



بسم الله الرحمن الرحيم

جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا
كلية الدراسات العليا



أثر المتغيرات الإقتصادية على الأوراق المالية الحكومية

(دراسة حالة شهادة شهامة 2000-2016م)

Impact of Economic Variables on Government Securities

(Case Study of Shahama Certificate 2000-2016)

بحث تكميلي لنيل درجة الماجستير في الإقتصاد - تخصص تمويل

إشراف الدكتور:

يوسف الفكي عبد الكريم

إعداد الدراسة:

مودة عبد القادر محمد إدريس

سبتمبر 2018

الإستهلال

بسم الله الرحمن الرحيم

الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لَا يَقُومُونَ إِلَّا كَمَا يَقُومُ الَّذِي يَتَخَبَّطُهُ الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ ذَلِكَ بِأَنَّهُمْ قَالُوا
إِنَّمَا الْبَيْعُ مِثْلُ الرِّبَا وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا فَمَنْ جَاءَهُ مَوْعِظَةٌ مِّن رَّبِّهِ فَانْتَهَىٰ فَلَهُ مَا سَلَفَ
وَأَمْرُهُ إِلَى اللَّهِ وَمَنْ عَادَ فَأُولَٰئِكَ أَصْحَابُ النَّارِ هُمْ فِيهَا خَالِدُونَ

صدق الله العظيم

البقرة: 275

الإهداء

إلى من علمني النجاح والصبر إلى من أفتقده في مواجهة الصعاب ولم

تممله الدنيا لأرتوي منه - أبي رحمه الله

إلى باقة الياسمين التي يفوح شذاها في كل مكان...

أمي الغالية...

إلى من أخذوا بأيدينا إلى منار العلم لنقتدي بهم في دروب الحياة ...

الأساتذة الأجلاء

إلى من رافقونا دربا ...

زملائنا وأصدقائنا الكرام...

مودة عبدالقادر،،،

الشكر والتقدير

أول الشكر وأخره إلى المنعم البارئ عز وجل الذي أحاطنا برعايته الإلهية العظيمة ويسر لنا كل عسير وألهمنا الصبر والقوة في شق طريقنا نحو البحث العلمي.

والشكر إلى ذلك الصرح الشامخ جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا كلية الدراسات التجارية - قسم الإقتصاد التطبيقي كما أتقدم بخالص شكري وتقديري وعظيم امتناني إلى أستاذي الفاضل المشرف على هذا البحث **دكتور/ يوسف الفكي عبدالكريم** لما أبدأه لي من حسن رعاية ورعاية صدر وروح علمية مخلصه وما قدمه لي من توجيهات ونصائح سديدة وملاحظات قيمة ومثمرة.

أخيراً لأبد من كلمة شكر ومحبة لكل من شد من أزمي وساندني في إنجاز هذا العمل، جزاهم الله عني خير الجزاء.

المستخلص

يتناول البحث شهادة شهامة وتأثرها بالتضخم والإستثمار المالي في السودان خلال الفترة من (2000-2016م)، ويهدف البحث إلى التعرف على أنواع الأوراق المالية الحكومية في سوق الخرطوم للأوراق المالية، ودراسة تحليل آثار شهادة شهامة على الناتج المحلي الإجمالي والتضخم والإستثمار المالي في السودان وإلى أي مدى ساهمت في توجيه حركة هذه المؤشرات سلباً وإيجاباً، كما يفترض البحث وجود علاقة طردية بين شهادة شهامة والناتج المحلي الإجمالي، ووجود علاقة عكسية بين شهادة شهامة ومعدلات التضخم، ووجود علاقة طردية بين شهامة والإستثمار المالي في السودان، وإتبع هذا البحث المنهج الوصفي التحليلي والإستقرائي لوصف المتغيرات الداخلة في تقدير النموذج، أهم النتائج التي توصلت إليها البحث وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين حجم العائد من شهادات شهامة والناتج المحلي الإجمالي، ووجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين التضخم وحجم العائد من شهادات شهامة، ووجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين حجم العائد من شهامة والإستثمار المالي، ومن أهم توصيات البحث تعميم شهادات شهامة على كافة أفراد المجتمع، العائد من شهامة يجب أن يُوظف في التمويل الإنتاجي الحقيقي، تهيئة البيئة الإستثمارية وذلك من خلال حماية المستثمر وتوفير المعلومات التي تساعد في عملية القرار الإستثماري، ضمان إستمرار الطلب على شهادات شهامة مستقبلاً يتطلب إستمرار وتعزيز سهولة تسهيلها عن طريق تعميق الأسواق الثانوية وتبسيط إجراءات التداول، كما يتطلب تأسيس إجراءات معقولة بمستوى جيد من الشفافية تتضمن توفير المعلومات الكاملة حول أداء الإستثمارات المكونة لشهامة وربحياتها لجمهور المتعاملين، ضرورة وجود عمل متكامل داخل الدولة لنشر التعامل الإستثماري وتنمية الوعي الإستثماري عند المستثمرين وعند الأفراد لتشجيعهم على الإستثمار في الأوراق المالية وتوضيح أهمية ذلك على الإقتصاد إلى جانب تحقيق مكاسب وأرباح لهم.

Abstract

The purpose of this research. Is to study Shaham's stock exchange and its affection with financial investment and inflation in Sudan during the years (2000-2016), the study intends to know the types of governmental stock exchange in Khartoum and to analyze the effect of Shahama on the total local products, inflation and financial investment in Sudan and to what extent it affects positively and negatively on this stocks . One of the main hypotheses of this study is availability of direct relationship between Shahama and the total local product and also availability of opposite relationship between Shahama and the level of inflation and also direct relationship between Shahama and financial investment in Sudan. The study method is analytical descriptive which describes the changes occurred in the grade of the sample. The study findings show the negative statistical relationship between the benefits amount from Shahama and the total local product, and also opposite statistical relationship between inflation and benefits amount from Shahama and also negative statistical relationship between the benefit amount from Shahama and financial investment. The most important recommendation of the study: is to circulate Shahama policy to all society individuals. Shahama benefits must be employed in real production fund with creating good investment environment , that will be gained through protection of investor and availing information which hekp the investment decision and grant the continuity of demand of Shahama in the future. That needs continuity and easiness of simplifying the processing of exchange . it also needs establishing of suitable process in good and transparency level which grant to avail full information about the performance of Shahama investment and the benefit to the dealers . there must be integral work inside the State to spread the investment's deal and develop the investment awareness among the investors and individual to encourage them to invest in the stock exchange, clarifying its important in the economic beside the benefits fulfilled for them.

قائمة المحتويات

رقم الصفحة	الموضوع
أ	الآية.
ب	الشكر والتقدير.
ج	الاهداء.
د	مستخلص البحث.
هـ	Abstract
و	قائمة المحتويات.
ح	قائمة الجداول.
الفصل الأول: الإطار المنهجي والدراسات السابقة	
2	المبحث الأول: الإطار المنهجي.
2	المقدمة.
3	مشكلة البحث.
3	أهداف البحث.
4	فرضيات البحث.
4	منهجية البحث.
4	مصادر البحث.
5	حدود البحث.
5	هيكل البحث.
6	المبحث الثاني: الدراسات السابقة والفجوة البحثية.
الفصل الثاني: التضخم والإستثمار المالي في السودان	
16	المبحث الاول: لمحة موجزة عن الإقتصاد السوداني.
23	المبحث الثاني: التضخم في السودان.

36	المبحث الثالث: الإستثمار المالي.
الفصل الثالث: أسواق الأوراق المالية وشهادة المشاركة الحكومية (شهامه)	
46	المبحث الأول: أسواق الأوراق المالية.
63	المبحث الثاني: سوق الخرطوم للأوراق المالية.
74	المبحث الثالث: شهادة المشاركة الحكومية (شهامه).
الفصل الرابع: تأثير شهادة شهامه بالتضخم والإستثمار المالي في السودان	
83	المبحث الأول: توصيف النموذج القياسي.
90	المبحث الثاني: تقدير معلمات النموذج.
الخاتمة	
106	النتائج.
107	التوصيات.
108	مقترحات لدراسات مستقبلية
109	المصادر والمراجع.
الملاحق.	

قائمة الجداول

رقم الصفحة	الموضوع	رقم الجدول
17	إجمالي الناتج المحلي للفترة 2000-2016م.	(1-2)
34	معدلات التضخم 2000-2016م.	(2-2)
93	نتائج إختبار جذر الوحدة بإستخدام فيليب بريق.	(1-4)
94	نتائج إختبار جوهانسون جوليز للتكامل المشترك.	(2-4)
96	نتائج تقدير النموذج الأصلي.	(3-4)
98	نتائج التقدير وفق المعيار الإحصائي.	(4-4)
101	إختبار مشكلة عدم ثبات التباين.	(5-4)
101	إختبار ديرين واتسون.	(6-4)
102	إختبار مشكلة الارتباط الخطي المتعدد.	(7-4)
103	إختبار تايل لمقدرة النموذج على التنبوء.	(8-4)

الفصل الأول

الإطار المنهجي والدراسات السابقة

المبحث الأول: الإطار المنهجي.

المبحث الثاني: الدراسات السابقة.

تمهيد:

يتناول هذا المبحث الإطار المنهجي للبحث وهو عبارة عن مقدمة للبحث وأهداف البحث ومشكلة وفرضيات ومنهجية البحث والمصادر التي إعتد عليها البحث، كذلك يتناول حدود البحث المكانية والزمانية وحدود موضوع البحث وأخيراً هيكل البحث، ويتناول المبحث الثاني الدراسات السابقة لموضوع البحث والفجوة البحثية.

المبحث الأول: الإطار المنهجي

المقدمة:

الأوراق المالية يقصد بها صكوك القروض والمقارضة وأي صكوك أخرى بموجب صيغ المعاملات الإسلامية التي تصدرها الحكومة ومؤسساتها العامة وشركات المساهمة العامة والأسهم التي تصدرها شركات المساهمة العامة وما في حكم ذلك من الصكوك والأوراق المالية، والتعامل بالأوراق المالية يقصد به عمليات شراء وبيع الأوراق المالية مباشرة أو بالوكالة وانتقال ملكيتها وتثبيت هذه الملكية في سجلات سوق الأوراق المالية. وينقسم سوق الأوراق المالية إلى سوق أولي وهو سوق إصدار الأوراق المالية وسوق ثانوي وهو السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي تم إصدارها.

تم إنشاء سوق الخرطوم للأوراق المالية للقيام بالعديد من الوظائف منها تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بيعاً وشراءً وتشجيع الإيداع وتنمية الوعي الإستثماري بين المواطنين وتهيئة الظروف الملائمة لتوظيف المدخرات في الأوراق المالية بما يعود بالنفع على المواطن والإقتصاد الوطني. وشهادة المشاركة الحكومية " شهامة " هي إحدى أدوات عمليات السوق المفتوح التي يقوم بها بنك السودان المركزي لضبط السيولة في الإقتصاد الوطني، وهي عبارة عن صكوك أو شهادات تصدرها وزارة المالية بصيغة المشاركة بواسطة شركة السودان

للخدمات المالية وتم إصدارها لأول مرة في العام 1999م، وتهدف هذه الشهادات إلى تحريك المدخرات والاستثمارات والمساهمة في دعم برامج التنمية الاقتصادية والتحكم في عرض النقود وتغطية جزء من عجز الموازنة.

إن لمعدل التضخم أثره على أسعار الأوراق المالية المتداولة ، فالمعلومات عن ارتفاع غير متوقع في معدل التضخم مثلاً من شأنه أن يترك أثراً عكسياً على تلك الأسعار وذلك لأن المعلومات المتاحة عن معدل التضخم قد تحمل في طياتها توقع المزيد من الزيادة فيه وهذا يعني ارتفاع في معدل العائد على الإستثمار في الورقة المالية وانخفاض قيمتها السوقية نتيجة ذلك. والإستثمار هو توظيف المال في أي نشاط أو مشروع إقتصادي يعود بالمنفعة المشروعة على البلد.

أولاً/ مشكلة البحث:

تعتبر شهامة سندات قائمة على أصول حقيقية يتم إصدارها مقابل حقوق ملكية الدولة في عدد من المؤسسات الربحية ذات الكفاءة والإدارة وكان الهدف من إصدارها هو توفير آليات للبنك المركزي تعينه في إدارة السيولة ومحااربة التضخم وزيادة كل من الناتج المحلي الإجمالي والإستثمار المالي، ولكن هل يتأثر إصدار هذه الشهادة ببعض مؤشرات الإداء الإقتصادي مثل التضخم والناتج المحلي الإجمالي والإستثمار المالي، ويحاول البحث الإجابة على هذه الإسئلة؟

1- ماهي مساهمة شهادات شهامة في الناتج المحلي الإجمالي؟

2- ماهي العلاقة بين شهادات شهامة والتضخم؟

3- ماهو دور شهادات شهامة في جذب الإستثمار المالي؟

ثانياً/ أهداف البحث:

يهدف هذا البحث إلى:

1- التعرف على أنواع الأوراق المالية الحكومية المستخدمة في سوق الخرطوم للأوراق المالية.

2- التعرف على الخطوات التي ينتهجها البنك المركزي للتحكم في السيولة بواسطة الأوراق المالية الحكومية للمساهمة في تحقيق الأهداف الكلية للسياسة النقدية.

3- دراسة وتحليل آثار شهادات شهامة على التضخم.

4- دراسة وتحليل آثار شهادات شهامة على الإستثمار المالي.

ثالثاً/ فرضيات البحث:

- 1) وجود علاقة طردية بين العائد من شهادات شهامة والنتاج المحلي الإجمالي.
- 2) وجود علاقة عكسية بين إجمالي العائد من شهادات شهامة ومعدلات التضخم.
- 3) وجود علاقة طردية بين العائد من شهادات شهامة وزيادة الإستثمارات المالية في السودان.

رابعاً/ منهجية البحث:

يعتمد هذا البحث على المنهج الوصفي التحليلي والإستقرائي لوصف المتغيرات من خلال دراسة شهادات شهامة وتأثيرها بمعدلات التضخم والإستثمار المالي للفترة من 2000 - 2016م بالإضافة إلي إستخدام برامج التحليل الإحصائي وإستخلاص النتائج.

خامساً/ مصادر البحث:

يعتمد البحث بشكل أساسي على المصادر الثانوية، حيث يتم جمع البيانات من تقارير سوق الخرطوم للأوراق المالية وتقارير بنك السودان المركزي وشركة السودان للأوراق المالية بالإضافة للمراجع والدوريات والبحوث السابقة.

سادساً/ حدود البحث:

الحدود المكانية: جمهورية السودان

الحدود الزمنية: 2000 - 2016م

سابعاً/ هيكل البحث:

ينقسم البحث إلى اربعة فصول، يحتوي الفصل الأول على المقدمة والإطار المنهجي والدراسات السابقة والفجوة البحثية، ويحتوي الفصل الثاني على لمحة موجزة عن الإقتصاد السوداني والتضخم والإستثمار المالي في السودان (2000 . 2016م)، ويحتوي الفصل الثالث على مفاهيم أسواق الأوراق المالية ومفهوم وعمل والهدف من شهادة المشاركة الحكومية (شهادة) محل الدراسة.

وأخيراً الفصل الرابع تقدير دالة شهادات شهامة ويشمل توصيف النموذج وتقديره وإختبار قدرته التنبؤية، ومن ثم مناقشة الفرضيات وسيُختم البحث بالنتائج والتوصيات المقترحة بالإضافة إلى قائمة المراجع.

المبحث الثاني: الدراسات السابقة والفجوة البحثية

الدراسات السابقة:

1-دراسة رجاء مصطفى عثمان(2004م)⁽¹⁾:

مشكلة الدراسة: تختلف الوسائل والأدوات التي تستخدمها البنوك التجارية لتحقيق أهدافها باختلاف النظام الإقتصادي السائد. مرت السياسة النقدية في السودان بعدة منعطفات من نظام إقتصادي يستخدم سعر الفائدة كأداة للسياسة النقدية والتمويلية إلى نظام يستخدم الأدوات الإسلامية إلى جانب سعر الفائدة منذ العام 1984م ثم المرحلة الأخيرة وهي الأسلمة الكاملة أو تعميق أسلمة المعاملات المصرفية والمالية منذ العام 1990م. واجهت السياسة النقدية في هذه الفترة مشكلة عدم وجود آلية إسلامية لتقوم مقام عمليات السوق المفتوح الربوية والتي كان يستخدم فيها سندات الخزنة بسعر الفائدة المعلوم مسبقاً، حيث كانت المصارف التجارية ملزمة بشراء تلك السندات لتوفير الموارد اللازمة للصرف على المشاريع التنموية. حتى صدور شهادة المشاركة الحكومية وشهادة مشاركة البنك المركزي كبداية إسلامية. والسؤال هو ما هو دور هذه الشهادات كأدوات للسياسة النقدية لتحقيق الأهداف التي أصدرت من أجلها؟

تفترض الدراسة: تؤثر شهادة المشاركة الحكومية على إستدانة الحكومة من الجهاز المصرفي بتخفيضها والإستعاضة عنها بتمويل من القطاع الخاص غير التضخمي وإصدارها حسب عجز الموازنة، كما تؤثر شهادة المشاركة الحكومية على العملة في أيدي الجمهور أي العملة المتداولة خارج الجهاز المصرفي، أيضاً يؤثر الجزء من شهادة المشاركة الحكومية المباعة لبنك السودان سلباً على معدلات التضخم بإعتباره تمويل للحكومة من بنك السودان.

(1) رجاء مصطفى عثمان (2004 م) ، إدارة السيولة في الإقتصاد الإسلامي .تقديم تجربة شهادات المشاركة السودانية للفترة 1998 . 2002م ، رسالة ماجستير (غير منشورة) . جامعة الخرطوم.

منهجية الدراسة: أعمدت هذه الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي وذلك بجمع البيانات الإحصائية إعتماً على المصادر الثانوية المتاحة من الجهات ذات الإختصاص متمثلة في التقارير الدورية لبنك السودان وشركة السودان للخدمات المالية مستخدمة التحليل الإحصائي البسيط لمعرفة العلاقة بين المتغيرات الإقتصادية النقدية في فترة ظهور الشهادات ومقارنتها مع الفترة ما قبل الصدور.

النتائج والتوصيات: أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة أنه وبالرغم من نجاح تجربة الشهادات إلا أنها لم تؤثر على العملة المتداولة بالصورة المطلوبة وأثرت بشكل أكبر على العملة لدى الجهاز المصرفي، كما نجحت شهادات المشاركة الحكومية في توفير مبالغ كبيرة لتمويل عجز الحكومة وذلك بتمويل من القطاع المصرفي الخاص بموارد حقيقية بدلاً من التمويل من الجهاز المصرفي بطباعة عملة وهو تمويل يؤدي إلى إرتفاع عرض النقود ومعدلات التضخم، لم تؤثر الشهادات المشتراة بواسطة البنوك التجارية والجمهور على ودائع المصارف التجارية والتمويل المصرفي للقطاع الخاص.

وأوصت الدراسة بالإلتزام ببيع شهادات المشاركة الحكومية للقطاع الخاص بدلاً من بيعها لبنك السودان والإلتزام بإصدارها حسب عجز الموازنة حتى لا يؤدي الإفراط في الإصدار والبيع إلى إضافة عبء على الحكومة ممثلة في العوائد المرتفعة على هذه الشهادات، كما أوصت الدراسة بالعمل على زيادة وعي الجمهور ورفع الوعي الإدخاري والإستثمالي وذلك لتقليل حجم العملة المتداولة خارج الجهاز المصرفي، أيضاً أوصت على تشجيع تداول الشهادات بين المصارف التجارية.

2-دراسة شوقي عزمي محمود (2009م)⁽¹⁾:

مشكلة الدراسة: تبلورت مشكلة الدراسة في ضرورة إيجاد وسائل فعالة ومشجعة تعمل على بناء الثقة بين الجمهور وسوق الخرطوم للأوراق المالية وذلك من خلال معرفة الإستثمار في الأوراق المالية والقواعد التي تحكم التعامل فيه والإلمام بالظروف والبيئة التي تحيط بالورقة المالية ومعرفة تأثيرها وذلك حتى يتمكن السوق من تأدية الدور المناط به بأفضل الطرق.

فروض الدراسة: الظروف الإقتصادية المحيطة بالورقة المالية تؤثر سلباً أو إيجاباً في حجم التداول، عملية التخصص تؤدي لتنشيط حركة التداول بسوق الخرطوم للأوراق المالية، أسهم القطاع المصرفي تؤثر إيجاباً في حجم التداول بالبورصة مقارنة بالقطاعات الأخرى، إنخفاض القيمة السوقية عن القيمة الاسمية للسهم.

منهج الدراسة: إتمدت الدراسة على المنهج الوصفي بالإضافة إلى منهج دراسة الحالة كما توصلت للنتائج عن طريق المنهج التحليلي الإستنباطي.

النتائج والتوصيات: توصلت الدراسة إلى أن غالبية الشركات لا تلتزم بنشر القوائم في الصحف أو تعقد إجتماعاتها العامة في الموعد المحدد له مما يؤثر سلباً على قرار المستثمر في تحديد الأسعار التي يمكن أن يشتري أو يبيع بها ، لقد بدأ برنامج الخصخصة بطرح أسهم أكثر الشركات في القطاع العام ربحيةً مثل الأسواق الحرة ، بنك الخرطوم، الفنادق.

والتخلص من أكثر المؤسسات الأقل ربحيةً التي تولد عجز في ميزانية الدولة مما يجعلها تلجأ إلى الإقتراض من الجهاز المصرفي والأفراد بضمن ما تملكه من أسهم في شركات أخرى أو تلجأ إلى فرض رسوم وضرائب جديدة مما يشكل عبئاً إضافياً على المواطنين وذلك بغرض سد العجز في الموازنة، والأمر الذي يفترض أن يحدث هو العكس وذلك بالتخلص من المؤسسات

(1) شوقي عزمي محمود (2009م) ، الأستثمار في الأوراق المالية والتنمية الإقتصادية في السودان - رسالة ماجستير (غير منشورة) - جامعة الزعيم الأزهري.

والشركات التي لا تحقق إيراداً مرضياً فيتم بيعها لشركاء إستراتيجيين بغرض إعادة هيكلة وتأهيل الشركة فنياً وإدارياً ومالياً ومن ثم يتم طرح جزء من رأسمالها للإكتتاب العام. أوصت الدراسة بأن تعمل الدولة وفقاً لإستراتيجية واضحة ومحددة المعالم تهدف إلى رفع مستوى معدل الدخل القومي ومن ثم رفع مستوى الدخل الفردي، ضرورة توفير فرص العمل بخلق مشاريع صناعية وزراعية عن طريق المبادرة في تأسيس شركات مساهمة عامة تعمل على إستقطاب المستثمرين داخل وخارج السودان، تحويل بعض مؤسسات الدولة وهيئاتها الإقتصادية إلى شركات مساهمة عامة من خلال بدء الخصخصة بالمؤسسات الخاسرة التي لا تحقق أرباح تليها الأقل ضرراً مع الإبقاء على المؤسسات ذات العائد المرتفع، تشجيع البنوك على إستثمار نسبة أكبر من محافظها الإستثمارية في سوق الخرطوم للأوراق المالية مع مراعاة شكل التكوين للمحفظة لتقليل المخاطر، ضرورة تهيئة التشريعات المنظمة لسوق الخرطوم للأوراق المالية بصورة لا يكون فيها أي لبس أو غموض.

3- محمد محمد الحسن (2010 م) (1):

مشكلة الدراسة: الهدف من إصدار شهادات المشاركة الحكومية شهامة هو توفير آليات للبنك المركزي تساعده على إدارة السيولة إلا أن هذه الشهادات أصبحت وفي خلال فترة وجيزة وسيلة فعالة لتمويل عجز الميزانية العامة وتقوم بتغطية جزء من العجز في الموازنة وتحاول الدراسة الأجابة على عدد من الأسئلة وهي: ما هو أثر شهامة في تمويل عجز الموازنة؟ ما هو دور شهامة في جذب الإستثمارات؟ وهل حققت شهامة هدف إصدارها؟

فرضيات الدراسة: وجود علاقة طردية بين الإستثمار في شهامة وبين الموجه من شهامة لتمويل العجز الداخلي، وجود علاقة طردية بين شهامة وعرض النقود في الإقتصاد، وجود

(1) محمد محمد الحسن (2010 م)، أثر الأوراق المالية الحكومية في التمويل وعجز الموازنة دراسة حالة شهادة شهامة (2000 - 2008 م) رسالة ماجستير (غير منشورة) - جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا.

علاقة عكسية بين شهامة ومعدلات التضخم. منهج الدراسة: تأخذ هذه الدراسة بالمنهج الوصفي التحليلي بالإضافة إلى أسلوب دراسة الحالة وإستخدام برنامج التحليل الإحصائي. النتائج والتوصيات: توصلت الدراسة إلى أن شهامة شهامة أسهمت في توفير موارد حقيقية غير تضخمية خلال فترة الدراسة، جذبت شهامة شرائح مختلفة للإستثمار فيها تمثلت في أربعة قطاعات (مصارف تجارية، شركات ومؤسسات، أفراد والمصرف المركزي)، أسهمت شهامة في تحريك سوق الخرطوم للأوراق المالية عبر التداول في السوق الثانوي، مثلت شهامة نسبة 19% من عرض النقود ساهم فيها إستثمار الجمهور في شهامة بنسبة 5% من عرض النقود، ساهمت شهامة في إجمالي الإيرادات العامة للدولة.

أوصت الدراسة بضرورة تعميق الوعي الإذخاري والإستثماري لدى قطاعات الشعب السوداني، ضرورة إختيار مكونات جديدة تشمل مؤسسات وشركات لم تدخل من قبل في مكونات شهامة بالإضافة إلى إدخال أصول إستثمارية حكومية ذات قيم إقتصادية جيدة، طرح أسهم بعض الشركات والمؤسسات المملوكة للحكومة للإكتتاب العام، إعادة النظر في توزيع موارد شهامة وعدم قصرها على إدارة السيولة ومصدر تمويلي لسد العجز في الموازنة.

4- محمد عبدالله محمد (2013 م) (1):

مشكلة الدراسة: توجد بعض الآثار السالبة الناتجة عن عدم فهم المواطنين بكل طبقاتهم لطبيعة عمل سوق الخرطوم للأوراق المالية. ثقافة جديدة عليهم وعدم فهمهم لأهمية الإستثمار في الأوراق المالية وعدم إلمامهم بالقوانين واللوائح التي تيسر لهم التعامل بالأوراق المالية مما أدى لإحجامهم عن التعامل مع السوق لذلك قامت الدراسة للتعرف على دور بنك الإستثمار المالي في التنمية الإقتصادية وتنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية عن طريق الصناديق

(1) محمد عبدالله محمد (2013م)، دور بنك الإستثمار المالي في التنمية الإقتصادية في السودان - دراسة تطبيقية على صناديق الإستثمار 2001 - 2011م رسالة ماجستير (غير منشورة) - جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا.

الإستثمارية من خلال الأسئلة الآتية: هل لبنك الإستثمار المالي دور فاعل في التنمية الإقتصادية؟ هل يعتبر بنك الإستثمار المالي من أكبر الجهات المساهمة في تنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية عبر صناديقه الإستثمارية، وهل زاد عدد الصناديق المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية خلال فترة الدراسة؟ هل ساهم تداول صناديق الإستثمار في إرتفاع حجم تداول السوق ؟ هل ساهم عدد العقود المنفذة بالصناديق في إرتفاع عدد العقود المنفذة في السوق.

فرضيات الدراسة: زيادة عدد صناديق الإستثمار بسوق الخرطوم للأوراق المالية خلال فترة (2006_ 2011م) تؤدي إلى تنشيطه، المساهمة الضئيلة لتداول صناديق الإستثمار في زيادة حجم التداول، المساهمة الضئيلة لصناديق الإستثمار في زيادة عدد العقود المنفذة بسوق الخرطوم للأوراق المالية.

منهج الدراسة: إتمدت الدراسة على المنهج التحليلي والوصفي وتناولت منهج دراسة الحالة بالتطبيق على بنك الإستثمار المالي وتقييم أدائه للوصول إلى النتائج.

النتائج والتوصيات: توصلت الدراسة إلى أن هناك دور فاعل لبنك الإستثمار المالي في التنمية الإقتصادية وذلك عبر تمويله لمشروعات تنموية عبر صناديق تسمى بصناديق التنمية، هنالك بنك واحد هو بنك الإستثمار المالي المتخصص في شئون الإستثمار المالي في السودان، هنالك زيادة في عدد الصناديق المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية خلال فترة الدراسة، قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية غير مرن ومستحدث.

