-2010)، رسالة دكتوراه، غير منشورة، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، 2014، ص 112.

حيث : $H_0: a = 1$ ، فبناءً على فرض العدم فإن إحصائية t ليس لها توزيع t المضاد لذا أقترح قيم ماكنون المصاحبه ل(ADF).

2. إختبارات المعتمدة على نظام متجه الإنحدار الذاتي Vector Auto Regression

كإختبار جوهانسون- جويللز (1990) Johansen- Juselius : وهو إختبار يتناسب مع العينات صغيرة الحجم، وكذلك فى حالة وجود أكثر من متغيرين، وبالإضافة الى إنه يكشف عن ما اذا كان هناك تكاملاً مشتركاً فريداً له من أهمية فى نظرية التكامل المشترك لكونه يشير الى إنه فى حال عدم وجود تكامل مشترك فريد، فان العلاقة التوازنية بين المتغيرات تظل مثاراً للشك والتساؤل. ولتحديد عدد متجهات التكامل المشترك يقترح جوهانسون - جويللز (1990) إختبار إحصائيتين هما¹ :

أ. إختبار الأثر Trace Test : وهو أسلوب مبنى على إحصائية نسبة الإحتمال Likelihood ratio test لإختبار الفرضية القائلة أن هناك على الاكثر عدد (q) من متجهات التكامل المشترك مقابل للنموذج العام غير المقيد ($r=q$)، ويحسب نسبة الإمكانية بالصيغة التالية :

$$\lambda_{trace}(r) = -T \sum_{i=r+1}^q \ln(1 - \hat{\lambda}_i)$$

حيث أن :

($\lambda_{r+1}, \dots, \lambda_n$) تمثل أقل المتجهات الكامنة ($q-r$) Eigenvector ، وتشير الفرض العدم الى أن عدد متجهات التكامل المشترك الكامنة يساوى أو يقل عن (r) . ويستخدم نتائج إختبار الأثر (Trace) لمعرفة عدد المتجهات ، فاذا كان عدد المتغيرات فى النموذج اكبر من ($n>2$) سيكون هناك أكثر من متجه تكامل مشترك ومن الممكن إيجاد عدد ($n-1$) معادلة

⁽¹⁾ عابد بن عابد العبدلى ، محددات الطلب على واردات المملكة العربية السعودية فى إطار التكامل المشترك وتصحيح الخطأ، مجلة صالح كامل للاقتصاد الاسلامى، جامعة الازهر، القاهرة، العدد 32، 2007، ص 24.

تكاملاً مشتركاً، ويكون التكاملاً وحيداً في حالة ($n=2$)، أي اختبار فرضية العدم القائلة بعدم وجود متجه للتكاملاً المشترك مقابل الفرضية البديلة القائل بوجود متجه واحد للتكاملاً المشترك. ولذلك إذا كان القيمة المحسوبة لإختبار الأثر (Trace) أكبر من القيمة الحرجة يرفض فرض العدم القائل بعدم وجود متجه للتكاملاً المشترك ويقبل الفرض البديل القائل بوجود متجه واحد للتكاملاً المشترك بالتالي وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة.

ب : إختبار القيمة الكامنة العظمى Maximal Eigen Value

يستخدم هذه الإحصائية لإختبار فرضية العدم القائل بأن هناك متجهات تكامل مشترك يصل إلى (r) علاقات تكامل مشترك مع إقتراح آخر إن هناك ($r+1$) متجهات . وهو إختبار مبنى على الحد الأعلى للجذور المميزة، أي أن الإختبار يتكون من ترتيب الجذور المميزة Eigenvalues ترتيب تنازلي، وإختبار ما إذا كانت معنوية مختلفة عن الصفر. بناءً على إختبار جوهانسون يتحتم إضافة مقدار الخطأ في التوازن إلى معادلات النموذج ، وهو ما يسمى حد تصحيح الخطأ، وذلك لتجنب خطأ التوصيف للنموذج، ويسمى بعد إضافة حد تصحيح الخطأ بنموذج متجه تصحيح الخطأ ويحسب هذا الإختبار من خلال إستخدام الصيغة التالية :

$$\lambda_{max}(r, r + 1) = -T \ln(1 - \hat{\lambda}_{r+1})$$

3. إختبار الحدود (2001) Bounds Test للتكاملاً المشترك :

يشير الواقع إلى أن معظم السلاسل الزمنية الإقتصادية غير مستقرة، ولكشف طبيعة العلاقة بين تلك السلاسل لتجنب مشكلة الإنحدار الزائف Spurious regression يتطلب إجراء

إختبارات التكامل المشترك، إلا أن إختبارات التكامل المشترك المعتمدة على البواقي مثل Engle – Granger(1987)، وتلك الإختبارات المعتمدة على نظام متجه الإنحدار الذاتى كإختبار(1988) Johansen ، (1990) Johansen & Juselius ، يتطلب أن تكون المتغيرات متكاملة من نفس الدرجة مما يصعب إجراؤها فى حال وجود متغيرات متكاملة بدرجات مختلفة أى $I(0)$ و $I(1)$. لذلك تم إقتراح إختبار الحدود Bounds test المبني على نموذج ARDL والمطور من قبل بيساران وآخرون (2001) Pesaran et al كأحدث إختبار لكشف عن ما اذا كان هنالك علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات متباينة رتب التكامل $I(0)$ و $I(1)$. ويتميز هذا الإختبار عن الإختبارات التقليدية المستخدمة لإختبار التكامل المشترك بمزايا عديدة منها إمكانية تطبيقها بغض النظر عن ما إذا كانت المتغيرات محل البحث متكاملة من الرتبة صفر $I(0)$ أو متكاملة من الرتبة الاولى $I(1)$ أو خليط منهما $I(0)$ و $I(1)$ ، وأن نتائج تطبيقها تكون جيدة فى حالة ما إذا كان حجم العينة(عدد المشاهدات) صغيراً، وهذا على عكس معظم إختبارات التكامل المشترك التقليدية التى تتطلب أن يكون حجم العينة كبيراً حتى تكون النتائج أكثر كفاءة، وأن إستخدامه يساعد على تقدير مكونات (علاقات) الأجلين الطويل والقصير معاً فى الوقت نفسه فى معادلة واحدة بدلا من معادلتين منفصلتين.¹

ويتم إختبار التكامل المشترك وفقا لأسلوب إختبار الحدود Bounds Test من خلال تقدير نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد (UECM) Unrestricted Error Correction Model المشتق من الصيغة العامة للنموذج ARDL بإستخدام طريقة المربعات الصغرى (OLS)،

M . Hashem Pesaran .el al., **Bounds testing Approaches to Analysis of Level Relationship**, Journal ⁽¹⁾ of Applied Econometrics,(2001).Vol.16, pp.289-326.

وذلك بعد إختيار رتبة الأبطاء المثلى للنموذج (UECM) بإستخدام كل من معيار Final Prediction Error (FPE:1969) أو Akaike Information Criterion (AIC:1973) أو Schwarz Information Criterion (SIC : 1978) أو Hanann & Quinn (H-Q:1979). وتكون فترة الإبطاء المثلى هي الفترة التي تملك لأقل قيمة لمعايير الإحصائية المقدره أعلاه، والتي من خلالها يمكن التخلص من مشكلة الإرتباط التسلسلي في الاخطاء العشوائية.¹ ويأخذ نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد (UECM) بفرض العلاقة بين Y (المتغير التابع) و X (متجه المتغيرات المستقلة) الصيغة التالية :

$$\Delta Y_t = \alpha + \alpha_1 Y_{t-1} + \alpha_2 X_{t-i} + \sum_{i=1}^p \lambda_i \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^q \delta_i \Delta X_{t-i} + e_t$$

حيث أن :

Δ : الفروق الاولى للمتغيرات.

e_t : حد الخطأ العشوائي

λ_i ، δ_i : معاملات العلاقة قصيرة الأجل.

α_1 ، α_2 : معاملات العلاقة طويلة الأجل.

p ، q : يمثل فترات الإبطاء الزمنى Lags للمتغيرات.

ولتحديد النموذج الملائم الذي يصلح إستخدامه لكشف التكامل المشترك، يتم إتباع إختبار

النموذج الذي ينتقل من العام الى الخاص (General to Specific) والذي يتمثل في إلغاء

⁽¹⁾ طارق الرشيد، مهارات تحليل البيانات باستخدام برنامج E-views، مرجع سبق ذكره، ص 295.

متغير الفروق الأولى لكل متغير تكون القيم المطلقة لإحصاء (t) غير معنوية. ومن ثم يتم التحقق من وجود علاقة المدى الطويل من عدمه، باستخدام إختبار الحدود Bounds Test حسب إجراء Pesaran et al(2001) الذى يستند على إختبار (F) Wald test والذى يختبر فرضية عدم التكامل المشترك بين المتغيرات مقابل وجود تكامل مشترك للكشف عن العلاقة التوازنية بين المتغيرات على المدى الطويل. من خلال الفروض التالية :

فرض العدم : عدم وجود تكامل مشترك $H_0 : a_1 = a_2 = 0$

مقابل فرض البديل : وجود تكامل مشترك $H_1 : a_1 \neq a_2 \neq 0$

و لكونه توزيع إختبار F غير معيارى ، فإنه يعتمد على : فيما إذا كان المتغيرات المدرجة فى النموذج متكاملة من $I(0)$ أو $I(1)$ ، وعدد المتغيرات المستقلة ، وما إذا كان تتضمن نموذج ARDL على قاطع وإتجاه زمنى، وحجم العينة. فأن رفض فرضية العدم تعتمد على مقارنة قيمة (F) المحسوبة بالقيم الجدولية ضمن الحدود الحرجة Critical Bounds المقترحة من قبل (Pesaran et al (2001) حيث يتكون الجدول من حدين ، قيمة الحد الأدنى Lower Critical Bound, LCB وتفترض أن المتغيرات متكاملة من صفر $I(0)$. وقيمة الحد الأعلى Upper Critical Bound , UCB التى تفترض أن المتغيرات متكاملة من الدرجة الأولى $I(1)$. لذا اذا كانت قيمة F المحسوبة اكبر من UCB يتم رفض فرضية العدم وقبول فرضية البديلة (وجود تكامل مشترك)، على نقيض ذلك ، اذا كانت قيم F المحسوبة أقل من LCB يتم قبول فرض العدم (عدم وجود تكامل مشترك)، أما اذا وقعت قيم

F بين LCB و UCB فيها تكون النتيجة غير محسومة.¹ وفي حال وجود تكامل مشترك بين المتغيرات وفق نتائج إختبار (F) أعلاه سننتقل الى الخطوة الثانية.

الخطوة الثانية : تقدير العلاقة فى الأجلين الطويل والقصير

فى حال وجود تكامل مشترك بين المتغيرات، يتم تقدير معادلة الأجل الطويل بعد إختيار رتبة الأبطاء المثلى للنموذج، وهى الرتبة التى تملك أقل قيمة لمعايير (FPE ، AIC ، SIC ، H-Q)، بهدف إلغاء الترابط التسلسلى فى الاخطاء العشوائية.² وذلك بتطبيق طريقة المربعات الصغرى (OLS) على نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد (UECM) المشتق من الصيغة العامة للنموذج ARDL الذى يأخذ الصيغة التالية :

$$\Delta Y_t = \alpha + \alpha_1 Y_{t-1} + \alpha_2 X_{t-i} + \sum_{i=1}^p \lambda_i \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^q \delta_i \Delta X_{t-i} + e_t$$

الخطوة الثالثة : تقدير نموذج تصحيح الخطأ (ECM) Error Correction Model

⁽¹⁾ امين حواس وفاطمة الزهراء رزواط ، واردات السلع الرأسمالية والنمو الاقتصادى فى الصين: منهجية ARDL ، مجلة الاقتصاد والاحصاء التطبيقي، المجلد 25، العدد1، 2016، ص ص 209-230.

⁽²⁾ Pesaran .M & Pesaran.B , **Time Series Econometrics : Using Microfit 5.0**, Oxford : Oxford University Press, 2009

لإلتقاط ديناميكية الأجل القصير بين المتغيرات التفسيرية والمتغير التابع ، يتم بناء وتقدير نموذج تصحيح الخطأ (ECM) Error Correction Model الذى يقيس قدرة النموذج فى العودة الى التوازن عند حدوث خلل أو اضطراب نتيجة لأمر طارئ، ويأخذ نموذج (ECM) الصيغة التالية :

$$\Delta Y_t = \alpha + \sum_{i=1}^p \lambda_i \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^q \delta_i \Delta X_{t-i} + \pi ECT_{t-1} + v_t$$

حيث أن :

ECT_{t-1} : حد تصحيح الخطأ، وأن جميع معاملات معادلة المدى القصير هى معاملات

تتعلق بحركات المدى القصير لتقارب النموذج لحالة التوازن فى الأجل الطويل.

π : يمثل معامل تصحيح الخطأ الذى يقيس سرعة التكيف التى يتم بها تعديل الإختلال فى

التوازن فى الأجل القصير بإتجاه التوازن فى الأجل الطويل.¹

الخطوة الرابعة : إجراء الإختبارات البعدية : وتعد هذه الخطوة من الخطوات المهمة ويتم فيه

إجراء نوعين من الإختبارات هما:

أ. الإختبارات التشخيصية للنموذج **Diagnostic Tests** : هنالك عدد من الإختبارات

للتشخيص معتمدة على البواقي، والفكرة وراء إستخدام البواقي فى إختبارات التشخيص نابعة

من حقيقة أن جودة النموذج يتطلب أن تتصف البواقي بالعشوائية . ويستخدم إختبارات

(¹) امين حواس وفاطمة الزهراء رزواط ،مرجع سبق ذكره، ص ص 209-230.

التشخيصية للتأكد من خلو النموذج من المشاكل القياسية وبالتالي جودته في التحليل ومن أهم إختباراته¹ :

1. إختبار التوزيع الطبيعي لبواقي معادلة الإنحدار وذلك بإستخدام إختبار Normality ل Jarque – Bera .

2. إختبار الارتباط التسلسلي Serial Correlation بين الأخطاء العشوائية لكشف عن وجود مشكلة إرتباط ذاتي تسلسلي لبواقي معادلة الإنحدار من عدمه . وذلك بإجراء إختبار Lagrange Multiplier (LM) أو إختبار Breusch–Godfrey Serial Correlation test.

3. إختبار فرضية عدم ثبات حد الخطأ بإستخدام إختبار ثبات التباين المشروط بالإنحدار الذاتي بإستخدام إختبار Auto regressive Conditional Hetero scedasticity (ARCH) أو إختبار Breusch–Pagan–Godfrey لإختبار ثبات تباين حد الخطأ العشوائى فى النموذج.

ب. إختبارات الإستقرار الهيكلي لمعاملات النموذج المقدر **Stability tests** : يستخدم إختبارات إستقرارية معاملات النموذج للتأكد من مدى ملائمة الشكل الدالى للنموذج وثبات معاملاته المقدره وذلك بإجراء الإختبارات التالية :

1. إختبار ملائمة الشكل الدالى للنموذج : ويستخدم للتأكد من عدم وجود أي نوع من سوء التوصيف، مثل تضمين متغيرات ليست ذات علاقة، حذف متغيرات ذات علاقة، إختيار شكل دالى غير صحيح، معروف فى الأدبيات أنها تتسبب فى عدم الكفاءة من تحيز وعدم إتساق.

(¹) Vipin Ghildiyal, A.K.Pokhriyal, Arvind Mohan, Impact of Financial Deepening on Economic Growth in Indian Perspective: ARDL Bound Testing Approach to Co integration, Asian Development Policy Review ,2015.3(3):49-60.