وأوصت الدراسة بإستمرارية إدراج المزيد من صناديق الإستثمار بالسوق لأن إدراج صكوك الصندوق في السوق تؤدي إلى زيادة عرض الأوراق المالية المسجلة بالسوق وبالتالي تساعد على تنشيطه، زيادة عدد العقود بالصندوق وذلك من خلال زيادة عدد الصفقات في السوق الثانوية، الإهتمام بقطاع صناديق الإستثمار كأحد قطاعات السوق بإعتباره يلعب دوراً مهماً في

تنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية ، تفعيل وتطوير قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية ليلبي رغبات المستثمرين ولجذبهم ، زيادة عدد بنوك الإستثمار حتى تتكامل الأدوار وتكون هنالك منافسة من أجل تطوير السوق المالية وتنشيطها والمساهمة الفاعلة في التنمية الإقتصادية.

5- ملاذ خلف الله (2014م)⁽¹⁾:

مشكلة الدراسة: الركود الذي صاحب سوق الخرطوم للأوراق المالية منذ نشأته بجانب قصور دور وكلاء التسويق في الأنشطة الترويجية لجذب مدخرات الجمهور وإعادة إستثمارها في سوق الخرطوم للأوراق المالية لذلك كان السؤال المحوري لمشكلة الدراسة، هل قام بنك الإستثمار المالي بالدور المناط به في تنشيط هذا السوق وتعبئة هذه المدخرات عن طريق إنشاء الصناديق الإستثمارية؟ وتفرعت عن هذا السؤال أسئلة جانبية: ماهي الصناديق الإستثمارية التي يتم تكوينها في البنوك الإستثمارية ؟ ما طبيعة هذه الصناديق؟ كيف يتم تقييم أداء صناديق الإستثمار وكيف يتم إتخاذ قرار الإستثمار فيها؟

فروض الدراسة: قيام بنك الإستثمار المالي بالدور الإعلامي يزيد من الوعي الإستثماري لدى جمهور المستثمرين مما يساعد على جذب مدخراتهم لإعادة إستثمارها، زيادة معدلات الإستثمار في الصناديق الإستثمارية يسهم في تفعيل وتنشيط حجم التداول بسوق الخرطوم للأوراق المالية، صناعة صناديق الإستثمار تجربة أُدخلت حديثاً بالسودان أدت إلى جذب مدخرات المستثمرين، إستخدام الأساليب الحديثة لتقليل مخاطر الأوراق المالية ساهمت بإنشاء صناديق الإستثمار وجذب المستثمرين.

⁽¹⁾ ملاذ خلف الله حسن(2014م) ، دور صناديق الإستثمار في تنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية ، تجربة بنك الإستثمار المالي 2004-2013م رسالة ماجستير (غير منشورة) - جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا.

منهجية الدراسة: إتبعنا الدراسة المنهج الوصفي التحليلي.

النتائج والتوصيات: الصناديق الإستثمارية تمثل محفظة عامة يشارك فيها كل من يرغب عكس المحافظ الخاصة التي يديرها البنك لصالح عميل أو عملاء محدودي العدد وتتناسب مكونات المحفظة مع ظروف العميل الشخصية من حيث رأس مالها وفترة تصفيتها، تكمن أهمية تكوين المحافظ الإستثمارية وإدارة الصناديق الإستثمارية على جذب المستثمرين الذين لا يرغبون في الدخول مباشرة في سوق الخرطوم للأوراق المالية والذين تنقصهم الخبرة والمعرفة والوقت اللازم للتعامل مع الأوراق المالية وهي بذلك تسهم بشكل غير مباشر في جذب المدخرات التي كان يصعب دخولها في سوق الأسهم، أن دخول بنك الإستثمار المالي ضمن وكلاء سوق الخرطوم للأوراق المالية له دور فعال في رفع حجم التداول بالبورصة الأمر الذي يؤكد تخصص البنك في مجال الأوراق المالية مما ساهم في تنشيط سوق الخرطوم المالي منذ نشأته، أن الدور الإعلامي الذي يقوم به البنك في الداخل لا يؤثر في توعية الجمهور لجذب مدخراتهم من خلال مقارنة عدد صكوك الصناديق المطروحة للإكتتاب والتي تم الإكتتاب فيها فعلاً مما يؤكد أن سوق الخرطوم المالي مازال في طور الحداثة.أوصت الدراسة بالإستمرار في إنشاء وإدارة الصناديق الإستثمارية للمساهمة في تنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية وتجذب المدخرات للمساهمة في تنمية قطاعات الإقتصاد القومي، ضرورة الإستفادة من خبرات الدول التي سبقت السودان في هذا مجال صناعة الصناديق الإستثمارية من خلال الترويج المكثف للإستثمار في الصناديق لجذب مدخرات القطاع الخاص أكثر، تنويع مجالات عمل الصناديق الإستثمارية وذلك لتحقيق عوائد مجزية لحملة الصكوك وتخفيض نسبة المخاطر عن طريق التنويع الجيد للإستثمارات، ضرورة نشر القوائم المالية للصناديق الإستثمارية تطبيقاً لمبدأ الإفصاح والشفافية.

الفجوة البحثية:

من خلال إستعراض الدراسات السابقة إتضح أنها ناقشت مشكلات ذات علاقة بموضوع الدراسة وهي تمثل أساس جيد للإستفادة من النتائج والتوصيات التي توصلت إليها في هذه الدراسة.

هذه الدراسة تتناول أثر الأوراق المالية الحكومية على التضخم والإستثمار المالي _ دراسة حالة شهادة المشاركة الحكومية شهامة للفترة من (2000 _ 2016م) من خلال الإستئلة التي سيبحث لها عن أجوبة وفرضيات الدراسة التي سيتم إختبارها.

أما الدراسات السابقة التي تناولت موضوع الأوراق المالية الحكومية والإستثمار المالي فإن هذه الدراسة تختلف عن هذه الدراسة من حيث المتغيرات التي تتناولها وفترة الدراسة.

الفصل الثاني

التضخم والإستثمار المالي في السودان (2000 . 2016م)

المبحث الأول:لمحة موجزة عن الإقتصاد السوداني.

المبحث الثاني: التضخم _ مفاهيم أساسية.

المبحث الثالث: الإستثمار المالي _ مفاهيم أساسية.

تمهيد:

يتكون هذا الفصل من ثلاثة مباحث، يتناول المبحث الأول لمحة موجزة عن الإقتصاد السوداني والمبحث الثاني يتناول مفهوم التضخم (أنواع وآثار التضخم والتضخم في السودان) والمبحث الثالث يتناول مفهوم الإستثمار المالي (تعريف الإستثمار المالي ودوافع وأدوات ومجالات وخصائص الإستثمار المالي).

المبحث الأول: لمحة موجزة عن الإقتصاد السوداني

إن البناء الإقتصادي في السودان يعكس بقدر كبير موقف البناء الإقتصادي لدولة نامية تخطو خطواتها الأولى في مسار التنمية، فالملامح الرئيسية التي تميز إقتصاديات الدول النامية عن غيرها من الدول المتقدمة تسود بقدر كبير في السودان ولكن يصعب علنا أن نُشير على وجه التحديد المرتبة أو المقام الذي يحتله السودان بين هذه الدول النامية. فحسب تصنيف الأمم المتحدة للدول يُعتبر السودان إحدى الدول التي تكون قائمة الـ 25 دولة الأقل نمواً في العالم⁽¹⁾ وبالنظر إلى السمات التي تميز الدول النامية نجد أنها تُطابق إلى حد كبير السمات الإقتصادية والإجتماعية السائدة في السودان، فالملامح الرئيسية للإقتصاد السوداني توضح ضعف الهيكل الإقتصادي مقارنة مع الهياكل الإقتصادية في الدول المتقدمة، ولدراسة الإقتصاد السوداني لابد من تناول مكوناته وملامحه الأساسية ويأتي في مقدمتها معرفة الناتج المحلي، وتساعد معرفة الناتج المحلي ومقاديره من عام لآخر في إبراز الصورة الحقيقية للإقتصاد القومي وتوضح كذلك التغيرات الأساسية التي تطرأ على هيكل الإقتصاد فأجمالي الناتج المحلي الذي أبدى زيادة سنوية مضطربة عدا سنوات قليلة منذ العام 1955/ 1956م حيث بدأ تسجيل الناتج والمنصرف القومي سنوياً أوضح أن زيادته لم تكن بالقدر الذي يُمكن من تحقيق معدلات

⁽¹⁾ عثمان إبراهيم السيد ، الإقتصاد السوداني ، الطبعة الثانية ، أم درمان، المؤسسة العامة للطباعة والنشر، 1998م، ص 12.

زيادة كبيرة في متوسط دخل الفرد في السنة. والأمر في هذا الشأن يعتمد على مكونات الناتج القومي نفسه من مصادر رئيسية وعلى عدد السكان في البلاد، وقد كان إنخفاض متوسط دخل الفرد في بعض السنوات نتيجة للضعف الذي أصاب بعض مكونات الناتج القومي المحلي وعلى رأسها الزراعة.

جدول رقم (1-2): الناتج المحلي الإجمالي للفترة 2000 . 2016م

السنة	الناتج المحلي الإجمالي / ملايين الجنيهات
2000	13272.6
2001	1464.9
2002	1566.2
2003	1717.3
2004	1733.5
2005	1904.7
2006	2082.3
2007	22916
2008	23798
2009	24868
2010	26482
2011	186689.9
2012	243412.8
2013	294630.2
2014	475827.8
2015	282936.7
2016	645373

المصدر: الجهاز المركزي للإحصاء

نلاحظ من الجدول أعلاه زيادة في إجمالي الناتج المحلي بالأسعار الجارية للفترة (2000-2016 م) ويعني ذلك أن الإقتصاد السوداني قد سجل تطور ملحوظ خلال هذه الفترة.

تُشارك القطاعات الإقتصادية بنسب متفاوتة في إجمالي الناتج المحلي سنوياً بناءً على الظروف الإنتاجية التي تمر بكل قطاع وحجم الإستثمارات السنوية والظروف المناخية ومستوى الإنتاجية والأسعار العالمية لمنتجات البلاد هي العوامل التي تؤثر في حجم إجمالي الناتج المحلي ومن ثم الدخل القومي⁽¹⁾، وتوسعى الدول دائماً لزيادة مستوي معدل النمو الحقيقي وليس النقدي لإجمالي الناتج المحلي لأن الزيادة السنوية الحقيقية في إجمالي الناتج المحلي هي التي تعكس مستوى الزيادة الفعلية في هذا المتغير الإقتصادي المهم.

خطط وبرامج الإستثمار:

عرف السودان برامج الإستثمار منذ منتصف الأربعينات حيث تم وضع أول برنامج إستثماري لفترة 1946 - 1951م⁽²⁾ أي بعد الحرب العالمية الثانية مباشرةً ثم تلى ذلك برنامج خماسي آخر لفترة 1951 - 1956م، وتلى ذلك برنامج الخطة الخمسية للفترة 1947 . 1952 . ولم يُنفذ بسبب عدم توفر الموارد المالية المطلوبة للتنفيذ.

وفي عام 1988 تم وضع البرنامج الرباعي 1988/1989 - 1991/1992م وقبل أن يوضع هذا البرنامج الرباعي موضع التنفيذ تغير نظام الحكم في السودان إثر قيام نظام الإنقاذ الوطني وفي أكتوبر 1989م عُقد مؤتمر إقتصادي شامل وإستناداً على توصيات ومقررات ذلك المؤتمر تم إعداد البرنامج الثلاثي للإنقاذ الإقتصادي للأعوام 1990-1993م. ووفاءً لمقررات المؤتمر الإقتصادي وضعت الأهداف العامة التالية:

1. تحريك جمود الإقتصاد وتوجيهه نحو الإنتاج.

⁽¹⁾المرجع السابق ، ص 19 .

⁽²⁾عبد الوهاب عثمان ، منهجية الإصلاح الإقتصادي في السودان ، شركة مطابع السودان للعملة المحدودة ، سبتمبر 2001م ، ص 116 .

2. حشد كل الطاقات المتاحة وفتح الباب لكل من يرغب داخلياً وخارجياً في المساهمة في تحقيق أهداف البرنامج وتعديل الهياكل الإقتصادية والمالية والمؤسسية اللازمة لفتح المشاركة للجميع.
3. تحقيق توازن إجتماعي بحيث لا تتم عملية تحريك الإقتصاد على حساب الفئات الضعيفة إقتصادياً.

الوسائل العامة للبرنامج:

- 1- التركيز بصورة كبيرة وأساسية على التنمية الزراعية.
- 2- تحرير الصادر وتقديم الدعم اللازم له.
- 3- توفير موارد داخلية وخارجية حقيقية من العملات المحلية والصعبة. وللمساعدة في تحقيق ذلك تم الإعتماد على:
 - أ. موارد المواطنين داخلياً وخارجياً بالدرجة الأولى.
 - ب. إستثمارات القطاع الخاص المحلي والعربي والإسلامي.
 - ج. الحصول على أي موارد متاحة من مصادر أخرى خاصة أو رسمية مقبولة سياسياً ومتمشية مع توجيهات البرنامج الإقتصادي.
- 4- إزالة كل العقبات الإدارية والإقتصادية والقانونية التي تقف أمام رجال الأعمال والمستثمرين وكل العاملين في الحقل الإقتصادية من حرفيين ومهنيين ومزارعين وخرجيين وكذلك كل المستثمرين غير السودانين لينطلقوا للعمل تحت ظل سياسات وإجراءات جديدة تتمثل في الآتي:
 - أ. إلغاء إحتكارات الدولة في مجالات الإنتاج الزراعي والصناعي والتسويق الداخلي والخارجي ومجال الخدمات الإقتصادية وفتح الباب لمن يُريد العمل في أي من هذه المجالات ولا يُستثنى من ذلك إلا قطاع التنقيب وإنتاج البترول.

ب. خروج الدولة من هذه المجالات عن طريق بيع المؤسسات الخاسرة والمتعثرة أو بيع حصص من ملكية الدولة فيها أو تحويلها إلى شركات مساهمة عامة مع القطاع الخاص المحلي أو الأجنبي تمتلك الدولة حصصاً ولا يُشترط أن تكون حصصاً عالية أو بتأجير أصولها أو أي وسائل أخرى على أن يتم كل ذلك وفقاً لبرنامج علمي مدروس.

ج. إجراء تعديلات جذرية في كل القوانين المنظمة للنشاط الإقتصادي كقوانين الضرائب والجمارك والعمل والأسعار لتواكب وتساعد على التوجه نحو الإنتاج والتنمية.

د. إجراء تعديلات كبيرة في هيكل وأسس التمويل المصرفي بإعتباره إلى جانب ميزانية الدولة جهازاً أساسياً في عملية حشد وإستخدام الموارد المالية المطلوبة للإنتلاق في مدارج الإنتاج.

هـ. البدء بتحرير أسعار التصدير والتدرج في تحرير أسعار السلع والخدمات الداخلية والسلع المستوردة مع الإلتزام بتثبيت أسعار السلع الأساسية.

و. تطبيق نظام واسع للتكافل الإجتماعي لتمكين محدودي الدخل من مقابلة ارتفاع الأسعار الذي يُصاحب عملية التنمية وإعادة هيكلة الإقتصاد.

يُلاحظ أن كل البرامج والخطط التي تم وضعها وتنفيذها في الفترات ما قبل 1990م لم تؤتي أكلها أما نتيجة لإجراء تعديل في البرنامج أو إيقاف تنفيذه قبل إكتمال الفترة المخططة له أو نتيجة للقصور في التنفيذ وإزالة المعوقات الأساسية للإنتاج أو الصدمات الخارجية أما برنامج الإنقاذ الإقتصادي 1990-1993م⁽¹⁾ فيُعتبر أول برنامج يصبو إهتمامه إلى معالجة المشاكل الهيكلية التي أعاققت النمو الإقتصادي. وبالرغم من أن البرنامج قد نجح في المدى القصير إلا أنه لم يُوفق في تحقيق الإستقرار الإقتصادي والنمو المستدام وذلك للأسباب الأتية:

⁽¹⁾ المرجع السابق ، ص 125.

- 1- تركيز إهتمامه في الإصلاح الهيكلي دون ربط ذلك بالإصلاح الإقتصادي.
- 2- بظهور نظام سعر الصرف وتمسك الدولة بسعر صرف غير واقعي مع التسارع في إرتفاع معدلات التضخم إهتزت ثقة القطاع الخاص في السياسات الإقتصادية.
- 3- مر السودان خلال تنفيذ هذا البرنامج بفترة جفاف عامي 1991 و1992م أثرت على الإنتاج الزراعي.

إن إنعكاسات الآثار السالبة لإعادة هيكلة الإقتصاد على الجانب الإجتماعي كان فوق توقعات البرنامج فقد تم إنشاء أجهزة عديدة لتخفيف آثار إعادة الهيكلة الإقتصادية على فئات المجتمع الضعيفة إلا أن تسارع دائرة الضغوط على هذه الفئات كانت أقوى وأسرع من قدرة المؤسسات على مواجهتها وإمتصاصها لذلك واجه البرنامج ضغوطاً سياسية هائلة أثرت على قدرته في الإستمرار بنفس القوة التي بدأ بها بل أضطر البرنامج للتراجع عن بعض أهدافه مثل إزالة التشوهات في الإقتصاد عن طريق الإحتفاظ بنظام سعر صرف واقعي وموحد كما ترجع البرنامج أيضاً من الإستمرار في إلغاء دعم بعض السلع.

- 4- لم يحقق البرنامج أهدافه كاملة في خروج الدولة من مجال الإنتاج إذ لم يجد البرنامج تشجيعاً من القطاع الخاص الوكني في شراء المؤسسات المطروح للإستخصاص لذا لجأت الدولة لتحويل بعض مؤسساتها إلى الحكومات الولائية أو الإتحادية الفئوية.

برنامج الإستراتيجية القومية الشاملة:

أعقب برنامج الإنقاذ الإقتصادي وضع الإستراتيجية القومية الشاملة (1992 - 2002م) والتي أستهدفت وضع الإطار الفكري والمنهجي لبناء دولة السودان الكبرى في نهاية العام 2002م ولتحقيق ذلك فقد إستندت الإستراتيجية على رؤية شاملة وحلقات مترابطة بين النمو الإقتصادي والسياسات المالية والنقدية والتجارية والتنمية الإجتماعية. كما شملت حركة المجتمع المتكامل

في المجالات السياسية والأمنية والحضارية والثقافية والتدين والإعلام وقد تقرر تنفيذ أهداف الإستراتيجية من خلال ثلاثة برامج ، البرنامج الأول والثاني منها ثلاثي بينما الثالث رباعي . لقد حوَصر البرنامج الأول للإستراتيجية القومية بتداعيات الإختلال في الإقتصاد الكلي خاصة فيما يتعلق بأداء القطاعين المالي والنقدي مما أدى إلى عدم الإستقرار في أوضاع نظام سعر الصرف والفجوة الكبيرة بين الأسعار المعترف بها لدى البنك المركزي كأداة لمعاملات سوق النقد الأجنبي والسعر السائد في السوق الموازي. وترتب على ذلك تشوهات في عمليات الإنتاج والصادر. كما أدى الإنفلات المالي والنقدي إلى الضغوط على الطلب الكلي وإنعكس ذلك على معدلات التضخم إذ تجاوز متوسط المعدل 100% خلال الفترة حتى بلغ المعدل في أغسطس 1996 حوالي 166%⁽¹⁾.

(1) المرجع السابق ، ص 126.

المبحث الثاني: مفهوم التضخم

يُعد التضخم من المشاكل الاقتصادية التي تُصيب إقتصاديات البلدان النامية والمتقدمة على حد سواء، غير أن الأساليب المنشئة للتضخم في البلدان النامية تختلف عنها في البلدان المتقدمة، مما يترتب عليه تباين الآثار الاقتصادية والاجتماعية التي تفرزها الضغوط التضخمية على إقتصاديات تلك البلدان، وبالتالي إختلاف وسائل علاج التضخم بإختلاف العوامل والأسباب التي تقف وراء حدوثه. ويُعد تخلف الأنظمة الاقتصادية وزيادة حدة الإختلالات الداخلية والخارجية وتفاقم الإختلالات الهيكلية من أكثر العوامل التي تساهم في تغذية الضغوط التضخمية وتؤدي إلى حدوث إرتفاعات متوالية في مستويات الأسعار المحلية. يُعتبر التضخم من الظواهر الاقتصادية التي لم توصف بتعريف واضح ومحدد من المفكرين والباحثين والمهتمين بدراسة الظواهر النقدية والإقتصادية، فالتعريف الذي قد يسود خلال فترة زمنية معينة قد لا يتفق مع تعريف نفس الظاهرة خلال فترة زمنية معينة أخرى، كما قد يختلف مفهوم التضخم خلال نفس الفترة الزمنية بإختلاف وجهات نظر مفكري نفس الفترة، ويُستخدم مفهوم التضخم لوصف ظواهر عديدة تشمل الزيادة في مستوى الأسعار والزيادة في مستويات الدخل والأجور كما تشمل التضخم في العملة أو التضخم في التكاليف، ويحدث التضخم كنتيجة لعدد من العوامل والأسباب التي تساهم في تغذية الضغوط التضخمية.

أولاً: تعريف التضخم:

عُرف التضخم إصطلاحاً⁽¹⁾: بأنه الزيادة المستمرة في المستوى العام للأسعار في الإقتصاد، كما عُرف بأنه إصدار النقود الإعتبارية بصفة مطلقة دون النظر إلى العوامل الأخرى كوجود تغطية لهذه النقود الصادرة.

(1) وليد ناجي الحياي، مشاكل محاسبية معاصرة، عمان، الحامد للنشر والتوزيع، عمان 2002 م، ص 224.

وعُرف بأنه: ⁽¹⁾فائض النقد على فائض السلع والخدمات بصورة دائمة ومستمرة بحيث تصبح الزيادة في النقد الصادر أكبر أو أعلى من كل زيادة تصحبها في السلع والخدمات.

وعُرف التضخم محاسيبياً بأنه حالة لفائض عام في الطلب تتمثل في كثرة نقود تلاحق قلة السلع، كما عُرف بأنه إرتفاع في كتلة النقود أو الدخل النقدي إما الكلي أو بالنسبة للأفراد، وعُرف بأنه إرتفاع مستويات السعر مع خصائص أو حالات أخرى ، وعُرف بأنه هبوط في القيمة الخارجية للنقود، وعُرف بأنه الزيادة في وسائل الشراء في حوزة الجمهور من دون أن يقابل ذلك زيادة في السلع المتبادلة⁽²⁾، وعُرف بأنه إضطراب في قوة الإنتاج وعدم كفايتها في الوفاء بحاجات الأفراد المتزايدة وأن التضخم ينشأ نتيجة عدم توازن بين الإنتاج والإستهلاك وبين الإدخار والإستثمار⁽³⁾، وعُرف بأنه إرتفاع في المستوى العام للأسعار والخدمات مصحوبة بإنخفاض في القوة الشرائية لوحدة النقد⁽⁴⁾ وعُرف بأنه مطاردة كمية كبيرة من النقود لكمية أقل من السلع والخدمات⁽⁵⁾ .

ثانياً: أنواع التضخم:

تتمثل أنواع التضخم بالآتي⁽⁶⁾:

1/ التضخم على أساس السرعة التي ترتفع بها الأسعار وتتمثل في:

أ- **التضخم الزاحف:** عُرف بأنه ذات نمو بطيء ويستمر هذا النمو من فترة إلى أخرى، وعُرف بأنه إرتفاع محسوس ومستمر في المستوى العام للأسعار.

⁽¹⁾غازي حسين عنابة ، التضخم المالي، لبنان، دار الجيل ، بيروت 1992 م ، ص 146.

⁽²⁾دونالد كيسو وجيري ديجات، المحاسبة المتوسطة، ترجمة د.كمال الدين سعيد وآخرون، دار المريخ للنشر،الرياض1988م ، ص 138.

⁽³⁾رمزي زكي ، مشكلة التضخم في مصر أسبابها ونتائجها، الهيئة العامة للكتاب المصري، القاهرة 1980 م، ص 22.

⁽⁴⁾جيمس جوراني، الإقتصاد الكلي ، ترجمة عبدالفتاح عبدالرحمن وعبدالعظيم محمد، دارالمريخ للنشر، الرياض 1988 م ، ص 213.

⁽⁵⁾يوسف محمود جربوع ، نظرية المحاسبة ، مؤسسة الوراق للنشر ،عمان 2000 م ، ص 249.

⁽⁶⁾وليد ناجي الحيايلى ، مرجع سبق ذكره ، ص 738.

ب . التضخم الجامح:

التضخم قد يكون معتدلاً أو جامحاً، ويظهر في شكل إرتفاع سريع في الأسعار، وينتج من ذلك زيادة الأجور تتبعها زيادة مماثلة في الأسعار مما يؤدي إلى إرتفاع التكاليف وخفض الأرباح مما يدفع بالأسعار نحو الإرتفاع ثم زيادة جديدة في معدلات الأجور وهكذا التسابق بين الأجور والأسعار وهو ما يطلق عليه بالدورة الخبيثة للتضخم وهو حالة إقتصادية تسيطر فيها القوة الإقتصادية للوحدة النقدية، وتستخدم النقود كوسيط للتبادل فقط ، وذلك لأن النقود لم يعد لها قيمة شرائية، وتعد السلطات النقدية والمالية في الدولة المسئول الأول عن حدوث وتطور التضخم الجامح لأنها تستسلم لدورة التسارع في التضخم حتى يصل التضخم ذروته ومن خلال قيامها بإصدار النقود دون النظر في عوامل الإنتاج، لأنها تمتلك سلطة إتخاذ القرار وتملك إستخدام الأدوات المالية والنقدية الكفيلة بمحاربة التضخم والسيطرة عليه⁽¹⁾.

ج . التضخم الهارب:

هذا النوع من التضخم ينشأ نتيجة إنخفاض القوة الشرائية للعملة وكثرة تكرار العجز الحكومي فيفقد الأفراد الثقة في النقود كمخزون للقيمة الأمر الذي يدفعهم إلى الهروب من الإحتفاظ بها كعملة خشية إنخفاض غير محتمل في قيمتها ،فيلجأون إلى إقتناء أشياء غير إنتاجية كالذهب والعملات الأجنبية.

2 / التضخم على أساس عنصر الزمن ويتمثل في الآتي:

أ . التضخم وقت الحرب:

ينشأ التضخم نتيجة للظروف الطبيعية كالتضخم الناتج عن الزلازل، البراكين أو بسبب الفياضانات والأعاصير أو بسبب الحروب ، فالتضخم وقت الحرب نتيجة لكثرة الإنفاق

(1) مصطفى العبدالله ، التضخم كظاهرة إقتصادية، مجلة الإقتصاد الإداري، العدد 905، بغداد 2004 م، ص 140.

الحكومي على السلع والخدمات لأغراض الحرب دون أن يصاحب ذلك زيادة في الطاقة الإنتاجية لهذه السلع والخدمات تؤدي إلى إرتفاع أسعارها إضافة إلى توجيه كمي كبيرة من هذه السلع للأغراض العسكرية يخلق ندرة في بعض السلع في السوق حيث أن المتبقي من هذه السلع لا يقابل الطلب عليه مما يسبب فجوة تضخمية⁽¹⁾.

ب . تضخم ما بعد الحرب

يحدث هذا النوع من التضخم في الفترة التالية للحرب مباشرة حيث يزداد الدخل المتاح في المجتمع نتيجة لإلغاء الضرائب والرسوم التي تُفرض في فترة الحرب.

ج . تضخم وقت السلم

يحدث هذا التضخم نتيجة إنفاق الحكومة على المشروعات الرأسمالية فعند تنفيذ الخطة الإقتصادية يزداد الإنفاق الحكومي وتبعاً لذلك ترتفع الأسعار.

3/ التضخم وفقاً لتحكم الحكومة في جهاز الأثمان: ويتمثل في الآتي:

أ. **التضخم الحر** يُسمى هذا التضخم الظاهر وقد عُرف بأنه إرتفاع سافر في الأسعار والأجور والنفقات الأخرى التي تتصف حركتها بالمرونة وتتجلى في شكل إرتفاع عام في الدخل النقدية⁽²⁾، ويتسم التضخم الحر بإرتفاع متواصل في الأسعار دون توقف ثم ينعكس أثره في شكل إرتفاع في الأجور وغيرها من النفقات التي تستمتع بشئ من المرونة ومن ثم ترتفع الدخل عموماً ولا تحاول الحكومة أن تعترض سبيله بوضع قيود أو فروض تحد منه أو تمنعه ، ومن أهم خصائص التضخم الحر هو إنشاء جهاز للأسعار كوكالة للتوزيع.

⁽¹⁾الهادي آدم محمد إبراهيم ، المحاسبة عن تغيرات الأسعار ، رسالة ماجستير غير منشورة ، الخرطوم ، جامعة أم درمان الإسلامية 1996 م ، ص 36.

⁽²⁾فؤاد هاشم ، إقتصاديات النقود والتوازن النقدي ، دار النهضة ، القاهرة 1969 م ، ص 355.

ب . التضخم المكبوت

في هذا النوع تُحاول الحكومة تقييد مظاهر الضغط التضخمي بوسائل وأساليب مختلفة مثل التحكم في جهاز الأثمان فتُحدد الدولة المستويات العليا للأسعار كالتسعير المركزي ونظام البطاقات حيث تُسيطر الدولة تماماً على الأسعار ، وهذا النوع من التضخم هو حالة زيادة الطلب على السلع عن عرضها دون أن يُصاحب ذلك زيادة في الأسعار بسبب التسعير الجبري للحكومة ، إذ تعتمد الحكومة إلى حفظ الأسعار عند مستوى أقل من المستويات الذي يسود إذا تُركت السوق دون هذه الرقابة الحكومية.

ثالثاً / آثار التضخم

للتضخم آثار إقتصادية واجتماعية وسياسية متداخلة يصعب الفصل بينهما

1/ الآثار الإقتصادية للتضخم:

تنقسم الآثار الإقتصادية إلى:

أ . آثار التضخم على الدخل

يؤدي التضخم إلى الأضرار بأوضاع المعيشة لفئات السكان التي لا تتمتع بإميازات من حيث مرونة الدخل ، وبذلك فإن الفئات ذات الدخل المحدود والفئات الفقيرة تُصاب بأضرار شديدة لأنها غير قادرة على حماية نفسها من الإرتفاع المتواصل في أسعار السلع والخدمات مما يؤدي إلى إنخفاض الدخل الحقيقية لهذه الفئات وبالتالي إنعدام القدرة على الإدخار، يؤثر التضخم على تخفيض الإدخارات الفردية الحقيقية، فبالإضافة من خشية المدخرين من إنخفاض قيمة مدخراتهم فإن إرتفاع الأسعار يجعل فئة كبيرة ممن كانت تستطيع أن تدخر جزءاً من دخلها أصبحت غير قادرة على ذلك وهذا مما يؤثر على مستويات الإستثمار . كما أن إستمرار العملية التضخمية يجعل من الصعب تنفيذ المشروعات الإقتصادية الكبيرة وبذلك فإن وجود التضخم

وإستمراره يخفف من سرعة التصنيع ويقلل من السير باتجاه إستغلال الموارد المتاحة للإستغلال الأمثل⁽¹⁾. إن وجود التضخم في بلد ما يجعل عملية تدفق رؤوس الأموال الخارجية أكثر صعوبة كما أنه يكون عاملاً مساعداً في هروب رؤوس الأموال المحلية لتبحث عن أسواق أكثر إستقراراً وأحسن مردوداً. أيضاً يؤثر التضخم في التقليل من القدرة التنافسية لسلع الصادر والقضاء على المدخرات بتآكل القيمة الحقيقية للعملة الوطنية وإعادة إنسياب الإستثمارات وعدم توزيع الدخل بصورة عادلة ومتكافئة وزيادة حدة الفقر وخاصة لذوي الدخل المحدودة.

يُساهم التضخم في إعادة توزيع الثروة من الفئات ذات الدخل المحدود لصالح الفئات التي تعتمد على الأعمال الحرة ، فالتضخم ليس في صالح المدخرين والدائنين وأصحاب رواتب التقاعد لأن القيم الحقيقية لهذه البنود تنخفض في ظل التضخم ، أي أن التضخم يؤدي إلى إعادة توزيع الثروة والدخل الحقيقي حيث يؤثر مباشرةً على الثروة بتخفيض قيمتها الحقيقية ويؤدي ذلك إلى إنخفاض الدخل ويمكن توضيح هذا الأثر فيما يلي⁽²⁾:

- I. ينتفع المدين بالتضخم حيث تنخفض القيمة الحقيقية لحجم الدين الذي سيدفعه.
- II. يتضرر الدائن من التضخم حيث تنخفض القيمة الحقيقية لحجم الدين الذي سيرده، أي أن المدين ينتفع بحجم الضرر الذي يتضرر منه الدائن.
- III. يتضرر أصحاب الدخل الثابتة والأجور والمرتبات لأن إنخفاض القيمة الحقيقية لدخولهم يعني إنخفاض حجم الإشباع الذي يحصلون عليه من ذلك الدخل.
- IV. يزداد نصيب المستثمرين وأرباح الأعمال لإرتفاع أرباحهم بفضل إرتفاع الأسعار.

⁽¹⁾ عيد خرابشة، التضخم وأثره على الإستثمار والتسعير، إتحاد المحاسبين والمراجعين، مجلة المحاسب، العدد 155، بغداد 1995 م، ص150.

⁽²⁾ وليد ناجي الحياي، مرجع سبق ذكره ، ص 234.

ب . آثار التضخم على الإنتاج

يؤدي التضخم إلى ارتفاع مستوى التشغيل والإنتاج نتيجة ارتفاع أرباح أصحاب الأعمال والذي يدفعهم إلى مضاعفة جهدهم لتحقيق مزيد من الأرباح عن طريق زيادة حجم الإنتاج فتزداد درجة العمالة مع زيادة الإنتاج ، أي أن إعادة استثمار أرباح منشآت الأعمال في أصول رأسمالية يشكل مصدراً أساسياً لنمو الإنتاجية حيث تساهم زيادة الأسعار وزيادة أرباح المؤسسات الإنتاجية في زيادة طلب هذه المؤسسات على عناصر الإنتاج مما يؤدي إلى تخفيض البطالة في بعض الأحيان ويظهر مع التضخم في وقت واحد⁽¹⁾، كما أن التضخم يساهم في زيادة العجز في الميزان التجاري وبالتالي في ميزان المدفوعات مما تضطر الدولة للجوء إلى الإقتراض الخارجي لمعالجة مثل هذه المشكلات.

2 . الآثار الإجتماعية للتضخم:

يتمثل الأثر الإجتماعي للتضخم من خلال عملية توزيع الدخل حيث يؤدي إلى إعادة توزيع الدخل واجتذاب القوة الشرائية من جانب أصحاب الدخل القليلة والثابتة لصالح أصحاب الدخل المرتفعة والمستثمرين⁽²⁾، ويترتب على ذلك اضطراب العلاقات الإجتماعية وتعميق الصراع بين القوى الإجتماعية المختلفة، فتكثر الإضطرابات العمالية ويتعطل الإنتاج وتزيد نسبة الطاقة غير المستقلة في الإقتصاد القومي وقد يتبع ذلك حدوث تفكك إجتماعي وبالتالي إنهيار النظام الإقتصادي.

كذلك يحدث عزوف لأصحاب الكفاءات والمؤهلات العلمية العالية عن شغل الوظائف العامة في الدولة أو الوظائف التي تتطلب شعوراً خاصاً بالمسئولية مثل التعلم أو الخدمة في

⁽¹⁾المرجع السابق ، ص 150 .

⁽²⁾مجدي محمود شهاب ، إقتصاديات النقود والمال مصر، دار الجامعة الجديدة للنشر، 2000 م، ص 69.

المستشفيات والمراكز الصحية، وذلك نتيجة لتدهور الدخل الحقيقية وهذا بلا شك من أخطر النتائج الإجتماعية الإقتصادية التي تحدث على مدى الأجل الطويل من جراء التضخم⁽¹⁾.

3. الآثار السياسية للتضخم

نسبة لإنخفاض دخول الطبقة الفقيرة يحدث التزمز بينها فتتحرك النقابات تحركات سالبة تجاه الوضع السياسي القائم فيتهياً الجو للإنقلابيين من رجال الجيش لتغيير نظام الحكم، وقد حدث ذلك في كثير من دول العالم.

وأشهر أثر سياسي للتضخم هو ما حدث بين الحربين العالميتين عندما أرتفعت أسعار السلع أرتفاعاً جنونياً وفقدت في الجانب الآخر النقود قيمتها في المانيا مما أدى إلى مجئ هتلر إلى الحكم في المانيا وإشعاله لنار الحرب مرة أخرى⁽²⁾.

ويؤدى التضخم أيضاً إلى تدني الرفاهية الإقتصادية حتى في البلدان المتقدمة ، فقد أكدت دراسة الإقتصادي الأمريكي فلرستين في سنة 1996 م بأن زيادة معدل التضخم بإثنين بالمائة يقلل من الرفاهية الإقتصادية بنسبة واحد بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي⁽³⁾.

رابعاً: التضخم في السودان:

منذ الثمانيات دخلت البلاد مرحلة حرجة من عمرها حيث شهد الإقتصاد السوداني تدهور ملحوظ ومستمر، إن النواقص والضعف في قاعدة الإنتاج الزراعي تسبب في شلل القطاع الصناعي الذي يُعاني من الهشاشة الهيكلية والمحدودية ، وهذا يقود إلى إستمرار وتعميق التبعية في المدخلات المستوردة ك رأس المال ، القوة العاملة الماهرة والتكنولوجيا وقطع الغيار⁽⁴⁾.

(1) حسين بن هني ، إقتصاديات النقود والبنوك ، الأردن، دار الكندي للنشر والتوزيع، 2002 م ، ص 173.

(2) عثمان يعقوب محمد، النقود والبنوك والسياسة النقدية وسوق المال، الطبعة الثالثة ، شركة مطابع السودان للعملة المحدودة ، 2005.

(3) أسامة النور محمد، لماذا تسعى البنوك المركزية إلى إستقرار في الأسعار في المستقبل، مجلة المصرفي بنك السودان، العدد 17، 1998 م، ص 82.

(4) شريف الدشوني ، قضايا في التنمية المستدامة ، الخرطوم، دار عزة للنشر، 2005 م ، ص 19.

فالتدهور مستمر وتمثل ذلك في الإختلال الكبير في التوازن الداخلي والخارجي للدولة ومن ثم فإن العجز الذي شهدته الموازنة العامة وشح الموارد النقدية الأجنبية وتفاقم أمر المديونية الخارجية التي تجاوزت 31 بليون جنيه ومع إنخفاض معدلات الإنتاج والإدخار والإستثمار كما أن عدم إستقرار السياسات وعدم الإلتزام بتنفيذ الخطط والبرامج الموضوعة مع ظروف الجفاف والتصحر وتزايد أعداد اللاجئين والنازحين بالإضافة إلى ذلك البيئة الإقتصادية والعلمية غير الملائمة التي أحدثت تدهوراً ملحوظاً في شروط التبادل الخارجي، والإرتفاع في تكلفة القروض مما أدى إلى عدم الإعتماد على الموارد الخارجية في تمويل عجز الموازنة ومشروعات التنمية، كل هذه العوامل كانت السبب في التدهور الذي يُعاني منه السودان.

في السودان يُعتبر أداء الميزانية العامة أهم مؤثر على معدلات التضخم ، خاصة حجم هذا العجز ومصادر تمويله، فعندما يفوق الإنفاق الحكومي العام الإيرادات العامة الذاتية فإن الحكومة تواجه عجزاً في الموازنة العامة يستوجب التمويل. وقد يُمول هذا العجز أما من مصادر داخلية مثل الإقتراض من البنك المركزي والقطاع الخاص أو من مصادر خارجية مثل (المؤسسات المالية الدولية والإقليمية والأسواق المالية الدولية).

ظل السودان كغيره من الدول النامية يُعاني من التضخم ولفترات طويلة وإن إختلفت حدته من فترة إلى أخرى وقد لعبت السياسات الإقتصادية غير الملائمة دوراً رئيسياً في حدوثه.

يُعزى إرتفاع معدل التضخم في السودان لمشاكل هيكلية ظلت تلازم الإقتصاد السوداني لفترة طويلة نتيجة لعدم وجود التخطيط السليم إلى جانب تسييس العملية الإقتصادية برمتها وقد لعب الإنفاق الحكومي المتعظم دوراً كبيراً في إرتفاع حدة التضخم لا سيما وأن هذا الإنفاق لا يقابله إنتاج حقيقي بالإضافة إلى زيادة حجم السيولة الناتجة عن إستدانة الحكومة من الجهاز المصرفي لمواجهة عجز الميزانية. وتكمن مشكلة إرتفاع معدلات التضخم في توزيع الدخل والثروة التي تتركز بسببه عند فئة معينة بينما يزداد الفقراء فقراً، وبالرغم من أن بعض

الإقتصاديين يرون أن المعدلات المنخفضة للتضخم ضرورية لتحقيق النمو الإقتصادي إلا أن النسب المرتفعة للتضخم يمكن إعتبارها بمثابة أزمة إقتصادية ينبغي وضع الحلول الناجعة لها. ويُشكك بعض الإقتصاديين في مصداقية الأرقام التي يصدرها الجهاز المركزي للإحصاء فيما يتعلق بالمؤشرات الإقتصادية عامة ومعدل التضخم بصورة خاصة لإعتمادها في حسابها على بيانات قديمة خاصة وأن السلع في إرتفاع مستمر قائلين بأنه من الطبيعي أن ترتفع نسبة التضخم، ويقول البعض أن سلة السلع المعيشية تحتاج لإعادة النظر ووضع السلع والخدمات المكونة للسلة ووضع الأوزان له ، مبيناً أن أمر أنماط الإستهلاك إختلفت حالياً عن الإستهلاك في الفترة التي تم فيها وضع السلع والأوزان مشيراً إلى أهمية إدخال الإتصالات إلى سلة الإستهلاك في قطاع الخدمات وذلك لأنها أصبحت تؤثر على منصرفات الأسر وتعتبرها أساسية في سلة الإستهلاك⁽¹⁾.

وقد أدى تزايد الواردات من الدول التي تعاني من التضخم إلى حدوث التضخم المستورد.

وتم قياس معدلات التضخم بإستخدام إحصاءات مختلفة أهمها:

1-الأرقام القياسية لأسعار المستهلك والجملة.

2-الأرقام القياسية الضمنية للنتاج المحلي الإجمالي.

وهناك عدة مؤشرات تظهر تطور هذه الظاهرة ومعدلاتها مثل:

1. معدل الضغط التضخمي ويتم فيه مقارنة معدل التغير النسبي للنتاج المحلي الإجمالي

بالأسعار الجارية بمعدل التغير النسبي للكتلة النقدية وتؤدي إلى معرفة ما إذا كان

الإقتصاد يُعاني من تضخم أو إنكماش نقدي.

⁽¹⁾شريف الدشوني، مرجع سبق ذكره ، ص 20.

2. معيار الإفراط النقدي ويستند هذا المعيار إلى أن التغير في نصيب الوحدة المنتجة من النقود.

3. فائض المعروض النقدي (الفجوة التضخمية) يستخدم معيار فائض المعروض النقدي كمقياس للفجوة التضخمية وللضغوط التضخمية.

والإقتصاد السوداني في الآونة الأخيرة شهد العديد من الإحداث المتسارعة التي إتسمت بإختلالات هيكلية في النظام الإقتصادي حيث شملت هذه الإختلالات:

1- إختلالات في العرض والطلب الكلي.

2- إختلالات داخلية تمثلت في عجز الموازنة العامة للدولة وإرتفاع معدلات التضخم.

3- إختلالات خارجية تمثلت في عجز الحساب الجاري، عجز ميزان المدفوعات ومشاكل

إنسياب رؤوس الأموال الأجنبية مما إنعكس سلباً على تدهور سعر صرف العملة

المحلية وزيادة الفجوة بين سعر الصرف الرسمي وسعر الصرف في السوق الموازي.

الجدول التالي يوضح معدلات التضخم في الفترة من عام 2000 حتى العام 2016م.

جدول رقم (2-2) :معدلات التضخم للفترة بين 2000 . 2016م

الفترة	التضخم
2000	3
2001	4.9
2002	8.3
2003	7.7
2004	8.46
2005	8.8
2006	7.16
2007	8.08
2008	14.28
2009	11.2
2010	13
2011	18.1
2012	35.1
2013	37.1
2014	36.9
2015	16.9
2016	30.9

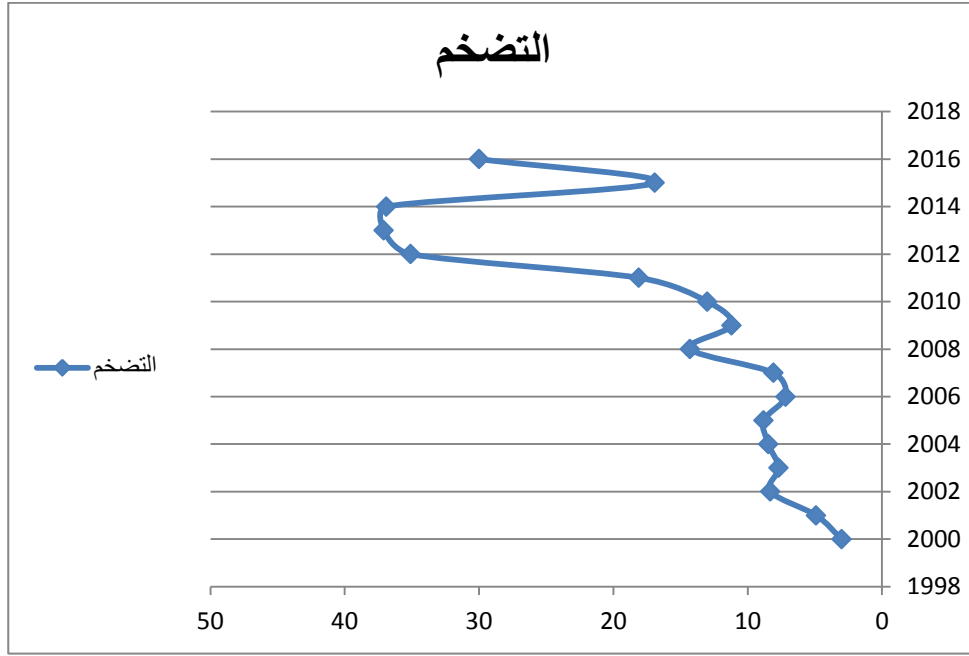
المصدر : تقارير بنك السودان المركزي لسنوات مختلفة

يُلاحظ إرتفاع معدلات التضخم خلال الفترة من 2000 حتى 2016 م ويُعزى ذلك لتطبيق حزمة من الإجراءات الإقتصادية وأهمها تخفيض سعر الصرف المعاملات الحكومية ورفع الدعم جزئياً عن المحروقات، بعد عام 2010م إرهابات إنفصال الجنوب وخروج البترول من الميزانية أدى إلى الزيادة في معدلات التضخم

وفي عامي 2015 و2016م نلاحظ إنخفاض معدلات التضخم عن الأعوام السابقة وذلك نتيجة للسياسات التنسيقية بين بنك السودان المركزي ووزارة المالية والإقتصاد الوطني خاصة فيما يتعلق بسياسات تركيز الأسعار وذلك من خلال الإستمرار في دعم أسعار السلع الأساسية

(الأدوية - القمح-الزيوت..... الخ) عن طريق إنشاء المحافظ التمويلية، بالإضافة إلى إنتهاج سياسات ترشيدية من قبل وزارة المالية.

شكل رقم (2- 1):رسم بياني لمعدلات التضخم للفترة 2000- 2016م



المصدر: إعداد الدراسة من الجدول (1-2)

المبحث الثالث: الإستثمار المالي . مفاهيم أساسية

أولاً/ مفهوم الإستثمار:

يُعرف الإستثمار بأنه أي نشاط إقتصادي يساهم بطريق مباشر أو غير مباشر في زيادة الدخل القومي وهو من أهم الوسائل لتحقيق التنمية الإقتصادية والإجتماعية التي تهدف أساساً لرفع مستوى معيشة المواطن وتحقيق رفاهيته⁽¹⁾.

كذلك يُقصد به توجيه الموارد المتاحة من أجل تعظيم المنفعة الكامنة في هذه الموارد وذلك لأن الموارد المتاحة تهدف إلى إشباع الحاجات الأساسية والكمالية للإنسان ، وعند تأجيل الإنتفاع من هذه الموارد في الوقت الحالي لوقت آخر يسمى فترة الإستثمار فإن من المتوقع أن يتم الحصول على إشباع أكبر لهذه الإحتياجات⁽²⁾.

ويرى البعض أن الإستثمار يعني التضحية بمنفعة حالية يمكن تحقيقها من إشباع إستهلاكي حالي من أجل الحصول على منفعة مستقبلية يمكن الحصول عليها من إستهلاك مستقبلي أكبر، فهو التخلي عن إستخدام أموال حالية ولفترة زمنية معينة من أجل الحصول على مزيد من التدفقات النقدية في المستقبل تكون بمثابة تعويض عن الفرصة الضائعة للأموال المستثمرة، وكذلك التعويض عن الإنخفاض المتوقع في القوة الشرائية للأموال المستثمرة بسبب التضخم مع إمكانية الحصول على عائد متوقع مقابل تحمل عنصر المخاطرة⁽³⁾.

أما الإستثمار Investment في الإصطلاح فيقصد به إستخدام الأموال في الإنتاج إما مباشرةً بشراء المكائن والالات والمواد الأولية وإما بطريقة غير مباشرة ك شراء الأسهم والسندات، ويُقصد الإستثمار في معناه الإقتصادي: توجيه الأموال في مشاريع إقتصادية وإجتماعية وثقافية

⁽¹⁾ محمد الأنور ، ملامح ومميزات قانون تشجيع الإستثمار لسنة 1999م ، مجلة المصرفي ، بنك السودان المركزي ، 1999 م ، العدد 12 ص 8.

⁽²⁾ مروان شموط كنجو عبود كنجو ، أسس الإستثمار ، الشركة العربية المتحدة للتوريدات والتسويق ، مصر 2005 م ، ص 29.

⁽³⁾ محمد مطر ، إدارة الإستثمارات ، مؤسسة الوراق ، عمان 1999 م ، ص 15.

بهدف تحقيق تراكم رأسمال جديد ورفع القدرة الإنتاجية أو تجديد وتعويض الرأسمال القديم. أما لفظ إستثمار في الفكر الإداري والمحاسبي فيقصد به توظيف الأموال في أصول متنوعة (أصول متداولة، أصول ثابتة وأصول أخرى).

ومن التعريفات السابقة للإستثمار يمكن أن نستنتج منها عنصرين رئيسيين لمفهوم الإستثمار هما العائد والمخاطرة ، ويختلف مقدار العائد ودرجة المخاطرة من إستثمار إلى آخر.

ثانياً/ أهداف الإستثمار:

تختلف أهداف الإستثمار باختلاف الجهة التي تقوم بعملية الإستثمار، فقد يكون الهدف من عملية الإستثمار هو تحقيق النفع العام كما في المشاريع العامة التي تقوم بها الدولة (مثلاً إنشاء جامعة أو مستشفى عام) وقد يكون الهدف من عملية الإستثمار هو تحقيق الربح كما هو الحال في المشاريع الخاصة، وتتلخص أهم أهداف المستثمرين من الإستثمار فيما يلي:

- 1- تحقيق عائد مرضي يُساعد المستثمر على الإستمرار في مشروعه الإستثماري.
- 2- العمل بإستمرار على زيادة العائد المتحقق من الإستثمار وتنميته.
- 3- توفير مستوى مناسب من السيولة لضمان تغطية متطلبات إحتياجات النشاط وكذلك العملية الإنتاجية للمشروع الإستثماري.

قد تكون هذه الأهداف من أجل الصالح العام (كالمشاريع العامة التي تقوم بها الدولة) أو من أجل تحقيق العائد أو الربح كالمشاريع الخاصة⁽¹⁾.

(1)قاسم نايف علوان ، إدارة الإستثمار بين النظرية والتطبيق ، الطبعة الأولى، دار الثقافة، عمان 2009 م ، ص 35.

ثالثاً / أنواع الإستثمار:

للإستثمار أنواع مختلفة حسب أداة الإستثمار التي يختارها المستثمر ويمكن تصنيفه إلى الآتي:

1. **الإستثمار الحقيقي والإستثمار المالي:** الإستثمار الحقيقي هو الإستثمار في الأصول

الحقيقية أما الإستثمار المالي فهو يتعلق بالإستثمار في الأوراق المالية كالأسهم والسندات وشهادات الإيداع وغيرها.

2. **الإستثمار طويل الأجل والإستثمار قصير الأجل:** الإستثمار طويل الأجل هو الذي يأخذ

شكل الأسهم والسندات ويُطلق عليه الإستثمار الرأسمالي. أما الإستثمار قصير الأجل فيتمثل بالإستثمار في الأوراق المالية التي تأخذ شكل أدونات الخزنة والقبولات المصرفية أو شكل شهادات الإيداع ويُطلق عليه الإستثمار النقدي.

3. **الإستثمار المستقل والإستثمار المحفز:** الإستثمار المستقل هو الأساس في زيادة الدخل

والناتج القومي من قبل قطاع الأعمال أو القطاع الحكومي أو الإستثمار الأجنبي. أما الإستثمار المحفز فهو الذي يأتي نتيجة لزيادة الدخل (العلاقة طردية بينهما).

4. **الإستثمار المادي:** وهو الذي يُمثل الشكل التقليدي للإستثمار الحقيقي (الإستثمار في

الأصول الحقيقية) ويمكن تقسيمه حسب وسائله إلى الآتي:

أ- **إستثمار مباشر:** وهو الإستثمار في جميع المشاريع الإنتاجية والخدمية الهادفة لإنتاج السلع والخدمات.

ب- **إستثمار غير مباشر:** وهو الإستثمار في الأوراق المالية باختلاف أنواعها لشركات الأعمال بهدف الربح عن طريق البيع.

كما يُمكن تقسيمه حسب أطراف الإستثمار كالآتي:

- I. الإستثمار العام (الحكومي): وهو الإستثمار الذي تقوم به الدولة لتنفيذ الخطط الإقتصادية والإجتماعية والثقافية وغيرها من الخطط التي تخدم أهداف الدولة⁽¹⁾.
- II. الإستثمار الخاص: وهو الإستثمار الذي يقوم به فرد أو جماعة من الأفراد المستثمرين بنشاط محدود يتمثل في شركات مساهمة عامة أو فردية من مستثمرين يمثلون شرائح مختلفة من المجتمع.
- III. الإستثمار الأجنبي: وهو الإستثمارات الخارجية التي أصبحت في الوقت الحاضر من مصادر التمويل المهمة في المشاريع الإقتصادية للدول خاصة في الدول النامية.

رابعاً/ الإستثمار المالي:

1- تعريف الإستثمار المالي:

الإستثمار المالي هو إمتلاك أصل من الأصول المالية على أمل أن يتحقق من ورائه عائد في المستقبل والإستثمار المالي قد يكون خلال عدة مجالات. أعطيت عدة تعريفات للإستثمار المالي منها: .

يُعرف بأنه الإستثمار المتعلق بالأسهم والسندات وأذونات الخزنة والأدوات التجارية والقبولات المصرفية والودائع القابلة للتداول والخيارات⁽²⁾.

كما يُعرف أيضاً على أنه شراء حصة في رأس مال ممثلة بأسهم أو حصة في قرض ممثلة في سندات أو شهادات الإيداع ، تُعطي مالكةها حق المطالبة بالأرباح أو الفوائد أو الحقوق الأخرى التي تقرها القوانين ذات العلاقة بالإستثمار في الأوراق المالية⁽³⁾.

⁽¹⁾المرجع السابق ، ص 36.

⁽²⁾ د . هوشيار معروف كوكا مولا، الإستثمارات والأوراق المالية، الأردن، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان 2003 م، ص 132.

⁽³⁾ د . مصيبح أحمد ، الإستثمار المالي دراسة حالة الجزائر ، (رسالة ماجستير في علوم التسيير تخصص مالية ، المدرسة العليا للتجارة) ، الجزائر 2002 م ، ص 40.

عليه فالإستثمار المالي يتضمن توظيف الأموال في أصول مالية بغض النظر عن شكلها ويتطلب الإستثمار المالي وجود سوق رأس مال توفر للمستثمر تشكيلة متنوعة من أدوات الإستثمار.

2- مجالات الإستثمار المالي :

يقصد بمجال الإستثمار نوع أو طبيعة النشاط الإقتصادي الذي سيوظف فيه المستثمر أمواله بقصد الحصول على عائد، وبهذا المفهوم فإن معنى مجالات الإستثمار أكثر شمولاً من معنى أداة الإستثمار. فإذا كنا نتحدث مثلاً عن إستثمارات حقيقية أو إستثمارات مالية فإننا نتجه نحو مجال الإستثمار. أما إذا وجدنا مستثمراً يوظف أمواله في سوق العقار بينما يوظف مستثمر آخر أمواله في سوق العملات الأجنبية فإن تفكيرنا يتجه في هذه الحالة نحو أداة الإستثمار وتتمثل فيما يلي⁽¹⁾:

أ . أدوات دين

تتمثل هذه الأدوات في السندات أو أدونات الخزانة وشهادات الإيداع تعطي لحاملها الحق في الحصول على فوائد سنوية أو فائدة في نهاية المدة.

ب . أدوات ملكية

تشمل الأسهم العادية والأسهم الممتازة، وتمنح لحاملها الحق في التوزيعات والأرباح والحق الأخرى المرتبطة بتسيير الشركة كالتصويت والمراقبة.