ومن أكثر إختبارات الفحص التشخيصي المعتمدة على البواقي إستخداماً للتعرف على مدى ملائمة الشكل الدالي للنموذج وإحتوائه على المتغيرات الملائمة أي خلوه من مشكلة سوء التوصيف هو إختبار رمزاي (Reset Ramsey, 1969) وتعطي هذا الإختبار قيمة لإحصائية (F) ونسبة الإحتمال (LR) مقرونة بدلالاتها الإحصائية عند إستخدام مستوي دلالة (0.05). وإذا كان مستوي الدلالة الإحصائية للإختبار أكبر من (0.05) يتم قبول فرض العدم، ويستنتج ملائمة الشكل الدالي للنموذج وإحتوائه على المتغيرات الملائمة والعكس صحيح.¹

2. لكي يتم التنبؤ بدقة والتعرف على إنعكاسات السياسات المختلفة على المتغير التابع لابد من سكون معالم النموذج المستخدم، لأن تغير معالم النموذج عبر الزمن يؤدي الى الحصول على تقديرات متحيزة تعمل على الإختلال المستمر بين القيم المقدرة والفعلية.² ومن أهم الإختبارات التي يجب إجراؤها على النموذج المقدر في الأجلين القصير والطويل للتأكد من خلوه من وجود أي تغيرات هيكلية فيها عبر الزمن هما الإختبارات المقترحة من قبل Brown at al.(1975) والمتمثلة في إختبار المجموع التراكمي للبواقي المتابعة Cumulative Sum of Recursive Residual (CUSUM)، وإختبار مجموع المربعات التراكمي للبواقي المتابعة Cumulative Sum of Recursive Residual of Squares (CUSUMSQ). ويتحقق الإستقرار الهيكلي للمعاملات النموذج المقدرة بصيغة UECM لنموذج ARDL، اذا وقع الشكل البياني لإحصائية كل من CUSUM و CUSUMSQ داخل

⁽¹⁾ ابو القاسم عبدالله محمد شرف الدين، تقدير العملة خارج الجهاز المصرفي في السودان، رسالة دكتوراه غير منشورة ، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا ، 2008، ص 200-201.

⁽²⁾ خالد بن إبراهيم الدخيل و خالد بن الجريد، إختبار التغيرات الهيكلية في سلوك عناصر الإنفاق الكلي في الإقتصاد السعودي ، مجلة الإدارة، العدد الثاني ، مجلد(40)، المملكة العربية السعودية، 2000م، ص259.

الحدود الحرجة عند مستوى معنوية 5% ، ومن ثم تكون هذه المعاملات غير مستقرة اذا إنتقل الشكل البياني لإحصاء الإختبارين خارج الحدود عند المستوى المعنوية المعنية.¹

الخطوة الخامسة : تقييم الإقتصادي للنموذج المقدر : وهي الخطوة التي يتم فيها تقييم النموذج تقيماً إقتصادياً للعلاقة قيد الدراسة.

الخطوة السادسة : إختبار مقدرة النموذج على التنبؤ: وهي تعد الخطوة الأخيرة في خطوات البحث القياسي التي يتم إجراؤها للتنبؤ بمسار الظاهرة محل الدراسة بعد إجتياز النموذج المقدر كل الإختبارات القبلية والبعديّة.

5-2 : توصيف النموذج وفحص بيانات الدراسة

يعد بناء النماذج القياسية في ظل الإتجاهات الحديثة لعلم الإقتصاد الإطار العلمي المناسب لتقييم وتحليل السياسات. حيث تشير الدراسات الى أن الإسهامات والجهود في أدبيات الإقتصاد القياسي التطبيقي قد توصلت الى العديد من الخطوات لتوصيف وإختبار النموذج سمي بمراحل البحث القياسي الجيد. لذا يستعرض هذا المبحث المنهجية العلمية المتبعة لتوصيف النموذج وأساليب فحص بيانات الدراسة على النحو التالي :

5-2-1 : توصيف النموذج

النموذج بمعناه البسيط يعنى تعبير عن الظاهرة محل الدراسة في صورة رموز وعلاقات ومعادلات. أما توصيف النموذج فيقصد به صياغة العلاقات الإقتصادية محل الدراسة في صورة رياضية تمكن من قياس معاملاتها بإستخدام الطرق الإحصائية.² فالصيغة الرياضية لمعادلة ما تتوقف على ما تقترحه النظرية الإقتصادية والدراسات التطبيقية السابقة في المجال. ومن المهم في هذه المرحلة التعرف على إشارات وحجم المعلمات التي تخص النموذج من

(¹) Brown,R.L.,Durbin,J.& Evans, J.M, Techniques for Testing the constancy of Regression Relationships Overtime(With Discussion).Journal of the Royal Statistical Society,No.37,1975149-192.

(²) وليد محمد السيفو وآخرون، الاقتصاد القياسي ، القاهرة، الشركة العربية المتحدة، ط1، 2010، ص ص 37، 38.

خلال النظرية الاقتصادية¹ وبناءً على ما تقدم، فإن توصيف النموذج القياسي المقترح للدراسة سيتم من خلال إتباع خطوات التوصيف المتعارف عليها في أدبيات الاقتصاد القياسي التالية:²

1.1.2.5: تحديد متغيرات النموذج

لتحديد المتغيرات التي يتضمنها نموذج الدراسة، إعتد الدارس على عدة مصادر ممثلة

في:

أ. النظرية الاقتصادية.

ب. الدراسات السابقة.

ج. المعلومات المتاحة عن الظاهرة محل الدراسة.

وبما أن الدراسة تهدف الى فحص أثر سوق الخرطوم للأوراق المالية في نمو اقتصاد السودان، فإن متغيرات الدراسة تتمثل في النمو الاقتصادي كمتغير تابع، ومؤشرات تطور أسواق الأوراق المالية المقترحة من قبل البنك الدولي (World Bank (WB ومؤسسة التمويل الدولية (International Finance Corporation (IFC كمتغيرات مستقلة، وذلك بالإعتماد على البيانات السنوية لهذه المتغيرات، فعليه سيتم تعريف متغيرات الدراسة على النحو التالي :

أ/ المتغير التابع : النمو الاقتصادي (Economic Growth(EG

ويعرف بأنه الزيادة على المدى الطويل في قدرة الدولة على إنتاج سلع اقتصادية متنوعة على نحو متزايد لسكانها، وأن تكون هذه القدرة نابعة على أساس التقدم التكنولوجي والتعديلات المؤسسية والإيدولوجية المطلوبة. ويقاس بمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (Simon Kuznets,1934). وتم الأخذ بهذا التعريف لكونه يقلص الفجوة بين النمو

(¹) بسام يونس ابراهيم وآخرون، الاقتصاد القياسي، الخرطوم، دار عزة للنشر، 2002، ص 11.
(²) طارق مجد الرشيد، المرشد في الاقتصاد القياسي، مطبعة جى تاون الخرطوم، 2005، ص 15.

الإقتصادي كفعل تلقائي وبين التنمية الإقتصادية كفعل إرادي، بجانب إشارته الى وجود محددات أخرى للنمو غير المحددات التقليدية نتيجة لسياسات ومؤسسات وتغييرات هيكلية وعلمية وبالتالي ليس مجرد عملية تلقائية كما كان سائداً في أدبيات الفكر الإقتصادي الكلاسيكي. وجاء مبرر الأخذ بمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي في قياس معدلات النمو الإقتصادي بدلا عن معدل نمو نصيب الفرد منه نسبة للمشاكل والصعوبات التي تواجه الدول النامية فيما يلي الحصول على أرقام صحيحة تمثل الدخل الحقيقي للفرد بسبب نقص وعدم دقة إحصائيات السكان. بجانب أن معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي يعد مظهراً كلياً للنشاط الإقتصادي في أي مجتمع ، فضلاً عن ذلك فإن زيادته صفة ملازمة لزيادة متوسط الدخل الحقيقي للفرد.

ب/ المتغيرات المستقلة : يتضمن الدراسة ثلاثة من مؤشرات تطور سوق الخرطوم للأوراق المالية كمتغيرات مستقلة (تفسيرية)، تم حسابها وفقاً لقواعد حساب مؤشرات تطور أسواق الأوراق المالية المستتنبطة من قبل البنك الدولي (World Bank (WB) ومؤسسة التمويل الدولية (International Finance Corporation (IFC) فالمؤشرات هي¹ :

1. نسبة رسملة السوق (Market Capitalization Ratio (MCR) : ويقصد بها نسبة إجمالي القيمة السوقية للأسهم المسجلة بالسوق المالي إلى الناتج المحلي الإجمالي Gross Domestic Product (GDP). وهي تعبر عن حجم السوق المالي وتقيس قدرتها على حشد وتعبئة رأس المال، وتنويع المخاطر، لذلك يشير الأدب الإقتصادي الى الأثر الإيجابي لإتساع حجم السوق على معدلات نمو الإقتصاد.

(¹) Aslt Demircug -Kunt and Ross Levine, **op cit**, No1462.

2. نسبة حجم التداول الكلى (TVTR) **Total Value Traded Ratio** : ويقصد بها نسبة

إجمالي قيمة الأسهم المتداولة بالسوق الى الناتج المحلي الإجمالي Gross Domestic Product (GDP). وقيمة الأسهم المتداولة تعنى القيمة السوقية الكلية للأسهم التى يتم تداولها فى قاعة السوق بمختلف الأسعار خلال فترة زمنية محددة. وتعكس هذه النسبة درجة سيولة السوق أى مدى إسهام السوق المالى فى توفير السيولة فى الإقتصاد، وإرتفاع نسبتها تعنى قدرة السوق المالى فى تسييل الأصول فى الحال ودون خسارة وهذا بدوره يشجع المستثمرين على الأستثمار فى القطاعات الإنتاجية مما يعزز فرص زيادة معدلات النمو الإقتصادي.

3. معدل دوران الأسهم (TOR) **Turnover Ratio** : ويقصد به إجمالي القيمة السوقية

للأسهم المتداولة كنسبة مئوية من رسملة السوق. وتعكس بجانب سيولة السوق، حجم التعاملات بالنسبة لحجم السوق وبالتالي كلفة إتمام التعاملات أو الصفقات ، ونموه يعنى إنخفاض كلفة إتمام الصفقات(المعاملات) فى السوق المالى وجعله سوقاً أكثر كفاءة مما ينعكس بدوره إيجاباً على الإستثمار من حيث حركته وحجمه وإتجاهه، وما يترتب عليه من تخصيص الموارد نحو قطاعات الأكثر إنتاجاً وبالتالي زيادة معدلات نمو الإقتصاد.

2.1.2.5: تحديد الشكل الرياضى للنموذج :

من المعلوم أن النظرية الإقتصادية لا تقدم معلومات كافية بشأن طبيعة العلاقة الدالية بين المتغيرات من حيث كونها خطية أو غير خطية، لوغاريتمية أو نصف لوغاريتمية، متجانسة أو غير متجانسة، وعدد فترات الأبطاء المثلئ الذى يحتويها. لذلك إعتد الدارس فى تحديدها للشكل الرياضى للنموذج على الهيكل البنائى لنموذج الإنحدار الذاتى ذو الإبطاء الموزعة Pesaran & Auto regressive Distributed Lag (ARDL) Model المقترحة من قبل (shin,1999) والمطورة من قبل (Pesaran et al.2001) ، بجانب الإستفادة من

الدراسات السابقة في المجال، لتحديد الشكل الرياضي الملائم الذي يمكن أن يعكس توصيف العلاقات بصورة أقرب للواقع وأكثر تحقيقاً لأهداف الدراسة. وعليه إعتمدت الدراسة بشكل مبدئي على إستخدام النموذج الذي يأخذ الصيغة الرياضية لنموذج ARDL وفق المتغيرات التي تضمنتها الدراسة والموضحة في صورتها الدالية التالية :

$$EG = f (MCR , TVTR , TOR)$$

حيث أن :

. **Economic Growth** : النمو الإقتصادي EG

. **Market Capitalization Ratio** : نسبة رسملة السوق MCR

. **Total Value Traded Ratio** : نسبة حجم التداول الكلي TVTR

. **Turnover Ratio** : معدل دوران الأسهم TOR

والتي يمكن صياغتها رياضياً وفقاً لمنهجية (ARDL) Auto regressive Distributed

Lag Model على النحو التالي :

$$\begin{aligned} \Delta EG_t = & \alpha_0 + \alpha_1 EG_{t-1} + \alpha_2 MCR_{t-1} + \alpha_3 TVTR_{t-1} + \alpha_4 TOR_{t-1} \\ & + \sum_{i=1}^p \beta_1 \Delta EG_{t-i} + \sum_{i=1}^q \beta_2 \Delta MCR_{t-i} + \sum_{i=1}^q \beta_3 \Delta TVTR_{t-i} \\ & + \sum_{i=1}^q \beta_4 \Delta TOR_{t-i} + \varepsilon_t \end{aligned}$$

حيث أن :

. **TOR ، TVTR ، MCR ، EG** : متغيرات الدراسة .

Δ : الفروق الأولى لمتغيرات الدراسة.

p , q : فترات الإبطاء الزمني للمتغيرات.

α_i : معاملات الأجل الطويل.

β_i : معاملات الأجل القصير.

ε_t : حد الخطأ العشوائى الذى له وسط حسابى يساوى صفر، وتباين ثابت، وليس له

إرتباطات ذاتية متسلسلة فيما بينها.

ومن ثم قياس نموذج تصحيح الخطأ من خلال الصيغة الرياضية التالية :

$$\Delta EG_t = \alpha + \sum_{i=1}^p \beta_1 \Delta EG_{t-i} + \sum_{i=1}^q \beta_2 \Delta MCR_{t-i} + \sum_{i=1}^q \beta_3 \Delta TVTR_{t-i} + \sum_{i=1}^q \beta_4 \Delta TOR_{t-i} + \pi ECT_{t-1} + v_t$$

حيث أن :

ECT_{t-1} : حد تصحيح الخطأ، وأن جميع معاملات معادلة المدى القصير هي معاملات

تتعلق بحركات المدى القصير لتقارب النموذج لحالة التوازن فى الأجل الطويل.

π : يمثل معامل تصحيح الخطأ الذى يقيس سرعة التكيف التى يتم بها تعديل الإختلال فى

التوازن فى الأجل القصير بإتجاه التوازن فى الأجل الطويل.¹

3.1.2.5: تحديد القيم والإشارات المسبقة للمعالم

وفقاً للنظرية الإقتصادية والدراسات السابقة فإن جميع إشارات معاملات متغيرات الدراسة

التفسيرية يتوقع أن تكون موجبة على النحو التالي :

α_0 : يمثل حد الثابت فى معادلة النمو الإقتصادي ويتوقع أن تكون إشارته موجبة حسب

النظرية الإقتصادية.

(¹) أمين حواس وفاطمة الزهراء رزواط، مرجع سبق ذكره، ص ص 209-230.

α_1 : معلمة معدل النمو الإقتصادي في الفترة السابقة ويتوقع أن تأخذ إشارة موجبة وذلك للعلاقة الطردية بينها وبين معدل النمو الإقتصادي في الفترة الحالية حسب النظرية الإقتصادية.

a_2 : يتوقع أن تكون إشارة معلمة نسبة رسملة السوق موجبة، وذلك للعلاقة الطردية بينها وبين معدلات النمو الإقتصادي حسب النظرية الإقتصادية.

a_3 : يتوقع أن تكون إشارة معلمة نسبة حجم التداول الكلى موجبة، وذلك للعلاقة الطردية بينها وبين معدل النمو الإقتصادي وفقاً للنظرية الإقتصادية.

a_4 : يتوقع أن تكون إشارة معلمة معدل دوران الأسهم موجبة، وذلك للعلاقة الطردية بينها وبين معدل النمو الإقتصادي حسب النظرية الإقتصادية.

β_i : بما إنها تمثل معاملات الأجل القصير للمتغيرات نفسها، يتوقع أن تكون إشاراتها موجبة نسبة للعلاقة الطردية بينها وبين معدل النمو الإقتصادي حسب النظرية الإقتصادية.

π : يمثل معامل تصحيح الخطأ لذلك يتوقع أن تكون إشارته سالبة حسب النظرية الإقتصادية.

5-2-2 : جمع وفحص بيانات الدراسة :

تعد عملية جمع البيانات وفحصها من المراحل المهمة في عملية البحث القياسى التى تلي مرحلة توصيف النموذج.

1.2.2.5 : مصادر جمع بيانات الدراسة : تعتمد هذه الدراسة على بيانات السلاسل الزمنية

Time Series لمتغيرات الدراسة الواردة فى (الملحق رقم (1)) والتي تم الحصول عليها من

المصادر الثانوية ممثلة فى الجهات التالية :

- الجهاز المركزى للإحصاء.

- سوق الخرطوم للأوراق المالية.

- بنك السودان.

2.2.2.5 : فحص ومعالجة البيانات :

من المعروف أن العلاقات الإقتصادية عادة ما تشتمل على متغيرات تفسيرية ترتبط بمتغيرات تابعة من خلال معلمات مجهولة يرغب المحلل القياسى تقديرها فى ظل وجود أخطاء عشوائية أحد مكوناتها الأخطاء العشوائية الناتجة عن أخطاء تلك المتغيرات نفسها¹. وعليه فأن دقة التقديرات تعتمد بشكل أساسى على حجم وطبيعة تلك الأخطاء، لذلك يجب التأكد من سلامة وجودة البيانات بإخضاعها للتحليل الأولى من خلال إجراء الإختبارات التالية :

أولاً : إختبار إستقرار بيانات السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة :

يستخدم هذه الدراسة كل من إختبار ديكى فوللر الموسع Augmented Dickey – Fuller (ADF) 1981 وإختبار فيلبس – بيرون (PP) Phillips- Peron 1988 لكونهما إختبارات الأكثر إستخداماً فى الدراسات الإقتصادية القياسية للتحقق من إتصاف بيانات بخاصية السكون، وتحديد درجة تكامل كل سلسلة (درجة سكونها)، لكونها شرطاً أساسياً من شروط تحليل السلاسل الزمنية للوصول الى نتائج سليمة ومنطقية. وتعتبر السلسلة الزمنية ساكنة إذا تحققت الشروط التالية : ثبات المتوسط الحسابى للقيم عبر الزمن، ثبات التباين عبر الزمن، التغير بين أى قيمتين لنفس المتغير معتمداً على الفجوات الزمنية بين القيمتين وليس على القيمة المطلقة للزمن الذى يجب عنده التغير. وذلك على النحو التالى :

1. إختبار السكون بإستخدام إختبار ديكى فوللر المعدل Augmented Dickey – Fuller

: 1981 (ADF)

¹ (طارق محمد الرشيد، المرشد فى الاقتصاد القياسى التطبيقى ، الخرطوم، 2005، ص30.

بما أن إختبار جذر الوحدة حساسه إتجاه مكوناتها كالزمن والثابت وفترات الإبطاء، فإن قرار قبول وجود جذر الوحدة أو رفضه يتأثر بوجود أو غياب هذه المكونات، لذا يجب التأكد بشكل قاطع من معنوية هذه المكونات فى أى معادلة يتم إختبار وجود جذر الوحدة بها.

جدول (9) نتائج إختبار ديكى وفوللر الموسع ADF لبيانات الدراسة خلال الفترة 1995-2016م للمستوى والفرق الأول، عند مستوى معنوية 5% :

حالة	الفرق الأول		المستوى		المتغير
	قيمة ADF	p.value	قيمة ADF	p.value	
I(0)	-	-	-3.8246	0.009	النمو الاقتصادي EG
I(1)	-2.6657	0.010	-2.3051	0.179	نسبة رسملة السوق MCR
I(1)	-3.1649	0.003	-1.3872	0.568	نسبة حجم التداول TVTR
I(1)	-3.7268	0.000	-0.6465	0.837	معدل دوران الأسهم TOR

المصدر: إعداد الدارس بالإعتماد على بيانات الدراسة بإستخدام برنامج Eviews10

بالنظر الى الجدول (9) نلاحظ أن متغير النمو الاقتصادي (EG) مستقرة فى المستوى عند مستوى معنوية 5%، مما يعنى إنها متكامل من الدرجة صفر I(0). بينما نجد أن المتغيرات (نسبة رسملة السوق MCR ، نسبة حجم التداول الكلى TVTR، معدل دوران الأسهم TOR) غير مستقرة فى المستوى، ولذلك تم إعادة إجراء إختبارات جذر الوحدة عليها، وأشارات النتائج الى إستقرارها فى الفرق الأول عند المستوى المعنوية نفسها، مما يعنى أن السلاسل الزمنية لهذه المتغيرات متكاملة من الدرجة الأولى أى I(1). وعليه فإن

بيانات السلاسل المختبرة بعضها مستقرة عند المستوى $I(0)$ وبعضها الآخر مستقرة عند الفرق الأول $I(1)$.

2. إختبار السكون بإستخدام إختبار فيليبس- بيرون (PP) Phillips Peron 1988 :

جدول (10) نتائج إختبار فيليبس- بيرون PP لبيانات الدراسة خلال الفترة 1995-2016م

للمستوى والفرق الأول، عند مستوى معنوية 5% :

حالة التكامل	الفرق الأول		المستوى		المتغيرات
	قيمة PP	p.value	قيمة PP	p.value	
$I(0)$	-	-	-3.8246	0.009	النمو الاقتصادي EG
$I(1)$	-2.6657	0.010	-1.5905	0.469	نسبة رسملة السوق MCR
$I(1)$	-3.1074	0.003	-1.4221	0.551	نسبة حجم التداول TVTR
$I(1)$	-2.4836	0.015	-1.0212	0.725	معدل دوران الأسهم TOR

المصدر: إعداد الدارس بالإعتماد على بيانات الدراسة بإستخدام برنامج Eviews10

نلاحظ من الجدول (10) أن متغير النمو الاقتصادي (EG) مستقرة في المستوى عند مستوى معنوية 5% مما يعنى إنها متكاملة من الدرجة صفر $I(0)$ ، بينما نجد أن المتغيرات (نسبة رسملة السوق MCR ، نسبة حجم التداول الكلى TVTR ، معدل دوران الأسهم TOR) غير مستقرة في المستوي، ولذلك تم إعادة إجراء إختبارات جذر الوحدة عليها، ودلت النتائج الى سكونها في الفرق الأول عند نفس مستوى المعنوية مما يعنى أن السلاسل الزمنية لتلك المتغيرات مستقرة في الفرق الاول أى متكاملة من الدرجة الأولى أى $I(1)$. وعليه يمكن

القول بأن بيانات السلاسل المختبرة بعضها مستقرة عند المستوى $I(0)$ وبعضها الآخر مستقرة عند الفرق الأول $I(1)$. وهذه النتائج تطابقت مع نتائج إختبار ديكي فوللر. وعليه فإن بيانات متغيرات الدراسة خليط من $I(0)$ ، $I(1)$.

ثانياً: إختبار التكامل المشترك لمتغيرات الدراسة

بالرغم من وجود عدد من الإختبارات للتحقق من وجود التكامل المشترك بين المتغيرات الدراسة كإختبار إنجل وجرانجر Angle and Granger, 1987 ، جوهانسون Johansen 1989 ، جوهانسون وجويللز (Johansen and Juselius, 1991) ، إختبار الحدود Bounds Test (2001) ، إلا أن إختيار نوع الإختبار نفسه يعتمد بصورة أساسية على درجة تكامل المتغيرات قيد الدراسة. وبما أن متغيرات الدراسة متباينة في درجة تكاملها حيث أن متغير النمو الإقتصادي EG كمتغير تابع متكاملة من الدرجة صفر $I(0)$ ، والمتغيرات (نسبة رسملة السوق MCR، نسبة حجم التداول الكلي TVTR، معدل دوران الأسهم TOR) كمتغيرات مستقلة جميعها متكاملة من الدرجة الأولى $I(1)$ ، أى أن متغيرات قيد الدراسة خليط $I(0)$ و $I(1)$. فأن الإختبار الأنسب للتحقق من التكامل المشترك فى سياق هذه الدراسة هو إختبار الحدود Bounds Test (2001) وفق منهجية الإنحدار الذاتى ذو الإبطاء الموزعة ARDL Bound Testing Approach المبنى على نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد (UECM) المطوره من قبل Pesaran at al (2001) لتجنب مسألة الإنحدار الزائف Spurious Regressions. وما يبرر إستخدام هذا الإختبار هو مزاياه السالفة الذكر فى المبحث الأول من هذا الفصل. ولإختبار التكامل المشترك بإستخدام إختبار الحدود وفق منهجية (ARDL) يتعين القيام بأربعة خطوات أساسية وهى¹ :

(¹) امين حواس وفاطمة الزهراء رزواط ، مرجع سبق ذكره، ص ص 209- 230.

الأولى : إختيار فترة الإبطاء المثلى للفروق الأولى لقيم المتغيرات فى نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد (VECM) وذلك بإستخدام نموذج متجه إنحدار ذاتى غير مقيد، ويتم تحديد الفترات الزمنية المناسبة بإستخدام كل من :

- معيار خطأ التنبؤ النهائى (Final Prediction Error(FPE,1969)

- معيار معلومات أكياكي (AKaike Information Criteria (AIC,1973)

- معيار معلومات شوارتز (Schwarz Information Criteria(SIC,1978)

- معيار معلومات حنان وكوين (Hannan and Quinn (H-Q,1979)

ويتم إختيار الفترة الملائمة حسب الفجوة التى تملك أقل قيمة للمعايير الإحصائية أعلاه .

الثانية : يتمثل فى تقدير نموذج VECM بواسطة طريقة المربعات الصغرى (OLS). ولتحديد النموذج الملائم يتم إختيار النموذج الذى ينتقل من العام الى الخاص (Geral to Specific) والذى يتمثل فى إلغاء متغير الفروق الأولى لكل متغير تكون القيم المطلقة لإحصاء T غير معنوية.

الثالثة : يتمثل فى إختبار المعنوية المشتركة لمعاملات مستويات المتغيرات المبطأ لفترة واحدة بواسطة إختبار الحدود Bounds Test إحصاء (F) والتى لها توزيع غير معيارى.

الرابعة : يتمثل فى مقارنة قيمة (F) المحسوبة لمعاملات متغيرات التفسيرية المبطأ لفترة واحدة بقيمة (F) الحرجة الجدولية المناظرة والمحسوبة من قبل Pesaran . ونظراً لأن إختبار (F) له توزيع غير معياري فأن هناك قيمتين حرجتين لإحصاء هذا الإختبار هما قيمة الحد الأدنى التى تفترض أن كل المتغيرات مستقرة فى قيمها الأصلية (أو فى مستواها) بمعنى إنها متكاملة من الرتبة صفر(0) . وقيمة الحد الأعلى وتفترض أن المتغيرات مستقرة فى

الفروق الأولى لقيمتها بمعنى إنها متكاملة من الرتبة واحد (1) ويكون القرار على النحو التالي:

1. عندما تكون إحصائية (F) أكبر من الحد الأعلى نرفض فرض العدم (ومعنى ذلك وجود تكامل مشترك بين هذه المتغيرات).

2. عندما تكون إحصائية (F) أقل من الحد الأدنى نقبل فرض العدم (ومعنى ذلك عدم وجود تكامل مشترك بين هذه المتغيرات).

3. أما إذا وقعت إحصائية (F) بين الحد الأعلى والحد الأدنى يكون الإختبار غير حاسم.

جدول (11) نتائج إختبار الحدود Bound Test للتكامل المشترك بإستخدام (إختبار Wald

- إحصاء F) بين متغيرات الدراسة خلال الفترة (1995-2016م)، عند مستوى معنوية 5%

:

Signif.	K	إحصاء - F
	3	9.8
	القيم الحرجة (الجدولية) لإحصاء - F	
مستوى المعنوية	قيمة الحد الأدنى (0)	قيمة الحد الأعلى (1)
10%	2.3	3.2
5%	2.7	3.6
2.5%	3.1	4.1
1%	3.6	4.6

المصدر : إعداد الدراس بالإعتماد على بيانات الدراسة وإستخدام برنامج Eviews10

* K : عدد المتغيرات التفسيرية فى النموذج الأصلي.

بالنظر الى الجدول (11) نجد قيمة إحصاء (F) المحسوبة تساوى 9.8 وهى أكبر من قيمة

الحد الأعلى لإختبار الحدود Bound Test عند مستوى معنوية 5% والبالغة 3.6 . ووفقا

لقاعدة إتخاذ القرار يتم رفض فرض عدم القائل بعدم وجود تكامل مشترك وقبول فرض البديل القائل بوجود تكامل مشترك، أى أن هنالك علاقة توازنية طويلة الأجل تتجه من المتغيرات المستقلة (نسبة رسملة السوق MCR ، ونسبة حجم التداول الكلى TVTR، ومعدل دوران الأسهم TOR) الى متغير التابع النمو الاقتصادي(EG) خلال الفترة محل الدراسة.

3-5 : تقدير وتقييم النموذج ومناقشة النتائج

بعد فحص البيانات والتأكد من سلامتها من حيث الإستقرار وتحديد درجة تكاملها، بجانب التحقق من وجود علاقة تكاملية طويلة الأجل بين المتغيرات التفسيرية والمتغير التابع، سيتم تقدير النموذج المقترح وتقييم نتائجها ومن ثم مناقشتها.

1-3-5 : تقدير نموذج الدراسة :

هنالك عدة طرق لتقدير النماذج القياسية لذلك لابد للدراس تحديد الطريقة القياسية التى تتلائم مع طبيعة الظاهرة محل الدراسة.

1.1.3.5: طريقة تقدير النموذج : لتقدير نموذج الدراسة سيتم الإعتماد بصورة أساسية

على خطوات منهجية ARDL وذلك لحدثة النموذج وقدرتها فى تقدير معاملات كل من الأجلين القصير والطويل ، بجانب مزاياها الأخرى السالفة الذكر فى المبحث الأول من هذا الفصل، أما فى الجانب التحليلي سيتم الإعتماد على برنامج التحليل الإحصائى والقياسى E.views10 لكونه من أحدث البرامج الإحصائية الجاهزة فى مجال التحليل الإقتصادي وإمكانياتها العالية فى عملية التحليل. ولتحديد الصيغة المثلى للشكل الدالى الملائم لنموذج ARDL من حيث كونها(خطية، لوغاريتمية، شبه لوغاريتمية) تم إتباع أسلوب التجريب على بيانات الدراسة. أما من حيث تحديد فترات الإبطاء المثلى تم الإعتماد على معيار معلومات شوارتز (Schwarz Information Criteria(SIC,1978). وعليه توصل الدارس الى أن

الصيغة المثلى لنموذج الدراسة هو النموذج الإنحدار الذاتي ذو الإبطاء الموزعة الذى يأخذ صيغة شبه لوغاريتمية بفجوات زمنية (ARDL(2,2,1,2). وبالتالي فإن الصيغة النهائية للنموذج المعتمد لهذه الدراسة يمكن صياغتها رياضياً وفقاً لمنهجية (ARDL) Auto regressive Distributed Lag Model على النحو التالى :

$$\begin{aligned} \Delta EG_t = & \alpha_0 + \alpha_1 EG_{t-1} + \alpha_2 LOGMCR_{t-1} + \alpha_3 LOGTVTR_{t-1} \\ & + \alpha_4 TOR_{t-1} + \sum_{i=1}^p \beta_1 \Delta EG_{t-i} + \sum_{i=1}^q \beta_2 \Delta LOGMCR_{t-i} \\ & + \sum_{i=1}^q \beta_3 \Delta LOGTVTR_{t-i} + \sum_{i=1}^q \beta_4 \Delta TOR_{t-i} + \varepsilon_t \end{aligned}$$

حيث أن :

EG : النمو الإقتصادي.

LOG (MCR) : لوغاريتم نسبة رسملة السوق.

LOG (TVTR) : لوغاريتم نسبة حجم التداول الكلى.

TOR: معدل دوران الأسهم.

Δ : الفروق الأولى لمتغيرات الدراسة.

p , q : فترات الإبطاء الزمنى للمتغيرات.

α_i : معاملات الأجل الطويل.

β_i : معاملات الأجل القصير.

ε_t : حد الخطأ العشوائى الذى له وسط حسابى يساوى صفر، وتباين ثابت، وليس له

إرتباطات ذاتية متسلسلة فيما بينها.

ومن ثم قياس نموذج تصحيح الخطأ وفق منهجية ARDL من خلال الصيغة التالية :

$$\begin{aligned}\Delta EG_t = & \alpha + \sum_{i=1}^p \beta_1 \Delta EG_{t-i} + \sum_{i=1}^q \beta_2 \Delta LOGMCR_{t-i} \\ & + \sum_{i=1}^q \beta_3 \Delta LOGTVTR_{t-i} + \sum_{i=1}^q \beta_4 \Delta TOR_{t-i} + \pi ECT_{t-1} \\ & + v_t\end{aligned}$$

حيث أن :

ECT_{t-1} : حد تصحيح الخطأ، وأن جميع معاملات معادلة المدى القصير هي معاملات

تتعلق بحركيات المدى القصير لتقارب النموذج لحالة التوازن في الأجل الطويل.

π : يمثل معامل تصحيح الخطأ الذي يقيس سرعة التكيف التي يتم بها تعديل الإختلال في

التوازن في الأجل القصير باتجاه التوازن في الأجل الطويل.