ج . أدوات مركبة

تتمثل في محفظة الأوراق المالية وهي عبارة عن مزيج من الأسهم والسندات.

(1) د . مصيبح أحمد ، مرجع سبق ذكره ، ص 40 .41.

د . أدوات مشتقة

تتمثل في عقود الخيارات والعقود المستقبلية وعقود المبادلات.

3 - دوافع الإستثمار المالي:

هناك مجموعة من العوامل تزيد من الدافع لأستثمار الأموال الفائضة ومن هذه العوامل ما يلي⁽¹⁾:

1- توفر درجة عالية من الوعي الإستثماري لدى الأفراد والقطاعات، إن وجود مثل هذا الوعي يُولد لدى المدخرين حس إستثماري يجعلهم يقدرّون المزايا الكثيرة المترتبة عند تشغيل مدخراتهم وتوظيفها في أصول مالية منتجة ، وليس مجرد تجميدها في شكل أوراق نقدية تتناقص قيمتها الشرائية خلال الزمن بفعل القيمة الزمنية للنقود والناجبة عن التضخم. كما أن توفر مثل هذا الوعي يكسر لدى المدخرين حاجز الرهبة من المستقبل ويُحثهم على قبول قدر معقول من المخاطرة، سعياً وراء الحصول على عوائد تزيد من قيمة مدخراتهم أو إستثمارتهم.

2- توفر مناخ إقتصادي وإجتماعي وسياسي مناسب للإستثمار. وذلك لتوفر حد أدنى من الأمان يشجع المدخرين (أصحاب الفائض المالي) على تقبل المخاطرة المصاحبة لعملية الإستثمار ذاتها، ولعل من أبرز أوجه هذا المناخ وجود قوانين تحمي المستثمرين وتنظم المعاملات الإستثمارية، إضافة إلى ذلك فإن جو الإستقرار الإقتصادي والإجتماعي والسياسي يبعث الطمأنينة في نفوس المواطنين جميعاً، وكذلك القطاعات الإقتصادية المختلفة يخلق لديهم دوافع الإستثمار مسبقة بدوافع الإدخار.

3- تعدد الأدوات الإستثمارية. والتي توفر تشكيلة متنوعة من الفرص الإستثمارية تُهيئ وتضمن لكل المستثمرين إختيار المجال المناسب من حيث الفرصة والزمن والعائد والمخاطرة وهذا لا

⁽¹⁾د. حمزة محمود الزبيدي ، الإستثمار في الأوراق المالية ، الأردن، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع ، عمان 2001 م ، ص 21 . 22.

يتحقق إلا من خلال وجود سوق مالية تتسم بالكفاءة، ومن أهم شروطها العمق، الإتساع، الدينامكية وسرعة الإستجابة للأحداث بالإضافة إلى شروط الحد الأدنى لمثل هذه الأسواق، كالمكان المناسب والتسهيلات المناسبة وقنوات الإتصال بالإضافة إلى مجموعة القوانين المنظمة للمعاملات المالية بشكل عام.

4 - أهداف الإستثمار المالي:

يُعتبر الإستثمار المالي من أكفأ أنواع تشغيل الأموال، ذلك أنه يستطيع تحقيق الأهداف التي يسعى إليها المستثمر، وهذه الأخيرة تتمثل في ما يلي:

1. تأمين المستقبل:

عادة ما يقوم بمثل هذا النوع من الإستثمارات الأشخاص الذين بلغوا سناً معيناً ، وهم على أبواب التقاعد حيث ميلهم لتأمين مستقبلهم يحملهم على إستثمار ما لديهم من أموال في الأوراق المالية ذات العائد المتوسط المضمون دورياً مع درجة ضعيفة من المخاطرة.

2. تحقيق أكبر دخل جاري:

يركز المستثمر بالغ إهتمامه على الإستثمارات التي تحقق أكبر عائد حالي ممكن بغض النظر الإعتبارات الأخرى.

3. تحقيق تنمية مستمرة في الثروة

تحقيق تنمية مستمرة في الثروة مع عائد مقبول يكون هدف المستثمر تحقيق عائد جاري مقبول مع نسبة زيادة مقبولة في قيمة رأس مال المستثمر على الدوام ، حيث أن المكاسب الرأسمالية التي يمكن الحصول عليها تعتبر هدف المستثمر ومضافاً إليها العائد المحصل.

4. حماية الأموال من انخفاض قوتها الشرائية نتيجة التضخم

إن هدف المستثمر يتمثل في تحقيق مكاسب رأسمالية وعوائد جارية تحقق المحافظة على القدرة الشرائية لنقوده المستثمرة.

5. حماية الدخل من الضرائب

يكون هدف المستثمر في هذه الحالة الإستفادة من خلال إستثماره هذا من المزايا الضريبية التي تمنحها التشريعات والتنظيمات المعمول بها، حيث أنه إذا قام بتوظيفها في غير هذا النوع سيتم إخضاعه إلى شرائح ضريبية عالية.

6. تحقيق أكبر نمو ممكن للثروة

يميل إلى تحقيق مثل هذا الهدف المضاربون، حيث يختارون الإستثمارات التي لها درجة مخاطرة عالية ويقبلون عندها ما ترتب عن إختيارهم، إما بتحقيق توقعاتهم أو تخطئتها .

5- خصائص الإستثمار المالي:

للإستثمار المالي مجموعة من الخصائص تميزه عن باقي الإستثمارات الأخرى ، ومن هذه الخصائص ما يلي⁽¹⁾:

1- للأوراق المالية أسواق على درجة عالية من الكفاءة والتنظيم قلما تتوفر لإدوات الإستثمار

الأخرى فبجانب السوق الأولية والسوق الثانوية يوجد لها أحياناً سوق ثالثة ورابعة .

2- بجانب الأسواق المحلية توجد للأوراق المالية أسواق دولية توفر لها مرونة أكبر في تداولها

فتزيد من درجة سيولة الأموال المستثمرة فيها.

3- تكاليف المتاجرة بالأوراق المالية تكون عادة منخفضة مقارنة مع تكاليف المتاجرة بأدوات

الإستثمار الأخرى، إذ أن معظم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية تتم عن طريق الهاتف

(1) د . حمزة محمود الزبيدي ، مرجع سبق ذكر ، ص 49.

أو بواسطة شاشات الكمبيوتر فتوفر على المستثمر الكثير من النفقات، هذا بالإضافة إلى الأوراق المالية التي لا تحتاج إلى نفقات تخزين أو صيانة كما هو الحال بالنسبة للأصول الحقيقية.

4- تتمتع الأوراق المالية بخاصية التجانس، فأسهم شركة معينة أو سنداتها غالباً ما تكون متجانسة في قيمتها وشروطها، وهذا يُسهل عملية تقييمها ويُسهل من عملية إحتساب معدل العائد المحقق من كل ورقة.

5- لا يحتاج الإستثمار في الأوراق المالية إلى خبرات متخصصة تتوجب في المستثمر كتلك المطلوب توفرها للمستثمر في الأدوات الأخرى، فالمستثمر في العقار مثلاً يشترط فيه أن يكون ذا دراية واسعة في مجال العقارات، في حين يمكن للمستثمر في الأوراق المالية أياً كانت إمكانيته وثقافته أن يجد أداة الإستثمار المناسبة، وسوف يجد في هذا السوق من المختصين والسماسة من هم على إستعداد لتقديم المشورة.

6 - أدوات الإستثمار المالي:

تُعتبر الأوراق المالية من الأدوات الرئيسية التي يتم التعامل بها في السوق المالي، وتمثل الورقة المالية صك يعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من العائد أو الحق في جزء من أصول الشركة أو الحقين معاً، ويتم إصدار الأوراق المالية من طرف المؤسسات الإقتصادية مهما كانت طبيعة نشاطها، وتأخذ الأوراق المالية عدة أشكال منها الأسهم والسندات.

الفصل الثالث

أسواق الأوراق المالية وشهادة المشاركة الحكومية (شهادة)

المبحث الأول: مفهوم الأسواق المالية

المبحث الثاني: سوق الخرطوم للأوراق المالية

المبحث الثالث: شهادة المشاركة الحكومية (شهادة)

تمهيد:

يتكون هذا الفصل من ثلاثة مباحث، يتناول المبحث الأول مفهوم الأسواق المالية (سوق رأس المال وأسواق النقد وأنواع الأوراق المالية والأهمية الاقتصادية للأوراق المالية) والمبحث الثاني عن سوق الخرطوم للأوراق المالية (نشأة وتطور السوق والأوراق المالية المتداولة في السوق) والمبحث الثالث يتناول شهادة المشاركة الحكومية شهامة (تعريفها والسمات العامة لها وأهدافها ومميزاتها).

المبحث الأول: تعريف سوق الأوراق المالية

أولاً/ مفهوم الأسواق المالية:

تعتبر الأسواق المالية في نظر خبراء المال مصدراً رئيسياً للأموال التي تحتاجها المؤسسات ودورها يتمثل في توزيع الفائض الذي يتحقق لدى بعض وحدات الإقتصاد القومي، على تلك الوحدات التي تعاني من عجز مالي وتحتاج لهذا الفائض لتمويل إحتياجاتها للنمو والتطور وبهذا يمكن للوحدات ذات العجز من تسيير أمورها ومشاريعها دون الحاجة للإنتظار لحين وصول وفوراتها إلى المستوى الذي يكفي لتلبية هذه الإحتياجات.

المقصود بمفهوم سوق المال (Financial Market) إذ أطلق دون تحديد إلى سوق الأوراق المالية أي سوق الأسهم والسندات وهذا هو المفهوم الضيق لسوق المال ويطلق عليه مصطلح البورصات، وهناك مفهوم آخر يشمل المؤسسات المالية التي تتعامل في الأقراض طويل الأجل فقط، غير أن المفهوم المقبول لسوق المال هو الذي يتضمن أيضاً جميع الوسطاء والمؤسسات المالية المختلفة بالإضافة إلى سوق النقد⁽¹⁾ وهذا يعني أن سوق المال يتكون من شقين رئيسيين هما سوق رأس المال وسوق النقد.

(1) عبد الغفار حنف ورسمية قرياقص، أسواق رأس المال، الدار الجامعية، الإسكندرية 2000م، ص 237 .

سوق رأس المال (1):

سوق رأس المال (Capital Market) هو ذلك السوق الذي يسمح بالتمويل طويل الأجل لتحقيق الدخل المتتابع للمستثمر من خلال تداول الأدوات الإستثمارية والمتاجرة بالأوراق المالية المصدرة والتي تستحق بعد آجال متوسطة أو طويلة وهذا يشمل جمع المؤسسات المالية والإجراءات التي تسهل من تداول الأوراق المالية ذات الأجل الطويل وهو الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي تصدرها منظمات الأعمال ويتميز سوق رأس المال بعدة خصائص يمكن إجمالها في التالي:

- 1- الإستثمار في سوق رأس المال يمتاز بالوفرة من حيث العائد مما يدفع المستثمرين للتفكير والإهتمام بالدخل أكثر من الإهتمام بالسيولة لذلك يجب أن تتوفر الأدوات الإستثمارية الأكثر عائداً وبأقل تكلفة ممكنة.
- 2- من حيث التنظيم فهو أكثر إنتظاماً من السوق النقدي نظراً لمحدوديته وكون المتعاملين فيه على درجة كبيرة من التخصص والمهارة في عقدهم للصفقات المالية.
- 3- ميزة الإستثمار في سوق رأس المال في كونه يتعامل بالأوراق المالية ذات الآجال الطويلة مما يتيح فرصة لتمويل كثير من المشروعات لا سيما تلك المشروعات التي تكلف في بداية عمرها الإنتاجي كثيراً من المصروفات التأسيسية مما يجعل إمكانية التسديد الفوري ضعيفة الإحتمال وبالتالي تحتاج تلك المشروعات لأموال يتم سدادها بعد طول أجل.
- 4- إرتفاع العائد يزيد من إرتفاع درجة المخاطرة نظراً لقلّة السيولة بسبب تغير أسعار الأسهم والسندات من زمن لآخر (2) ويتكون هذا السوق من شكلين هما:

(1) ناظم محمد نوري الشمري وآخرون، أساسيات الإستثمار العيني والمالي، الأردن، دار وائل للطباعة والنشر، 1999م، ص 189 .

(2) المرجع السابق، ص 195.

أ . أسواق حاضرة أو فورية (1):

وهي تلك الأسواق التي تتعامل في الأوراق المالية طويلة الأجل (الأسهم والسندات) وأحياناً يطلق عليها أسواق الأوراق المالية وهنا تنتقل ملكية الورقة للمشتري عند إتمام الصفقة مباشرةً وذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزء منها، وهو السوق الذي يتفرع أساساً إلى سوق أولية وسوق ثانوية حيث يتم إجراء عمليات البيع والشراء للأوراق المالية في الوقت الحاضر فورياً دون تأجيل ويحتوي على:

- أ. **السوق الأولية:** وهو الذي تخلفه مؤسسة تعرض فيه للجمهور لأول مرة أوراقاً مالية قامت بإصدارها لحساب منشأة أعمال أو جهة حكومية وعادةً ما يطلق على هذه المؤسسة بنك الإستثمار أو المتعهد والذي عادةً ما يكون مؤسسة مالية متخصصة، وسوق الإصدار هذه هي التي يتعامل فيها على الأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة وتختص بتأسيس الشركات الجديدة وطرح رأس مال الشركات للاكتتاب في صورة أوراق مالية.
- ب. **السوق الثانوية:** وهي السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية بعد إصدارها بحيث يعتمد نجاح هذا السوق على السوق الأولية نظراً لعلاقتها ببعض، فكلما شهد السوق الثانوي تداولاً أكبر ونشاط أكثر شجع ذلك على تأسيس شركات جديدة وطرح الأسهم للاكتتاب، وهي تتكون من أسواق منظمة وأسواق غير منظمة، فالأسواق المنظمة هي البورصات والأسواق غير المنظمة يطلق كمصطلح على المعاملات التي تجري خارج البورصات والتي تتولاها بيوت السمسرة وعلنه فإن السوق الثانوية هي التي يتم فيها تداول الأوراق المالية التي تُطرح للاكتتاب للجمهور من خلال الإصدارات الأولية. وتشمل تلك الأسواق على أسواق رأس المال المنظمة أي البورصات وإذا ما أدرجت شركة ما في الأسواق المنظمة أصبحت ملزمة بإعلان كافة حساباتها الختامية بشكل سنوي إضافة إلى نشرتها تعلن من خلالها

(1) حسني علي حريوش وآخرون، الإستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، الأردن، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان 1999م، ص 37.

أرباحها ورقم أعمالها بشكل دوري وبذلك تكون قد حازت على موافقة إدارة السوق بعد إكمال الشروط كافة، كما تشمل على أسواق رأس المال غير المنظمة والتي تتداول فيها الأوراق المالية خارج نطاق البورصة من خلال بيوت السمسرة أو البنك التجاري لذلك لا يشترط إتمام عملية الصفقات في مكان محدد بل يكفي عقدها من خلال وسائل الإتصال الحديثة، ويكثر تداول السندات في هذا السوق حيث يقل في الغالب تداول الأسهم وهذا يفسر وجود سوق ثالث ورابع، فالسوق الثالث⁽¹⁾ يتكون من بيوت السمسرة لغير أعضاء السوق المنظمة حيث تستثمر فيها عملية بيع وشراء الأوراق المالية بكميات مختلفة مما يجعلها منافساً حقيقياً للسوق المنظمة ويفسر وجود هذا السوق هو خفض معدلات العمولة من قبل بيوت السمسرة، أما السوق الرابع فهو يتكون ممن يبيعون ويشتررون الأوراق المالية بكميات كبيرة كالمؤسسات الإستثمارية وكبار المستثمرين الأفراد حتى يتجنبون دفع العمولات للسماسرة هذا إلى جانب أسواق أخرى تتمثل في وزارة الخزانة أو البنك المركزي للدولة المعنية واللذان يحتكران التعامل في أنواع معينة من الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة.

ب . أسواق آجلة . أسواق العقود المستقبلية

وهي أسواق تتعامل في الأسهم والسندات ولكن من خلال عقود وإتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق والهدف من ذلك هو تجنب أو تخفيض مخاطر تغير السعر.

أسواق النقد⁽²⁾:

يقصد بأسواق النقد الأسواق التي تتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل من خلال السماسرة والبنوك التجارية وبعض الجهات الحكومية التي تتعامل في تلك الأوراق ذات السيولة العالية والتي تستحق لسنة فأقل، فالسوق النقدي إذن هو ذلك السوق الذي يسمح بعملية الإقتراض

⁽¹⁾المرجع السابق ، ص 39 .

⁽²⁾منير إبراهيم الهندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، منشأة المعارف ، الإسكندرية 1999م ، ص 6 .

والإقراض والمتاجرة بالأدوات الإستثمارية قصيرة الأجل تحقيقاً للعائد وهو بذلك يعتمد على المبالغ الضخمة ذات الأحجام الكبيرة، وأهم أدوات هذا السوق هي شهادات الإيداع وأذونات الخزنة والأوراق التجارية ونجد أن التعامل في هذا السوق مخاطره المائلة أساساً في عدم القدرة على السداد وكثرة تقلب أسعار الفائدة ولهذا السوق النقدي عدة خصائص يمكن إجمالها في التالي:

1- درجة المخاطرة في هذا السوق قليلة مقارنة بغيره من الأسواق لذلك فإن آجال الإستحقاق لاتزيد عن سنة واحدة مما يعني بقاء الظروف في الحالة الطبيعية مستقرة.

2- يتم تداول الأدوات الإستثمارية في هذا السوق وفقاً لنظام يتبعه السماسرة الذين يملكون الخبرة والكفاءة والقدرة على إستغلال الفرص.

3- يمتاز السوق النقدي بالمرونة العالية قياساً بغيره نظراً لقصر الأجل وما يتمتع به من إنخفاض درجة المخاطرة مما أكسبه المرونة وسرعة التجاوب مع المتغيرات الإقتصادية مما يقلل من الخسائر ويعظم الفوائد .

4- تعتبر آجال الإستحقاق لأدوات السوق النقدي قصيرة فهي لا تتجاوز سنة واحدة في الغالب.

يتضح من خلال التحليل السابق لتعريف مفهوم سوق المال أن سوق رأس المال يمكن أن يطلق عليه سوق الأوراق المالية وذلك سواءً كان التعامل في هذه الأوراق يتم في الحال أو في فترة لاحقة، أيضاً سواءً تم التعامل وتداول هذه الأوراق داخل مكان معروف ومحدد وهو ما يطلق عليه لفظ السوق المنظم (البورصة) أو خارج هذا المكان، ويعتبر سوق الأوراق المالية من أهم مكونات سوق المال في أي دولة لما له من أهمية في التطور الإقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم خاصة الرأسمالية منها.

ثانياً/ تعريف سوق الأوراق المالية:

يطلق الكتاب الإقتصاديين على سوق الأوراق المالية عدة أسماء تشير غالباً إلى مدلول واحد فبعضهم يسميها (سوق الأسهم والسندات)⁽¹⁾ وهذا الأسم وإن كان يعبر عن واقع أسواق الأوراق المالية القائمة اليوم إلا أنه لا يسمح بإستحداث أدوات تعامل جديدة في السوق.

ويسميها البعض (سوق رأس المال)⁽²⁾ بإعتبار أنها مصدر الأموال لتمويل مختلف المشروعات، ويعرفها آخرون بأسم (السوق المالية) أو السوق الإستثمارية كما وصفها (هربرتداقل) أي أنها (سوق الأموال طويلة ومتوسطة الأجل) تمييزاً لها عن السوق النقدية وهي سوق اللأموال القصيرة الأجل، وإن كان بعض آخر قد توسع في تعريف السوق المالية ولم يقصرها على سوق الأوراق المالية وحدها بل امتد مفهومه ليشمل المصارف وشركات التأمين وكافة الأجهزة المؤسسية التي تقوم بدور الوساطة المالية⁽³⁾.

كما عرفها أحد الإقتصاديين بأنها (سوق مالية منظمة يتداول فيها الأسهم والسندات وتحدد فيها الأسعار وفقاً للعرض والطلب)⁽⁴⁾.

يُلاحظ من هذه التعريفات التي وردت أن سوق الأوراق المالية سوق منظمة تمييزاً لها عن المبادلات التي تتم بواسطة المتعاملين من غير تقييد بقوانين ونظم ولوائح سوق الأوراق المالية، ويظهر هذا التأكيد على التعريف التالي لسوق الأوراق المالية (البورصة سوق مستمر تُقام في مكان ثابت للتعامل في صكوك معينة تصلح لمبادلات واسعة النطاق وذلك بموجب قوانين ولوائح وقواعد لتنظيم عقد الصفقات، وإقرار الشروط الواجب توافرها في المتعاملين وفي صكوك

(1) محمد صالح جابر، الإستثمار بالأسهم والسندات وتحليل الأوراق المالية، العراق، دار الرشد للنشر، بغداد 1982م، ص 13.

(2) سامي حسن حمود، الوسائل الشرعية لتداول الحصص الإستثمارية، ورقة عمل، تونس 1984م، ص 3.

(3) باري سيجل، النقود والبنوك والإقتصاد، دار المريخ للنشر، 1985م، ص 85.

(4) هاشم البساط، الأسواق المالية الدولية وبورصات الأوراق المالية، إتحاد المصارف العربية، بيروت 1967م، ص 32.

موضوع التعامل)⁽¹⁾ وبتتبعنا للتعريفات السابقة نجد أنها لم تزد عن كونها جعلت سوق الأوراق المالية مجرد المكان الذي يجتمع فيه المتعاملون، ومجموع العمليات التي تُعقد فيه دون أن تعطي مدولاً مباشراً لدور تنموي لهذا السوق ولكن عرفت بعض المؤسسات المالية بأنها (السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية بيعاً وشراءً بحيث تشكل إحدى القنوات التي ينساب فيها المال من الأفراد والمؤسسات والقطاعات المتنوعة بما يساعد على تنمية الإدخار وتشجيع الإستثمار من أجل مصلحة الإقتصاد).

أما من حيث وجهة النظر الشرعية تعرف بأنها (سوق منظمة تتعقد في مكان معين وفي أوقات دورية للتعامل الشرعي بيعاً وشراءً لمختلف الأوراق المالية ، وتهدف إلى تعبئة المدخرات النقدية وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة).

ولا يخفي من هذا التعريف أننا نقصد (بسوق منظمة) أنها تخضع لقوانين ولوائح تنظم إدارتها وتحكم عملياتها، والمقصود (بالتعامل الشرعي) أن يجري التعامل على أوراق مالية يصح إصدارها شرعاً وأن تُنفذ كافة عملياتها بالإطار الشرعي للمعاملات، كما أن التعريف أظهر بجلاء دور السوق المالية في المساهمة الفعالة في إحداث التنمية الإقتصادية وذلك من خلال تجميع المدخرات وتمويل المشروعات الناجحة.

ثالثاً/ أنواع الأوراق المالية:

يمكن تصنيف الأوراق المالية بعدة طرق حيث يمكن تصنيفها من حيث ماهيتها إلى أوراق مالية تمثل ملكية وهي الأسهم العادية وأوراق مالية تمثل مديونية وهي السندات وما يماثلها أما الأسهم الممتازة فتمثل خليط من الأسهم العادية والسندات، وإن كانت تصنف ضمن الأوراق.

(1) يس عبد الحميد، بورصة الأوراق المالية، مكتبة التاجر والمحاسب، القاهرة 1948م، ص 28.

المالية التي تمثل ملكية⁽¹⁾، كذلك يمكن تصنيف الأوراق المالية من حيث الإستحقاق إلى أوراق مالية قصيرة الأجل وأوراق مالية متوسطة الأجل وأوراق مالية طويلة الأجل.

1. الأسهم

يعرف السهم بأنها المشاركة في الملكية وكونه يمثل حصة محددة في ملكية مؤسسة أو شركة مساهمة مثبتة بصكوك قانونية يمكن تداولها بيعاً وشراءً في الأسواق المالية ويمثل مجموع الأسهم نصيب مالكيها من رأس مال الشركة بناءً على قيمة الأسهم الاسمية عند التأسيس.

أ/ الأسهم العادية:

الأسهم العادية (Common Stocks) هي جزء من الملكية وهي وثيقة ذات قيمة اسمية واحدة وهي تُطرح للاكتتاب العام قابلة للتداول وغير قابلة للتجزئة بمعنى من يشتري سهم عادي يمثل أحد مُلاك الشركة المساهمة وله الحق في التصويت في الجمعية العمومية على القرارات الأساسية ومنها تعيين مجلس الإدارة أو تغييره، والأسهم العادية ليس لها تاريخ إستحقاق وأصحابها يحصلون على ربح غير محدد وقد يخسرون حتى أصل قيمة السهم، لهذا فهم يحصلون على عائد مادي عالي ويتعرضون لمخاطر عالية، هذا الواقع يجعل للأسهم العادية مميزات وأعباء، فإذا أخذنا ميزاتها بالنسبة للشركة فهي لا تشكل إلتزام مالي على الشركة فإذا ربحت الشركة وزعت أرباحاً، وإذا خسرت لا يشكل السهم العادي عبئاً عليها، لذلك تُعتبر الأسهم مصدر ثقة وأمان وليس كالسندات عبء ودين وتستطيع الشركة إصدار أسهم جديدة لتستفيد من علاوة الإصدار المتحققة من الفارق بين السعر الرسمي والسعر الجديد، إضافة لسهولة شراء وبيع الأسهم وتداولها بكميات وأعداد قليلة ورغم ذلك قد تشكل الأسهم العادية عبئاً على الشركة من حيث فقدان سيطرتها على الإدارة إذا ما قامت جهة معينة بشراء عدد كبير من

⁽¹⁾ منير إبراهيم الهندي، مرجع سبق ذكره، ص 17.

الأسهم لا سيما وأن أرباح لا تخصم من الضريبة فضلاً عن كلفة إصدار السهم والتي تكون أكبر من كلفة إصدار السند رغم أنها لا تحمل عائداً ثابتاً مما يقلل فرص الشركة للمتاجرة بالملكية⁽¹⁾، وللأسهم العادية ثلاثة قيم:

- I. **القيمة الاسمية:** وتتمثل في القيمة المدونة على قيمة السهم وهي القيمة التي يصدر بها السهم وهي قيمة السهم التي تحدد عند التأسيس وتثبت في شهادة الأسهم التي تُصدر لمالكها وهي القيمة التي يتم توزيع الأرباح على أساسها كنسبة مئوية.
- II. **القيمة الدفترية:** وهي قيمة السهم في دفاتر المنشأة وتُستخرج من سجلات ودفاتر المنشأة من خلال قيمة الأصول في دفاتر الشركة ولذلك سُميت بالقيمة الدفترية وتُحسب على أساس قيمة وحقوق الملكة مقسمة على عدد الأسهم العادية المُصدرة، ومما تجدر الإشارة إليه أن القيمة الدفترية تعتمد على الربحية وظروف الشركة الداخلية فهي بذلك قد تكون أكبر أو أقل من القيمة السوقية وذلك يرجع إلى معدلات التضخم وسياسة التسعير والأنماط السلوكية، كما يلزم لحساب القيمة الدفترية تحليل الميزانية والأخذ بالعديد من المؤشرات ليكون القرار الإستثماري قراراً صحيحاً يرتكز على معلومات صحيحة.
- III. **القيمة السوقية:** هي القيمة التي تُحدد للسهم في السوق المالي من خلال تداوله وبناءً على ظروف أخرى من عرض وطلب، ولذلك كثيراً مما تتغير هذه القيمة تبعاً للظروف المحيطة خاصة الظروف الإقتصادية عامة وظروف الشركة خاصة، وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الاسمية أو القيمة الدفترية، فإذا زادت القيمة السوقية عن القيمة الاسمية حقق المستثمر أرباحاً رأسمالية. أما إذا إنخفضت القيمة السوقية عن القيمة الاسمية فإن المستثمر يتكبد خسائر كبيرة فلن يتمكن حتي من إسترجاع رأس ماله المدفوع أصلاً وتُعتبر القيمة السوقية أكثر أهمية لأنها تعبر مباشرة عن قيمة ثروة المساهم.

⁽¹⁾ناظم محمد نوري الشمري وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 209.

ب . الأسهم الممتازة:

الأسهم الممتازة (Preferred Stocks) هي أداة مالية وسط بين الأسهم العادية والسندات فهي تحمل بعض صفات السهم العادي وبعض صفات السند، حيث أنها تشبه السندات في حصولها على نصيب محدد من الأرباح بحد أعلى أو أدنى وهذا العائد المحدد يُسمى توزيعات. وتُشابه الأسهم العادية في أنها تُمثل جزء من الملكية يحق لحامله المشاركة في الأرباح المحققة⁽¹⁾ كما تُشابه الأسهم العادية من حيث عدم المطالبة القانونية بالتوزيعات إذا لم تتحقق أرباح، ولكنها لا تضيع على حامل السهم الممتاز حيث يحصل عليها في السنوات القادمة، نظراً لأن الشركة المساهمة لا تستطيع توزيع الأرباح على حملة الأسهم العادية إلا بعد إعطاء حملة الأسهم الممتازة أرباحهم المستحقة وهذا يميز السهم الممتاز على السهم العادي في إعطاء أولوية السداد لحملة إذا ما تمت تصفية المشروع لسبب ما.