2.1.3.5: نتائج تقدير النموذج

أولاً: نتائج الأجل الطويل والقصير:

جدول (12) نتائج تقدير نموذج $ARDL(2,2,1,2)$ لأثر أداء سوق الخرطوم للأوراق المالية

على نمو إقتصاد السودان للفترة (1995-2016م) في الأجلين الطويل والقصير:

نتائج الأجل الطويل				
Prob.	t.Statistic	Std.Error	Coefficient	Variable
0.004	3.834	3.359	12.88	C
0.000	- 6.067	0.325	- 1.97	EG(-1)
0.002	- 4.079	2.037	- 8.31	LOG(MCR(-1))
0.006	3.517	1.133	3.98	LOG(TVTR(-1))
0.002	- 4.180	0.092	- 0.38	TOR(-1)
نتائج الأجل القصير				
0.008	3.372	0.211	0.71	D(EG(-1))
0.022	- 2.741	2.022	- 5.54	DLOG(MCR)
0.071	2.045	1.145	2.34	DLOG(MCR(-1))
0.212	1.341	1.050	1.40	DLOG(TVTR)
0.071	- 2.045	0.085	- 0.17	D(TOR)
0.045	2.322	0.089	0.20	D(TOR(-1))
R- Squared = 0.84			F-statistic = 4.975	
Adjusted R-squared = 0.67			Prob(F-statistic) = 0.012	

المصدر : إعداد الدارس اعتماداً على نتائج التحليل باستخدام برنامج E.views10

ثانياً: نتائج نموذج تصحيح الخطأ المشتق من نموذج $ARDL(2,2,1,2)$:

جدول (13) نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ المشتق من نموذج ARDL (2,2,1,2)

لأثر سوق الخرطوم للأوراق المالية على نمو إقتصاد السودان (1995-2016) :

نتائج نموذج تصحيح الخطأ				
Prob.	t-Statistic	Std.Error	Coefficient	Variable
0.001	4.625	0.154	0.71	D(EG(-1))
0.000	- 5.132	1.080	- 5.54	DLOG(MCR)
0.006	3.510	0.667	2.34	DLOG(MCR(-1))
0.048	2.283	0.617	1.40	DLOG(TVTR)
0.016	- 2.927	0.059	- 0.17	D(TOR)
0.009	3.292	0.063	0.20	D(TOR(-1))
0.000	- 8.429	0.234	- 1.97	CointEq(-)

المصدر : إعداد الدارس اعتماداً على نتائج التحليل باستخدام برنامج E.views10

5-3-2 : تقييم نموذج الدراسة

يستخدم الدارس ثلاثة من المعايير المتعارف عليها في أدبيات الإقتصاد القياسى لتقييم نتائج التقدير بغرض التأكد من وجود مدلول ومعنى للمعلومات المقدره وهي المعيار القياسى، المعيار الإقتصادى، والمعيار الإحصائى. وإتساقاً مع طبيعة معايير التقييم سنبدأ بالمعيار القياسى لكونها يعد من إختبارات التشخيصية فى سياق نموذج ARDL وذلك على النحو التالى:

5-3-2.1 : الإختبارات التشخيصية (المعيار القياسى) للنموذج ARDL(2,2,1,2) المقدر:

من المعلوم أن الطرق المستخدمة فى تقدير النماذج تقوم على عدد من الإفتراضات وهى قد تتوافر فى الواقع أو قد لا تتوافر، وفى حال توافرها تكون الطريقة المستخدمة صالحة

لقياس العلاقات الإقتصادية موضع القياس. أما في حال عدم توافرها فإنها لا تصبح ملائمة لتقدير معالم العلاقات الإقتصادية مما يقود الى ظهور بعض المشاكل القياسية، وتختلف فروض الأساليب القياسية باختلاف طرق القياس نفسها.¹ ولذلك يستخدم الدراسات عدد من الإختبارات القياسية منها ما هو خاص بتشخيص البواقي وأخرى خاص بتشخيص سلامة الشكل الدالي للنموذج وإستقرارية معالماتها. وذلك للتأكد من إستيفاء نموذج $ARDL(2,2,1,2)$ المقدر للمعايير القياسية اللازمة لعملية الإستدلال الإحصائي السليم، قبل البدء في تفسير نتائجه من خلال إخضاعه للإختبارات القياسية التالية :

أولاً : الإختبارات التشخيصية للبواقي Residual Diagnostics :

هنالك عدة إختبارات لتشخيص البواقي من أهمها :

1/ إختبار مشكلة التوزيع الطبيعي للبواقي Histogram–Normality Test : يعد التوزيع الطبيعي لبواقي معادلة الإنحدار من الإفتراضات المهمة في عملية قياس العلاقات الإقتصادية بين المتغيرات. لذلك يجب التأكد من أن مشاهدات حد الخطأ موزعة توزيعاً طبيعياً بوسط حسابي يساوى صفر وتباين ثابت، وبما أن H_t غير معلوم سيتم إستخدام البواقي بدلا عنه. ومن أهم إختبارات التوزيع الطبيعي للبواقي إختبار Normality ل Jarque – Bera .

جدول(14) نتائج إختبار Normality ل Jarque–Bera :

Probability = 0.16	Jarque–Bera = 3.65
--------------------	--------------------

المصدر : إعداد الدارس اعتماداً على نتائج التحليل بإستخدام برنامج E.views10

(¹) طارق محمد الرشيد ، المرشد في الإقتصاد القياسي التطبيقي ، الخرطوم ، 2005، ص74.

من خلال الجدول (14) نلاحظ أن قيمة إختبار Jarque-Bera يساوى (3.65) وبقية احتمالية بلغت (0.16) وهى أكبر من مستوى الدلالة 5%، مما يدل على أن البواقي تتوزع توزيعاً طبيعياً.

2/ إختبار مشكلة الارتباط التسلسلى للبواقي: وهى تعني عدم إستقلالية مشاهدات حد الخطأ العشوائى عن بعضها البعض Serial Correlation LM Test فوجود هذه المشكلة تجعل المعلومات المقدره تفقد صفة الكفاءة بالرغم من إنها لا تؤثر على درجة تحيزها ، وكما أن وجودها تخفض من حجم الأخطاء المعيارية للمعلومات المقدره. ومن أهم إختباراتها إختبار Lagrange Multiplier (LM) أو إختبار Breusch-Godfrey Serial Correlation .test

جدول (15) نتائج إختبار مضاعف لاجرانج Breusch-Godfrey Serial Correlation : LM Test

0.95	Prob.F(2,7)	0.051	F-statistic
0.86	Prob.Chi-Square(3)	0.287	Obs*R-squared

المصدر : إعداد الدارس اعتماداً على نتائج التحليل بإستخدام برنامج E.views10

من خلال نتائج مضاعف لأجرانج Test Breusch-Godfrey Serial Correlation LM فى الجدول (15) نلاحظ أن القيمة الإحتمالية للإختبار بلغت (0.95) وهى قيمة أكبر من مستوى المعنوية 5% مما يشير الى عدم وجود دليل إحصائي لقبول فرضية العدم القائل أن البواقي غير مستقلة عن بعضها البعض وبالتالي فإن مشاهدات حد الخطأ العشوائى مستقلة عن بعضها البعض.

3/ إختبار مشكلة عدم ثبات التباين : من الفرضيات الأساسية فى تحليل الإنحدار هى ثبات تباين الأخطاء العشوائية أى أن متوسط الفرق بين المشاهدات المتجاورة يجب أن لا تزداد أو

تتقص بشكل كبير مع مرور الزمن، وخلاف ذلك يعنى أن البيانات تتصف بما يسمى بعدم تجانس التباين والتي تؤثر في حال وجودها بشكل أساسى على دقة تقديرات ميل خط الإنحدار خاصة في حالة العينات الصغيرة مما ينعكس ذلك على إستخدام النموذج المقدر في التنبؤ¹. ومن أهم إختبارات فرضية عدم ثبات حد الخطأ إختبار ثبات التباين المشروط بالإنحدار الذاتي من خلال إستخدام إختبار (ARCH) أو إختبار Breusch-Pagan-Godfrey².

جدول(16) نتائج إختبار Breusch-Pagan-Godfrey :

0.76	Prob.F(10,9)	0.617	F-statistic
0.61	Prob.Chi-Square(10)	8.136	Obs*R-squared

المصدر : إعداد الدارس إعتماًداً على نتائج التحليل بإستخدام برنامج E.views10

من خلال نتائج إختبار Breusch-Pagan-Godfrey في الجدول(16) نجد أن القيمة الإحتمالية للإختبار تساوى (0.76) وهى قيمة أكبر من مستوى الدلالة المعنوية 5%، هذا يشير إلى عدم وجود دليل إحصائي لقبول فرضية عدم ثبات تباين البواقي الأمر الذي يؤكد عدم وجود مشكلة إختلاف التباين.

ثانياً: إختبارات التشخيصية لإستقرارية النموذج Stability Diagnostics

يستخدم إختبارات الإستقرارية للتأكد من مدى ملائمة الشكل الدالى للنموذج وثبات معاملاته المقدره ومن أهم إختباراته :

1/ إختبار ملائمة الشكل الدالى (التوصيف السليم) للنموذج : حيث يعد التوصيف السليم للنموذج من حيث الشكل الدالى أى خلوه من مشكلة عدم التحديد من خطوات المهمة في عملية

القياس. ومن أهم إختباراته Ramsey RESET(1969) .

جدول(17) نتائج إختبار Ramsey RESET(1969)

(¹) طارق محمد الرشيد، مرجع سبق ذكره، ص36.
(²) المرجع السابق ، ص36.

Prob.	df	Value	
0.575	(2,7)	0.597	F-statistic

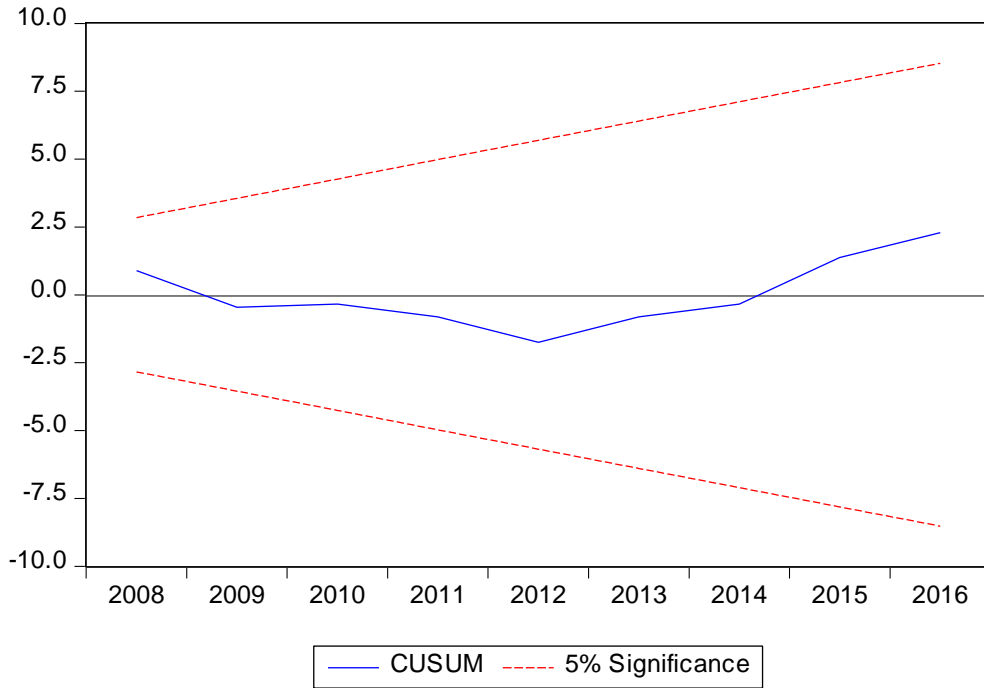
المصدر : إعداد الدارس اعتماداً على نتائج التحليل باستخدام برنامج E.views10

وفقاً لنتائج إختبار Ramsey RESET في الجدول (17) ، نجد أن القيمة الإحتمالية تساوى (0.57) وهى أكبر من مستوى المعنوية 5% وبالتالي قبول فرض العدم القائل بأن النموذج تم وصفه بالصورة السليمة .

2/ إختبار الإستقرار الهيكلي للمعاملات النموذج المقدر Stability Test : وهو إختبار يتم إستخدامه للتأكد من خلو النموذج المقدر من وجود أى تغيرات هيكلية فيها عبر الزمن، لكونها تعد من المسائل المهمة فى عملية التنبؤ. ومن أهم إختباراته، تلك المقترح من قبل Brown Cumulative Sum of (1975) at al. وهما إختبار المجموع التراكمى للبواقي المتابعة Recursive Residual (CUSUM)، وإختبار مجموع المربعات التراكمى للبواقي المتابعة Cumulative Sum of Recursive Residual of Squares (CUSUMSQ). ويتحقق الإستقرار الهيكلي لمعاملات النموذج إذا وقع الشكل البياني لإحصائية كل من (CUSUM) و (CUSUMSQ) داخل الحدود الحرجة عند مستوى معنوية 5% ، ومن ثم تكون هذه المعاملات غير مستقرة فى حال إنتقال الشكل البياني لإحصاء الإختبارين الى خارج الحدود عند المستوى المعنوية المعنية، ويوضح هذين الإختبارين أمرين مهمين هما : بيان وجود أى تغيرات هيكلية فى البيانات، والتحقق من مدى إستقرار وإنسجام المعلمات طويلة الأجل مع المعلمات قصيرة الأجل.¹

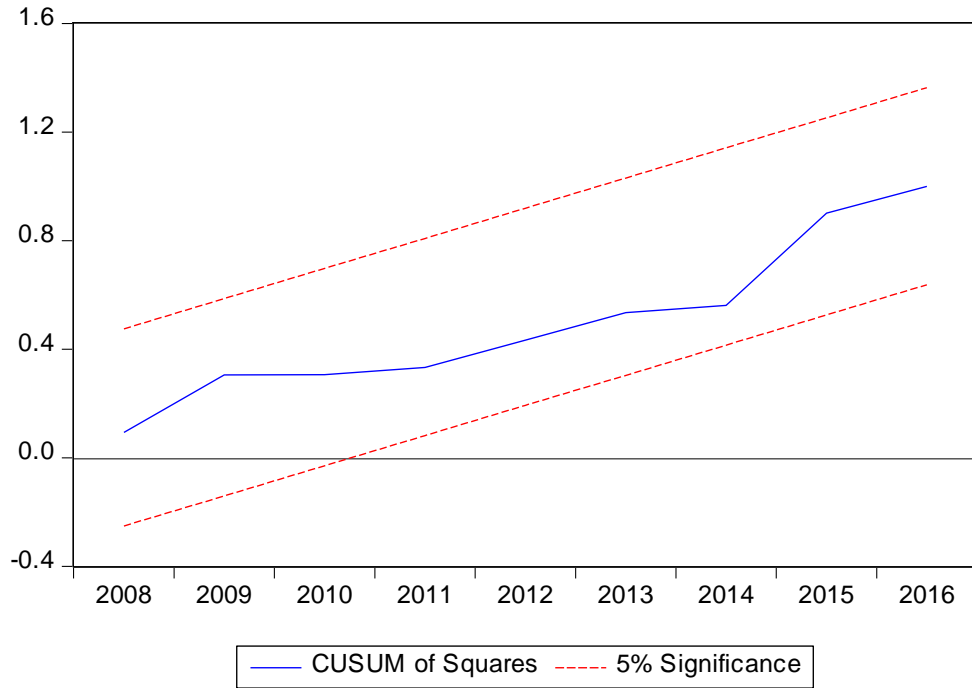
الشكل(1) نتائج إختبار المجموع التراكمى للبواقي المتابعة (CUSUM).

(¹) Brown,R.L.,Durbin,J.& Evans, J.M, **Techniques for Testing the constansy of Regression Relationships Overtime** (With Discussion).Journal of the Royal Statistical Society,No.37,1975,149-192.



من الشكل (1) نلاحظ أن الشكل البياني لإختبار المجموع التراكمي للبواقي المتابعة (CUSUM) والذي يعبر عن وسط خطى تقع داخل حدود المنطقة الحرجة مما يؤكد ثبات معاملات النموذج المقدر عند مستوى معنوية 5%. وهذا يدل على أن هنالك إستقرار وإنسجام بين نتائج الأجل الطويل ونتائج الأجل القصير.

الشكل البياني (2) نتائج المجموع التراكمي لمربعات البواقي المتابعة (CUSUMSQ) :



المصدر : إعداد الدارس إعتماًداً على نتائج برنامج Eviews10

من الشكل (2) نلاحظ أن الشكل البياني لإختبار مجموع المربعات التراكمي للبواقي المتابعة (CUSUMSQ) والذي يعبر عن وسط خطي يقع داخل حدود المنطقة الحرجة مما يؤكد ثبات معاملات النموذج المقدر عند مستوى معنوية 5%. وهذا يدل على أن هنالك إستقرار وإنسجام بين نتائج الأجل الطويل ونتائج الأجل القصير.

5-3-2 : التقييم الإقتصادي والإحصائي للنموذج ARDL(2,2,1,2) المقدر

تشير النظرية الإقتصادية الى إفتراضات محددة عن إشارات معاملات المراد تقديرها للحكم على مدى سلامتها. لذا إذا جاءت تلك الإشارات عكس ما تقرره النظرية الإقتصادية مسبقاً، فإنه يمكن أن يكون ذلك مبرراً لرفض تلك المعلمات ما لم تكن هناك مبررات منطقية قوية للتسليم بصحة تلك التقديرات. أما المعايير الإحصائية فهي أيضاً تعد من المعايير المهمة يأتي دوره من خلال إخضاع المعلمات المقدره لإختبارات الإحصائية كعامل التحديد (R^2) لتحديد جودة توفيق النموذج. بالإضافة الي التحقق من معنوية تقديرات معالم النموذج من خلال

إختبار (t) ومعنوية النموذج ككل من خلال إختبار (F)¹. وعليه بعد إجتياز النموذج المقدر

للمعايير القياسية، يمكن إخضاعه للتقييم الإقتصادي والإحصائي على النحو التالي :

أولاً: التقييم الإقتصادي والإحصائي لنموذج الأجل الطويل :

أ. التقييم الإقتصادي لمعالم نموذج الأجل الطويل :

من نتائج الأجل الطويل فى الجدول (12) نجد أن جميع معالم النموذج جاءت متسقة مع النظرية الإقتصادية من حيث القيمة، فيما خالف معالم بعضها معطيات النظرية الإقتصادية من حيث الإشارة، وذلك على النحو التالي.

1/ جاءت إشارة معلمة الثابت (12.88) والتي تعبر عن معدلات نمو إقتصاد السودان فى ظل غياب دور سوق الخرطوم للأوراق المالية فى النشاط الإقتصادي موجبة ومتسقة مع النظرية الإقتصادية.

2/ جاءت إشارة معلمة النمو الإقتصادي فى الفترة السابقة (-1.97) سالبة مما يشير الى وجود علاقة عكسية بين معدلات نمو إقتصاد السودان فى الفترة السابقة ومعدلات نموه فى الفترة الحالية. ويمكن قبول هذه الإشارة السالبة رغم مخالفتها للنظرية الإقتصادية تبريرها بأن وضع إقتصادي كوضع إقتصاد السودان الذى ظل لسنوات طويلة يعاني من تذبذب وعجز مستمر فى موازنتها العامة من الطبيعي أن يؤدي ذلك الى إمتصاص الآثار الإيجابية لمعدلات نموها فى الفترات السابقة.

3/ أظهرت معلمة نسبة رسملة سوق الخرطوم للأوراق المالية إشارة سالبة بلغت (- 8.31) تدل على وجود علاقة عكسية بين نسبة رسملة سوق الخرطوم للأوراق المالية ومعدلات نمو إقتصاد السودان فى الأجل الطويل.

(¹) طارق محمد الرشيد ، مرجع سبق ذكره، ص ص 67-73.

4/ إشارة معامل نسبة حجم التداول الكلى لسوق الخرطوم للأوراق المالية والبالغة (3.98) موجبة، تشير الى وجود علاقة طردية بين نسبة حجم التداول الكلى لسوق الخرطوم للأوراق المالية ومعدلات نمو إقتصاد السودان فى الأجل الطويل.

5/ إشارة معلمة متغير معدل دوران أسهم سوق الخرطوم للأوراق المالية بلغت (0.38 -) وهي سالبة تدل على وجود علاقة عكسية بين معدل دوران الأسهم لسوق الخرطوم للأوراق المالية ومعدلات نمو إقتصاد السودان فى الأجل الطويل.

ب . التقييم الإحصائي لمعالم نموذج الأجل الطويل :

1 . إختبار معنوية المعالم المقدرة :

يتضح من نتائج الأجل الطويل فى الجدول(12)، ثبوت معنوية جميع معالم المتغيرات التفسيرية فى النموذج، إذ نجد أن القيمة الإحتمالية لجميع معاملات المتغيرات أقل من 5%، وهذه النتيجة تدل على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات التفسيرية (نسبة رسملة السوق، نسبة حجم التداول الكلى، معدل دوران الأسهم ، معدلات نمو الإقتصاد فى الفترات السابقة) و معدلات نمو إقتصاد السودان فى الأجل الطويل.

2. إختبار معنوية النموذج :

ثبوت معنوية النموذج ككل عند مستوى معنوية 5%، وذلك من خلال القيمة الإحتمالية لإحصائية (F) البالغة (Prob(F.Statistic = 0.012) وهي أقل من مستوى المعنوية 5%.

3 . إختبار جودة توفيق النموذج :

بلغ معامل التحديد المعدل ($R^2 = 0.67$) وهي تعنى أن 67% من التغيرات فى معدلات نمو إقتصاد السودان يتم تفسيرها من خلال التغيرات الحادثة فى المتغيرات التفسيرية) نسبة رسملة السوق ، نسبة حجم التداول الكلى، معدل دوران الأسهم، معدلات نمو الإقتصاد

فى الفترات السابقة) بينما (33%) من هذه التغيرات يمكن إرجاعها إلى متغيرات إقتصادية أخرى غير مضمنة فى النموذج، وهذه النتيجة تعتبر واقعية.

ثانياً: التقييم الإقتصادى والإحصائى لنموذج الأجل القصير :

أ. التقييم الإقتصادى لمعالم نموذج الأجل القصير :

تشير نتائج الأجل القصير فى الجدول (12) الى أن جميع معالم النموذج جاءت متسقة مع النظرية الإقتصادية من حيث القيمة، فيما جاءت معالم بعضها مخالفة للنظرية الإقتصادية من حيث الإشارة وذلك على النحو التالى.

1/ إشارة معامل متغير النمو الإقتصادى للفترة السابقة والبالغة (0.71) موجبة تدل على وجود علاقة طردية بين معدلات نمو إقتصاد السودان للفترة السابقة ومعدلات نموه فى الفترة الحالية فى الأجل القصير.

2/ جاءت إشارة معلمة متغير نسبة رسملة سوق الخرطوم للأوراق (-5.54) سالبة حيث تدل على وجود علاقة عكسية بين نسبة رسملة سوق الخرطوم للأوراق المالية ومعدلات نمو إقتصاد فى الأجل القصير.

3/ جاءت إشارة متباطئة نسبة رسملة سوق الخرطوم للأوراق المالية (2.34) موجبة تدل على وجود علاقة طردية بين نسبة رسملة سوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة السابقة ومعدلات نمو إقتصاد السودان فى الأجل القصير وتعنى درجة إستجابة معدلات نمو إقتصاد السودان فى المدى القصير للتغيرات التى تحدث فى متغير نسبة رسملة سوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة السابقة.

4/ أظهرت معلمة متغير نسبة حجم التداول الكلى لسوق الخرطوم للأوراق المالية (1.4) إشارة موجبة تؤكد وجود علاقة طردية بين متغير نسبة حجم التداول الكلى لسوق الخرطوم للأوراق المالية ومعدلات نمو إقتصاد السودان فى الأجل القصير.

5/ جاءت إشارة معامل معدل دوران أسهم سوق الخرطوم للأوراق المالية (0.17 -) سالبة تشير الى وجود علاقة عكسية بين معدل دوران الأسهم لسوق الخرطوم للأوراق المالية ومعدلات نمو إقتصاد السودان فى الأجل القصير.

6/ إشارة معامل متباطئة معدل دوران الأسهم لسوق الخرطوم للأوراق المالية (0.20) جاءت موجبة تدل على وجود علاقة طردية بين متباطئة معدل دوران الأسهم لسوق الخرطوم للأوراق المالية ومعدلات نمو إقتصاد السودان فى الأجل القصير.

ب. التقييم الإحصائي لمعالم نموذج الأجل القصير:

* معنوية المعالم المقدرة :

تشير نتائج الأجل القصير فى الجدول (12) الى أن معالم المتغيرات (متباطئة نمو الإقتصادي، نسبة رسملة السوق، متباطئة معدل دوران الأسهم) ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%، حيث أن قيم المستويات المعنوية لجميعها أقل من 5%، أما معالم المتغيرات (متباطئة نسبة رسملة السوق، نسبة حجم التداول الكلى، ومعدل دوران الأسهم) غير معنوية لكون قيمها الإحتمالية أكبر من مستوى الدلالة 5%. وهذه النتيجة تدل على وجود علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة (متباطئة معدلات نمو الإقتصاد، نسبة رسملة السوق، متباطئة معدل دوران الأسهم) ومعدلات نمو إقتصاد السودان، بينما لا توجد علاقة ذات دلالة

إحصائية بين المتغيرات (نسبة رسملة السوق لسنوات السابقة، نسبة حجم التداول الكلى، معدل دوران الأسهم) ومعدلات نمو إقتصاد السودان فى الأجل القصير.

ثالثاً: التقييم الإقتصادي والإحصائي لنموذج تصحيح الخطأ المشتق من ARDL(2,2,1,2) :
أ. التقييم الإقتصادي لنموذج تصحيح الخطأ :

يتضح من نتائج نموذج تصحيح الخطأ فى الجدول(13) أن قيمة معامل سرعة التكيف والتي تمثل المعلمة المقدره لحد تصحيح الخطأ بلغت (-1.97) وهى سالبة ومتسقة مع النظرية الإقتصادية وذات دلالة إحصائية، مما يؤكد وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة. وتشير معلمة حد الخطأ المصحح الى أن سلوك معدلات نمو إقتصاد السودان إتجاه التكيف لحدوث إى صدمة أو إختلال فى المدى القصير قد يستغرق سنتين حتى يصل الى وضعية التوازن فى الأجل الطويل. أى إنه عندما تنحرف معدلات نمو الإقتصاد فى الأجل القصير عن قيمتها التوازنية فى الأجل الطويل فإنها تصحح ما يعادل (1.97)% من هذا الإنحراف أو الإختلال فى خلال سنتين للعودة الى التوازن فى الأجل الطويل.

ب. التقييم الإحصائي لنموذج تصحيح الخطأ :

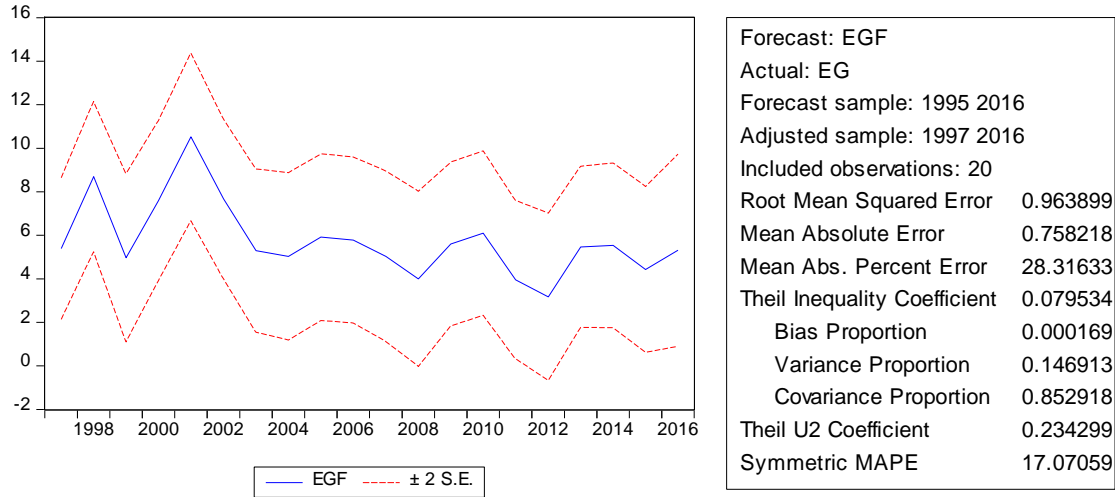
ثبوت معنوية جميع معالم المتغيرات التفسيرية فى النموذج عند مستوى معنوية 5%، حيث جاءت القيم الإحتمالية لجميعها أقل من مستوى المعنوية 5% .

3-2-3-5: إختبار مقدره النموذج على التنبؤ:

بعد إجتياز النموذج المقدر للمعايير القياسية والإقتصادية والإحصائية يمكن إختبار مقدرته التنبؤية. حيث يعتبر التنبؤ من الأهداف الرئيسية للإقتصاد القياسي والذى بموجبه يتم التعرف على مسار الظاهرة محل الدراسة فى المستقبل للإستفادة منه فى عملية التخطيط والرقابة

وإتخاذ القرارات. ومن أهم الإختباراته إختبار معامل عدم التساوي لثايل Theil Inequality

Coefficient كما هو موضح في الشكل (3) التالي :



يتضح من نتائج التقدير في الشكل (3) ، أن قيمة معامل عدم التساوي لثايل تساوي (0.07) وهي تقترب من الصفر مما يدل على مقدرة النموذج العالية للتنبؤ.

3-3-5: مناقشة النتائج :

1. أوضحت نتائج إختبار الفرضية الأولى أن قيمة إختبار (Wald - إحصاء F) المحسوبة وفقاً لإختبار الحدود Bound test للتكامل المشترك تساوي (9.8) وهي أكبر من الحد الأعلى لقيمتها الجدولية البالغة (3.6) عند مستوى معنوية 5%. مما يؤكد وجود علاقة توازنية طويلة الأجل تنتج من تطور مؤشرات سوق الخرطوم للأوراق المالية نحو معدلات النمو الإقتصادي في السودان.

2. بينت نتائج الفرضية الثانية أن إشارة معلمة نسبة رسملة السوق سالبة وذات دلالة إحصائية في الأجلين القصير والطويل. وهذه النتيجة تشير الى وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين نسبة رسملة سوق الخرطوم للأوراق المالية ومعدلات نمو إقتصاد

السودان فى الأجلين القصير والطويل. وهذه النتيجة بالرغم من عدم إتساقها مع النظرية الإقتصادية إلا إنها تقاطعت مع نتائج بعض الدراسات التى أجريت على أسواق الأوراق المالية لبعض الدول النامية كنتاج دراسة(خلف الله،2011)، ودراسة دحماني وعابد(2017). وعليه تم قبولها وتبرير تلك العلاقة العكسية وإرجاعها الى صغر حجم سوق الخرطوم للأوراق المالية مقارنة بحجم إقتصاد السودان بسبب قلة عدد شركات المساهمة العامة المدرجة فيها، وضآلة الطلب نتيجة لضعف الوعي الإدخاري والإستثماري المالي لدى المستثمر المحلي، وإرتفاع معدلات التضخم الذى يؤثر سلباً على القيمة الحقيقية لعوائد الأوراق المالية وبالتالي إضعاف قدرة السوق فى تعبئة الموارد المالية فى الإقتصاد، بجانب توجيه معظم شركات المدرجة فى السوق نشاطها حول المضاربات بدلاً من التوجه نحو الإستثمار فى قطاعات الإنتاج الحقيقية.

3. أظهرت نتائج إختبار الفرضية الثالثة أن إشارة معلمة مؤشر نسبة حجم التداول الكلى لسوق الخرطوم للأوراق المالية موجبة فى الأجلين القصير والطويل بالرغم من عدم ثبوت معنويتها فى الأجل القصير. مما يدل على وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين نسبة حجم التداول الكلى لسوق الخرطوم للأوراق المالية التى تعبر عن درجة سيولة السوق ومعدلات نمو إقتصاد السودان فى الأجل الطويل. وهذه النتيجة جاءت متسقة مع النظرية الإقتصادية. بالإضافة الى إنها متطابقة لنتائج العديد من الدراسات كدراسة (Levine & Zeros,1996)،(عبد الخفيظ خزان،2014)، (دحماني، العابد،2017) المتعلق بالإقتصاد الأندونيسي التى أكدت أن سوق الأوراق المالية تؤثر على النمو الإقتصادي من خلال توفير السيولة التى تمكن المستثمرين من الإستثمار فى

الأجل الطويل، مما يدعم فرضية العرض القائد لباتريك (Patrick, 1966) الذي يشير الى أن التطور السوق المالي يفوق النمو الإقتصادي.