الأسهم الممتازة تُمثل مستند ملكية لها قيمة اسمية ودفترية وسوقية شأنها في ذلك شأن السهم العادي، غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على الأسهم المُصدرة.

وعلى الرغم من أنه ليس للسهم الممتاز تاريخ إستحقاق إلا أنه قد ينص على إستدعائه في توقيت لاحق، ولحملة الأسهم الممتازة الحق في توزيعات سنوية تُحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم. وتتمتع المنشأة التي تعتمد على الأسهم الممتازة ببعض المزايا أهمها: أنها ليست ملزمة قانونياً بإجراء توزيعات في كل سنة تحقق فيها أرباح ، وأن التوزيعات محددة بمقدار معين.

⁽¹⁾ احسنى علي جريوش وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 158.

لايحق لحملة هذه الأسهم التصويت إلا في الحالات التي تُعاني فيها المنشأة من مشكلات صعبة⁽¹⁾. وتظهر بعض عيوب التمويل بالأسهم الممتازة والمتمثل في إرتفاع تكلفتها نسبياً، فتكلفة التمويل بالأسهم يفوق التمويل بالإقتراض لأن توزيعات الأسهم الممتازة - على عكس الفوائد- لا تُخصم من وعاء الضريبة وبالتالي لا يتحقق عنها وفر ضريبي ، كما أن حملة الأسهم الممتازة يتعرضون لمخاطر أكبر من التي يتعرض لها المقرضون وبالتالي يطلبون عائداً أعلى.

2. السندات

تُعد السندات (Bonds) بمثابة عقد أو إتفاق بين المنشأة (المقترض) والمستثمر (المقرض) بموجب هذا الإتفاق يقرض الطرف الثاني مبلغاً معيناً للطرف الأول الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ وفوائد متفق عليها في تواريخ محددة.

قد ينطوي العقد على شروط أخرى مثل رهن بعض الأصول الثابتة ضماناً للسداد أو وضع قيود على إصدار سندات أخرى في تاريخ لاحق، كما يتضمن العقد شروطاً لصالح المقترض مثل حق إستدعاء السندات قبل تاريخ الإستحقاق⁽²⁾.

هذا يعني أن السندات جزء من المديونية بمعنى أن من يشتري سند فهو دائن لشركة المساهمة يحصل على القيمة الاسمية للسند في تاريخ الإستحقاق ، كما يحصل أصحاب السندات على فوائد دورية محددة مسبقاً بغض النظر عن أداء المنشأة لهذا فهم يحصلون على عائد بسيط ويتعرضون لمخاطر بسيطة⁽³⁾.

⁽¹⁾ منير إبراهيم الهندي، مرجع سبق ذكره، ص 29.

⁽²⁾ المرجع نفسه، ص 30.

⁽³⁾ محمد محمود عبد ربه، مخاطر الإعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييمك للإستثمار في سوق الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية 2000م، ص 8.

هذا وقد يكون السند لحامله وبذلك يُعد ورقة مالية قابلة للتداول بالبيع والشراء أو التنازل ويُعتبر السند أداة دين تضمن لحامله الأولوية في الحصول على حقه كما أن السند من أدوات الإستثمار ثابتة الدخل كونه يحصل على فوائد ثابتة، وعليه يكون للسند فترة زمنية محددة ولكن مما يجدر الإشارة إليه أن الفوائد المدفوعة تُحسب على أساس القيمة الاسمية وليست القيمة الورقية.

وللسندات أعباء كثيرة فهي من حيث حاملها لا تعطيه حق التصويت والترشيح أثناء حياة الشركة، أما من حيث الشركات المُصدرة فهي تُشكل لها التزاماً يثقل كاهلها لا سيما في حالات الربح المحدود أو حتى عندما لا تُحقق ربحاً على الإطلاق، ولأن مدة الإستحقاق للسند تكون طويلة الأجل فهذا يُشكل مخاطرة كبيرة مما يستدعي تخصيص مبالغ ومخصصات سنوية لدفع الفوائد وتسديد قيمة السندات مما ينعكس سلباً على السيولة⁽¹⁾.

3. الأوراق المالية الحكومية

الأوراق المالية الحكومية (Government Securities) يُقصد بها صكوك المديونية المتمثل في السندات وما يُماثلها والتي تصدرها الحكومة بهدف الحصول على موارد إضافية لتغطية العجز في موازنتها أو بهدف مواجهة التضخم.

ويمكن تصنيف الأوراق المالية التي تُصدرها الحكومة إلى نوعين:

أ. الأوراق المالية التي تحتكرها وزارة الخزانة:

ويُقصد بها السندات الإدخارية (Saving Bonds) وهي سندات غير قابلة للتداول، كما لا يجوز لحاملها رهنها لصالح غيره ويتم شراء هذه السندات من وزارة الخزانة فقط. ويحصل حامل السند الإدخاري على معدل فائدة متغير يرتبط بمعدله بمعدل الفائدة على نوع آخر من السندات

⁽¹⁾ناظم محمد نوري الشمري وآخرون، مرجع سبق ذكره ص 214-216.

التي تُصدرها وزارة الخزانة وذلك بشرط الا يقل ذلك العائد عن نسبة معينة. ويُستثنى من ذلك المستثمرين الذين يرغبون في إسترداد قيمة السند مبكراً، ومن ثم قد يصبحون عرضة للحصول على عائد قد يقل عن الحد الأدنى المشار إليه. هذا مع ملاحظة أن الفائدة على تلك السندات تتمثل في الفروق بين السعر الذي أُشترى به السند وبين القيمة التي يحصل عليها المشتري عند رغبته في إسترداد قيمته من وزارة الخزانة.

ولتشجيع المستثمرين للإبقاء على السند لأطول فترة ممكنة عادةً ما يوضع هيكل لقيمة الإسترداد يزداد بمقتضاه معدل الفائدة كلما طالت فترة الإحتفاظ به، وإذا ما أُحتفظ المستثمر بالسند حتى تاريخ الإستحقاق وهو عادةً خمس سنوات أو عشرة سنوات من تاريخ الإصدار حينئذ يكون له الحق في إسترداد قيمته الأسمية بالكامل.

ب. الأوراق المالية القابلة للتداول:

وتصدر من البنك المركزي وفروعه المختلفة ويتم تداول بعضها في أسواق رأس المال المنظمة وبعضاً آخر في الأسواق غير المنظمة من خلال سماسرة وتجار الأوراق المالية، وتتميز تلك الأوراق عن سابقتها (السندات الإذخارية) كون أن العائد منها لا يقتصر فقط على معدل الفائدة المحدد بل يتضمن كذلك الأرباح الرأسمالية التي يمكن تحقيقها، وعادةً ما تنشر الصحف في الدورة المعنية معلومات عن تلك الأوراق مثل تاريخ الإستحقاق، معدل الكيون، مقدار التقدير في القيمة السوقية عن ما كانت عليه في اليوم السابق والعائد الذي يمكن أن يحققه المستثمر لو أنه أُشترى الورقة بالسعر السائد وقت النشر في الصحف وأحتفظ به حتى تاريخ الإستحقاق.

كما قد يتضمن النشر كذلك سعرين لكل ورقة الحد الأقصى للسعر الذي يبدي التاجر إستعداده لشراء الورقة به، والحد الأدنى للسعر الذي قبله لبيع تلك الورقة، ويمثل الفرق بين السعرين المدى أو الهامش الذي يحصل عليه التاجر في مقابل خلق سوق دائم للورقة بما يتيح لحاملها

وجود مشتري لها، كما يتيح للراغب في شرائها فرصة دائمة لإقتنائها، هذا ويطلق على سعر الشراء وسعر البيع بالسعر المعلن.

رابعاً/ الأهمية الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية:

رغم تعدد أسواق الأوراق المالية إلا أنه يمكن تجميعها في وظيفتين أساسيتين بالإضافة إلى بعض الوظائف الأخرى التي وجدت نتيجة للتطور الذي تعرضت له الأسواق المالية وتتلخص في النقاط التالية:

1- ضرورة إتاحة سوق مستمرة للأوراق المالية وذلك لإمكان إسترداد المستثمر لمدخراته فالمستثمر يقبل على شراء الأوراق المالية طالما يمكن بيعها في أي وقت وإستعادة قيمتها عند الحاجة إليها ، وبذلك تتيح سوق الأوراق المالية سوقاً مستمراً حراً لا تسيطر عليه فئة معينة ويمكن جمهور المتعاملين من شراء أو بيع الأوراق المالية طلباً للعائد المتولد منها أو تغيير لنوع الإستثمار يتناسب مع رغبات المدخر وبهذا تصبح الإستثمارات الرأسمالية الثابتة في حكم الأصول المنقولة من حيث قابليتها للتسويق وتمتعها بدرجة كافية من السيولة النقدية الأمر الذي يُمكن المتعاملين من تصفية إستثماراتهم أو تنويع حافظة أوراقهم المالية دون أن يترتب على البيع أو الشراء إنخفاض أو إرتفاع كبير في الأسعار⁽¹⁾

تتحقق في البورصة المنافسة الحرة وتحدد فيها الأسعار وفقاً لقانون العرض والطلب وبحكم إجتماع المتعاملين في مكان واحد فإنه يتحقق الإتصال بينهم ويؤدي هذا إلى وجود سعر واحد يكون مقياساً للأسعار داخل البورصة وخارجها كما تتميز عمليات البورصة وأسعارها بالعلانية وتُدون الأسعار في لوحة معدة لذلك يطلع عليها الكل وما يرتبط بذلك ما تقوم به

(1)فؤاد شريف ، تخطيط الإستثمار ، مجموعة محاضرات ، بورصات الإسكندرية 1959م ، ص 31.

الشركات والجهات الإقتصادية من نشر كافة البيانات المتعلقة بالشركات وصكوكها وأرباحها ومراكزها المالية وهو ما يحول دون خلق سعر غير واقعي.

2- مراعاة تحديد الأسعار المناسبة للأوراق المالية على أساس من المعرفة الكافية ودرجة عالية من العدالة ، فالأسواق المالية لها دور في تحقيق عدالة الأسعار من خلال قانون العرض والطلب وذلك في ظل محددات تتمثل في الأتي:

أ. إتصال البائعين والمشتريين ببعضهم وإجتماعهم في مكان واحد.
ب. حرية المساومة.

ج. عدم قدرة أي فرد في التأثير على الأسعار.

د. توافر العلانية بشأن المعاملات.

هـ. التعامل في سلع متجانسة.

و. توفر المعلومات الضرورية والمهمة عن الأوراق محل التعامل⁽¹⁾.

ويتحدد سعر الورقة المالية عبر المفاوضة أو المزايمة التي تعكس صورة أقرب إلى الدقة لأي من المتعاملين في السعر المناسب للورقة المالية وفق ظروف السوق السائدة ، فضلاً عن ذلك يمكن القول إن سوق الأوراق المالية من خلال أنظمتها ولوائحها تهدف للتقريب بين القيمة السوقية للورقة المالية وبين قيمتها الحقيقية حتى تعكس السوق الأداء الفعلي للمشروعات والشركات المصدرة للأوراق المالية.

3-تفادي التقلبات العنيفة للأسعار حيث نجد أن الطابع المميز للعاملين في سوق الأوراق المالية هو سرعة الإنفعالات لسماع أي خبر وما يترتب عليها من توقعات تحكم تصرفاتهم في عملية التداول والتي تتوقف على مدى التشاؤم أو التفاؤل، فالبورصة تعمل على كسر هذه التقلبات وذلك بأن يقوم أعضاؤها المتخصصون وعملاؤها المحترفون بتلقي أثر هذه

⁽¹⁾علي شلبي، بورصة الأوراق المالية، مكتبة النهضة العصرية، القاهرة 1962م، ص 10.

الإنفعالات فيشترون ما يرونه بخبرتهم أنه عرض زائد نتيجة للتشاؤم وكذلك يواجهون أي طلب زائد نتيجة للتفاؤل الذي لا مبرر له.

4- سهولة استثمار رؤوس الأموال حيث يمتاز الإستثمار في سوق الأوراق المالية بالسهولة واليسر وذلك بالمقارنة بصعوبة الإستثمار في مجالات أخرى كما يتميز بإمكانية استثمار أي مبلغ كبير كان أم صغير، ولأي مدى من الزمن كما لا يطلب أي خبرة خاصة ، ففي مقدور أي شخص استثمار أمواله في شركات صناعية أو زراعية أو تجارية ويستفيد من نجاحها بالحصول على الأرباح كما يستفيد من إرتفاع قيمة الأسهم نتيجة لتقدم أعمال الشركة بعكس الحال بالنسبة للإستثمار في المجالات الأخرى حيث يتطلب خبرات معينة ودراية خاصة، كما يتميز أيضاً بأنه يتيح الفرصة لتتبع الإستثمار حيث يمكن توزيع رأس المال المستثمر في سندات حكومية وأسهم شركات صناعية وعقارية وغيرها.

5- تعبئة المدخرات السائلة وتوجيهها نحو المشروعات حيث تحقق البورصة للمدخرين المزايا التي تشجعهم على توظيف أموالهم حيث تعطيهم الأمان الكامل لرؤوس أموالهم وفي الحصول على عائد منتظم من الورقة المالية التي يتعامل فيها، كما تعطيهم الحق في سهولة التصرف في الصك في أي لحظة، كما أن العلانية المتوافرة في البورصة تساعد المدخر في إتخاذ القرار المناسب لتوظيف أمواله. وتعتبر الأسواق المالية مصدر تمويل إنمائي محلي يؤدي نسبياً إلى تناقص إحتياجات التنمية من التمويل الخارجي الذي يعتبر ذو أعباء باهظة يجلب معه تدخلات إدارية وسياسية وخارجية.

6- إتاحة فرص إستثمارية متنوعة ومتفاوتة من حيث المخاطر وذلك من خلال كثرة وتنوع الأوراق المالية من جانب وتوفير البيانات والمعلومات عن هذه الأوراق التي يتم التعامل فيها من جانب آخر.

7- أداة لتقويم الشركات والمشروعات حيث تعمل السوق من خلال نظمها ولوائحها على التعرف على المراكز المالية الحقيقية للشركات والتدقيق في حساباتها ، فتقوم سوق الأوراق المالية بتسهيل معرفة أوضاع الشركات والمشروعات من خلال التقارير الدورية التي تنشرها عن أوضاع الشركات المدرجة على قائمة التداول ، وعن حركة التداول وتطور الأسعار وغير ذلك من البيانات مما يسهم في زيادة وعي المستثمرين وبيصرهم بواقع الشركات والمشروعات.

8- مساعدة المنشأة في الحصول على ما تحتاجه من تمويل طويل الأجل حيث أن الإقبال على الإصدارات الجديدة للمنشأة المقيدة بالبورصة في شكل أسهم وسندات يكون أكبر مما لو كانت هذه الأوراق المالية لشركات غير مقيدة بالبورصة وهذا يخلق درجة عالية من الإطمئنان والثقة في أوضاع هذه المنشأة.

المبحث الثاني: سوق الخرطوم للأوراق المالية

أولاً/ نشأة سوق الخرطوم للأوراق المالية⁽¹⁾:

برزت فكرة إنشاء سوق الخرطوم للأوراق المالية في السودان عام 1962م حيث تم تأسيس هيئة الأسواق المالية ومن ثم تمت دراسات شاركت فيها مؤسسة التمويل الدولية التابعة للبنك الدولي ومشاورات مع البنوك التجارية وإتحاد الصناعات وشركات التأمين ومؤسسة التنمية السودانية. وفي منتصف السبعينات وضعت مسودة قانون سوق الأوراق المالية حيث تمت إجازته من قبل مجلس الشعب عام 1982م لكي ينظم إنشاء سوق الأوراق المالية في السودان، ولكن لم يتم أي شئ في هذا المجال حتى عام 1990م. بدأت الخطوة الجادة لإنشاء سوق الأوراق المالية في بداية التسعينات وذلك في ظل سياسة التحرير الإقتصادي والتي نادى بها البرنامج الثلاثي للإنقاذ (1990-1993م) وذلك بإتاحة الفرصة للقطاع الخاص كي يسهم في تمويل المشروعات الإقتصادية عن طريق سوق رأس المال، خاصة وأن التمويل المصرفي لا يكون متاحاً في كافة الأوقات وبالحجم المطلوب وهو في الغالب تمويل يناسب الأعمال التجارية والمواسم الزراعية وشراء المواد الخام للمصانع ورأس المال العامل، وذلك ناتج بسبب أن موارد المصارف قصيرة الأجل، أما أعمال التنمية فتحتاج إلى فترات طويلة لا يمكن تمويلها إلا من موارد طويلة الأجل وهي موارد سوق رأس المال وذلك عن طريق إنشاء شركات مساهمة عامة، وفي نوفمبر من عام 1992م أقر مجلس الوزراء تعديلاً على قانون سوق الأوراق المالية لعام 1982م ولكن هذا القانون المعدل لم يفِ بكل الأغراض لإنشاء السوق. لذلك وفي عام 1993م وضع مشروع قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية والذي أُجيز من قبل المجلس الوطني الإنتقالي في يونيو 1994م وأصبح بموجبه سوق الخرطوم للأوراق المالية كياناً

⁽¹⁾ نادر عبد المجيد عبد الرحمن، سوق المال، سلسلة مقالات 2003م، ص15.

مستقلاً، بعد ذلك تم تكوين مجلس الإدارة من رئيس مجلس إدارة وثلاثة عشر عضواً والسمة الأساسية لمجلس الإدارة أنه يتكون أساساً من القطاع الخاص ولا يضم من القطاع الحكومي إلا محافظ بنك السودان كنائب لرئيس المجلس ووكيل وزارة المالية والمسجل التجاري العام. وقد أصدر مجلس الإدارة اللائحة العامة وشروط التسوية وقواعد تداول الأوراق المالية.

لقد إستفاد السودان من تجارب الدول التي سبقته في هذا المجال إلا أنه إمتاز على تلك الدول بأنه الدولة الوحيدة في العالم التي تعمل فيها البورصة وفق موجهات الشريعة الإسلامية.

تطور وتوسع نشاط سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال السنوات الماضية كان كالاتي⁽¹⁾:

1- في عام 1996م إرتفع عدد الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية من 34 إلى 40 شركة.

2- في عام 1997م زيادة مقدره في رأس المال السوقي لسوق الخرطوم للأوراق المالية من ما يُعادل 31 مليون دولار امريكي إلى 139 مليون دولار امريكي وتأسيس بنك الإستثمار المالي للمساهم في تنشيط التعامل في سوق الأوراق المالية.

3- في العام 1999م بدأ العمل بنظام السوق الموازية وتم تصنيف الشركات المدرجة بالسوق الثانوية وفقاً لإستيفائها الشروط المنظمة لإدراج الشركات في أي من السوقيين النظامي والموازي.

4- في العام 2001م بداية إصدار العديد من صكوك الصناديق الإستثمارية وشهادات المشاركة الحكومية.

5- في العام 2002م تم توسيع علاقات السوق مع المؤسسات المالية والإقليمية والدولية.

6- في العام 2003م تم إعلان مؤشر الخرطوم وإدراج السوق في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي وإدراج سهم سودايل تقاطعياً في سوق أبوظبي للأوراق المالية.

⁽¹⁾المرجع السابق، ص 17.

- 7- في العام 2004م بلغ حجم التداول أعلى معدل له منذ إنشاء السوق وجرى توقيع إتفاقية تعاون مشترك بين سوق الخرطوم للأوراق المالية وبورصتي القاهرة والإسكندرية.
- 8- في العام 2005م حصل إرتفاع قياسي في حجم التداول إلى 1.21 مليار جنيه وإرتفاع في المؤشر بنسبة نمو بلغت 97.3% وإرتفاع في القيمة السوقية إلى 7.47 مليار جنيه ، وحسب قاعدة بيانات صندوق النقد العربي إحتل السوق المرتبة الأولى من حيث نمو القيمة السوقية مقارنة ببقية الأسواق العربية بنسبة بلغت 50.8%.
- 9- في العام 2006م حصل إرتفاع كبير في معدلات التداول حيث سجل حجم التداول 2.06 مليار جنيه بنسبة نمو بلغت 70%.
- 10- في العام 2007م تم إنضمام السوق لإتحاد البورصات الإفريقية مما فتح آفاقاً جديدة للتعاون الإقليمي بين أسواق المنطقة ، كما بدأ العمل الفعلي في مركز الإيداع.
- 11- في العام 2008م حصل إرتفاع ملحوظ في حجم التداول كما إكتمل إيداع أسهم جميع الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية الأمر الذي مهد الطريق لإكمال إجراءات التحول للتداول الإلكتروني وإدراج مصرف السلام في سوق دبي المالي.
- 12- في العام 2009م سجل سوق الخرطوم للأوراق المالية أعلى معدل تداول منذ إنشاء سوقها الثانوية حيث إرتفع حجم التداول إلى 2.2 مليار جنيه مقارنة بـ 1.8 مليار جنيه في العام السابق كما بدأ نظام التحول للتداول الإلكتروني.
- 13- في العام 2010م حقق حجم التداول أكبر معدلاته منذ بداية عمل السوق الثانوية في عام 1995م بمبلغ 2.4 مليار جنيه ، كما إرتفع عدد الأسهم المتداولة من 164.712.836 سهماً إلى 166.548.512 سهماً ، كذلك إرتفع عدد العقود من 8.065 عقداً إلى 8.265 عقداً، فيما شهد عدد الصكوك إنخفاضاً من 7.646.614 صكاً إلى

5.848.016 صكاً. تم اعتماد السوق بصفة مراقب في إتحاد البورصات العربية على أن يتمتع بكامل العضوية عند انعقاد الإجتماع القادم.

14- في العام 2011م واصل حجم التداول الإرتفاع عن العام السابق حيث بلغ 2.6 مليار جنيه وعدد الصكوك إلى 11 مليون صك تم إدراج شركة واحدة خلال هذا العام وهي بنك الجزيرة السوداني الأردني، اعتماد سوق الخرطوم للأوراق المالية عضواً دائماً بإتحاد البورصات العربية.

15- في العام 2012م أفتتح وزير المالية والإقتصاد الوطني منظومة التداول الإلكتروني تحت رعاية رئيس الجمهورية، أرتفعت معدلات التداول أرتفاعاً كبيراً عن العام السابق نتيجة لتطبيق نظام التداول الإلكتروني، حيث بلغ حجم التداول 3.1 مليار جنيه وقفز عدد العقود المنفذة من 7.870 عقداً في العام السابق إلى 12.719 عقداً هذا العام.

16- في العام 2013م واصل حجم التداول الإرتفاع عن العام السابق حيث بلغ حجم التداول 3.9 مليار جنيه، كما إرتفعت عدد الصفقات المنفذة إلى 16.435 صفقة ، بداية تشغيل المرحلة الثانية من التداول الإلكتروني، إدراج شركتين وهما شركة البركة للخدمات المالية وشركة مستشفى السلام المحدودة.

17- في العام 2014م تمت إجازة قانون جهاز تنظيم سوق المال السوداني وقانون سوق الخرطوم للأوراق المالية بواسطة مجلس الوزراء وفي ذات العام أجاز مجلس إدارة السوق لائحة مكافحة غسل الأموال لشركات الأوراق المالية، زيادة في حجم التداول حيث بلغت 22.3 مليار جنيه.

18- قام سوق الخرطوم للأوراق المالية بإصدار منشور إعادة هيكلة شركات الوساطة المالية العاملة بالسوق، إرتفع حجم التداول إلى 25.1 مليار جنيه.

ثانياً/ الأدوات المالية المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية:

تتخصص في أسهم المساهمة العامة وقد حددت قيمة الأسهم في السوق وفقاً للقيمة الدفترية حتى يتمكن السوق من تحديد السعر الحقيقي لأسهم الشركات وفقاً لقوى العرض والطلب حسب تقييم الشركات ثم تقييم الأسهم وفقاً للقيمة السوقية لها. أما السندات التي عادةً ما تطرحها الخزنة العامة لجذب المدخرات التي تعفي الدولة من اللجوء إلى التمويل بالعجز فلا يمكن تطبيقها في السودان لإعتمادها على سعر الفائدة (الربا) والصكوك التي يمكن إصدارها تنقسم إلى:

1. صكوك المضاربة:

وهي عملية الإكتتاب في هذه الصكوك بغرض المساهمة في إدارة مصلحة عامة وبغرض الإستثمار، ويُقسم الربح بين صاحب المال والمضارب حسب ما هو متفق عليه مسبقاً.

2. صكوك القرض الحسن:

يتم الإكتتاب في هذه الصكوك في سبيل الأجر والعائد منها يُصرف في تمويل مشروعات عامة وتغطية نفقات الدولة.

3. الصكوك الورقية:

وهي عملية وقف الأموال نحو الأغراض الأهلية والخيرية مثل إنشاء مؤسسات العلم والإنفاق على الطلبة ودعم دور العبادة.

الهدف من الصكوك الإسلامية هو أن تكون وسيلة لتربط وتعاون وتكافل المسلمين لإستثمار وإدخار أموالهم بإسلوب مالي وفي إطار مبادئ الشريعة الإسلامية ، والهدف منها هو إيجاد وسيلة تمكن الفرد المسلم من إستثمار وإدخار أمواله على مدى أطول خلال فترة حياته.

4. صكوك التكافل:

مبدأ التكافل بين المشتركين يكون على أساس مبدأ البديل الإسلامي لعمليات التأمين على الحياة رفضها الفقه الإسلامي، والهدف من هذه الصكوك هو إعطاء المسلم الأمان والطمأنينة على الأسرة قبل الوفاة.

ثالثاً/ قوانين وضوابط سوق الخرطوم للأوراق المالية:

إن قيام السوق في 1994م وممارسة نشاطه في الأول من يناير 1995م قد إستند على القانون المسمى بـ (قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة 1994م) والذي تمت إجازته بواسطة المجلس الوطني. وقد أُلغى القانون قانون سوق الأوراق المالية لسنة 1982م والذي ظل حبيساً في الأدراج لعدم وجود الخطط الكافية لقيام سوق الأوراق المالية بالسودان آنذاك وإنعدام الخبرات والقيادات المدركة لأهمية قيام أسواق المال كما أنه تعثر نهائياً لعدم مواكبته لأحكام الشريعة الإسلامية. قد أوضح قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية كل ما يتعلق بسوق المال فتعرف السوق الأولية والتي تجري فيها إصدارات الأوراق المالية والتعامل بها، والسوق الثانوية تشمل السوق النظامية والموازية.

لقد أوضح قانون السوق صراحة أن السوق في كل تصرفاته ومزواله جميع أنشطته يلتزم بأحكام الشريعة الإسلامية حيث عمل على تكوين هيئة للرقابة الشرعية تتكون من ثلاثة أعضاء حيث تختص بالرقابة على أعمال السوق والتأكد من إلتزامه بأحكام الشريعة الإسلامية وأن أحكامه تسود في حالة التعارض مع أحكام أي قانون آخر.

كما أخضع هذا القانون لأحكامه إصدار أوراق مالية وطرحها للجمهور وعمليات تداولها في السودان كما أكد على مبدأ الإفصاح عن المعلومات، وأوجد بعد قيام السوق توفر معلومات كافية عن شركات المساهمة العامة مما سهل من مهمة إتخاذ القرار للمستثمرين في الأوراق

المالية، كما أوضح القانون أعمال الوكالة ونشاطها وكيفية عملها ، كما تطرق إلى كيفية طرح الأوراق المالية للإكتتاب العام وذلك في (16) فقرة من القانون، كذلك أقر القانون أحقية السوق في المراجعة والتفتيش على سجلات الوكلاء ودفاترهم وجميع معاملاتهم ونص على تشكيل لجنة محاسبة في حالة وجود مخالفات من الوكلاء أو غيرهم⁽¹⁾.

قانون صكوك التمويل:

بما أن سوق الخرطوم للأوراق المالية بدأ مصمماً للأوراق المالية فقد رأت الجهات المعنية بالأمر إصدار قانون صكوك التمويل ليكون تفصيلاً بطريقة خاصة لإستيعاب الصناديق الإستثمارية التي لم يتطرق لها قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية ، وبالفعل فقد أجاز المجلس الوطني الإنتقالي القانون عام 1995م وصادق عليه رئيس الجمهورية ، وقد حدد القانون (صكوك التمويل) بأنها تشمل كل صكوك الإستثمار وصكوك القرض والصكوك الخيرية وأكد أن الصكوك تصدر فقط وفق صيغ التمويل الإسلامية (الإستثمار ، المضاربة، القرض والأنشطة الخيرية) وبالفعل فإن قانون صكوك التمويل قد أكد إكمال الحلقة المفقودة والتي مهدت لقيام صناديق الإستثمار لاحقاً.