4. أوضحت نتائج الفرضية الرابعة أن إشارة معلمة معدل دوران الأسهم في الأجل القصير سالبة بجانب إنها غير معنوي فيما أظهرت معلمة متباطئة معدل دوران الأسهم في ذات الأجل إشارة موجبة وذات دلالة إحصائية. أما في الأجل الطويل فقد أظهرت معلمة معدل دوران الأسهم إشارة سالبة وذات دلالة إحصائية. مما يدل على وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين معدل دوران الأسهم ومعدلات نمو إقتصاد السودان في الأجل الطويل. وهذه النتيجة رغم مخالفتها لمعطيات النظرية الإقتصادية إلا إنها تقاطعت مع نتائج بعض الدراسات كدراسة (عبد الخفيظ خزان، 2014) التي توصلت الى أن حدوث صدمة عشوائية موجبة لمعدل دوران الأسهم تحدث أثراً سلبياً على النمو الإقتصادي، وعليه تم قبول تلك العلاقة العكسية لكونها تطابق واقع العديد من أسواق الأوراق المالية الناشئة ومن بينها سوق الخرطوم للأوراق المالية التي تعاني من عدم الكفاءة في آلية تخصيص الموارد الذي أدى بدورها الى ضعف حجم التداول مقارنة بحجم رأسمالها السوقي بسبب إرتفاع تكلفة تعاملات إتمام الصفقات (كرسوم الضريبية، عمولات السمسرة) التي تؤثر سلباً على حركة وحجم وإتجاه الأستثمار بالسوق وبالتالي على معدلات نمو الإقتصاد.

5. أوضحت نتائج إختبار الفرضية الخامسة المتعلقة بنموذج تصحيح الخطأ أن إشارة معامل التكيف البالغة (-1.97) سالبة وذات دلالة إحصائية بقيمة إحصائية بلغت (0.0000) وهي متوافقة مع النظرية الإقتصادية، مما يؤكد صحة الفرضية أي وجود علاقة توازنية طويلة الأجل. وتشير قيمة معامل حد الخطأ المصحح الى أن سلوك معدلات نمو إقتصاد السودان إتجاه التكيف لحدوث إي صدمة أو إختلال في المدى القصير قد يستغرق سنتين حتى يصل الى وضعية التوازن في الأجل الطويل.

الخاتمة :

أولاً : النتائج

ثانياً : التوصيات

الخاتمة :

أولاً : النتائج

بعد إختبار الفرضيات ومناقشتها توصل الدارس الى النتائج التالية :

1. وجود علاقة توازنية طويلة الأجل تتجه من تطور مؤشرات سوق الخرطوم للأوراق المالية (نسبة رسملة السوق، نسبة حجم التداول الكلي، ومعدل دوران الأسهم) نحو معدلات نمو إقتصاد السودان.

2. أظهر مؤشر نسبة رسملة سوق الخرطوم للأوراق المالية (والذى يعبر عن قدرة السوق فى تعبئة رأس المال) أثراً سلبياً على معدلات نمو إقتصاد السودان فى الأجلين القصير والطويل.

3. مؤشر نسبة حجم التداول الكلي لسوق الخرطوم للأوراق المالية (والذى يعبر عن قدرة السوق فى تسييل الاصول وتوفير السيولة فى الإقتصاد) أظهر تأثير إيجابي على معدلات نمو إقتصاد السودان فى الأجل الطويل بالرغم من عدم ثبوت معنويتها فى الأجل القصير.

4. مؤشر معدل دوران الأسهم بسوق الخرطوم للأوراق المالية (والذى يعبر عن تكلفة تعاملات إتمام الصفقات) بالرغم من عدم ثبوت معنويتها فى الأجل القصير قد كان له تأثير سلبى على معدلات نمو إقتصاد السودان فى الأجل الطويل.

5. أكدت نتائج تحليل نموذج تصحيح الخطأ وجود آلية للتصحيح ، وأن سلوك دالة معدلات نمو إقتصاد السودان إتجاه التكيف لحدوث أى صدمة أو إختلال فى المدى القصير قد يستغرق سنتين حتى يصل الى وضعية التوازن فى الأجل الطويل.

6. أن مؤشرات تطور سوق الخرطوم للأوراق المالية (نسبة رسملة السوق، نسبة حجم التداول الكلى، معدل دوران الأسهم) ومتباطئة نمو إقتصاد السودان تفسر حوالى 67% من التغيرات الحادثة فى معدلات نمو إقتصاد السودان فى الأجل الطويل.

7. أن النموذج $ARDL(2,2,1,2)$ هو أفضل نموذج تم توفيقه لقياس أثر سوق الخرطوم للأوراق المالية على النمو الإقتصادي فى السودان خلال الفترة محل الدراسة.

ثانياً : التوصيات

بناءً على النتائج أعلاه، توصى الدارس بالأتى :

1. الإهتمام بسوق الخرطوم للأوراق المالية كمصدر تمويل مهم وبذل الجهود فى إنشاء المزيد من الشركات المساهمة العامة وتسهيل إجراءات تسجيلها والعمل على إستقطاب المستثمرين من داخل وخارج البلاد للإستفادة منهم فى حشد الموارد المالية متوسطة وطويلة الأجل لتمويل مشروعات قطاعات الإنتاج الحقيقية.

2. التركيز على السياسات التى تدعم شروط ومتطلبات توفير السيولة بالسوق بصورة مستمرة كالعق والإتساع وسرعة الإستجابة لرفع مستوى حجم التداول الكلى بالسوق.

3. العمل على وضع السياسات وإتخاذ الإجراءات التى تقلل من كلفة تعاملات إتمام الصفقات لزيادة حجم التعاملات بسوق الخرطوم للأوراق المالية لتأثيرها المباشر على حركة وحجم وإتجاه الإستثمار وبالتالي على معدلات النمو الإقتصادي.

4. العمل على تحريك بعض قطاعات سوق الخرطوم للأوراق المالية غير النشطة كقطاع الزراعة، قطاع الصناعة، قطاع النقل .

5. إتباع السياسات التي تعزز من ثقة المستثمرين تجاه المؤسسات المالية بصفة عامة سوق الخرطوم للأوراق المالية بصفة خاصة.

6. تطبيق حوكمة الشركات وتطوير النظم الرقابية ومعايير الشفافية لبلوغ مستوى جيد من الإفصاح في المعاملات المالية بالسوق للإرتقاء بمستوى كفاءتها.

7. وضع السياسات التي تؤدي إلى إستقرار معدلات سعر الصرف وتخفيض معدلات التضخم لدورهما في تعزيز دور السوق في النشاط الإقتصادي.

8. بما أن دقة النتائج ومصدقيتها تعتمد بصورة أساسية على دقة البيانات المستخدمة، فإن هذه الدراسة توصي الجهات ذات الصلة بعملية الإحصاء في الدولة بإعلاء قيمة المعلومة والعمل على توحيد مصدرها وتسهيل عملية الحصول عليها وذلك لأهميتها في جميع مناحي الحياة الإقتصادية والسياسية والإجتماعية.

التوصية بدراسات مستقبلية :

هناك بعض الموضوعات التي إستوقفت الدراس ويرى إنها قد تكون صالحة للدراسة وهي :

1. محددات الكمية والتنوعية لحجم التداول بأسواق الأوراق المالية.

2. السياسات التي تعزز العلاقة بين أسواق الأوراق المالية والنمو الإقتصادي

المصادر والمراجع :

أولاً: القرآن الكريم

ثانياً : المراجع بالعربية

أ. الكتب :

1. احمد الاشقر، الاقتصاد الكلى(عمان : دار الثقافة، 2007).
2. احمد المجذوب احمد على، الاقتصاد السوداني بين المتطلبات العلمية والإختيارات السياسية (الخرطوم: هيئة الأعمال الفكرية ،المكتبة الوطنية، 2013).
3. احمد شعبان محمد على، موسوعة البنوك والإئتمان: السياسة الإئتمانية للبنوك (الاسكندرية : دار التعليم الجامعى، 2016).
4. ازهرى الطيب الفكى أحمد، الصكوك الاسلامية ودورها فى تمويل التنمية الاقتصادية و الاجتماعية فى السودان: دراسة تطبيقية على شركة السودان للخدمات المالية المحدودة (الخرطوم: المكتبة الوطنية للنشر، 2013).
5. اسماعيل احمد الشناوى والسيد محمد احمد السريتى واحمد رمضان نعمة الله، إقتصاديات النقود والبنوك و الاسواق المالية(الاسكندرية : دار التعليم الجامعى، 2011م).
6. انطونيوس كرم ، اقتصاديات التخلف والتنمية(الكويت : مركز الانماء القومى، 1980).
7. ايهاب الدسوقى، إقتصاديات كفاءة البورصة: المفاهيم الأساسية للاستثماروالبورصة - البورصة المصرية والامريكية (القاهرة : دار النهضة العربية للنشر،2000).

8. بسام يونس ابراهيم وآخرون، الاقتصاد القياسى (الخرطوم : دار عزة للنشر،2002).
9. بنك السودان المركزى، توثيق تجربة السودان فى مجال المصارف والمؤسسات المالية الاسلامية : مخطط المؤسسات المالية المساعدة للجهاز المصرفى(الخرطوم : المكتبة الوطنية، الجزء الثالث، 2006).
10. جريجورى، وروبرت استيورت، ترجمة طه عندالله منصور، النظم الاقتصادية المقارنة (الرياض : دار المريخ للنشر، 1994).
11. جليلة حسن حسنين، الاسلوب الاسلامى لتكوين رأس المال والتنمية الاقتصادية(الاسكندرية : دار الجامعات المصرية، 1990).
12. جمال داؤد سلمان الدليمى ، التنمية الاقتصادية : نظريات وتجارب ، المنظمة العربية للتنمية الادارية(القاهرة : جامعة الدول العربية، 2015).
13. جيمس جوارتينى و ريجارد استروب، الإقتصاد الكلى : الإختيار العام والخاص(الرياض: دار المريخ للنشر، 1999).
14. حسنى على خريوش و آخرون ،الاسواق المالية : بورصة الاسهم والسندات المالية(الاردن: دار زهران للنشر والتوزيع، 2013).
15. خالد واصف الوزنى،احمد حسين الرفاعى، مبادئ الاقتصاد الكلى بين النظرية والتطبيق(الاردن : عمان، دار وائل للنشر، الطبعة السابعة،2004).
16. خلف الله احمد محمد عربى، إقتصاد قياسى متقدم(الخرطوم : مطبعة جى تاون، 2005).
- دامودار جيجاراتى، الاقتصاد القياسى(الرياض: دار المريخ للنشر، ترجمة هند عبدالغفار عودة، الجزء الثانى، 2015).

17. دريد كامل ، الإستثمار والتحليل الإستثمارى (عمان : دار اليازورى العلمية للنشر والتوزيع، الطبعة العربية، 2009).
18. الزبير بشير طه وحامد حيسن محمد فكى، بين التقنية والتنمية (الخرطوم: سلسلة إصدارات الوعد الحق، العدد (52)، المركز القومى للانتاج الاعلامى، 2005).
19. زكريا سلامة عيس شطناوى، الآثار الإقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الإقتصاد الإسلامى(عمان: دار النفائس ، 2009).
20. سيد عباس و ابراهيم الصديق، ادارة المصرف(السودان: شركة مطابع السودان للعملة، 2006).
21. السيد متولى عبدالقادر، الاسواق المالية والنقدية فى عالم متغير(الاردن:عمان ، دار الفكر ناشرون وموزعون، 2010).
22. شىخى محمد، طرق الاقتصاد القياسى : محاضرات وتطبيقات (عمان : دار الحامد للنشر، ط1، 2012).
23. صابر محمد الحسن ،الازمة المالية العالمية واثرها على السودان (الخرطوم: سلسلة بحثية تصدر عن بنك السودان المركزى، 2010).
24. صابر محمد الحسن، إدارة السياسة النقدية فى ظل النظام المصرفى فى السودان(الخرطوم : مطابع مصحف إفريقيا، 2004).
25. طارق الرشيد، مهارات تحليل البيانات باستخدام برنامج E-views (الخرطوم : مطبعة إمييسا الحديثة، 2018).

26. طارق محمد الرشيد وسامية حسن محمود، إستقرار السلاسل الزمنية ومنهجية التكامل المشترك : سلسلة الإقتصاد القياسى التطبيقى بإستخدام برنامج E views (الخرطوم : مطبعة جى تاون، 2010).
27. طارق محمد الرشيد، المرشد فى الإقتصاد القياسى (الخرطوم : مطبعة جى تاون، 2005).
28. عبد الله سالم ، الخصخصة وتقييم الأصول والأسهم فى البورصة(الاسكندرية : مكتبة النهضة المصرية، 1996).
29. عبد المحمود محمد عبدالرحمن ، مقدمة فى الإقتصاد القياسى(الرياض : مطابع جامعة الملك سعود ، 1996).
30. عبد المطلب عبد الحميد، إقتصاديات الإستثمار فى البورصة(القاهرة : الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، 2010).
31. عبدالرحمن يسرى احمد ، دراسات فى التنمية الإقتصادية(القاهرة : معهد البحوث والدراسات العربية، 1973).
32. عبدالغفار حنفى، أساسيات الإستثمار فى بورصة الأوراق المالية(الإسكندرية : الدار الجامعية للنشر، 2004).
33. عبدالقادر عطية ، رمضان مقلد، النظرية الإقتصادية الكلية (الاسكندرية، 2005/2004).
34. عبدالقادر محمد عبدالقادر عطية ، الإقتصاد القياسى بين النظرية والتطبيق(الرياض : دار المريخ للنشر، 2004).

35. عبدالقادر محمد عبدالقادر عطية ، الاقتصاد القياسى بين النظرية والتطبيق (الإسكندرية : الدار الجامعية، ط3، 2009).
36. عبدالله احمد محمد عباس ، المدخل لدراسة سياسات الاقتصاد الكلى : السياسة النقدية والسياسة المالية(الخرطوم : شركة مطابع السودان للعملة المحدودة، 2012).
37. عبدالوهاب عثمان ، منهجية الإصلاح الإقتصادى فى السودان(الخرطوم: شركة مطابع السودان للعملة المحدودة، 2001).
38. عبدالوهاب عثمان شيخ موسى، منهجية الاصلاح الاقصادى فى السودان : دراسة تحليلية للتطورات الاقتصادية فى السودان وتصور للرؤية المستقبلية خلال الفترة 2001-2011 (الخرطوم : ، المكتبة الوطنية،الجزر الثاني،2012).
39. عبدالوهاب عثمان، منهجية الاصلاح الاقصادى فى السودان : دراسة تحليلية للتطورات الاقتصادية فى السودان خلال الفترة 1970 - 2000م والتصور للرؤية المستقبلية (الخرطوم: شركة المطابع للعملة المحدودة،2001).
40. عثمان ابراهيم السيد،الإقتصاد السودانى (ام درمان: دار جامعة القران الكريم للطباعة، ط 3 ، 2005).
41. عثمان حمد محمد خير، إدارة السيولة فى الإقتصاد الإسلامى: تجربة شهادات شمم شهامة (الخرطوم : المعهد العالى للدراسات المصرفية ، أمانة البحوث والتوثيق، المنتدى الرابع والثلاثون يوليو 2000).
42. على عبدالوهاب نجا، محمد عزت محمد غزلان، عبير شعبان عبده، اقتصاديات النقود والبنوك والاسواق المالية(الاسكندرية : مكتبة الوفاء القانونية،2014م).

43. فاخر عبدالستار حيدر ، التحليل الاقتصادي لتغيرات اسعار الاسهم : منهج الاقتصاد الكلى (الرياض : دار المريخ للنشر، 2002).
44. مايكل اجدمان ، الاقتصاد الكلى، النظرية والسياسة(الرياض : ترجمة محمد ابراهيم منصور، دار المريخ للنشر، 1999).
45. مبارك بن سليمان ، احكام التعامل فى الاسواق المالية المعاصرة(الرياض : كنوز اشبلبية للنشر والتوزيع، 2005).
46. محمد ابراهيم عبد الرحيم، اقتصاديات النقود والبنوك(الاسكندرية: دار التعليم الجامعى، 2015).
47. محمد الفاتح محمود بشير المغربى، مؤسسات مالية(عمان: دار الجنان للنشر والتوزيع، 2016).
48. محمد صبرى هارون، احكام الاسواق المالية : الأسهم والسندات ضوابط الانتفاع والتصرف بها فى الفقه الاسلامى(الاردن: دار النفائس، 1999).
49. محمد عبد القادر محمد خير، الاقتصاد السودانى المسار التاريخى وفرص وتحديات المستقبل : قراءة لما قبل وما بعد انفصال الجنوب (الخرطوم: الراصد للبحوث والعلوم، 2010).
50. محمد عبدالسميع عنانى، التحليل القياسى والإحصائى للعلاقات الاقتصادية : مدخل حديث باستخدام SPSS (القاهرة : الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع ، 2009).
51. محمد فوزى ابو السعود، مقدمة فى الاقتصاد الكلى(الاسكندرية : جامعة الاسكندرية ، 2004).

52. محمود التهامي، أسواق المال ورأس المال(القاهرة : الجمعية المصرية للإدارة العامة، مجلة الإدارة المالية،1981).

53. مختار عثمان الصديق ، دراسات سودانية(الخرطوم : جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، 2009).

54. منير هندی ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال(الاسكندرية : منشأة المعارف، 1997).

55. هوشار معروف ، الاستثمارات والاسواق المالية(الاردن : عمان ، دار صفاء للنشر والتوزيع، 2009).

56. وليد محمد السيفو وآخرون، الاقتصاد القياسي (القاهرة : الشركة العربية المتحدة، 2010).

57. الهام وحيد، فاعلية اداء السوق المالي و القطاع المصرفي فى النمو الاقصادى، المركز القومى للاصدارات القانونية، الاردن، 2013م.

ب. الدوريات والمجلات العلمية

1. ابراهيم اونور، تطور اسواق المال والتنمية(الكويت: سلسلة جسر التنمية ، المعهد العربى للتخطيط ، العدد السادس والثمانون ، اكتوبر/ تشرين الاول، 2009).

2. امين حواس وفاطمة الزهراء رزواط ، واردات السلع الرأسمالية والنمو الاقصادى فى الصين: منهجية ARDL (مجلة الاقتصاد والاحصاء التطبيقى، المجلد 25، العدد2016،م1).

3. بدرالدين قرشى مصطفى، التجربة السودانية فى إصدار وإدارة الصكوك الاسلامية (الخرطوم : بنك السودان، مجلة المصرفى، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء، مجلة المصرفى، العدد49، 2008).
4. بلقاسم ابوالعباس، النمذجة الاقتصادية الكلية(الكويت: المعهد العربى للتخطيط ، سلسلة جسر التنمية، العدد الاربعون، 2005).
5. حجازى عبد الحميد الجزار، دور سوق الاوراق المالية فى تمويل الاستثمار والتنمية فى الدول النامية(القاهرة : سلسلة إصدارات مجلة المنهل، معهد التخطيط القومى، 2017).
6. حسان خضر، تحليل الاسواق المالية (الكويت: سلسلة جسر التنمية ، المعهد العربى للتخطيط ، العدد السابع والعشرون ، السنة الثالثة ، 2004م).
7. خلف الله احمد محمد عربى، دور سوق الخرطوم للاوراق المالية فى النمو الاقتصادى(السودان : جامعة البخت الرضا، مجلة جامعة بخت الرضا العلمية،العدد الثانى، 2011).
8. خالد بن إبراهيم الدخيل و خالد بن الجريد، إختبار التغيرات الهيكلية فى سلوك عناصر الإنفاق الكلي فى الإقتصاد السعودى(السعودية: مجلة الإدارة، العدد الثانى ، مجلد 40، 2000م).
9. دحمانى نور الهدى، العابد برينيس شريفة، سوق الأوراق المالية ودورها فى النمو الإقتصادى: دراسة حالة اندونيسيا والجزائر(الجزائر: مجلة إقتصاديات المال والاعمال، المجلد الأول ، العدد الأول، 2017).
10. دينا أحمد عز، أثر سوق الأوراق المالية العربية على النمو الإقتصادى(العراق : مجلة الرافدين، المجلد31 ، العدد 96 ، 2009 ، ص60.

11. سمير شرف ، أسماعيل شعبان، وهدى أسبر، دور سوق المالية فى تفعيل النمو الإقتصادى والتجارة الخارجية(سوريا : مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية ، سلسلة العلوم الإقتصادية والقانونية، المجلد 31، العدد 1 ، 2009).
12. سوق الخرطوم للأوراق المالية، حركة التداول الاسبوعية فى سوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة من 1.1.2012 / 31.12.2012 (الخرطوم: سوق الخرطوم للأوراق المالية ، دائرة البحوث النوعية ، 2013).
13. سيد عباس، ابراهيم الصديق، ادارة المصرف(الخرطوم : شركة مطابع السودان للعملة، 2006م).
14. صابر محمد الحسن، الازمة المالية العالمية وأثرها على السودان(الخرطوم: سلسلة إصدارات بنك السودان المركزى، 2010).
15. صندوق النقد الدولى(إصدارات صندوق النقد الدولى: مجلة التمويل والتنمية ، العدد 54، الرقم 3، سبتمبر 2017).
16. عابد بن عابد العبدلى ، محددات الطلب على واردات المملكة العربية السعودية فى إطار التكامل المشترك وتصحيح الخطأ(القاهرة : جامعة الأزهر، مجلة صالح كامل للإقتصاد الاسلامى، العدد 32، 2007).
17. عبلة عبدالعزيز بخاري، التنمية والتخطيط الإقتصادى : نظريات النمو والتنمية الإقتصادية، التخطيط والتنمية الإقتصادية (المملكة العربية السعودية ، جامعة الملك عبدالعزيز بن سعود، 2009).
18. عيس محمد الغزالى، تحليل الأسواق المالية(الكويت: المعهد العربى للتخطيط ، السنة الثالثة ، العدد 2003م).

19. محمود جاسم عباس، النمو الإقتصادي : المؤشرات الأساسية في الإقتصاد العراقي 2008/1970 (العراق : مجلة كلية بغداد للعلوم الإقتصادية ، العدد 27، 2011).

20. مروان عبدالملك ذنون و رغد أسامة جارالله ، قياس أثر التطور المالي على النمو الإقتصادي في عينة من الدول النامية باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع ARDL للفترة 1960 / 2010(العراق : جامعة الموصل، مجلة تنمية الرافدين، ملحق العدد 114 ، المجلد 35 ، 2013).

21. منى البرادعي، تحديات النمو والتنمية في مصر والبلدان العربية (القاهرة : جامعة القاهرة، مؤتمر قسم الاقتصاد، دار المستقبل للنشر، 1998م).

22. يعقوب محمد السيد و مشاهد عثمان ابراهيم، سوق الاوراق المالية في السودان : النشأة والتطور و الرؤى المستقبلية(الخرطوم : بنك السودان المركزي قطاع المؤسسات المالية والنظم ، الادارة العامة لتقييم وتنمية الجهاز المصرفي، 2011م).

ج . الرسائل الجامعية

1. ابراهيم حسين صلاح الدين بدرالدين، محددات نمو الإقتصاد في الاجل الطويل : دراسة حالة السودان 2005/1970 (السودان : جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، رسالة دكتوراه غير منشورة، 2013).

2. ابوالقاسم عبدالله محمد شرف الدين، تقدير العملة خارج الجهاز المصرفي في السودان (السودان : جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا ، رسالة دكتوراه غير منشورة ، 2008).

3. احمد رجراج، اسواق الاوراق المالية الخليجية : تقييم الأداء وتحديات المرحلة الراهنة(الجزائر: رسالة دكتوراه غير منشورة ، جامعة الجزائر3، 2012/2013).

4. بن شعيب فاطمة الزهراء ، دور البورصة فى تحقيق النمو الاقصادى: دراسة حالة الاسواق المالية الخليجية، رسالة ماجستير فى العلوم الاقتصادية ، منشورة ، جامعة ابى بكر بلقايد تلمسان، الجزائر، 2011/2010.
5. جمال محمود عطية، تأثير الاستثمار الأجنبي المباشر على النمو الاقتصادي، دراسة تطبيقية على الاقتصاد المصرى (مصر: جامعة حلوان، كلية التجارة، 2002).
6. حاتم سعيد أحمد سعيد، أثر إستراتيجيتى ترقية الصادرات وإحلال الواردات على الناتج المحلى الاجمالى فى السودان 1970 / 2017 (السودان : رسالة دكتوراه، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، رسالة دكتوراه غير منشورة، 2017).
7. حسين عبدالمطلب حسين محمد، دور سوق الاوراق المالية فى تنمية الادخار فى مصر(مصر: جامعة الزقازيق، فرع بنها، رسالة ماجستير فى الاقتصاد، 2002).
8. خالد واصف الوزانى، احمد حسين الرفاعى ، مبادئ الاقتصاد الكلى(الاردن: دار وائل للنشر، 2005).
9. سامية زيطاري، ديناميكية أسواق الأوراق المالية فى البلدان الناشئة : حالة أسواق الأوراق المالية العربية (الجزائر: جامعة الجزائر، رسالة دكتوراه، 2004).
10. سليم جابو، تحليل حركة أسعار الأسهم فى بورصة الأوراق المالية: دراسة حالة للأسهم المتداولة فى بورصة عمان(الجزائر:جامعة قاصدى مرباح، ورقلة، رسالة ماجستير غير منشورة، 2012).
11. سوسن بشير عبدالله ، الارتباط الخطى المتعدد والنموذج القياسى للناتج المحلى الاجمالى فى السودان(السودان: رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، 2006).

12. عائشة بخالد، اختبار كفاءة نيويورك المالي عند المستوى الضعيف : دراسة حالة مؤشر داو جونز الصناعي(الجزائر: جامعة قاصدي مرباح بورقلة، رسالة دكتوراه غير منشورة، (2015).
13. عبدالحفيظ خزان، تفعيل دور أسواق الأوراق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي : دراسة سوق عمان للأوراق المالية 2002/2013(الجزائر: رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية ، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2013/2014).
14. عبدالعظيم عبدالرحمن البشر مصطفى، مؤشرات الأداء المالي المبنية على الأرباح والمبنية على النقدية ودورها في التنبؤ بعوائد الأسهم : دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية (السودان : رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، 2016).
15. على أحمد الأمين ، أثر النقل البحري على النمو الإقتصادي في السودان(السودان : جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، رسالة دكتوراه غير منشورة ، 2016).
16. فتحى احمد على ادم، أثر الإدخار المحلى فى النمو الإقتصادى(السودان: جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، رسالة دكتوراه غير منشورة، 2015).
17. محمد عوض احمد الخليفة ، تحليل النماذج القياسية لدوال العرض والطلب على سلعة السكر فى السودان باستخدام التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ للفترة 1980/2010 (السودان : جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، رسالة دكتوراه غير منشورة، 2014).
18. محمد أحمد الجيزاوي، الإدارة الإلكترونية وأثرها على الكفاءة الداخلية فى أسواق الأوراق المالية الناشئة : سوق الأوراق المالية المصرية كنموذج(السودان، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، رسالة دكتوراه غير منشورة، 2007).

18. ميساء سعيد احمد سعيد ، أثر الفجوات الزمنية فى تحديد العلاقة السببية بين عرض النقود وسعر الصرف فى السودان(السودان: جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، رسالة دكتوراه غير منشورة، 2016).
19. نجوى عبدالوهاب ابراهيم محمد، دور الاسواق المالية فى التنمية الاقتصادية : دراسة حالة سوق الخرطوم للاوراق المالية للفترة 1995 / 2004(السودان: جامعة النيلين، رسالة ماجستير غير منشورة، 2005).
20. ندى عبدالغفار البدوى عبدالله، نموذج لتقدير دالة الاستثمار للقطاع المصرفى فى السودان 1970/2010 (السودان : رسالة دكتوراه غير منشورة ، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، رسالة كتوراه غير منشورة، 2015).
21. يوسف سعيد احمد امين، العلاقة بين أسعار الأسهم وبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية : دراسة تطبيقية على سوق الخرطوم للاوراق المالية 2003/2012(السودان : رسالة دكتوراه فى الاقتصاد غير منشورة، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، 2014م).
22. وعيل ميلود، المحددات الحديثة للنمو الاقتصادى فى الدول العربية وسبل تفعيلها(الجزائر: اطروحة دكتوراه فى العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2013م).

ه. التقارير

1. الجهاز المركزى للأحصاء، إدارة الحسابات القومية، السلاسل الزمنية للمؤشرات الاقتصادية للفترة 79/80-2014، 2016.
2. بنك السودان المركزى، التقرير السنوى الثامن والاربعون، 2008م.
3. بنك السودان، التقرير السنوى التاسع والعشرون، 1999م.
4. بنك السودان، تقرير السنوى الخامس والثلاثون، 1995م.

5. سوق الخرطوم للأوراق المالية ، التقرير السنوى الثانى والعشرون، 2016م.
6. سوق الخرطوم للأوراق المالية ، قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة 2016م.
7. سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقرير السنوى الحادى والعشرون، 2015م.
8. سوق الخرطوم للأوراق المالية ، التقرير السنوى التاسع عشر 2013م.
9. سوق الخرطوم للأوراق المالية، النشأة والتطور، اصدارات قسم التوعية والبحوث، 2012م.
10. سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقرير السنوى السادس عشر ، 2010م.
11. سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقرير السنوى الخامس عشر، 2009م.
12. سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقرير السنوى الرابع عشر، 2008م.

الإنترنت :

1. صندوق النقد العربى ، منهجية احتساب المؤشرات، (<http://www.amf.org.ae/ar>)
2. زبير الانصارى،الصكوك الإسلامية مدرسة الحياة، دى(<http://www.alhayat>)
3. جلال خشيب ، النمو الاقتصادى، شبكة الالوكة، ورقة بحثية منشورة،

www.alukah.net

ثالثاً: المراجع الأجنبية :

A. Books

1. American Sociological Review(Vol.59 ,No.5, October 1994).
2. E views 9 Users Guide II(IHS Global Inc , 2016).
3. Kousayiannis , Theory of Econometrics(2^{ed} Edition , 1977).

4. Layton , Allan P., Economics for Today(National Library of Australia Cataloguing – in Publication Data, fourth edition, 2012).
5. Levy, H. & Marshall, S, Portfolio & Investment Selection :Theory & Practice(London: Perntice–Hall,Lnc,1984).
6. Lipsey , " Economics "(Addison ,Wesley Publishing Company Inc , Twelfth Edition , 1999).
7. Micheal P. Todaro, Economic Development in The Third World(4ed, Longman Inc, New York ,1989).
8. Philips Hardwik el al, An Introduction to Modern economics(Third Edition , Longman Publishing Group, Hong Kong,1990).
9. Ritchard Harris , Using Co integration Analysis in Econometric Modelling (Harvester Wheat sheaf, Prentice Hall , London, 1995).
10. Robinson ,J. The Rate of Interest and Other Essays(Macmillan, London,1952).
11. Willam.H.Brarson, Macroeconomic Theory and Policy(Edition Two , Published by Verender Arye, India ,1993).
12. William J. Baumol & Alan S. Blnder , " Economics Principles and Policy"(Eleven Edition,2009).

B. Periodcals

1. Abbas Alavi Rad & Fatemeh Etemadmoghaddam, The Effect of Stock Market and Banking Sector Development on Economic growth in Iran:Evidence From Univariate Framework analysis(Reef Resources Assessment and Management Technical Paper ,Vol.40 ,2015).
2. Asit Demirguc –Kunt and Ross Levine, Stock Market Development and Financial Intermediaries : Stylized Facts(Policy Research Working Paper, Working Paper No1462, World Bank, Washonton,1995).
3. Bernanke , B, and Gertler , M . "Agency Costs, Net Worth and Business Fluctuations " (American Economic Review , Vol . 79,1989).
4. Brad Comincioli, " The Stock Market as A leading Indicator : An Application of Granger Gausality"(The Park Place Economist :Vol.4,1996).
5. Brown,R.L.,Durbin,J.& Evans, J.M, Techniques for Testing the constansy of Regression Relationships Overtime With Discussion(Journal of the Royal Statistical Society,1975).
6. Cherian Samuel,The Investment Decision: Are–Examination of Competing Theories Using Panel Data(Policy Research Working Paper,No.1656, World Bank, Operations Policy Group:Operation Policy Department,September,1996).