وقد أوضح القانون أن تستخدم صكوك المضاربة في مشروعات إستثمارية في كافة مجالات التنمية الزراعية والصناعية والطاقة والتعدين والخدمات في التجارة الداخلية والخارجية وفي أسواق الأوراق المالية والنقد والسلع وغير ذلك من فروع الإستثمار.

كما حدد القانون الجهات التي تصدر صكوك المضاربة وصكوك الإستثمار وشروط إصدار تلك الصكوك وكيفية الإكتتاب وقابلية تحويل الصكوك إلى أسهم ، كما نص على تكوين لجنة

⁽¹⁾قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة 1994م.

تنظيم إصدارات صكوك التمويل وتوضيح إختصاصاتها وتوضيح عملية توزيع الأرباح والتسوية⁽¹⁾.

مما تقدم ذكره لابد من الإشارة إلى أن سوق الخرطوم للأوراق المالية يعتبر السوق الإسلامي الأول في المنطقة وذلك لكون أن المتعاملين فيه بأسهم شركات مساهمة عامة وصكوك صناديق إستثمارية وشهادات إستثمارية أخرى لا ترتبط بالحرام ولا تتعاطى الصيرفة الربوية. كما لا يتم في السوق التعامل بعقود الخيارات أو العقود المستقبلية حيث إن الشبهات لا زالت تحوم حولها فالتعامل فقط في عقود الأسهم والصكوك والشهادات الإستثمارية الأخرى والعقود هنا على الأسهم والصكوك والأوراق المالية الأخرى من البيوع العاجلة التي يجري تنفيذها في أسواق الأوراق المالية على أصول مالية تتحدد أسعارها من خلال العرض والطلب عند أعلى سعر يعرضه المشترون وأدنى سعر يقبله البائعون . وهي من بيوع المزايدة لأن البيع أنواع منه مساومة ومراوحة ومزايدة ، وقد أجمع جمهور العلماء على جواز بيع المزايدة.

رابعاً/ الأوراق المالية الحكومية المتداولة في السوق:

1. شهادة مشاركة البنك المركزي (شمم):

تمثل هذه الشهادات في أساسها نوعاً من التوريد لأصول بنك السودان ووزارة المالية ، أُعتبر هذا التطور نقلة نوعية في إدارة السياسات النقدية في السودان بحيث توفرت لبنك السودان آليات غير مباشرة.

شمم عبارة عن سندات تمثل أنصبة محددة في صندوق خاص يحتوي على الأصول المملوكة لبنك السودان ووزارة المالية في القطاع المصرفي، وهي بذلك نوع من توريد الأصول وقد تم إصدارها في يونيو 1998م وتتميز شهادات شمم بالعديد من الخصائص⁽¹⁾ تتمثل في الآتي:

⁽¹⁾قانون صكوك التمويل لسنة 1995م.

- أ. لها قيمة إسمية محددة تكون مظهرة في الشهادة وقيمة محاسبية يتم إعلانها في كل شهر وتعكس الأرباح الحقيقية وجزء من الزيادة الرأسمالية في قيمة الشهادات وسعر للتبادل يتحدد عن طريق التفاوض بين البائع والمشتري عند تبادل الشهادة.
- ب. ليس لها فترة سريان محددة أي مفتوحة الأجل وليس لها تاريخ إستحقاق وهي كذلك قابلة للتداول.
- ج. لا يستحق حاملها أرباح نقدية ويُشارك حاملها في الأرباح والخسائر الرأسمالية.
- د. حامل الشهادة لا يشارك في ملكية البنوك التي أصدرت الشهادات مقابل قيمتها المحاسبية.
- هـ. يحق لحاملها بيعها لطرف آخر غير بنك السودان.
- و. تمثل منفذاً إستثمارياً سريع التسييل للمصارف التجارية، وآلية لإدارة السيولة بالنسبة للبنك المركزي.
- ز. يكون العائد على شمم في شكل أرباح رأسمالية يتم عند بيع الشهادة ولا تدفع فيها أرباح نقدية.
- ح. يتم تحديد القيمة المحاسبية شهرياً وعليه فإن النمو في القيمة سينعكس على قيمة الشهادة عند بيعها أو شرائها.
- إن شهادات المشاركة (شمم) لا تعني أن حاملها مالك لأسهم في بنك السودان أو وزارة المالية في البنوك المكونة للشراكة، ولكن تعني أن حاملها يشارك في المنفعة التي تتحقق لبنك السودان ووزارة المالية، إن المشاركة في المنفعة التي تتحقق من الإستثمار في مجموعة كبيرة من البنوك يقلل كثيراً من المخاطر وبالطبع ستكون المخاطر أقل بكثير لو كانت المحفظة تشمل شركات من قطاعات إقتصادية مختلفة.

⁽¹⁾ منشورات شهادات شمم، شركة السودان للخدمات المالية المحدودة 2006م.

إن مالك هذه الأصول يمكنه الحصول على موارد مالية دون بيع الأصول ، وإذا كان الأمر كذلك فإنه يمكن المؤسسات الإقتصادية في السودان التي تمتلك أصولاً أن تصدر شهادة مشاركة للحصول على موارد مالية حقيقية من الجمهور لتمويل مشاريعها الإنتاجية وتقوم بإعادة شراء هذه الشهادات بأسعار تعكس القيمة المحاسبية لهذه الأصول.

القيمة المحاسبية تتأثر شهرياً سلباً أو إيجاباً بأي تغيرات في سعر الصرف وكذلك في صافي الأصول وخصوم النقد الأجنبي، وتضاف إلى هذه المتغيرات من أرباح لصالح بنك السودان ووزارة المالية، وكذلك زيادة حقوق المساهمين بزيادة رأس المال والأرباح غير الموزعة، وعليه فإن النمو في القيمة المحاسبية لمجموعة البنوك ينعكس على قيمة الشهادة عن بيعها. إذا أراد بنك السودان المركزي تخفيض السيولة لدى البنوك التجارية فإنه يقوم بإصدار شهادات بقدر المبلغ الذي تود سحبه من البنوك التجارية.

2. شهادات المشاركة الحكومية (صرح):

صكوك الإستثمارات الحكومية (صرح) عبارة عن صندوق إستثماري متوسط الأجل ومغلق (محدد العمر ورأس المال) أنشئ بغرض جذب الموارد المالية من المستثمرين عن طريق عقد المضاربة الشرعية المقيدة لتوظيفها في تمويل مشاريع وزارة المالية والإقتصاد الوطني بصيغ التمويل الإسلامية (الإجارة ، المرابحة والإستصناع) وذلك لتحقيق عوائد مجزية للمستثمرين فيه⁽¹⁾، إن الفكرة الإستثمارية الأساسية لصندوق الصكوك هي توظيف الموارد المالية في شراء مباني حكومية ثم إعادة تأجيرها للوزارة إجارة تشغيلية لمدة ثلاثة سنوات تبدأ بعد بيع المباني لمدير الصندوق وفي نهاية مدة الإجارة تُعرض المباني المذكورة للبيع في السوق بالسعر الجاري وللوزارة الحق في المنافسة على الشراء مع الآخرين بالإضافة إلى إنشاء مشاريع تنمية بموجب عقود مقاوله مع المقاولين ومن ثم بيعها للوزارة بموجب عقد إستصناع وكذلك إستجلاب معدات

⁽¹⁾ منشورات صكوك الإستثمار الحكومية، شركة السودان للخدمات المالية المحدودة فبراير 2009م.

طبية ومعامل وآليات بالإتفاق مع الموردين ومن ثم بيعها للوزارة بعقد المراجعة، تقوم الوزارة بالتعاون الفني مع الشركة بإنشاء الصندوق إستناداً على قانون صكوك التمويل الحكومية لسنة 1995م وقانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة 1994م وتبعاً لذلك تقوم الشركة بوصفها المدير بإصدار شهادات تثبت عدد الصكوك المملوكة لكل مستثمر، تعمل صكوك الإستثمار الحكومية لتحقيق عدد من الأهداف أهمها تجميع المدخرات القومية والإقليمية وتشجيع الإستثمار، وإدارة السيولة على مستوى الإقتصاد الكلي عبر ما يعوف بعمليات السوق المفتوحة، كما تهدف إلى تقليل الآثار التضخمية وذلك بتوفير تمويل مستقر وحقيقي للدولة في شكل سلع وخدمات، وكذلك تهدف إلى توظيف الموارد المالية المستقطبة في التمويل الحكومي لمقابلة الصرف على المشاريع التنموية ومشاريع البنية التحتية، أما أهم ما يميز شهادات صرح يتمثل في الآتي:

أ. يمثل الصك بعد إستثمار أمواله موجودات قائمة وحقيقية مكونة من مجموعة من عقود صيغ التمويل الإسلامية.

ب. يحدد الربح على إستثمارات الصندوق بمجموع عوائد العقود الإستثمارية الممولة منه ويتم توزيع الأرباح بنسبة 92% لرب المال (المستثمر) و8% للمضارب (شركة السودان للخدمات المالية).

ج. سهولة تسهيلها عبر سوق الخرطوم للأوراق المالية في السوق الثانوية.

د. تستخدم كضمان من الدرجة الأولى للحصول على التمويل الممنوح من المصارف التجاري.

المبحث الثالث: شهادة المشاركة الحكومية (شهادة)

أولاً/ التعريف:

شهادات المشاركة الحكومي عبارة عن صكوك تقوم على أساس شرعي تصدرها وزارة المالية والإقتصاد الوطني نيابة عن حكومة السودان ويتم تسويقها عبر شركة السودان للخدمات المالية المحدودة وشركات الوكالة المعتمدة وبالتالي هي شهادات مشاركة تمكن حاملها من مشاركة حكومة السودان في ملكيتها لحصصها في مجموعة من الشركات المساهمة في مكون الشراكة حيث أن الشركات المساهمة في مكون شراكة شهادة هي شركات أو مؤسسات حكومية بنسبة (100%) أو تساهم فيها الحكومة بنسبة مع جهات أخرى سواءً محلية أو أجنبية وتتسأ شهادات شهادة بعد حصر مساهمات الحكومة ووتحديدها في مكون الشراكة وبالتالي تحديد قيمتها ومن ثم يتم تجزئتها إلى شهادات مشاركة ولكل منها قيمة متساوية.

ثانياً/ السمات العامة لشهادة:

- تحمل كل شهادة قيمة مالية اسمية تُحسب بالجنيه السوداني وهي تمثل نصيباً من صافي حقوق الملكية المخصصة بواسطة الدولة لهذا الغرض من مجموعة الوحدات الإستثمارية المختارة.
- تقوم وزارة المالية والإقتصاد الوطني بتحديد النسبة المراد تسويقها في شكل شهادات مشاركة حكومية من صافي حقوق الملكية المخصصة لهذا الغرض⁽¹⁾.
- تقوم وزارة المالية والإقتصاد الوطني ممثلة في إدارة الصكوك الحكومية بالإصدار وتحديد صافي حقوق الملكية والتي يتم توزيعها عند إنتهاء فترة كل مشاركة، تقوم شهادات المشاركة

(1) التقرير السنوي لسوق الخرطوم للأوراق المالية لعام 2008م.

الحكومية على أساس المشاركة المؤقتة ولذلك يتطابق تاريخ إستحقاق قيمتها وأرباحها مع تاريخ إنتهاء المشاركة المنصوص عليه في الشهادة.

- تُصدر شهادات المشاركة الحكومية بتواريخ مختلفة تجدد وتعلن بكل مزاد على حده.
- ضماناً للوفاء بحقوق المستثمرين، يوفض وزير المالية بنك السودان تحويل إلتزامات الدولة نحو المستثمرين (مالكي الشهادات) من حساب الحكومة الرئيسي لحساب شركة السودان للخدمات المالية المحدودة في الوقت المحدد.
- يتم إصدار شهادات المشاركة الحكومية بفئات موحدة ومحددة عند تاريخ الإصدار وتحمل كل شهادة قيمة محددة هي القيمة الاسمية للشهادة الواحدة ويجوز إصدار وثائق بفئات أكبر تمثل مضاعفات القيمة الاسمية للشهادة الواحدة على أن تضمن قيمتها عند الشهادات التي تساوي قيمتها.
- يتم إصدار شهادات شهامة على أساس التسجيل الكامل ويتم تسجيلها بإسم ماكله في سجلات شركة السودان للخدمات المالية المحدودة بإعتبارها وكيلاً لوزارة المالية.
- يجوز لحاملي الشهادة بيعها في السوق الثانوية على أساس السعر الذي ترتضيه الأطراف المعنية.
- وزارة المالية والإقتصاد الوطني غير ملزمة بشراء أي شهادة (شهامة) قبل حلول أجل إنتهائها.

- يتكون الصندوق الذي أنشئ لإصدار الشهادات عام 1999م من عدد من المؤسسات التي تشمل⁽¹⁾:

- 1 . الشركة السودانية للإتصالات (سوداتل) 6 . شركة أرياب للتعدين
- 2 . شركة النيل للزيوت 7 . شركة خطوط الأنابيب
- 3 . مصفاة بورتسودان 8 . الشركة السودانية للمناطق والأسواق الحرة
- 4 . فندق هيلتون 9 . شركة أسمنت عطبرة
- 5 . فندق قصر الصداقة

وتتفاوت نسبة مساهمات هذه الوحدات في الصندوق فشركة سوداتل تمثل (28%) وشركة أرياب (31%) والشركة السودانية للمناطق والأسواق الحرة (16%) أي أن هذه الشركات الثلاثة تمثل (75%) من صندوق الشهادات والشركات الأخرى تمثل (25%).

وتتسم هذه المؤسسات بربحيها العالية الناتجة من الإدارة المتميزة وهذا ما تعكسه ميزانيتها المتتالية لعدة أعوام سابقة، وتكون الصندوق من عدة شركات في قطاعات إقتصادية مختلفة يقلل من المخاطر الإستثمارية.

ثالثاً/ الجانب الشرعي لشهامة:

بعد الدراسات تم إجازة صيغة شهادة المشاركة الحكومية شهامة من قبل الهيئة العليا للرقابة الشرعية للجهاز المصرفي والمؤسسات المالية⁽²⁾ على أساس أن تقوم صيغة الشهادات على المشاركة.

⁽¹⁾ دليل المستثمر للتعامل في شهادة المشاركة، وزارة المالية والإقتصاد الوطني سنة 1999م، ص3.

⁽²⁾ منشورات شهادة المشاركة الحكومية (شهامة)، شركة السودان للخدمات المالية، يناير 2009م.

رابعاً/ مميزات شهامة:

- شهادة شرعية وتفي بكافة متطلبات العقود الشرعية.
- ذات مخاطر استثمارية متدنية حيث أنها مسنودة بأصول في وحدات إقتصادية مختلفة مثل (سوداتل، الشركة السودانية لخطوط الأنابيب، أرياب للتعدين).
- ذات ربحية عالية مقارنةً بأوجه الإستثمارات الأخرى المتاحة.
- تقدم كضمان من الدرجة الأولى للتمويل الممنوح من الجهاز المصرفي.
- يُسهل تسيلها حيث يمكن بيعها في أي وقت وبسهولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية عبر شركات الوكالة العاملة بالسوق ويمكن في المستقبل إدراجها وتداولها في أسواق المال العربية⁽¹⁾ لها عائد مرتفع يتراوح بين (14% - 17%) وهي عائدات حقيقية تمثل الأرباح المستقبلية والرأسمالية للمؤسسات المكونة للصندوق.
- لها فترات سريان مختلفة عام كامل، تسعة أشهر، ستة أشهر، ثلاثة أشهر.
- تسجل الشهادات بأسماء من يحملها في سجل خاص وهي قابلة للتحويل⁽²⁾.
- تُعرض عن طريق مزادات في فترات محددة وتحكم عملية المزاد ضوابط محددة.

خامساً / أهداف شهامة:

تمثل شهادة شهامة أداة من أدوات السياسة المالية التي تستهدف إنفاذ السياسات الكلية للإقتصاد الوطني عبر توفيرها لموارد حقيقية لمقابلة الإنفاق العام للدولة كما إنها تُعتبر آلية من آليات البنك المركزي تُعينه في إدارة السيولة على مستوى الإقتصاد الكلي عبر ما يُعرف بعمليات السوق المفتوحة بالتحكم بالسيولة قبضاً أو بسطاً وفي ظل الشريعة الإسلامية إلا أنها أصبحت خلال فترة وجيزة وسيلة فعالة لتمويل الميزانية العامة تستطيع الحكومة من خلالها

⁽¹⁾ دليل المستثمر للتعامل في شهادات شهامة 1999م، ملف وثائقي سنة 1998م، وزارة المالية والإقتصاد الوطني ص3.

⁽²⁾ التقرير السنوي لسوق الخرطوم للأوراق المالية 2008م.

الحصول على موارد نقدية حقيقية من الجمهور لتغطية عجز الميزانية العامة بدلاً من اللجوء إلى الإئستدانة من القطاع المصرفي، كما تعمل على تجميع المدخرات القومية وتشجيع الإئستثمار عن طريق نشر الوعي الإئدخاري بين الجمهور والذي بدوره يؤدي إلى زيادة الإئستثمار، وتتمثل الأهداف في (1):

1- المساهمة في سد عجز الموازنة العامة للدولة عبر توفير موارد مالية حقيقية بالإئستفادة من مكون الشراكة للمؤسسات الحكومية وذلك بدلاً عن التعويل على الإئستدانة من الجهاز المصرفي أو العون الخارجي.

2- المساهمة في كبح الإئنفلات التضخم عبر توفير الموارد من مصادر حقيقية غير تضخمية.

3- تمثل وسيلة فعالة لتجميع المدخرات القومية وتشجيع المؤسسات والأفراد على إئستثمار فوائضهم وتساعد في تطوير سوق النقد .

4- المساعدة في تمويل المشروعات التنموية الإئستراتيجية خاصة التي تتطلب إئستثمارات ضخمة.

سادساً/ حساب القيمة المحاسبية لشهادات شهامة:

يتم حساب القيمة المحاسبية لمكون صندوق شهادات مشاركة الحكومة من صافي أصول الدولة في المؤسسات التي تساهم في جزء من رأسمالها، وتُحسب أرباح كل شركة أو مؤسسة وفق نسبة صافي حقوق ملكيتها المخصصة لهذا الغرض وتوزيع الأرباح على مالكي شهادات المشاركة الحكومية بنسبة حصتهم في صافي حقوق الملكية على مدى فترة المشاركة ويكون لكل شهادة من شهادات المشاركة الحكومية في المزاد الأول قيمة أسمية مساوية لقيمة صافي حقوق الملكية المعروضة في ذلك التاريخ مقسومة على عدد الشهادات المراد تسويقها في ذات

(1) منشورات شهادات شهامة، مرجع سبق ذكره.

التاريخ، وبعد أن تتم عملية بيع الشهادات للبنوك التجارية والقطاع الخاص والجمهور وتتم عملية تحصيل مبلغ البيع وتقوم وزارة المالية بتدوير السيولة في الإقتصاد حيث تقوم بالإنفاق على مشاريع جديدة أو تسيير أعمالها العادية، وهنا تكون قد حصلت عملية إنتقال للقوة الشرائية من القطاع الخاص والذي يبحث عن مصدر مضمون لإستثمارته إلى القطاع العام دون تغيير في عرض النقود (في المدى القصير) وبالتالي يكون قد تم تغطية لجزء من العجز الحكومي من مدخرات أفراد حقيقية سواءً كانت لدى البنوك التجارية أو لدى الأفراد⁽¹⁾.

سابعاً/ مراحل إصدار شهادات شهامة:

مع توسيع دور الدولة في تلبية الإحتياجات العامة والتي إرتفع وتصاعدت مع نمو الحياة المدنية المعاصرة من جهة ومع محدودية الموارد لإشباع هذه الإحتياجات من جهة أخرى لجأت لإستخدام آلية سندات الخزانة في بداية الستينات كأداة من أدوات السياسة المالية والنقدية التي ترمي لتحقيق عدة أهداف على رأسها إمتصاص السيولة وخلق موارد حقيقية لتمويل الموازنة العامة للدولة.

جرت بعض المحاولات لتطوير وتفعيل دور السندات وعلى رأسها إصدار قانون السندات لعام 1966م وكان من أبرز سماته أن يؤذن لوزير المالية الإقتراض عن طريق إصدار سنداتخزانة في السودان على ألا تتجاوز القيمة الأسمية لتلك السندات الباقي تحت السداد في أي وقت مبلغ (خمسة مليون جنيه) وأن تكون تلك السندات مضمنة بالإيرادات العامة بالسودان وواجب الدفع عليها⁽²⁾.

⁽¹⁾دليل المستثمر للتعامل في شهادات شهامة، مرجع سبق ذكره.

⁽²⁾سندات الخزانة وإمكانية تطويرها وفقاً للصيغ الإسلامية، ورقة بحث سنة1998م، قُدمت لبعثة البنك الإسلامي للتنمية، جدة، المختصة بالإعداد لإصدار شهادات شهامة.

في عام 1969م صدر قانون سندات الخزانة تعديل 1969م بنفس السمات السابقة مع تعديل القيمة الاسمية للسندات بمبلغ (عشرة مليون جنيه).

شهدت نهاية الثمانيات محاولة لتنشيط عمل سندات الخزانة بخلق بعض الحوافز والإمتيازات وفتح باب التعامل مع الأفراد ولم تتجاوز المحاولة مرحلة الأفكار حيث لم تنزل لمرحلة التطبيق . في عام 1990م وتماشياً مع روح الشريعة الإسلامية التي إنتظمت البلاد صدر القرار الوزاري رقم (96) لسنة 1990م بإلغاء الصيغة الربوية في معاملات الدولة ومن ثم تم إلغاء العمل بسندات الخزانة من تاريخه.

في إطار تثبيت دعائم التحرير الإقتصادي وتأصيل المعاملات المصرفية أشار خطاب الموازن لسنة 1999م للعمل على إنشاء شركة السودان للخدمات المالية المحدودة للإشراف وإدارة شهادات مشاركة البنك المركزي (شمم) وإدارة شهادات المشاركة الحكومية (شهامة).

أنشئت شركة السودان للخدمات المالية المحدودة في عام 1998م وهي شركة خاصة محدودة مملوكة إلى بنك السودان المركزي بنسبة 99% ووزارة المالية بنسبة 1%.

باشرت شركة السودان للخدمات المالية المحدودة أعمالها في 1998م بإصدار شهادات مشاركة البنك المركزي (شمم) ثم تلتها شهادات المشاركة الحكومية (شهامة) في مايو 1999م⁽¹⁾

شهد شهر يوليو 1998م تكوين لجنة تسيير لإصدار الشهادات الحكومية بمشاركة الإدارات ذات الصلة بوزارة المالية والإقتصاد الوطني بغرض الإشراف على عمل إدارة الشهادات الحكومية والتوصية بالمؤسسات والشركات التي يمكن أن تخضع للشهادات الحكومية وإعداد الجوانب التحضيرية والقانونية والإعلامية والإستشارية مع شركة السودان للخدمات المالية المحدودة .

⁽¹⁾لائحة شركة السودان للخدمات المالية المحدودة ، ص5.

وقد تم تخصيص نسبة محددة من صافي الأصول التي تملكها الدولة في أنجح الوحدات الإستثمارية وأكثرها ربحية وأفضلها إدارة ليتم المشاركة فيها بواسطة المستثمرين على أساس شرعي عن طريق شراء شهادات المشاركة الحكومية شهامة والتي تمثل منها نسبة محددة من قيمة تلك الأصول⁽¹⁾.

ثامناً/ مكون شركة شهادات شهامة⁽²⁾:

- 1- الهيئة القومية للاتصالات
- 2- هيئة الموانئ البحرية
- 3- الشركة السودانية للتوليد الحراري
- 4- الشركة السودانية للتوليد المائي
- 5- جياذ للآليات الثقيلة
- 6- الإمدادات الطبية
- 7- هيئة الطيران المدني
- 8- شركة كهرباء سد مروي
- ط. شركة السكر السودانية
- ي. شركة سكر كنانة
- ك. الشركة السودانية للاتصالات

⁽¹⁾وزارة المالية والإقتصاد الوطني، دليل المستثمر للتعامل في شهادات شهامة، سنة 1999م، ص5.

⁽²⁾مشورات شركة السودان للخدمات المالية لعام 2015م.

الفصل الرابع

تأثر شهادة شهامة بالتضخم والإستثمار المالي في السودان

(2000 - 2016 م)

المبحث الأول: توصيف النماذج الإقتصادية

المبحث الثاني: تقدير معلمات النموذج

النتائج والتوصيات

تمهيد:

يتكون هذا الفصل من مبحثين، يتناول المبحث الأول توصيف النماذج الاقتصادية والمبحث الثاني تقدير معلمات النموذج، بالإضافة إلى النتائج والتوصيات.

المبحث الأول: توصيف النماذج الاقتصادية

تلعب النماذج القياسية دوراً مهماً في التحليل الاقتصادي، كذلك في دراسة البدائل الاقتصادية والاجتماعية لعملية التنمية الاقتصادية، سواءً كان في المدى القصير او المدى الطويل.

وقد إنتشر إستخدام تلك النماذج في ميدان البحوث والدراسات الاقتصادية والاجتماعية بشكل واسع في الآونة الاخيرة ويرجع ذلك لسببين:

1- أن النماذج القياسية أصبحت أداة من أدوات التحليل الاقتصادي والإحصائي التي تساعد على التعرف على حقيقة المتغيرات الاقتصادية، ومدى ارتباطها ببعضها البعض وفي الوقوف على تأثير كل منها على الأخرى، وإستخلاص النتائج التي يتعذر على المنطق العادي إدراكها بسهولة.

2- ظهور الحاسبات الإلكترونية وحدوث التطور الهائل فيها، مما أتاح إستخدام المنهج الرياضي في حل المشاكل الرياضية المعقدة بسهولة، إلي جانب الثقة في الحاسبات عند الحل⁽¹⁾.

عند إستخدام النماذج القياسية فإن أول خطوة يبدأ بها الباحث هي توصيف النموذج الذي سيتولى بواسطته دراسة الظاهرة.

(1)د. طارق محمد الرشيد، المرشد في الاقتصاد القياسي التطبيقي السودان 2005م، ص3.

مفهوم ومتطلبات توصيف النموذج:

أولاً: مفهوم النموذج الإقتصادي

يعرف النموذج الإقتصادي على أنه مجموعة العلاقات الإقتصادية والتي تصاغ عادة بصيغ رياضية لتوضيح سلوكية او ميكانيكية هذه العلاقة، ويهدف النموذج الإقتصادي الى تبسيط الواقع من خلال بناء نموذج لا يحتوي على جميع تفاصيل الظاهرة الإقتصادية المراد دراستها بل يتضمن العلاقات الأساسية بها، ويستخدم النموذج الإقتصادي كأداة في عملية التنبؤ وتقييم السياسات الإقتصادية القائمة أو المقترحة ثم إستخدامها في عملية تحليل الهيكل الإقتصادي.

وهناك عدة خصائص يجب أن تتوفر في أي نموذج إقتصادي نجد من أهمها:

- 1- مطابقته للنظرية الإقتصادية بحيث يصف الظاهرة بشكل صحيح.
- 2- قدرته على توضيح المشاهدات الواقعية بحيث يكون متناسقاً مع المسلك الفعلي للمتغيرات الإقتصادية التي تحدد العلاقة بين هذه المتغيرات.
- 3- دقته في تقدير المعلمات وتأتي هذه الدقة من إتصاف هذه المتغيرات بصفات مرغوبة من خاصية عدم التحيز والكفاءة والكفاية والإتساق.
- 4- قدرة النموذج الإقتصادي على التنبؤ بحيث يعطي تنبؤات مرضية للقيم المستقبلية للمتغيرات التابعة⁽¹⁾.
- 5- خاصية البساطة فالنموذج الإقتصادي يجب ان يبرز العلاقات الإقتصادية بأقصى حد ممكن من البساطة، فكلما قل عدد المعادلات وكان شكلها الرياضي ابسط يكون النموذج الإقتصادي أفضل من غيره شريطة أن لا يكون على حساب الدقة في التقدير.

⁽¹⁾ مرجع سابق، ص 10-11.

ثانياً: متطلبات توصيف النموذج

تعتبر الخطوه الاولى والأساسية التي يقوم بها الباحث في الإقتصاد القياسي والذي يود دراسة ظاهرة إقتصادية معينة.

وهي تعني التعبير عن الظاهرة في صياغ رياضي وذلك لعكس العلاقات المختلفة، ويطلق على هذه المرحلة على المستوى الأكاديمي بمرحلة صياغة الفرضيات وهي تشمل على الخطوات التالية:

1-تحديد متغيرات الدراسة.

2-تحديد الشكل الرياضي للنموذج.

3-تحديد القيم والإشارات المسبقة للمعالم.

وفيما يلي دراسة توضيحية لهذه المعالم:

تحديد متغيرات النموذج:

يمكن للباحث أن يحدد المتغيرات التي يتضمنها النموذج عند دراسته لظاهرة اقتصادية معينة من خلال:

- النظرية الإقتصادية.
- المعلومات المتاحة من دراسة قياسية سابقة.
- المعلومات المتاحة عن الظاهرة بوجه خاص.

وقد تم تحديد متغيرات الدراسة على النحو التالي:

المتغير التابع:

شهادته شهامة: شهادات المشاركة الحكومية عبارة عن صكوك تقوم على أساس شرعي تصدرها وزارة المالية والإقتصاد الوطني نيابة عن حكومة السودان ويتم تسويقها عبر شركة السودان للخدمات المالية المحدودة وشركات الوكالات المعتمدة وبالتالي هي شهادات مشاركة تمكن حاملها من مشاركة حكومة السودان في ملكيتها لحصصها في مجموعة من الشركات المساهمة في مكون الشراكة ، حيث أن الشركات المساهمة في مكون شراكة شهامة هي شركات حكومية بنسبة 100% أو تساهم فيها الحكومة بنسبة مع جهات أخرى سواءً محلية أو أجنبية وتتأش شهادة شهامة بعد حصر مساهمات الحكومة وتحديدتها في مكون الشراكة وبالتالي تحديد قيمتها ومن ثم تجزئتها إلى شهادات مشاركة ولكل منها قيمة متساوية.(1)

المتغيرات المستقلة:

الناتج المحلي الإجمالي: يمثل الناتج المحلي الإجمالي المجموع الكلي للسلع والخدمات المصنعة باستخدام عوامل الإنتاج المحلية بما في ذلك تلك السلع والخدمات التي تم إنتاجها في دول أخرى ويعتبر الناتج المحلي الإجمالي الأكثر أهمية لأنه يعكس كفاءة الدولة في استخدام مواردها وطاقاتها دون الإستعانة بالموارد الخارجية، لذا في محاولتها لتقييم العناصر المؤثرة في الاليات الإقتصادية يجب علينا أولاً تقييم العناصر المؤثرة المتداخلة في تحديد قيمة الناتج المحلي الاجمالي وبالتالي نستطيع ان نستنتج مدي تأثيرها على الاقتصاد ككل.

الناتج المحلي الإجمالي = إجمالي إنفاق الفرد + الإنفاق الحكومي + الإستثمارات + الصادرات - الواردات(2).

(1) التقرير السنوي لسوق الخرطوم للأوراق المالية لعام 2008 م.

(2) آدم مهدي محمد، الوجيز في الإقتصاد الكلي والجزئي، السودان، الدار العالية للطباعة والنشر، ص 58.

التضخم: عُرف بأنه الزيادة المستمرة في المستوى العام للأسعار في الإقتصاد ، كما عُرف بأنه إصدار النقود الإعتبارية بصفة مطلقة دون النظر إلى العوامل الأخرى كوجود تغطية لهذه النقود الصادرة⁽¹⁾.

الإستثمار المالي: الإستثمار المالي هو إمتلاك أصل من الأصول المالية على أمل أن يتحقق من ورائه عائد في المستقبل والإستثمار المالي قد يكون خلال عدة مجالات، فقد يُعرف بأنه الإستثمار المتعلق بالأسهم والسندات وأذونات الخزانة والأدوات التجارية والقبولات المصرفية والودائع القابلة للتداول والخيارات⁽²⁾.

1- تحديد الشكل الرياضي للنموذج:

يقصد بالشكل الرياضي للنموذج عدد المعادلات التي يحتوي عليها (قد تكون معادلة واحدة او عدة معادلات) ودرجة خطية النموذج (فقد يكون نموذج خطي او غير خطي) ودرجة التجانس (فقد تكون متجانسة او غير متجانسة من درجة معينة) فالنظرية الإقتصادية لا توضح الشكل الرياضي الدقيق للنموذج وإنما قد توضح في بعض الأحيان بعض المعلومات التي تفيد ولو لحد ما في تحديد بعض ملامح الشكل الرياضي للنموذج. ولذلك فإن الباحثين يلجأون لبعض الأساليب التي تفيد في تحديد الشكل الرياضي الملائم نجد من أهمها:

أ- أسلوب الانتشار:

حيث يقوم الباحث بجمع بيانات عن المتغيرات المختلفة التي يحتوي عليها النموذج ، ثم يقوم برصد هذه البيانات في شكل إنتشار ذو محورين يتضمن المتغير التابع على محور واحد

⁽¹⁾وليد ناجي الحياي ، مشاكل محاسبية معاصرة ، عمان ، الحامد للنشر والتوزيع ، 2002 م ، ص 224.

⁽²⁾د. هوشيار معروف كوكا مولا ، الإستثمار والأوراق المالية ، الأردن ، دار الصفا للنشر والتوزيع ، عمان 2003م، ص 132.

والمتغيرات المستقلة على المحور الآخر ومن خلال معاينة شكل الانتشار يمكن الحكم مبدئياً على نوع العلاقة هل هي خطية ام غير خطية وبناءً على ذلك يمكن للباحث اختيار الشكل الرياضي الملائم ولكن و لكن نجد مقدرة هذا الأسلوب محددة بمتغيرين فقط ولذلك لايمكن إستخدام هذا الأسلوب في حالة الإنحدار الذي يشمل على أكثر من متغيرين.

ب- أسلوب التجريب:

ووفقاً لهذا الإسلوب فإن الباحث يقوم بتجريب الصيغ الرياضية المختلفة ثم يختار الصيغة التي تعطي نتائج أكثر من الناحية الإقتصادية والإحصائية والقياسية.

ولاشك أن الخطأ في تحديد الشكل الرياضي الملائم للنموذج يترتب عليها أخطاء فيما يتعلق بقياس وتفسير الظاهرة محل البحث ولذلك يجب على الباحث أن يسترشد بالعوامل والقواعد التالية عند تحديد الكل الرياضي:

- درجة تعقيد الظاهرة: فكلما كانت الظاهرة معقدة وكانت المتغيرات التي تؤثر فيها متعددة كلما كان من الأفضل إستخدام نموذج ذو معادلات آنية، حتى يأخذ في العلاقات المتشابكة في الحسابان.
- الهدف من تقدير النموذج: فهناك بعض المتغيرات يمكن إسقاطها لعدم أهميتها بالنسبة لبعض الأهداف في حين يتعين إدراجها في النموذج في حالة الأهداف الأخرى .
- مدى توافر البيانات: فقد يضطر الباحث في إسقاط بعض العلاقات من النموذج نظراً لعدم توافر بيانات عنها او نتيجة لعدم إمكانية قياسها⁽¹⁾.

وفيما يلي النموذج المقترح لدراسة العائد من شهادات شهامة في الصورة الخطية:

⁽¹⁾مرجع سابق ص 17-18.

$$RA = B_0 + B_1Gdp - B_2inf+B_3I + U_t$$

B_0 الثابت (القاطع)

RA شهاده شهامه

I الإستثمار المالي

Inf التضخم

Gdp الناتج المحلي الإجمالي

U_t حد الخطأ العشوائي

تحديد الإشارات المسبقة للمعالم:

نتوقع تبعاً للنظرية الإقتصادية أن:

$B_1=$ (معامل الناتج المحلي الإجمالي) يتوقع أن يكون موجباً لوجود علاقة طردية بين الناتج

المحلي الإجمالي وعائد شهامة.

$B_2=$ (معامل التضخم) سيكون سالباً ، لأن النظرية تفترض وجود علاقة عكسية بين التضخم

وعائد شهامة

$B_3=$ (معامل الإستثمار) يتوقع ان يكون موجباً نسبةً لوجود علاقته طردية بين والإستثمار المالي

وعائد شهامه.

المبحث الثاني: تقدير معلمات النموذج

ويعتبر هذا التقدير عملاً فنياً، وتشمل هذه المرحلة الخطوات التالية:

أ- تجميع البيانات لإحصائية عن المتغيرات الداخلية للنموذج.

ب- تحليل ومعالجة البيانات.

ت- إختيار طرق القياس المناسبة.

1. تجميع البيانات عن متغيرات النموذج:

يتعين على الباحث قبل القيام بتقدير النموذج أن يقوم بجمع البيانات عن متغيرات الظاهرة موضوع الدراسة، وتعتبر هذه المرحلة من اهم مراحل العمل القياسي فإذا توافرت فيها الموضوعية والدقة والبعد عن الاخطاء أنعكس ذلك في دقة التحليل وصحة النتائج التي يحصل عليها الباحث⁽¹⁾.

1- تحليل ومعالجة البيانات:

العلاقات الإقتصادية عادة تتضمن على متغيرات تفسيرية ترتبط بمتغيرات تابعة من خلال معلمات مجهولة يرغب المحلل القياسي بتقديرها في ظل وجود الأخطاء العشوائية وكما هو معروف في أدبيات الإقتصاد القياسي أن أحد مكونات الأخطاء العشوائية ناتج عن الأخطاء في هذه المتغيرات وبما أن دقة التقديرات تعتمد بشكل أساسي على حجم وطبيعة هذه الأخطاء، لا بد من تحسين دقة قياس متغيرات النموذج وذلك عن طريق التحليل الاولي للبيانات وخاصة إذا كانت بيانات السلاسل الزمنية، إذاً معظم الدراسات القياسية تعتمد عليها، ولذلك أن التحليل الاولي للبيانات يشمل على:

1. اختبار سكون واستقرار السلسلة.

⁽¹⁾مرجع سابق ، ص 27.

2. تحليل التكامل المشترك.

3. اختبار وعلاج مشاكل القياس.

اختبار سكون وإستقرار السلسلة: (stationary)

بيانات السلاسل الزمنية غالباً ما يوجد بها عامل الإتجاه العام الذي يعكس ظروف معينة تؤثر في جميع المتغيرات إما في نفس الإتجاه او في إتجاهات متعاكسة، وبمعنى آخر فإن وجود إتجاه عام لبيانات أحد متغيرات النموذج يعكس صفة عدم الاستقرار في كل البيانات الموجودة، وبالتالي فإن الإنحدار الذي نحصل عليه بين متغيرات السلسلة الزمنية يكون غالباً زائفاً (spurious) كما أن الخواص الإحصائية لتحليل الإنحدار تفتقد عند إستخدام سلاسل غير ساكنة، بالإضافة الى ذلك فإن وجود إتجاه عام في بيانات السلسلة الزمنية يجعل من الصعب الاعتماد على قيمة المتوسط في التنبؤ وذلك أن في حالة الإتجاه العام المتزايد فإن الاعتماد على القيمة المتوسطة يعطي قيماً أقل من الواقع وفي حالة الإتجاه العام المتناقص فإن الاعتماد على القيمة المتوسطة يعطي قيماً أقل من الواقع، ولهذا لا بد من إكتشاف مدى وجود الإتجاه العام في بيانات متغيرات السلسلة الزمنية والتخلص منه لضمان صفة الإستقرار أو السكون. وعلى المستوى التطبيقي هنالك عدة إختبارات يمكن إستخدامها لإختبار صفة السكون في السلسلة نجد من أهمها:

- الرسم التاريخي للسلسلة (time plot)
- الرسم الصندوقي المتتالي (sequential)
- إختبار جذور الوحدة (unit root test)

إختبار جذر الوحدة:

ويعني جذر الوحدة في أي سلسلة زمنية أن متوسط وتباين المتغير غير مستقلين عبر الزمن، ويعتبر هذا الإختبار من أكثر الإختبارات إستخداماً في التطبيقات العلمية ومستخدم في معظم البرامج الجاهزة، ويُعزى هذا الإختبار الى كل من ديكي_فولر (Dickey – Foller 1979) وقد عرف في الأوساط العلمية باختبار DF ومضمون هذا الإختبار إذ كان معامل الانحدار للصيغة القياسية المقترحة يساوي الواحد فإن هذا يؤدي إلى وجود مشكلة جذر الوحدة الذي يعني عدم استقرار بيانات السلسلة " ويكون القرار من اختبارات جذر الوحدة، إذا كانت القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية فهذا يعني أن البيانات لا تعاني من جذر الوحدة، اي أن بيانات السلسلة الزمنية مستقرة او ساكنة والعكس، سواء كان اختبار فليب_بيرون او إختبار ديكي_فولر".

عيوب إختبار جذر الوحدة:

- 1-معظم إختبارات جذر الوحدة تتركز على فرضية أن حدود الخطأ ليست مترابطة بشكل جوهري ولذلك إذا كانت الأخطاء مرتبطة ارتباطاً ذاتياً فإنه يجب تعديل اختبار DF ليعرف بإختبار Augmented Dickey_Fuller ديكي_فولر المدمج.
- 2-المشكلة الثانية التي تواجه إختبارات جذر الوحدة في حالة السلسلة المعدلة موسمياً إذ نجد أن في هذه الحالة إستخدام البيانات السنوية فقط، وبشكل إجمالي فان اختبارات جذر الوحدة مرتبطة بمصاعب ومشاكل عديدة حيث ان قبول فرض العدم لجذر الوحدة لا يعني بالضرورة أن ذلك حقيقة، وهذا يشير الحاجة الى تمييز السلسلة قبل إستخدامها.

طرق معالجة عدم السكون:

1. إيجاد الفروق.
2. إيجاد القيم اللوغريتمية.
3. إضافة متغير وهمي موسمي لإزالة الاثر الموسمي⁽¹⁾.

جدول رقم (4-1): جدول نتائج اختبار جذر الوحدة باستخدام اختبار فليب بيرون

المتغيرات	نوع الإختبار	القيمة الحرجة عند مستوى معنوية 5%	إحصائية الإختبار	مستوى الإختبار
I	PP	-3.0818	-4.6288	الفرق الاول
INF	PP	-3.0818	-4.1662	الفرق الاول
GDP	PP	-3.1003	-3.7778	الفرق الاول
RA	PP	-3.0818	-3.9752	الفرق الاول

المصدر أعداد الباحث نتائج التحليل (EViews)

يُلاحظ من الجدول (4-1) أن قيمة PP test statistic بالنسبة (i) الإستثمار المتغير المستقل وهي (-4.6288) وهي أكبر من القيمة الحرجة عند مستوى معنوية 5% (-3.081) لذلك نرفض فرض عدم القائل بعدم وجود جذر الوحدة في المستوى ونقبل الفرض البديل القائل أن البيانات مستقرة في الفرق الاول، وكذلك الحال لبقية المتغيرات المستقلة الناتج المحلي الاجمالي (-3.7778) والتضخم (-4.1662) وهي جميعها أكبر من القيمة الحرجة عند مستوى معنوية 5% لذلك نرفض فرض عدم القائل بعدم وجود جذر الوحدة اي أن البيانات

⁽¹⁾ مرجع سابق ، ص 33-30.

مستقرة في مستواها، ونقبل الفرض البديل القائل أن البيانات مستقرة في الفرق الاول، أما المتغير التابع العائد من شهامة (-3.9752) وهي قيمه أكبر من قيمه الحرجه 5% (-) (3.0818) لذلك نقبل فرض العدم القائل بأن البيانات مستقرة في المستوى الاول.

تحليل التكامل المشترك:

يعني التكامل المشترك أمكانية وجود توازن طويل الأجل بين السلاسل الزمنية غير المستقرة في مستواها، أي بمعنى وجود خواص المدى الطويل للسلاسل الزمنية يمكن مطابقتها فهو تصاحب Association بين سلسلتين زمنيتين او اكثر، فقد وجد أنجل جرانجر (Engle_Granger1987) أنه ليست في كل الحالات التي تكون فيها السلاسل الزمنية غير ساكنة يكون الانحدار المقدر زائفاً، فبيانات السلاسل الزمنية للمتغيرات إذا كانت متكاملة من رتبة واحدة يقال أنها متساوية التكامل، ومن ثم علاقة الانحدار المقدر بينها لا تكون زائفة على الرغم من عدم سكون السلسلة، حيث تؤدي التقلبات في أحدهما لإلغاء التقلبات في الاخرى بطريقة تجعل النسبة بين قيمتها ثابتة عبر الزمن.

اختبارات التكامل المشترك:

- أنجل_جرانجر ذو الخطوتين: ويستخدم في حالة الانحدار البسيط.
- جوهانسون_جويلز: الاكثر انتشارا ويستخدم اذا كان النموذج أكثر من متغيرين.

جدول رقم (4-2): جدول نتائج اختبار جوهانسون_جويلز للتكامل المشترك

الإمكان الاعظم LR	القيمة الحرجة 5%	فرضيات الإختبار
76.21	47.21	None **
35.77	29.68	At most 1 **
10.90	15.41	At most 2 **
3.60	3.76	At most 3

المصدر: من اعداد الباحث باستخدام برنامج (Eviews)

ويتضح من نتائج رفض فرضية العدم القائلة بعدم وجود إي متجه للتكامل المشترك وذلك عند مستوى المعنوية 5% حيث أن القيمة المحسوبة لنسبه الامكان الاعظم في العمود الاول (76.12) تزيد عن القيمة الحرجه (47.21) بمستوى دلالة 5% لذلك نرفض فرض القائل بعدم وجود إي متجه للتكامل المشترك ونقبل الفرض البديل القائل بوجود متجه للتكامل، وكذلك بالنسبة للعمود الثاني نجد ان نسبة الإمكان الاعظم في العمود الثاني (35.77) تزيد عن القيمة الحرجه (29.68) بمستوى معنويه 5% لذلك نرفض فرض القائل بعدم وجود أي متجه للتكامل المشترك ونقبل الفرض البديل القائل بوجود متجه للتكامل، اما بالنسبة للعمود الثالث و الرابع فأن نسبة الامكان أقل من القيمة الحرجة لذلك نقبل فرض العدم ونرفض الفرض البديل، ونلخص من التحليل بوجود متجهتين للتكامل المشترك لمتغيرات السلسلة، وتؤكد هذه النتيجة من وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين هذه متغيرات مما لا يعني أنها تبتعد عن بعضها كثيراً بحيث تظهر سلوكاً متشابهاً.

3- إختبار وعلاج مشاكل القياس:

من المعلوم أن الطرق المستخدمة في التقدير تقوم على عدد من الإفتراضات وهذه الإفتراضات قد تتوافر في الواقع وقد لا تتوافر وفي حالة توافرها تكون الطرق المستخدمة صالحة للإستخدام في قياس العلاقات الإقتصادية موضع القياس أما في حالة عدم توافرها فان هذه الطرق لتصبح هي الطرق الملائمة لتقدير معلمات العلاقات الإقتصادية، وبالتالي تظهر بعض المشاكل القياسية ولذلك يتعين على الباحث اختبار هذه المشاكل القياسية للتأكد من سلامة النموذج ومن أهم المشاكل التي يجب إختبارها:

- أ- اختبار وعلاج مشكلة الارتباط بين المتغيرات المفسرة.
- ب- اختبار وعلاج مشكلة الارتباط الذاتي للبواقي.
- ت- اختبار وعلاج مشكله عدم ثبات التباين.

تقدير داله الأوراق الماليه الحكوميه (شهامة) وتأثرها بالتضخم والناتج المحلي الإجمالي
والإستثمار المالي في السودان 2000-2016م

بعد إجراء إختبار استقرار بيانات السلاسل الزمنية لدالة شهادات شهامة في السودان ووجود تكامل مشترك بين متغيرات الفترة تم التوصل إلى النتائج التالية باستخدام الدالة النصف لوغريثمية حيث تعتبر من أفضل الدوال الأخرى مثل الدالة الخطية والدالة الوغريثمية الكاملة للوصول إلى أفضل دالة.

جدول رقم (4-3): نتائج التقدير لمعادلة نموذج دالة الاوراق المالية الحكوميه وتأثرها بالتضخم والناتج المحلي الإجمالي والإستثمار المالي في السودان خلال الفترة باستخدام الداله النصف لوغريثمية

المتغيرات Variabl es	المعالم المقدره Coefficient	الأخطاء المعياريه Std. Error	قيمة (t) T Statistic	معنوية المعالم Prob.	المعنوية الكلية للمنموذج Prob.(F- Statistic)
C	2.069939	0.594796	3.480083	950.00	54100.00
GDP	0.034499	0.036562	0.943577	00240.	
INF	-0.106535	0.110838	0.961179	01020.	
I	0.004135	0.030676	0.134796	00110.	

المصدر: من اعداد الباحث باستخدام برنامج (Eviews)

R- Squared =0.729327

Adjusted R- Squared = 0.621058

Durbin-Watson = 2.169774

$$RA= 2.06+ 0.034B_1- 1.06B_2+ 0.0041B_3+ U_t$$

تقييم نتائج تقدير نموذج الدراسة للمعيار الإقتصادي والإحصائي والقياسي:

بعد الإنتهاء من التقدير لمعاملات النموذج من خلال بيانات واقعية نبدأ في تحليل وتقييم نتائج التقدير للتأكد من وجود مدلول للمعاملات من الناحية الإقتصادية والإحصائية والقياسية

أولاً: المعيار الإقتصادي

يعتبر من المعايير المستمدة من النظرية الإقتصادية وأولى المعايير التي يجب أن تستخدم لتقييم النتائج حيث تشير النظرية الإقتصادية إلى افتراضات محددة عن إشارات المعاملات المراد تقديرها، وهذه الافتراضات المحددة تستخدم للحكم على مدى سلامة التقديرات من الناحية الإقتصادية.

التقييم الإقتصادي لمعادلة الاوراق المالية الحكومية وتأثرها بالتضخم والنتائج المحلي الإجمالي والإستثمار المالي:

- إشارة الثابت (2.069) إشارة موجبة وهي موافقة للنظرية الإقتصادية وهي تمثل قيمة المتغير التابع عندما تكون المتغيرات المستقلة تساوي صفر.
- قيمة معامل الناتج المحلي الإجمالي (0.034) إشارة موجبة وهذه الإشارة الموجبة تعني وجود علاقة طردية بين حجم عائد شهامه وقيمة الناتج المحلي الإجمالي أي كلما زاد الناتج المحلي الإجمالي بوحدة واحدة يزداد حجم الإستثمار المالي 0.034 وهذا يتماشى مع إفتراض النظرية الإقتصادية.
- قيمة معامل التضخم (-0.10653) وهي إشارة سالبة وهي تتفق مع النظرية الإقتصادية التي تنص على أنه كلما زاد التضخم قل الإقبال على شهادات شهامة.

- قيمة معامل الإستثمار (0.004135) وهي إشاره موجبه وتتفق مع النظرية الإقتصادية التي تدل على أن زيادة الاستثمار تؤدي الى زيادة الإقبال على شهادات شهامة.

ثانياً: المعيار الإحصائي

يعتبر هذا المعيار من المعايير المهمة في دراسة وقياس العلاقات الإقتصادية وذلك للتعرف على معنوية التقديرات وتنقسم إلى ثلاثة انواع من الإختبارات هي إختبار جودة التوفيق وإختبار المعنوية الكلية للنموذج وإختبار المعنوية الجزئية للمعالم.

(4-4) جدول رقم: جدول تقييم معادلة الأوراق المالية الحكومية وفق المعيار الإحصائي

Adjusted R-Squares	المعنوية الكلية للنموذج Prob.(F-Statistic)	قيمة f F-Statistic	معنوية المعالم Prob.	قيمة (t) T Statistic	المتغيرات Variables
0.72	0.00541	6.736253	0.0059	3.480083	C
			0.0024	0.943577	GDP
			0.0102	0.961179	INF
			0.0011	0.134796	I

المصدر: من إعداد الباحث من واقع تحليل نموذج الدراسة باستخدام برنامج EViews

جودة توفيق النموذج Adjusted R-Squared:

يدل معامل التحديد المعدل (0.72) على جودة توفيق النموذج ككل ويستخدم لقياس القوة التفسيرية للنموذج وهذا يعني أن المتغيرات التفسيرية المستقلة مسؤولة بنسبة 72% من التغيرات

التي تحدث في المتغير التابع (RA) نتيجة التغير في المتغيرات التفسيرية المستقلة، والباقي 28% هي عبارة عن أثر المتغيرات الأخرى (العشوائية) الغير مضمنة في النموذج وهذه القيمة (72) تدل على جودة توفيق النموذج.

المعنوية الكلية للنموذج "F-Statistic":

القيمة الإحتمالية لإختبار F تساوي (0.00) وهي أقل من مستوى الدلالة الإحصائية 0.05 وبالتالي فإننا سوف نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل الذي يدل على أن النموذج ككل معنوي.

المعنوية الجزئية للمعالم "T-Statistic":

- الثابت "المتوسط" β_0 معنوي وذلك لأن القيمة الإحتمالية لإختبار T تساوي 0.0059 وهي أقل من 0.05.

- معلمة الناتج المحلي الإجمالي β_1 معنوي وذلك لأن القيمة الإحتمالية لإختبار T تساوي 0.0024 وهي أقل من 0.05 وبالتالي فإننا سوف نرفض فرض العدم الذي يشير الى أن الناتج المحلي الإجمالي غير معنوي ونقبل الفرض البديل الذي يدل على أن معلمة الناتج المحلي الإجمالي ذا تأثير معنوي على المتغير التابع " عائد شهامة ".

- معلمة التضخم β_2 معنوي وذلك لأن القيمة الإحتمالية لإختبار T تساوي 0.0102 وهي أقل من 0.05 وبالتالي فإننا سوف نرفض فرض العدم الذي يشير الى أن التضخم غير معنوي ونقبل الفرض البديل الذي يدل على أن معلمة التضخم ذا تأثير معنوي على المتغير التابع " عائد شهادة شهامة ".

- معلمة الاستثمار β_3 معنوي وذلك لأن القيمة الاحتمالية لاختبار T تساوي 0.0011 وهي أقل من 0.05 وبالتالي فأنا سوف نرفض فرض العدم الذي يشير الي أن الإستثمار غير معنوي ونقبل الفرض البديل الذي يدل على أن معلمة الإستثمار ذا تأثير معنوي على المتغير التابع " عائد شهاده شهامة " .

ثالثاً: المعيار القياسي

يهدف الباحث من خلال هذا المعيار للتعرف عى مدى مطابقة فروض الأساليب القياسية المستخدمة والتي تختلف باختلاف الطرق القياسية ولذلك يترتب على الباحث قبل إعتماد نتائج التقديرات أن يتأكد من عدم وجود مشاكل قياسية في النموذج موضع الدراسة، من خلال خلو النموذج من مشاكل القياس وهي:

- مشكلة عدم ثبات التباين.
- مشكلة الإرتباط الذاتي.
- مشكلة الإرتباط الخطي المتعدد وذلك إذا كان نموذج الدارسة يحتوى على اكثر من متغير مستقل.
- مشكلة عدم التوزيع الطبيعي للبواقي.

1- إختبار مشكلة عدم ثبات التباين Heteroskedasticity Test:

الجدول (4-5): باستخدام إختبار white

F-statistic	1.605476	Probability	0.261415
Obs*R-squared	8.194522	Prob Chi-Square	0.224196

المصدر: من إعداد الباحث من واقع تحليل نموذج الدراسة باستخدام برنامج Eviews

القيمة الإحتمالية لـ ($F = 0.261415$) و ($\text{Chi-Square} = 0.224196$) نجد أنها في كلا الإختبارين أكبر من 5% وهذه دلالة على أن النموذج لا يُعاني من مشكلة إختلاف التباين وهي صفة جيدة ومرغوبة في النموذج.

2- إختبار مشكلة الارتباط الذاتي للبواقي:

جدول (4-6): إختبار درين واتسون Durbin-Watson stat

Durbin-Watson stat	2.1
--------------------	-----

المصدر: من إعداد الباحث باستخدام برنامج EViews

القيمة (2.1) أكبر من الـ (2) وقريبة من (2.5) وبالتالي فإن هذه تعتبر دلالة على أن النموذج لا يُعاني من مشكلة ارتباط ذاتي للبواقي وهي صفة جيدة ومرغوبة في النموذج.

1- اختبار مشكلة الارتباط الخطي المتعدد بين المتغيرات المستقلة:

Multicollinearity Problem between Independent Variables:

الجدول (4-7): Correlation Matrix

	I	INF	GDP
I	1.000000	0.5456723	0.1754958
INF	0.5456723	1.000000	0.6573274
GDP	0.1754958	0.6573274	1.000000

المصدر: من اعداد الباحث باستخدام برنامج EViews

نتائج إختبار مصفوفة الارتباطات تشير إلى خلو النموذج من مشكلة الارتباط الخطي المتعدد بين المتغيرات المستقلة في النموذج وذلك لأن قيمة معامل الارتباط لم يصل الي 0.80% بين المتغيرات المستقلة (الناتج المحلي الإجمالي، الإستثمار المالي والتضخم) في النموذج المعدل.

2- اختبار مقدره النموذج على التنبؤ:

يمكن تعريف التنبؤ بأنه تقدير القيم المتوقعة للمتغيرات التابعة في المستقبل بناءً على ما هو متوقع لدينا من معلومات عن الماضي والحاضر

قبل إستخدام النموذج المقدر في التنبؤ ينبغي إختبار مقدرة التنبؤية ففي كثير من الأحيان يكون النموذج ذو معني إقتصادي وإحصائي ومقبولاً من الناحية القياسية بالنسبة للفترة التي أخذت فيها العينة إلا أنه قد لا يكون ملائماً للتنبؤ بسبب المتغيرات السريعة في المعالم الهيكلية للعلاقات في الواقع، وعلى المستوي التطبيقي توجد عدة إختبارات تستخدم لتحقيق هذا الهدف أهمها:

أ- إختبار كأى تريبع لمقارنة التوزيع المتوقع بالتوزيع المشاهدة.

ب- إختبار T لإختبار معنوية الفرق بين قيم التنبؤ والقيم الفعلية.

ت- معامل عدم التساوي لثايل.

باستخدام إختبار ثايل لتقييم القوه التنبؤية والذي يعتمد على الفروض الآتية:

فرض العدم: تكون مقدره النموذج على التنبؤ عالية إذا كان معامل ثايل أقرب إلى الصفر.
الفرض البديل: تكون مقدره النموذج على التنبؤ ضعيفة إذا كانت قيمة معامل ثيل أقرب إلى الواحد الصحيح.

جدول (4-8): جدول اختبار ثايل لمقدرة النموذج على التنبؤ

إسم الإختبار	قيمة الإختبار
Theil Inequality Coefficient	0.02

المصدر: من اعداد الباحث باستخدام برنامج EViews

من خلال نتائج الجدول يتضح أن قيمة معامل عدم التساوي لثايل (0.02) قريبة من الصفر بعيدة عن الواحد صحيح، وهذه دلالة على مقدرة النموذج المعدل لعائد شهامة على التنبؤ.

مناقشة الفرضيات:

1- توجد علاقة طردية بين شهادة المشاركة الحكومية شهامة والنتاج المحلي الإجمالي، قيمة معامل معامل الناتج المحلي (0.034) إشارة موجبة وهذه الإشارة الموجبة تعني وجود علاقة طردية بين التداول في شهادات شهامة والنتاج المحلي أي كلما زاد الناتج المحلي بوحدة واحدة زاد التداول في شهادات شهامة بحجم (0.034) وهذا يتماشى مع إفتراض

النظرية الإقتصادية . معلمة الناتج المحلي الإجمالي B_2 معنوي وذلك لأن القيمة الإحتمالية لإختبار T تساوي (0.0024) وهي أقل من (0.05).

2- توجد علاقة عكسية بين شهادات المشاركة الحكومية شهامة والتضخم، قيمة معامل التضخم (-0.1065) إشارة سالبة تعني وجود علاقة عكسية بين التضخم والتداول في شهادات شهامة أي كلما زاد التضخم بوحدة واحدة يقل حجم التداول في شهامة ب (-0.1065) وهذا يتماشى مع إفتراضات النظرية الإقتصادية. معلمة التضخم B_2 معنوي وذلك لأن القيمة الإحتمالية لإختبار T تساوي (0.0102) وهي أقل من (0.05).

3- توجد علاقة طردية بين شهادات المشاركة الحكومية شهامة والإستثمار المالي ، قيمة معامل الإستثمار (0.00413) وهي إشارة موجبة تعني وجود علاقة طردية بين الإستثمار المالي و حجم التداول في شهادات شهامة ، أي كلما زاد الإستثمار المالي بوحدة واحدة زاد التداول في شهادات شهامة ب (0.00413) وهذا يتماشى مع إفتراضات النظرية الإقتصادية. معلمة الإستثمار المالي B_3 معنوي وذلك لأن القيمة الإحتمالية لإختبار T تساوي (0.0011) وهي أقل من (0.05).

الخاتمة

تحتوي على:

النتائج

التوصيات

المصادر والمراجع

الملاحق

الخاتمة

أولاً: النتائج

- 1- هنالك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين حجم العائد من شهادات شهامة وقيمة الناتج الإجمالي المحلي، أي كلما زاد الناتج المحلي الإجمالي بوحدة واحدة يزداد حجم التداول في شهادات شهامة بحجم (0.34) ومن ثم يزيد العائد منها.
- 2- هنالك علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين التضخم وحجم العائد من شهادات شهامة أي كلما زاد التضخم بوحدة واحدة يقل حجم التداول في شهادات شهامة بمقدار (-0.1065) ومن ثم يقل العائد منها.
- 3- هنالك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين حجم العائد من شهادات شهامة والإستثمار المالي ، أي كلما زاد الإستثمار المالي بوحدة واحدة يزداد حجم التداول في شهادات شهامة بمقدار (0.00413) ومن ثم يزيد العائد منها.
- 4- النموذج لا يُعاني من مشاكل القياس المتمثلة في مشكلة الارتباط الذاتي ومشكلة إختلاف التباين ومشكلة الارتباط الخطي بين المتغيرات.

ثانياً: التوصيات

على الرغم مما حققته شهادات المشاركة الحكومية شهامة ألا أن التجربة تحتاج إلى المزيد من التطور والتحسين فهناك توصيات عدة بناءً على نتائج هذا البحث يُمكن الإشارة إليها وهي: -

1- ضرورة وجود عمل متكامل داخل الدولة لنشر التعامل الإستثماري وتنمية الوعي الإستثماري عند المستثمرين وعند الأفراد لتشجيعهم وحثهم على الإستثمار في الأوراق المالية وتوضيح أهمية ذلك على الإقتصاد إلى جانب تحقيق مكاسب وأرباح لهم.

2- تعميم شهادات شهامة على كافة الأفراد في المجتمع.

3- تحجيم دور البنوك والمؤسسات من الإستثمار في شهامة لتتوسع إستثمارات الأفراد في شهامة هذا من جانب ومن الجانب الآخر لكي لا يؤثر إستثمار البنوك في شهامة على مساهمتها في دعم وتمويل القطاعات المنتجة خاصة قطاع الزراعة والصناعة .

4- العائد من شهامة يجب أن يوظف في التمويل الإنتاجي الحقيقي .

5- ضمان إستمرار الطلب على شهادات شهامة مستقبلاً يتطلب إستمرار وتعزيز سهولة تسهيلها عن طريق تعميق الأسواق الثانوية وتبسيط إجراءات التداول، كما يتطلب تأسيس إجراءات معقولة بمستوى جيد من الشفافية (التي تُعرف على أنها إعلان المعلومات التي تتعلق بتداول الأوراق المالية وخاصة أوامر البيع والشراء بغرض إيجاد تفاعل بين قوى العرض والطلب وإعلان المعلومات المتعلقة بالصفقات التي تُبرم فعلاً من حيث أحجامها والأسعار التي تُبرم بها حتى يعرف المتعاملون إتجاهات السوق) تتضمن توفير المعلومات الكاملة حول أداء الإستثمارات المكونة لشهامة وربحياتها لجمهور المتعاملين.

6- تهيئة البيئة الإستثمارية وذلك من خلال حماية المستثمر وتوفير المعلومات التي تساعد في عملية إتخاذ القرار الإستثماري.

7- الإهتمام بتوعية المستثمرين وإطلاعهم على التطورات والمتغيرات في مجال الإستثمار في الأوراق المالية وذلك عن طريق تفعيل دور بنوك الإستثمار وأسواق الأوراق المالية في التوجيه والتوعية والإرشاد.

مقترحات لدراسات مستقبلية:

1. صكوك الإستثمار الحكومية ومدى نجاحها في تحقيق الأهداف الإقتصادية المرجوة منها.
2. معوقات الإستثمار في الأوراق المالية في السودان.

المصادر والمراجع

أولاً : القرآن الكريم

ثانياً : الكتب والمراجع

1. آدم مهدي محمد، الوجيز في الإقتصاد الكلي والجزئي، الدار العالمية للنشر، الخرطوم.
2. باري سيجل، 1985م، النقود والبنوك والإقتصاد، دار المريخ للنشر، عمان.
3. جيمس جوراني، 1988م، الإقتصاد الكلي ترجمة عبدالفتاح عبدالرحمن وعبدالعظيم محمد، دار المريخ للنشر، الرياض.
4. حسني على حريوش وآخرون، 1999م، أساسيات الإستثمار العيني والمالي، دار وائل للطباعة والنشر، عمان.
5. حسين بن هني، 2002م، إقتصاديات النقود والبنوك، دار الكندي للنشر والتوزيع، عمان.
6. حمزة محمود الزبيدي، 2001م، الإستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان.
7. دونالد كيسو وجيري ديجان، 1988م، المحاسبة المتوسطة، ترجمة د. كمال الدين سعيد وآخرون، دار المريخ للنشر، الرياض.
8. رمزي زكي، 1980م، مشكلة التضخم في مصر- أسبابها وعلاجها، الهيئة العامة للكتاب المصري، القاهرة.
9. شريف الدشوني، 2005م، قضايا في التنمية المستدامة، دار عزة للنشر والتوزيع، الخرطوم.
10. طارق محمد الرشيد، 2005م، المرشد في الإقتصاد القياسي التطبيقي، السودان.

11. عبدالغفار حنفي ورسمية قرياقص، 2000م، أسواق رأس المال، الدار الجامعية الإسكندرية.
12. عبدالوهاب عثمان، 2001م، منهجية الإصلاح الإقتصادي في السودان ، شركة مطابع السودان للعملة المحدودة.
13. عثمان إبراهيم السيد، 1998م، الإقتصاد السوداني، المؤسسة العامة للطباعة والنشر، امدرمان.
14. على شبلي، 1962م، بورصة الأوراق المالية، مكتبة النهضة العصرية، القاهرة .
15. غازي حسين عناية، 1992م، التضخم المالي، دار الجيل، بيروت.
16. فؤاد هاشم، 1969م، إقتصاديات النقود والتوازن النقدي ، دار النهضة ، القاهرة .
17. قاسم نايف علوان، 2009م، إدارة الإستثمار بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة، عمان.
18. مجدي محمود شهاب، 2000م، إقتصاديات النقود والمال، دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر.
19. محمد صالح جابر، 1982م، الإستثمار بالأسهم والسندات وتحليل الأوراق المالية، نشأة المعارف، الإسكندرية.
20. محمد محمود عبدربه، 2000م، مخاطر الإعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييمك للإستثمار في سوق الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية.
21. محمد مطر، 1999م، إدارة الإستثمارات، مؤسسة الوراق، عمان.
22. مروان شموط كنجو عبود كنجو، 2005م، أسس الإستثمار، الشركة العربية المتحدة للتوريدات والتسويق، مصر.
23. منير إبراهيم الهندي، 1999م، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، نشأة المعارف، الإسكندرية.

24. ناظم محمد نوري الشمري وآخرون، 1999م، أساسيات الإستثمار العيني والمالي، دار وائل للطباعة والنشر، عمان.
25. هاشم السباط، 1967م، الأسواق المالية الدولية وبورصات الأوراق المالية، إتخاذ المصارف العربية، بيروت.
26. هوشيار معروف كوكا مولا، 2003م، الإستثمارات والأوراق المالية، دار الصفا للنشر والتوزيع، عمان.
27. وليد ناجي الجبالي، 2002م، مشاكل محاسبة معاصرة، الحامد للنشر والتوزيع، عمان.
28. يس عبدالحميد، 1948م، بورصة الأوراق المالية، مكتبة التاجر والمحاسب، القاهرة.
29. يوسف محمود جربوع، 2000م، نظرية المحاسبة، مؤسسة الوراق للنشر، عمان.

ثالثاً : التقارير

1. قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة 1994م.
2. قانون صكوك التمويل لسنة 1995 م.
3. دليل المستثمر للتعامل في شهادة المشاركة، وزارة المالية والإقتصاد الوطني، 1999 م.
4. التقرير السنوي لسوق الخرطوم للأوراق المالية لعام 2008 م.
5. لائحة شركة السودان للخدمات المالية.
6. منشورات شهادات شمم، شركة السودان للخدمات المالية، 2009 م.
7. منشورات شركة السودان للخدمات المالية لعام 2015 م.
8. منشورات شهادة المشاركة الحكومية (شهاب) ، شركة السودان للخدمات المالية، 2009م.
9. منشورات صكوك الإستثمار الحكومية، شركة السودان للخدمات المالية، 2009 م.

رابعاً: المقالات والمجلات

1. أسامة النور محمد، لماذا تسعى البنوك المركزية إلى إستقرار الأسعار في المستقبل، 1998م، مجلة المصرفي، بنك السودان المركزي.
2. سامي حسن حمود، الوسائل الشرعية لتداول الحصص الإستثمارية، 1984م، ورقة عمل، تونس.
3. سندات الخزانة وإمكانية تطويرها وفقاً للصيغ الإسلامية، 1998 م، ورقة بحث قُدمت لبعثة البنك الإسلامي للتنمية، جدة.
4. محمد الأنور، ملامح ومميزات قانون تشجيع الإستثمار لسنة 1999 م، مجلة المصرفي، بنك السودان المركزي.
5. مصطفى العبدالله، التضخم كظاهرة إقتصادية، مجلة الإقتصاد الإداري، 2004 م، بغداد.

خامساً: الرسائل الجامعية:

1. الهادي آدم محمد إبراهيم، المحاسبة عن تغيرات الأسعار، 1996م، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة أم درمان الإسلامية، الخرطوم.
2. مصباح أحمد، الإستثمار المالي دراسة حالة الجزائر، رسالة ماجستير في علوم التسيير تخصص مالية، 2002 م، الجزائر.
3. رجاء مصطفى عثمان، إدارة السيولة في الإقتصاد الإسلامي تقويم تجربة شهادات المشاركة السودانية في الفترة من 1998 - 2002م، رسالة ماجستير، 2004م، جامعة الخرطوم
4. شوقي عزمي محمود ، الاستثمار في الأوراق المالية والتنمية الإقتصادية في السودان ، رسالة ماجستير، 2009م، جامعة الزعيم الأزهري.

5. محمد محمد الحسن، أثر الأوراق المالية الحكومية في التمويل وعجز الموازنة - دراسة حالة شهادة شهامة (2000-2008م) رسالة ماجستير ، 2010م، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا.
6. محمد عبدالله محمد ، دور بنك الإستثمار المالي في التنمية الاقتصادية في السودان - دراسة تطبيقية على صناديق الإستثمار (2001-2011م) ، رسالة ماجستير ، 2013م، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا.
7. ملاذ خلف الله حسن، دور صناديق الإستثمار في تنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية، تجربة بنك الإستثمار المالي، (2004-2013م) ، رسالة ماجستير، 2014م، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا.

الملاحق

ملحق رقم (1)

متغيرات دالة شهادة شهامة وتأثرها بالتضخم والنتاج المحلي الإجمالي والإستثمار المالي

في السودان (2000 - 2016م)

OBS	GDP	I	INF	RA
2000	1372.6	3267.7	3	26.9
2001	1464.9	6787.5	4.9	30.1
2002	1566.2	10426.4	8.3	29.1
2003	1717.3	9880.1	7.7	20.1
2004	1733.5	13096.6	8.5	19.1
2005	1904.7	16756.3	8.8	20.3
2006	2082.3	20793.5	7.2	15.6
2007	22916	22165.3	8.1	15.9
2008	23798	24496.6	14.3	15.8
2009	23768	7702	11.2	15.8
2010	26482	25158	13	15
2011	186689.9	40831.2	18.1	18
2012	243412.8	51493.3	35.1	17.7
2013	294630.2	79989.9	37.1	18.6
2014	475827.8	1251.3	36.9	18.6
2015	282936.7	1736.7	16.9	18.5
2016	645373	16738	30.5	18

ملحق رقم (2)

إستقرار الناتج المحلي الإجمالي في الفرق الاول

Phillips-Perron Unit Root Test on D(GDP)

PP Test Statistic	-3.777881	1% Critical Value*	-4.0113	
		5% Critical Value	-3.1003	
		10% Critical Value	-2.6927	
*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.				
Lag truncation for Bartlett kernel: 2 (Newey-West suggests: 2)				
Residual variance with no correction			6.82E+09	
Residual variance with correction			7.77E+09	
<p>Phillips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(GDP,2) Method: Least Squares Date: 01/27/18 Time: 11:06 Sample(adjusted): 2002 2015 Included observations: 14 after adjusting endpoints</p>				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(GDP(-1))	-1.387802	0.375797	-3.692954	0.0031
C	33247.60	27031.60	1.229953	0.2423
R-squared	0.531943	Mean dependent var	-13784.53	
Adjusted R-squared	0.492938	S.D. dependent var	125286.1	
S.E. of regression	89214.08	Akaike info criterion	25.76703	
Sum squared resid	9.55E+10	Schwarz criterion	25.85832	
Log likelihood	-178.3692	F-statistic	13.63791	
Durbin-Watson stat	1.684636	Prob(F-statistic)	0.003075	

ملحق رقم (3)
إستقرار التضخم في الفرق الاول

Phillips-Perron Unit Root Test on D(INF)

PP Test Statistic	-4.166222	1% Critical Value*	-3.9635	
		5% Critical Value	-3.0818	
		10% Critical Value	-2.6829	
*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.				
Lag truncation for Bartlett kernel: 2 (Newey-West suggests: 2)				
Residual variance with no correction			59.08692	
Residual variance with correction			51.33894	
Phillips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(INF,2) Method: Least Squares Date: 01/27/18 Time: 11:20 Sample(adjusted): 2002 2016 Included observations: 15 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(INF(-1))	-1.230608	0.296199	-4.154659	0.0011
C	1.920363	2.149532	0.893387	0.3879
R-squared	0.570407	Mean dependent var	0.780000	
Adjusted R-squared	0.537361	S.D. dependent var	12.13944	
S.E. of regression	8.256950	Akaike info criterion	7.183553	
Sum squared resid	886.3038	Schwarz criterion	7.277960	
Log likelihood	-51.87665	F-statistic	17.26119	
Durbin-Watson stat	1.970899	Prob(F-statistic)	0.001131	

ملحق رقم (4)

الإستثمار في الفرق الاول

Phillips-Perron Unit Root Test on D(I)

PP Test Statistic	-4.628808	1% Critical Value*	-3.9635	
		5% Critical Value	-3.0818	
		10% Critical Value	-2.6829	
*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.				
Lag truncation for Bartlett kernel: 2 (Newey-West suggests: 2)				
Residual variance with no correction			5.22E+08	
Residual variance with correction			3.86E+08	
Phillips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(I,2) Method: Least Squares Date: 01/27/18 Time: 11:26 Sample(adjusted): 2002 2016 Included observations: 15 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(I(-1))	-1.226258	0.273789	-4.478851	0.0006
C	640.2732	6335.290	0.101065	0.9210
R-squared	0.606777	Mean dependent var		765.4333
Adjusted R-squared	0.576529	S.D. dependent var		37704.74
S.E. of regression	24536.23	Akaike info criterion		23.17726
Sum squared resid	7.83E+09	Schwarz criterion		23.27166
Log likelihood	-171.8294	F-statistic		20.06010
Durbin-Watson stat	2.089616	Prob(F-statistic)		0.000621

ملحق رقم (5)

عائد سهامه في الفرق الاول

Phillips-Perron Unit Root Test on D(RA)

PP Test Statistic	-3.975205	1% Critical Value*	-3.9635	
		5% Critical Value	-3.0818	
		10% Critical Value	-2.6829	
*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.				
Lag truncation for Bartlett kernel: 2 (Newey-West suggests: 2)				
Residual variance with no correction			7.170210	
Residual variance with correction			6.966536	
Phillips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(RA,2) Method: Least Squares Date: 01/27/18 Time: 11:30 Sample(adjusted): 2002 2016 Included observations: 15 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(RA(-1))	-1.030770	0.259651	-3.969836	0.0016
C	-0.823898	0.756767	-1.088707	0.2961
R-squared	0.547977	Mean dependent var	-0.246667	
Adjusted R-squared	0.513206	S.D. dependent var	4.122563	
S.E. of regression	2.876338	Akaike info criterion	5.074479	
Sum squared resid	107.5531	Schwarz criterion	5.168885	
Log likelihood	-36.05859	F-statistic	15.75960	
Durbin-Watson stat	2.014284	Prob(F-statistic)	0.001601	

ملحق رقم (6)

نتائج التكامل المشترك

Johansen Cointegration Test

Date: 01/27/18 Time: 11:51				
Sample: 2000 2016				
Included observations: 15				
Test assumption: Linear deterministic trend in the data				
Series: GDP I INF RA				
Lags interval: 1 to 1				
Eigenvalue	Likelihood Ratio	5 Percent Critical Value	1 Percent Critical Value	Hypothesized No. of CE(s)
0.932111	76.12040	47.21	54.46	None **
0.809504	35.77209	29.68	35.65	At most 1 **
0.384605	10.90026	15.41	20.04	At most 2
0.214309	3.617885	3.76	6.65	At most 3
*(**) denotes rejection of the hypothesis at 5%(1%) significance level				
L.R. test indicates 2 cointegrating equation(s) at 5% significance level				
Unnormalized Cointegrating Coefficients:				
GDP	I	INF	RA	
1.38E-06	2.67E-05	-0.071863	0.010676	
-1.95E-06	3.52E-05	-0.002117	0.047882	
-2.99E-06	-3.02E-05	0.075352	0.052794	
8.52E-06	3.04E-05	-0.135277	0.002188	
Normalized Cointegrating Coefficients: 1 Cointegrating Equation(s)				
GDP	I	INF	RA	C
1.000000	19.40326 (7.89703)	-52218.25 (17044.3)	7757.741 (5955.32)	142389.2
Log likelihood	-407.0778			
Normalized Cointegrating Coefficients: 2 Cointegrating Equation(s)				
GDP	I	INF	RA	C
1.000000	0.000000	-24603.77 (5145.16)	-8974.257 (3046.19)	459404.0
0.000000	1.000000	-1423.188 (272.293)	862.3293 (161.211)	-16338.22
Log likelihood	-394.6418			
Normalized Cointegrating Coefficients: 3 Cointegrating Equation(s)				
GDP	I	INF	RA	C
1.000000	0.000000	0.000000	-40026.70 (40181.2)	668761.6
0.000000	1.000000	0.000000	-933.8778 (2422.33)	-4228.075
0.000000	0.000000	1.000000	-1.262101 (1.70333)	8.509169

ملحق رقم (7)

نتائج التقدير لمعادلة نموذج دالة الأوراق المالية الحكومية وأثرها على التضخم والاستثمار
المالي في السودان باستخدام الدالة النصف لوغرتمية:

Dependent Variable: LOG(RA)

Method: Least Squares

Date: 01/15/18 Time: 20:47

Sample(adjusted): 2001 2015

Included observations: 15 after adjusting endpoints

Convergence achieved after 10 iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.069939	0.594796	3.480083	0.0059
LOG(GDP)	0.034499	0.036562	0.943577	00240.
LOG(INF)	0.106535	0.110838	0.961179	01020.
LOG(I)	0.004135	0.030676	0.134796	00110.
AR(1)	0.825389	0.122925	6.714550	0.0001
R-squared	0.729327	Mean dependent var		2.933732
Adjusted R-squared	0.621058	S.D. dependent var		0.207595
S.E. of regression	0.127792	Akaike info criterion		-1.015629
Sum squared resid	0.163307	Schwarz criterion		-0.779612
Log likelihood	12.61721	F-statistic		6.736253
Durbin-Watson stat	2.169774	Prob(F-statistic)		05410.00
Inverted AR Roots				.83

ملحق رقم (8)

نتائج التقدير لمعادلة نموذج داله الاوراق الماليه الحكوميه وأثرها على التضخم والاستثمار المالي في السودان باستخدام الداله اللوغرتمية الكاملة

Dependent Variable: LOG(RA)

Method: Least Squares

Date: 01/15/18 Time: 20:47

Sample(adjusted): 2001 2015

Included observations: 15 after adjusting endpoints

Convergence achieved after 10 iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.069939	0.594796	3.480083	0.0059
LOG(GDP)	0.034499	0.036562	0.943577	0.3676
LOG(INF)	0.106535	0.110838	0.961179	0.3591
LOG(I)	0.004135	0.030676	0.134796	0.8954
AR(1)	0.825389	0.122925	6.714550	0.0001
R-squared	0.729327		Mean dependent var	2.933732
Adjusted R-squared	0.621058		S.D. dependent var	0.207595
S.E. of regression	0.127792		Akaike info criterion	-1.015629
Sum squared resid	0.163307		Schwarz criterion	-0.779612
Log likelihood	12.61721		F-statistic	6.736253
Durbin-Watson stat	2.169774		Prob(F-statistic)	0.006751
Inverted AR Roots				.83

ملحق رقم (9)

نتائج التقدير لمعادلة نموذج دالة الأوراق المالية الحكومية وأثرها على التضخم والاستثمار
المالي في السودان باستخدام الدالة الخطية

Dependent Variable: RA
Method: Least Squares
Date: 01/27/18 Time: 22:49
Sample: 2000 2016
Included observations: 17

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	22.35217	2.308920	9.680791	0.0000
INF	-0.184311	0.279399	-0.659670	0.5210
GDP	4.88E-06	1.39E-05	0.350743	0.7314
I	-2.18E-05	8.87E-05	-0.246202	0.8094

R-squared	0.145023	Mean dependent var	19.59412
Adjusted R-squared	-0.052280	S.D. dependent var	4.653288
S.E. of regression	4.773375	Akaike info criterion	6.166309
Sum squared resid	296.2064	Schwarz criterion	6.362359
Log likelihood	-48.41362	F-statistic	0.735027
Durbin-Watson stat	0.548733	Prob(F-statistic)	0.549540

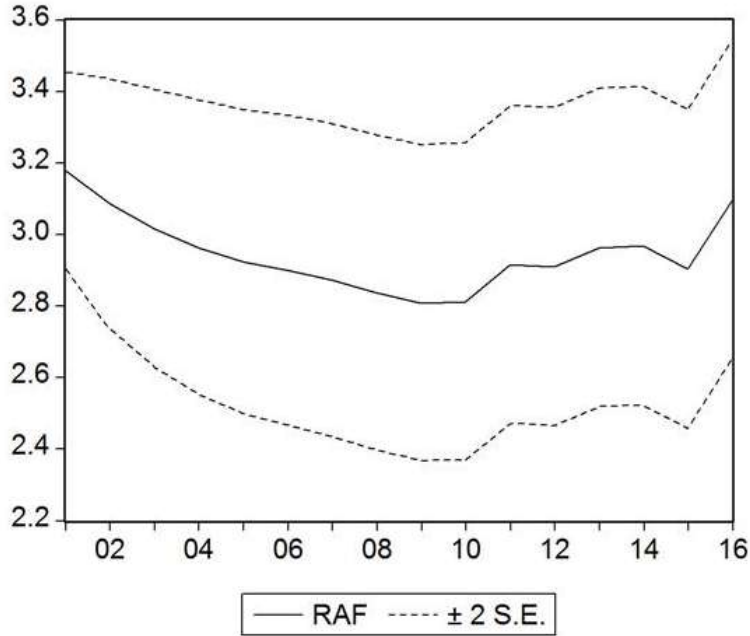
ملحق رقم (10)

نتائج مشكلة إختلاف التباين

White Heteroskedasticity Test:				
F-statistic	1.605476	Probability	0.261415	
Obs*R-squared	8.194522	Probability	0.224196	
Test Equation: Dependent Variable: RESID^2 Method: Least Squares Date: 01/28/18 Time: 00:00 Sample: 2001 2015 Included observations: 15				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.085049	0.026668	3.189178	0.0128
INF	-0.009386	0.003911	-2.399503	0.0432
INF^2	0.000176	8.37E-05	2.106620	0.0682
GDP	1.73E-07	1.67E-07	1.037004	0.3301
GDP^2	-2.74E-13	4.51E-13	-0.606346	0.5611
I	2.81E-07	1.12E-06	0.250648	0.8084
I^2	-4.47E-12	1.30E-11	-0.343433	0.7401
R-squared	0.546301	Mean dependent var	0.012615	
Adjusted R-squared	0.206028	S.D. dependent var	0.020950	
S.E. of regression	0.018667	Akaike info criterion	-4.819357	
Sum squared resid	0.002788	Schwarz criterion	-4.488933	
Log likelihood	43.14518	F-statistic	1.605476	
Durbin-Watson stat	3.220384	Prob(F-statistic)	0.261415	

ملحق رقم (11)

إختبار مقدرة النموذج على التنبؤ



Forecast: RAF
Actual: LOG(RA)
Forecast sample: 2000 2016
Adjusted sample: 2001 2016
Included observations: 16

Root Mean Squared Error	0.122872
Mean Absolute Error	0.092611
Mean Abs. Percent Error	3.086734
Theil Inequality Coefficient	0.020874
Bias Proportion	0.017106
Variance Proportion	0.583273
Covariance Proportion	0.399621