7. Chizea, John ,Stock Market Development and Economic Growth in Nigeria:Atime Series Study for the Period 1980–2007(Doctoral Thesis , North umbria University , New castle, UK, 2012).
8. Choong et al, Financial Development and Economic Growth in Malaysia : Perspective of Stock Market, Investment Management and Financial Innovations(,4/2005).
9. Fama ,E., Efficiency Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work(Journal of Finance,May,
11. Levine ,R , and Zervos , S, Stock Markets , Banks, and Economic Growth(American Economic Review, 1998).
12. Levine R. Financial Development and Economic Growth:Views and Agenda , Journal of Economic Literature, Vol.35,1997).
- 13.M.Hashem Pesaran and shin,Bounds testing Approaches to Analysis of Level Relationship(Journal of Applied Econometrics , Vol.16 ,2001).
14. Modigliani , F. " Consumer Spending and Monetary Policy : The Linkages"(Federal Reserve Bank of Boston Conference Series: Paper No 5,1971).
15. Muhammad Azam et al, Stock Market Development and Economic Growth : Evidences from Asia– 4 Countries(International Journal of Economic and Financial Issues, 6(3),2016).

16. Nawal Elhoussein ,Stock Market In Sudan :Thirteen Years of Experience (University of Khartoum , Journal of Science Administration ,Vol.3,2010).

18. Nyasha et al ,The Impact of Banks and Stock Market Development on Economic Growth in South Africa: An ARDL–Bounds Testing Approach (Comtemporary Economics,Vizja Press & IT, Warsaw ,Vol.9 ,Iss1,2015).

19. Osma M.Badr, Stock Market Development and Economic Growth : Evidence from Egypt (International Journal of Trade, Economics and Financ , Vol.6, No.2 ,2015).

20. Pasrun Adam , Amodel of the Dynamic of Relationship Between Stock Prices and Economic Growth of Indonesia, Journal of Applied Economics and finance,Vol.2,No.3, 2015).

21. Patrick H,(1966) , Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries(Journal of Economic Development and Cultural Change , Vol.14,1966).

22. Pesaran .M & Pesaran.B , Time Series Econometrics : Using Microfit 5.0(Oxford : Oxford University Press, 2009).

23. Pradhan R.P,Desaopedro F, Hall J.H,The Impact of Stock Market Development and Inflation on Economic Growth In India : Evidence

Using The ARDL bounds Testing and VECM Approaches(Int, J .Economics and Business Research,Vol.8,No.2,2013).

24. Ross Levine, Financial Development and Economic Growth : Views and Agenda(Policy Research Working Paper , No.1678, The World Bank, Policy Research Department ,Finance and Private Sector Development Division,October, 1996).

25. Ross Levine,Finance and Growth : Theory, Evidence(NBER , Working Paper Series, Cambbridge, Massachusetts:National Bureau of Economic Research(NEBR),Septemper 2004).

26. Saef , I. M."Financial Sector Development and Economic Growth In Sudan 1970–2005"(Unpublished Master Thesis , University of Khartoum ,2008).

27. Suliman and Dafaalla, Stock Market Development and Economic Growth in Sudan(1995 –2010) : Evidence From Granger Causality Test(Journal of Business Studies Quarterly,,Vol.3 .No.2 ,2011).

28. Tichaona,Joseph,Tendai, Stock Market Development and Economic Growth in Zimbabwe(International Journal of Economics and Finance, Vol.3,No.5,2011).

29. Tobias , Danson , Stock Market Performance and Economic Growth: Empirical Evidence From Kenya ,Using Causality Test Approach(Journal of Advances in Management and Applied Economics ,Vol.1,No.3,2011).
30. Tobin James "A general Equilibrium Approach to Monetary Theory" (Journal of Monetary , Credit and Banking. JSTOR,1(1), 1969).
31. Vipin Ghildiyal, A.K.Pokhriyal,Arvind Mohan, Impact of Financial Deepening on Economic Growth in Indian Perspective:ARDL Bound Testing Approach to Co integration (Asian Development Policy Review,3(3),2015).
32. Waud , Roger N,Macro–economics(Harper & Row Publishers ,Lnc, Cambridge , New York, Australian Edition ,1989).

الملاحق

الملاحق (1) السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة للفترة 1995 - 2016 :

السنة	النمو الإقتصادي EG	نسبة رسملة السوق MCR	نسبة حجم التداول TVTR	معدل دوران الأسهم TOR
1995	6.0	0.009	0.0007	7.9
1996	11.6	0.004	0.0001	2.1
1997	6.1	0.015	0.0004	2.4
1998	8.2	0.012	0.0001	0.9
1999	4.2	0.020	0.0006	2.9
2000	8.4	0.030	0.0018	5.9
2001	10.8	0.029	0.0041	14.0
2002	6.0	0.033	0.0052	16.0
2003	6.3	0.035	0.0044	12.6
2004	5.1	0.054	0.0065	12.1
2005	5.6	0.087	0.0142	16.3
2006	6.5	0.095	0.0210	22.2
2007	5.7	0.086	0.0150	17.5
2008	3.8	0.060	0.0139	23.1
2009	4.5	0.054	0.0161	29.6
2010	6.5	0.040	0.0151	37.9
2011	3.8	0.039	0.0141	36.3
2012	0.7	0.043	0.0138	31.9
2013	6.8	0.037	0.0128	34.7
2014	7.0	0.029	0.0129	45.0

45.4	0.0107	0.024	4.3	2015
27.4	0.0063	0.023	4.9	2016

المصدر: العمود (1) تم الحصول عليها من الجهاز المركزي للإحصاء. أما الأعمدة (2، 3، 4) تم حسابها ضمن الدراسة بالإعتماد على بيانات (سوق الخرطوم للأوراق المالية، الجهاز المركزي للإحصاء، بنك السودان).

الملحق (2) نتائج إختبار ديكي فولر في المستوي عند مستوى دلالة 5%.

Null Hypothesis: EG has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=2)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.824608	0.0092
Test critical values:		
1% level	-3.788030	
5% level	-3.012363	
10% level	-2.646119	

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

Null Hypothesis: MCR has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=2)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.305165	0.1799
Test critical values:		
1% level	-3.808546	
5% level	-3.020686	
10% level	-2.650413	

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

Null Hypothesis: TVTR has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=2)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.387275	0.5686
Test critical values:		
1% level	-3.788030	
5% level	-3.012363	
10% level	-2.646119	

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

Null Hypothesis: TOR has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=2)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.646571	0.8375
Test critical values:		
1% level	-3.831511	
5% level	-3.029970	
10% level	-2.655194	

*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 19

الملحق (3) نتائج إختبار ديكي فولر في الفرق الأول عند مستوى دلالة 5%.

Null Hypothesis: D(MCR) has a unit root
 Exogenous: None
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=2)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.665785	0.0105
Test critical values:		
1% level	-2.685718	
5% level	-1.959071	
10% level	-1.607456	

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

Null Hypothesis: D(TVTR) has a unit root
 Exogenous: None
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=2)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.164940	0.0032
Test critical values:		
1% level	-2.685718	
5% level	-1.959071	
10% level	-1.607456	

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

Null Hypothesis: D(TOR) has a unit root
 Exogenous: None
 Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=2)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.726853	0.0008
Test critical values:		
1% level	-2.692358	

5% level	-1.960171
10% level	-1.607051

*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 19

الملحق (4) نتائج إختبار فيلبس بيرون في المستوى عند مستوى دلالة 5%.

Null Hypothesis: EG has a unit root

Exogenous: Constant

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

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-3.824608	0.0092
Test critical values:		
1% level	-3.788030	
5% level	-3.012363	
10% level	-2.646119	

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

Residual variance (no correction)	5.422292
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	5.422292

Null Hypothesis: MCR has a unit root

Exogenous: Constant

Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-1.590511	0.4696
Test critical values:		
1% level	-3.788030	
5% level	-3.012363	
10% level	-2.646119	

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

Residual variance (no correction)	0.000129
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.000218

Null Hypothesis: TVTR has a unit root

Exogenous: Constant

Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
--	-------------	--------

Phillips-Perron test statistic		-1.422168	0.5518
Test critical values:	1% level	-3.788030	
	5% level	-3.012363	
	10% level	-2.646119	

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

Residual variance (no correction)	8.09E-06
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	9.00E-06

Null Hypothesis: TOR has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-1.021254	0.7259
Test critical values:		
	1% level	-3.788030
	5% level	-3.012363
	10% level	-2.646119

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

Residual variance (no correction)	35.29578
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	27.92859

الملحق (5) نتائج إختبار فيليبس بيرون في الفرق الأول عند مستوى دلالة 5%.

Null Hypothesis: D(MCR) has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 0 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-2.665785	0.0105
Test critical values:		
	1% level	-2.685718
	5% level	-1.959071
	10% level	-1.607456

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

Residual variance (no correction)	0.000117
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.000117

Null Hypothesis: D(TVTR) has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 7 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-3.107453	0.0037
Test critical values:		
1% level	-2.685718	
5% level	-1.959071	
10% level	-1.607456	

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

Residual variance (no correction)	8.85E-06
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	8.13E-06

Null Hypothesis: D(TOR) has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 6 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-2.483609	0.0159
Test critical values:		
1% level	-2.685718	
5% level	-1.959071	
10% level	-1.607456	

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

Residual variance (no correction)	37.60624
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	30.74389

الملحق (6) نتائج إختبار الحدود للتكامل المشترك بين

متغيرات الدراسة

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
F-statistic	9.839388	10%	2.37	3.2
K	3	5%	2.79	3.67
		2.5%	3.15	4.08
		1%	3.65	4.66

الملحق (7) نتائج تقدير نموذج ARDL(2,2,1,2) عند مستوى دلالة 5%

Dependent Variable: EG
Method: ARDL
Date: 09/07/18 Time: 10:42
Sample (adjusted): 1997 2016
Included observations: 20 after adjustments
Maximum dependent lags: 2 (Automatic selection)

Model selection method: Akaike info criterion (AIC)
 Dynamic regressors (2 lags, automatic): LOG(MCR) LOG(TVTR) TOR
 Fixed regressors: C
 Number of models evaluated: 54
 Selected Model: ARDL(2, 2, 1, 2)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
EG(-1)	-0.261913	0.195985	-1.336392	0.2142
EG(-2)	-0.712712	0.211330	-3.372505	0.0082
LOG(MCR)	-5.545058	2.022360	-2.741875	0.0228
LOG(MCR(-1))	-0.421597	1.896359	-0.222319	0.8290
LOG(MCR(-2))	-2.344515	1.145938	-2.045936	0.0711
LOG(TVTR)	1.409154	1.050607	1.341277	0.2127
LOG(TVTR(-1))	2.576661	1.022594	2.519730	0.0328
TOR	-0.174332	0.085241	-2.045156	0.0712
TOR(-1)	-0.005737	0.105110	-0.054582	0.9577
TOR(-2)	-0.208560	0.089805	-2.322366	0.0453
C	12.88257	3.359260	3.834943	0.0040
R-squared	0.846823	Mean dependent var		5.760000
Adjusted R-squared	0.676626	S.D. dependent var		2.091939
S.E. of regression	1.189602	Akaike info criterion		3.486607
Sum squared resid	12.73638	Schwarz criterion		4.034260
Log likelihood	-23.86607	Hannan-Quinn criter.		3.593515
F-statistic	4.975547	Durbin-Watson stat		1.900018
Prob(F-statistic)	0.012027			

*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model selection.

ARDL Long Run Form and Bounds Test
 Dependent Variable: D(EG)
 Selected Model: ARDL(2, 2, 1, 2)
 Case 2: Restricted Constant and No Trend
 Date: 07/23/18 Time: 14:36
 Sample: 1 22
 Included observations: 20

Conditional Error Correction Regression				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	12.88257	3.359260	3.834943	0.0040
EG(-1)*	-1.974625	0.325449	-6.067384	0.0002
LOG(MCR(-1))	-8.311170	2.037138	-4.079826	0.0028
LOG(TVTR(-1))	3.985815	1.133037	3.517815	0.0065
TOR(-1)	-0.388629	0.092967	-4.180315	0.0024
D(EG(-1))	0.712712	0.211330	3.372505	0.0082
DLOG(MCR)	-5.545058	2.022360	-2.741875	0.0228
DLOG(MCR(-1))	2.344515	1.145938	2.045936	0.0711
DLOG(TVTR)	1.409154	1.050607	1.341277	0.2127
D(TOR)	-0.174332	0.085241	-2.045156	0.0712
D(TOR(-1))	0.208560	0.089805	2.322366	0.0453

* p-value incompatible with t-Bounds distribution.

ARDL Error Correction Regression

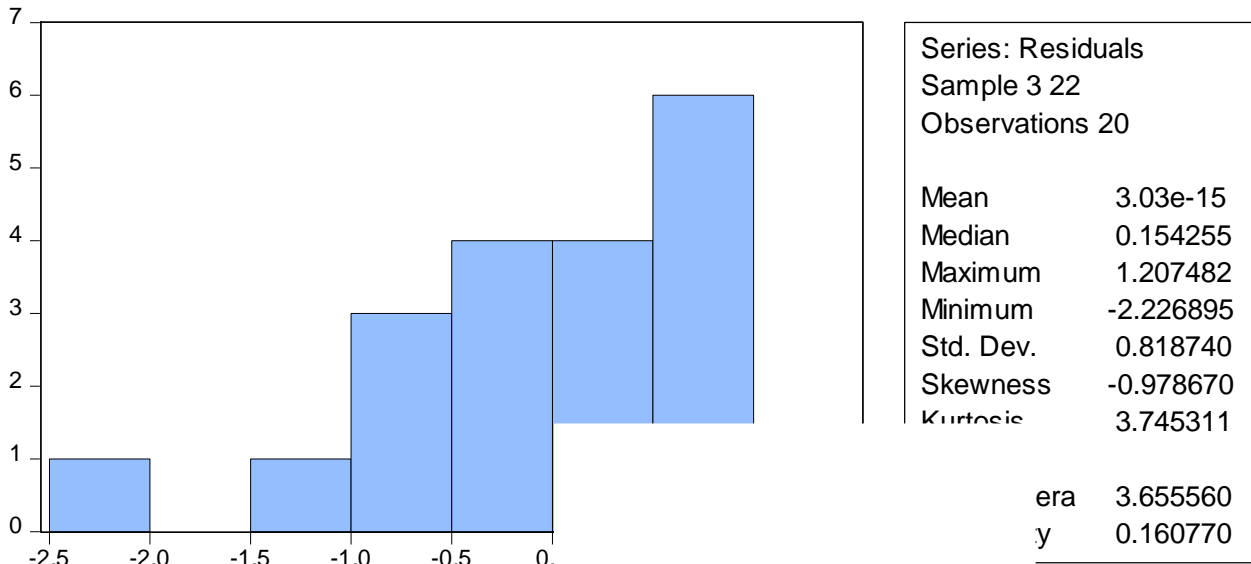
Dependent Variable: D(EG)
 Selected Model: ARDL(2, 2, 1, 2)
 Case 2: Restricted Constant and No Trend
 Date: 07/23/18 Time: 14:38
 Sample: 1 22
 Included observations: 20

ECM Regression				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(EG(-1))	0.712712	0.154078	4.625653	0.0012
DLOG(MCR)	-5.545058	1.080357	-5.132616	0.0006
DLOG(MCR(-1))	2.344515	0.667932	3.510108	0.0066
DLOG(TVTR)	1.409154	0.617189	2.283181	0.0483
D(TOR)	-0.174332	0.059554	-2.927282	0.0168
D(TOR(-1))	0.208560	0.063345	3.292472	0.0093
CointEq(-1)*	-1.974625	0.234242	-8.429842	0.0000
R-squared	0.924182	Mean dependent var	-0.335000	
Adjusted R-squared	0.889189	S.D. dependent var	2.973439	
S.E. of regression	0.989809	Akaike info criterion	3.086607	
Sum squared resid	12.73638	Schwarz criterion	3.435114	
Log likelihood	-23.86607	Hannan-Quinn criter.	3.154639	
Durbin-Watson stat	1.900018			

* p-value incompatible with t-Bounds distribution.

الملحق (8) نتائج إختبارات التشخيصية للنموذج ARDL(2,2,1,2) عند مستوى دلالة

%5



Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.051052	Prob. F(2,7)	0.9506
Obs*R-squared	0.287531	Prob. Chi-Square(2)	0.8661

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

F-statistic	0.617268	Prob. F(10,9)	0.7686
Obs*R-squared	8.136572	Prob. Chi-Square(10)	0.6155
Scaled explained SS	2.261664	Prob. Chi-Square(10)	0.9939

Ramsey RESET Test

Equation: UNTITLED

Specification: EG EG(-1) EG(-2) LOG(MCR) LOG(MCR(-1)) LOG(MCR(-2))
LOG(TVTR) LOG(TVTR(-1)) TOR TOR(-1) TOR(-2) C

Omitted Variables: Powers of fitted values from 2 to 3

	Value	Df	Probability
F-statistic	0.597912	(2, 7)	0.5758

F-test summary: