

جمهورية السودان

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة شندي

كلية الدراسات العليا والبحث العلمي



## دور السياسات المالية في تطور أداء أسواق المال

دراسة تجريبية سوق الخرطوم للأوراق المالية في الفترة (١٩٩٥م – ٢٠١٥م)

دراسة مقدمة لنيل درجة دكتوراه الفلسفة في الإقتصاد

إشراف البروفيسور: عصام عبد الوهاب (بوب)

إعداد الطالب: سيد يوسف سيد فرح

2018م

## الآية

بسم الله الرحمن الرحيم

"وَلَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ وَتُدْلُوا بِهَا إِلَى الْحُكَّامِ  
لِتَأْكُلُوا فَرِيقًا مِّنْ أَمْوَالِ النَّاسِ بِالْإِثْمِ وَأَنْتُمْ تَعْلَمُونَ"  
صدق الله العظيم

سورة البقرة، الآية "188"

## الإهداء

إلى روح والديّ الذين يرتبط رضاء الله برضاءهما

إلى زوجتي وأبنائي الذين تحملوا الكثير من أجلي

إلى الأهل والعشيرة

إلى زملائي وأصدقائي وكل من سقط من قلبي سموا

أهدي هذا الجهد

محمد الباحث

## الشكر والعرفان

الحمد لله المحمود على كل حال، الذي بحمده يستفتح كل أمر ذي بال، خالق الخلق لما شاء، والحمد لله الذي أنار لنا درب العلم والمعرفة وأعاننا على أداء هذا الواجب وهو من نعمه التي لا تحصى. والصلاة والسلام على رسول الله صلي الله عليه وسلم **والشكر** من بعد الله سبحانه وتعالى لكلية الدراسات العليا بجامعة شندي لما أتاحت لي من شرف نيل شهادة الدكتوراة . **والشكر** والتقدير للبروفسير عصام عبدالوهاب محمد المشرف الأول على هذا البحث، والذي اقتطع من وقته الغالي للإشراف على هذا البحث، الذي لم يبخل علي بتوجيهاته ونصائحه القيمة التي كانت عوناً لي في إتمام هذا البحث، كما أتوجه بجزيل **الشكر** والامتنان إلى كل من ساعدني من قريب أو من بعيد على انجاز هذا العمل ، وأتقدم **بالشكر** أيضاً إلى أسرة سوق الخرطوم للأوراق المالية لما وجدته من عناية خاصة فيما يتعلق بتوفير كل البيانات المطلوبة. كما أتقدم أيضاً **بالشكر** لأسرة كلية التجارة بجامعة النيلين والتي أتاحت كل ما هو مفيد. ويمتد **الشكر** أيضاً لأسرة بنك السودان لما قدموه لنا من خدماتٍ مكتبيةٍ جليّةٍ.

**والشكر** من قبل ومن بعد الله رب العالمين...

بالتباحث

## مستخلص الدراسة

شهد النشاط الإقتصادي العالمي تطوراً ملحوظاً في الفترة الأخيرة، حيث تأثر النشاط الإقتصادي العالمي بالأحداث العالمية في هذه الفترة، فقد تطور النشاط الإقتصادي الرأسمالي وتفجرت الثورة الصناعية في أوروبا، واندلعت الحرب العالمية الأولى (1914م-1917م)، والحرب العالمية الثانية (1939م-1945م)، وانهارت منظومة الدول الإشتراكية في العام 1990م.

إن هذه التطورات الإقتصادية العالمية، وما صاحبها من تطورٍ في مجال الصناعة، والتكنولوجيا، وإعادة تأهيل ما دمرته الحرب، فضلاً عن متطلبات تحديات العولمة؛ جعل من الضرورة الملحة، البحث عن مصادر تمويلية هائلة، لمقابلة هذه التطورات؛ فظهر التعامل المالي من خلال تداول الأوراق المالية المختلفة، وأصبحت الحاجة ملحة لقيام كيان يساعد في تنظيم، وتقنين هذه الموارد، فقامت الأسواق المالية لتحقيق هذه الأهداف، وسرعان ما تطورت تزامناً مع التطور الإقتصادي.

شهد الإقتصاد السوداني الكثير من التطورات السالبة، فقد عانى من عدم الإستقرار السياسي، وتذبذب السياسات الإقتصادية؛ فتارةً يكون الإقتصاد المفتوح، وتارةً أخرى يكون الإقتصاد المغلق، وهكذا الحال رداً من الزمان، مما إنعكست نتائجه السالبة على التدني في معدلات النمو الإقتصادي، والذي أثر سلباً على المؤشرات الإقتصادية الكلية؛ مثل الناتج القومي، والدخل القومي.

في مطلع التسعينات من القرن الماضي، وبعد مجئ حكومة الإنقاذ للسلطة، إنتهجت الدولة نهجاً إقتصادياً جديداً، تمثل في تطبيق سياسة التحرير الإقتصادي، التي فتحت الباب على مصراعيه للقطاع الخاص للدخول في الإستثمار والمشاركة في النشاط الإقتصادي. فكانت سياسة التحرير الإقتصادي، والتي بموجبها لعبت السياسات المالية دوراً رائداً في تفعيل النشاط الإقتصادي، والبحث عن آليات ومصادر مختلفة للتمويل، وذلك لمقابلة إحتياجات هذه المرحلة. فشهدت البلاد قيام سوق الخرطوم للأوراق المالية، الذي لعب دوراً مقدراً في توفير التمويل للقطاعات الإقتصادية المختلفة. كما لعبت السياسات المالية الدور المتعاضم في تفعيل مؤسسات القطاع العام، والتصرف في المؤسسات الخاسرة، أو ذات الأرباح الضئيلة، إما بالبيع المباشر (الخصخصة)، أو المشاركة مع القطاع الخاص، مما ساعد أكثر في تطوير سوق الخرطوم للأوراق المالية؛ من خلال زيادة حركة التداول في الأسهم، والأوراق المالية المختلفة.

لعبت سياسة التحرير الإقتصادي، دوراً كبيراً في تحديد السياسات الإقتصادية الملائمة، والتي ساهمت بصورة فعالة في تطوير سوق الخرطوم للأوراق المالية، والذي ساهم بدوره مساهمةً فاعلةً في

تسريع حركة التنمية بالبلاد، وزيادة معدلات النمو في الناتج الإجمالي، ومن ثم خلق الإستقرار، والتوازن الإقتصادي.

تحتاج سياسات التحرير الإقتصادي إلى المراجعة، والتقييم، والتقويم المستمر لمعالجة السلبيات، والمضي قدماً في النتائج الإيجابية.

# Abstract

This research aims at identifying the features of the financial policy of promoting stock exchange and identifying the problems that confront those exchanges internationally and in the Sudan in particular. The Research seeks to establish a theoretical framework to the dimensions of the financial policy of Khartoum stock exchange

The lack of knowledge in the literature, in spite of the international care and local interest paid to the questions raised about the existence of the stock exchange as a phenomenon, made it necessary that the research becomes an actual fact in explaining the stock exchange and its financial and economic dimensions which set the horizons of the stock exchanges under the shade of globalization

The researcher has discovered that the direct relation between the financial policy and the exchange progress and their ability of absorbing the exchange yielding a system that is capable of securing the needed fund for development.

The researcher has also discovered that the poor physical resources have negatively affected the economic activities.

The researcher has adopted the historical descriptive methods to analyze the phenomenon of the growth of stock exchange internationally and the case study method for Khartoum stock exchange utilizing various literature, then he has concluded that the Sudan economy has witnessed low rates of growth which have negatively affected the national product and the national income.

In the beginning of the nineties of the last century, the government implemented the Liberation Policy of the economy which has permitted the participation of private sector in the economic activities. Consequently, the financial policies has played a pioneer role in activating the economic activities.

Hence, the Sudan witnessed the foundation of Khartoum Stock Exchange(KSE) in 1994 to play a considerable role in supplying the different economic activities.

(KSE) started with a little capital (only shares), it, also, lacked specialized experience in financing, so, it started weak, but, such policies has eventually grew up detected in refreshing the local economy, fixing exchange rate, reducing loans from banking system. The certificate of governmental contribution "Shahama" has ensured a unique success in public investment because of its justice, fairness, validity and accuracy specially in repaying the funds and rewards punctually in addition to the satisfied profits for the investors. The bond system has managed to provide financial resources to assist in supplying the balance of

payment with real funds, in addition to activating the secondary market through exchanging Shahama bonds.

The certificate of Central Bank of Sudan contribution "Shmam" has reflected a great change and qualitative promotion in financial policies for managing cash market. This device has contributed in attracting the extra cash from Commercial Banks and has helped those banks in implementing the spare resources in an attractive investment base which has provided high profits.

The study of variants of the whole economy has represented a significant importance for investigating (KSE) to identify the influence of technology development, the political and social changes or any other variant and hence the effect on (KSE) related to good prices, increasing local product, and on national income.

(KSE) has managed to play a significant role in magnetizing local savings and attracting both local and foreign investments, it also has supplied various economic activities. The financial policies, also, have played a significant role in activating public corporations, and dealing with forfeiter companies, or those with no profits either by direct sale, or privatization.

The policy of economic liberation has played a considerable role in identifying appropriate economic methods contributing positively in promoting (KSE) which have motivated development rates, and have raised up the total outcome ensuring stability and economic balance.

Economy liberation policies need to be continuously revised, assessed, and evaluated, to remedy weakness, and break out successfully.



## فهرست البحث

رقم الصفحة	الموضوع	الرقم
أ	الآية	1
ب	الإهداء	2
ت	الشكر والعرفان	3
ث	مستخلص الدراسة	4
ح	ABSTRACT	5
د	فهرست الموضوعات	6
ز	فهرست الجداول	7
ش	فهرست الأشكال	8
ص	خطة البحث	9
1	<b>محاور البحث</b>	10
2	المقدمة	
3	مشكلة البحث	
4	أهداف البحث	
4	أهمية البحث	
4	فروض البحث	
5	أسئلة البحث	
5	منهجية البحث	
6	الدراسات السابقة	
9	<b>الفصل الأول: مفهوم ودواعي الأسواق المالية</b>	12
10	المبحث الأول: الأسواق المالية	
10	المطلب الأول : مفهوم السوق المالي	
12	المطلب الثاني : تعريف النظام المالي	
17	المطلب الثالث : قيام الأسواق المالية	
20	المطلب الرابع : مفهوم وأقسام الأوراق المالية	
36	المبحث الثاني: أهمية الإستثمار المالي	

37	<b>الفصل الثاني: أهداف الإستثمار المالي</b>	13
38	المبهم الأول: أهداف ومجالات الاستثمار المالي	
38	المطلب الأول: مجالات الاستثمار المالي	
41	المطلب الثاني: دور الأسواق المالية في النشاط الاقتصادي	
43	المطلب الثالث: مفهوم الكفاءة في أسواق الأوراق المالية	
45	المبهم الثاني: وظائف الأسواق المالية في النشاط الاقتصادي	
47	<b>الفصل الثالث: مراحل تطور أسواق المال</b>	14
48	المبهم الأول: مدخل تطور السياسة المالية ودورها في تحديد ملامح السوق المالي	
48	المطلب الأول: السياسة المالية لفلاسفة اليونان القدامى	
50	المطلب الثاني: الفكر المالي في العصور الوسطى	
51	المطلب الثالث: الفكر المالي في العصر التجاري	
53	المطلب الرابع: الفكر المالي عند الكلاسيك	
57	المطلب الخامس: الفكر المالي الكينزي	
60	المبهم الثاني: مدخل تطور الأسواق المالية ودورها في التنمية	
60	المطلب الأول: نشأة وتطور الأسواق المالية العالمية	
62	المطلب الثاني: نشأة الأسواق المالية العربية	
64	المطلب الثالث: دور الأسواق المالية في التنمية	
67	المبهم الثالث: مدخل تنظيم السياسة المالية لنماذج السوق المالي في السودان	
67	المطلب الأول: السياسات المالية في السودان في الفترة (1989م-1994م)	
71	المطلب الثاني: السياسات المالية في الفترة (1995م-2015م)	
77	المطلب الثالث: الخصخصة وتطور الأسواق المالية	
80	المطلب الرابع: نماذج للسياسات والإجراءات التي تعمل علي تنظيم وتطوير الأسواق المالية	
87	<b>الفصل الرابع: دراسة تطبيقية علي سوق الخرطوم للأوراق المالية</b>	15
88	المبهم الأول: سوق الخرطوم للأوراق المالية:	
88	المطلب الأول: نشأة سوق الخرطوم للأوراق المالية	
90	المطلب الثاني: أهداف سوق الخرطوم للأوراق المالية	
91	المطلب الثالث: وظائف سوق الخرطوم للأوراق المالية	
91	المطلب الرابع: قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية	
97	المطلب الخامس: هيكل سوق الخرطوم للأوراق المالية	

103	<b>المبحث الثاني: نشاطات سوق الخرطوم للأوراق المالية</b>	
103	<b>المطلب الأول : نظم التداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية</b>	
106	<b>المطلب الثاني : نشاط السوق الثانوية</b>	
141	<b>المطلب الثالث: نشاط قطاع الصناديق الاستثمارية وشهادات المشاركة الحكومية</b>	
149	<b>المطلب الرابع : شهادات المشاركة للبنك المركزي (شهم "CMC" ) وشهادات المشاركة الحكومية (شهامه "GMC" )</b>	
160	<b>المطلب الخامس : أثر نشاطات سوق الخرطوم للأوراق المالية على القطاعات الإقتصادية المختلفة في السودان للفترة (1995م-2005م)</b>	
174	<b>المبحث الثالث :- دور السياسة المالية في تطور سوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة (1995م-2005م)</b>	
183	<b>المبحث الرابع :- دراسة السلاسل الزمنية وتحليلها وتقدير النموذج وتحديد النتائج</b>	
190	<b>الفصل الخامس : مناقشة فرضيات البحث</b>	16
198	<b>الخاتمة</b>	18
201	<b>نتائج البحث</b>	19
204	<b>توصيات البحث</b>	20
206	<b>قائمة المراجع</b>	21

## فهرس الجداول

رقم الصفحة	البـيان	رقم الجدول
70	معدلات التضخم في السودان في الفترة (1989م-2015م)	جدول رقم (1)
107	عدد الشركات المساهمة والصناديق الاستثمارية المدرجة في السوق للفترة (1995م-2005م)	جدول رقم (2)
109	المصارف السودانية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية وتاريخ إدراجها	جدول رقم (3)
114	عدد الأسهم المتداولة بالقطاع المصرفي مقارنة بعدد تداول الأسهم في سوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة (1995م-2015م)	جدول رقم (4)
117	عدد العقود المنفذة بقطاع المصارف مقارنةً بعدد العقود المنفذة في سوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة 1995م-2015م	جدول رقم (5)
119	متداولة في القطاع المصرفي حسب القيمة الإسمية والسوقية للسهم للفترة (1995م-2005م).	جدول رقم (6)
121	عدد الأسهم المتداولة في قطاع التأمين مقارنة بعدد الأسهم المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة (1995م-2015م)	جدول رقم (7)
123	ترتيب قطاع التأمين حسب عدد الأسهم المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة (1995م-2005م)	جدول رقم (8)
124	عدد الأسهم المتداولة في قطاع التأمين والقيم الإسمية والسوقية للأسهم للأعوام (1995-2005م)	جدول رقم (9)
127	عدد الأسهم المتداولة في القطاعين الزراعي والصناعي مقارنةً بعدد الأسهم المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة (1995م-2015م)	جدول رقم (10)
128	ترتيب القطاعين الزراعي والصناعي حسب عدد الأسهم المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة (1995م-2005م)	جدول رقم (11)
129	عدد الأسهم المتداولة في القطاعين الزراعي والصناعي والقيم السوقية للأسهم مقارنةً بالقيم الإسمية في الفترة (1995م-2005م)	جدول رقم (12)
132	عدد الأسهم المتداولة في القطاع التجاري مقارنةً بعدد الأسهم المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة (1995م-2015م)	جدول رقم (13)
133	ترتيب القطاع التجاري حسب عدد الأسهم المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة (1995م-2005م)	جدول رقم (14)
135	عدد الأسهم المتداولة في القطاع التجاري والقيم السوقية للأسهم مقارنة بالقيم الاسمية للفترة	جدول رقم (15)

	(1995م-2005م)	
137	عدد الأسهم المتداولة في قطاع (الأخرى) مقارنةً بعدد الأسهم المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة (1995م-2015م)	جدول رقم (16)
138	ترتيب قطاع (الأخرى) حسب عدد الأسهم المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة (1995م-2005م)	جدول رقم (17)
140	عدد الأسهم المتداولة في قطاع الأخرى والقيمة السوقية مقارنةً بالقيمة الاسمية للأسهم للفترة (1995م-2005م)	جدول رقم (18)
142	نشاط صندوق الأسهم السوداني الأول للفترة (1999م-2001م)	جدول رقم (19)
143	نشاط صندوق الاستثمار في أسهم سودائل الأول للعام (2000م)	جدول رقم (20)
144	نشاط صندوق تمويل الصادرات السودانية (2000م)	جدول رقم (21)
144	نشاط صندوق النيل (2001م-2002م)	جدول رقم (22)
145	نشاط صندوق الاستثمار الدولارى (2001م-2002م)	جدول رقم (23)
146	نشاط صندوق شهادات شهامة	جدول رقم (24)
147	نشاط صندوق أسهم سودائل الثاني (2001م)	جدول رقم (25)
148	نشاط صندوق الاستثمار المشترك (2002م)	جدول رقم (26)
152	صندوق الأسهم السودانية الثاني (2002م)	جدول رقم (27)
154	نشاط شهادات المشاركة الحكومية (شهامة) ذات الإصدارات المختلفة (2001م-2005م)	جدول رقم (28)
156	التوزيع القطاعي لشهادات المشاركة الحكومية (شهامة) (2000م-2005م)	جدول رقم (29)
158	المقارنة بين شهادات شمم وشهادات شهامة	جدول رقم (30)
161	مساهمة القطاعات الإقتصادية في الناتج المحلي الإجمالي للفترة (1997م-2005م)	جدول رقم (31)
168	الإنتاج الفعلي للسلع الصناعية المهمة خلال الفترة (1995-2005م)	جدول رقم (32)
170	الإنتاج الكلي لخام البترول السوداني ونصيب الحكومة منه خلال الفترة (2000م-2005م)	جدول رقم (33)
171	التوليد الكهربائي خلال الفترة (2000م-2005م)	جدول رقم (34)
181	المرافق التي تم التصرف فيها وتوزيعها حسب القطاعات للفترة (1995م-2015م).	جدول رقم (35)
183	متوسط سعر الصرف والناتج المحلي وحجم التداول في سوق الخرطوم خلال الفترة (2000-2015م)	جدول رقم (36)
195	حجم التداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال العشر سنوات الأولى للفترة (1995م-2005م)	جدول رقم (37)

## فهرست الأشكال

رقم الصفحة	البيان	رقم الشكل
70	معدلات التضخم في السودان للفترة (1989م-2015م)	شكل رقم (1)
107	عدد شركات المساهمة العامة المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة (1995م-2005م)	شكل رقم (2)
108	عدد الصناديق الإستثمارية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة (1995م-2005م)	شكل رقم (3)
115	نسبة الأسهم المتداولة في القطاع المصرفي إلى إجمالي الأسهم المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة (1995م-2015م)	شكل رقم (4)
118	نسبة العقود المنفذة في القطاع المصرفي إلى إجمالي العقود المنفذة في سوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة (1995م-2015م)	شكل رقم (5)
122	نسبة عدد الأسهم المتداولة في قطاع التأمين إلى إجمالي عدد الأسهم المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة (1995م-2015م)	شكل رقم (6)
133	نسبة عدد الأسهم المتداولة في القطاع التجاري مقارنة إجمالي حجم التداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة (1995م-20015م)	شكل رقم (7)
139	نسبة عدد الأسهم المتداولة في قطاع (الأخرى) إلى إجمالي عدد الأسهم المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة (1995م-2015م)	شكل رقم (8)
155	معدلات نمو شهادات المشاركة الحكومية (شهادة) (2001م-2005م)	شكل رقم (9)
156	نسبة عدد الأسهم المتداولة في شهادات شهامة المالية للفترة (1995م-20015م)	شكل رقم (10)
185	حجم التداول في سوق الخرطوم (مليون جنيه) خلال الفترة (2000 - 2015م)	شكل رقم (11)

## خطة البحث

يحتوي البحث أربعة فصولٍ إضافةً إلى نتائج البحث، توصيات البحث، الخاتمة، قائمة المراجع،

والملاحق.

بدأ البحث بعددٍ من المحاور أهمها: مقدمة البحث، مشكلة البحث، أهداف البحث، أهمية البحث، فروض البحث، حدود البحث، أسئلة البحث، منهجية البحث، إضافةً إلى مجموعةٍ من الدراسات السابقة.

**الفصلين الأول؛ والثاني**، يشتملان على الإطار النظري، حيث يحتوي الفصل الأول على مبحث، تتحدث عن مفهوم ودواعي الأسواق المالية، فالمبحث الأول يتناول مفهوم السوق المالي وقيام الأسواق المالية و مفهوم وأقسام الأوراق المالية. بينما يتناول المبحث الثاني أهمية الإستثمار المالي. بينما إرتكز الفصل الثاني علي ثلاثة مباحث كان الحديث في المبحث الاول عن تطور السياسة المالية ودورها في تحديد ملامح السوق المالي وتم التطرق إلي مفاهيم المدارس الإقتصادية.

بينما تحدث المبحث الثاني عن تطور الأسواق المالية ودورها في التنمية. وتتاول المبحث الثالث مدخل تنظيم السياسة المالية لنماذج السوق المالي في السودان خلال الفترة من 1989-2005م. متطرقا لدور الخصخصة وأثرها علي أسواق المال ومن ثم أختتم المبحث بنماذج للسياسات والإجراءات التي تعمل علي تنظيم وتطوير الأسواق المالية

أما الفصل الثالث إشتمل على الدراسة التطبيقية، ويتكون من ثلاثة مباحث أيضاً تتناول بالحديث سوق الخرطوم للأوراق المالية، المبحث الأول يتحدث عن سوق الخرطوم للأوراق المالية: النشأة، الأهداف، والتطور. أما المبحث الثاني فيتحدث عن نشاطات سوق الخرطوم للأوراق المالية، بينما المبحث الثالث يتحدث عن دور السياسة المالية في تطور سوق الخرطوم للأوراق المالية.

**الفصل الرابع** يتحدث عن مناقشة فرضيات البحث،

اختتم البحث بنتائج البحث، ثم توصيات البحث. إضافةً إلى خاتمة البحث، قائمة المراجع.

# مطاور فطنة البيت



## المقدمة:

تهدف هذه الدراسة لمعرفة سياسة استثمار الأموال في تنمية الاقتصاد القومي ودعمه مع توافر مبدأ ضمان الأموال وتحقيق أكبر عائد ممكن. والاستثمار المالي هو امتلاك أصل من الأصول المالية على أمل أن يتحقق من ورائه عائد في المستقبل والاستثمار المالي قد يتحقق من خلال عدة أدوات استثمارية وتعتبر الأسهم والسندات أكثر هذه الأدوات شهرة وانتشاراً. وتحظى عملية الاستثمار من بين العديد من الفعاليات الاقتصادية بأهمية كبيرة كون الاستثمار يمثل العنصر الحيوي والفعال لتحقيق عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية، ونجد أن أي زيادة في الدخل لابد أن يذهب جزء منها لزيادة الاستثمار . ولذلك تعتبر السياسة المالية هي التي تعبر تعبيراً صادقاً عن البرنامج المالي للدولة. من هنا ندرك بأن السياسة المالية تستعمل بها الحكومة برامج نفقاتها وإيراداتها لإنتاج الآثار المرغوبة وتجنب الآثار غير المرغوبة على الدخل والإنتاج والتوظيف.

إكتسبت الأوراق المالية "بصفتها أداة مهمة في تعبئة المدخرات الوطنية وجذب الإستثمارات الخارجية" أهمية بالغة حيث تقوم بالدور الرائد في تمويل الأنشطة الإقتصادية المختلفة. ولما كانت الأوراق المالية المرآة الشفافة التي تعكس أهمية السياسات الإقتصادية خاصة السياسات المالية التي تركز بالدرجة الأولى على كيفية حصول الدولة على مواردها ومن ثم تصريف هذه الموارد.

تأتي أهمية دراسة الظروف الإقتصادية للدولة لمعرفة ما قد يؤول إليه الحال في ظل التطور التكنولوجي، أو التغيير السياسي، أو التغيير الإجتماعي، أو حدوث أي متغير آخر ربما يكون له أثر على الأسعار في سوق الأوراق المالية، وكيفية تجاوب سوق الأوراق المالية مع هذه المتغيرات.

واجهت السودان كثير من المشاكل والعقبات كان لابد من التكيف معها وذلك من خلال إصدار القوانين واللوائح التي تتكيف معها. وبالرغم من أن معظم السياسات الإقتصادية التي صدرت تتبنى في ظاهرها آليات السوق وتشجيع القطاع الخاص، إلا أن هذه السياسات إتصفت بعدم الثبات وعدم الإستمرار وقد تأثرت الأوراق المالية سلباً بعدم الإستقرار السياسي وعدم الإستقرار الإقتصادي. فقد بذلت الحكومات المتعاقبة بعض المحاولات في منتصف السبعينات من القرن الماضي للحد من تدهور الوضع الإقتصادي وذلك من خلال التدخل المباشر أو غير المباشر في عملية تحديد أسعار الصرف إلا أن هذه المحاولات جميعها باءت بالفشل بل إزداد الوضع سوءاً حيث إرتفعت مديونية السودان الخارجية وتراكمت المتأخرات مع إستمرار ضعف معدلات النمو والذي نجم إرتفاع في معدلات التضخم. وازداد الوضع

تفاقماً بعد تعرض السودان للكوارث الطبيعية "مثل السيول والفيضانات والجفاف والتصحر" في فترة الثمانينات من القرن الماضي مما نجم عنه إنهيارٌ كبيرٌ في البنية التحتية فضلاً عن الحصار الإقتصادي الذي تعرض له السودان في مطلع التسعينات من القرن الماضي.

إستمر الوضع هكذا حتى العام 1992م فقد برزت خطوات جادة لإنشاء سوق الأوراق المالية في ظل سياسة الانفتاح والتحرير الاقتصادي التي انتهجتها حكومة الإنقاذ منذ أعوامها الأوائل، والتي فتحت الأبواب واسعةً أمام القطاع الخاص ليساهم في كسر جمود الاقتصاد وتحريك الموارد واستقطاب المدخرات وذلك للإسهام في تمويل المشروعات الاقتصادية من خلال إنشاء وتطوير رأس المال. حيث ضعف وقصر أجل التمويل المصرفي، كما أن التنمية الاقتصادية التي شهدتها البلاد منذ تلك الفترة تحتاج إلي رؤوس أموالٍ ضخمةٍ وذلك يتطلب مشاركة أصحاب الأموال في ذلك. لذلك كان لا بد من قيام سوق الخرطوم للأوراق المالية بعد عامين فقط من تطبيق سياسة التحرير الإقتصادي والذي يمثل حجر الزاوية في تنفيذ السياسات الإقتصادية بصفةٍ عامة والسياسات المالية بصفةٍ خاصةٍ ومن ثم لعبت السياسات المالية دوراً كبيراً في تطوير هذه السوق حتى يتواءم مع تطور السياسات المالية.

### مشكلة البحث:

بالرغم من العلاقة المباشرة بين السياسة المالية وسوق الأوراق المالية إلا أن هنالك خلل بين هذه السياسات المالية وتطور الأسواق المالية لذلك لا بد من البحث عن السياسات المالية الملائمة التي تؤدي إلى تطور سوق الأوراق المالية بالصورة التي تتناسب وتحقق الأهداف التي من أجلها أنشئت سوق الأوراق المالية. وكذلك إيجاد الأساليب والكيفية التي تؤدي إلى تطوير سوق الأوراق المالية وما هي ضرورة وأهمية الدواعي والأهداف التي من أجلها أنشئت هذه الأسواق في إطار تناول السياسة المالية و ما زالت الدول النامية تعاني ويلات الحرب وإنهيار النظام الإقتصادي الوطني . فهل يمكن وضع نظام سوق مالي متكامل أم تحدث هنالك تشوهات في التطبيق بالمقارنة مع الإشكاليات التي تواجه سوق الخرطوم للأوراق المالية، وكيفية تفادي عقبات وظروف الدول النامية والتنبؤ بمسارها مستقبلاً .

## أهداف البحث :

بنهاية هذا البحث يجب أن يكون الباحث قادراً على الآتي:-

- 1- الوصول إلى نظامٍ ملائمٍ يحدد ملامح السياسة المالية لتطوير الأسواق المالية.
- 2- توسيع النظم المالية لتستوعب حركة السوق المالي.
- 3- إزالة العراقيل والعقبات التي تواجه الأسواق المالية خاصة تلك التي تمر بظروف الدول النامية.
- 4- وضع نموذج نظري متكامل لأبعاد دور السياسة المالية في تطور الأسواق المالية.

## أهمية البحث:

تعتبر الأسواق المالية مرآة حقيقية تعكس حقيقة الأوضاع الاقتصادية للدولة، ولذلك تعزى أهمية البحث إلى الفاقد المعرفي في أدبيات المكتبة، بالرغم من الإهتمام العالمي، والمحلي بالتساؤلات التي تثار عن ظهور ظاهرة الأسواق المالية، وعدم وصول فكرة الأسواق المالية بالصورة الواضحة لمواطن الدول النامية، أملاً ليكون هذا البحث إضافةً حقيقيةً في شرح التنسيق المالي، وأبعاده السياسية، والإقتصادية التي تطرح آفاق السوق المالي نحو غدٍ مشرقٍ، ويتلمس المواطنين بعيداً عن الدهشة، والتغريب الثقافي لمفهوم السوق المالي، دون عزله عن مضامين الحياة اليومية، فضلاً عن أهمية التطور الإقتصادي العالمي الذي صاحب التداعيات التي ظهرت في ظل العولمة.

## فروض البحث:

هنالك عدة فروض يرتكز عليها البحث، تتمثل في الآتي:-

- 1- هنالك علاقةً طرديةً بين الساسية المالية وتطور السوق المالي.
- 2- كلما كانت هنالك سياسات مالية تستوعب الأسواق المالية كلما أدى ذلك إلى وجود نظام تمويلي للتنمية.
- 3- هنالك علاقة عكسية بين تطور الأسواق المالية وتدني إنحسار التنمية.
- 4- كلما كانت الإمكانيات المادية ضعيفة، كلما كان لها أثراً سالباً على النشاط الإقتصادي.

هنالك مجموعة من التساؤلات يحتاج الباحث الإجابة عليها أهمها :-

- 1- ماهي الأسواق المالية وماهي الدواعي والأهداف التي من أجلها أنشئت تلك الأسواق.
- 2- ماهو النظام المالي وماهي وظائفه ومؤسساته وماهي المؤسسات المالية غير المصرفية.
- 3- ما هي السياسة المالية، وكيف تطورت عبر الحقب الزمنية المختلفة.
- 4- ما هو الدور الذي تلعبه السياسة المالية في حل المشاكل الإقتصادية.
- 5- ما هي السياسة المالية الملائمة التي تؤدي إلى تطوير الأسواق المالية.
- 6- ما هي الأساليب والكيفية لتطوير نظم تلك الأسواق.
- 7- ما هي ضرورة وأهمية الأسواق المالية في إطار تناول السياسة المالية.
- 8- ما هي طبيعة العلاقة بين السياسة المالية وتطور الأسواق المالية.
- 9- ما هي طبيعة السياسات الإقتصادية في السودان.
- 10- ما هو دور الأسواق المالية في التنمية الإقتصادية في السودان.
- 11- ما هي الإشكالات التي تواجه سوق الخرطوم للأوراق المالية في ظل الظروف الإقتصادية التي يواجهها السودان.
- 12- كيف يمكن التنبؤ بمستقبل سوق الخرطوم للأوراق المالية في ظل التطورات الإقتصادية العالمية.

منهجية البحث:

يتبع هذا البحث المنهج الوصفي التاريخي لتحليل ظاهرة نشأة وتطور الأسواق المالية عالمياً، وإستخدام المنهج التحليلي والإستنباطي عن الرؤية النظرية لاستنباط أصول السياسة المالية، ومن ثم تناول المنهج الإستقرائي، ومنهج دراسة الحالة لسوق الخرطوم للأوراق المالية، معتمداً على أدبيات المعرفة المتعددة من مراجع، ومنشورات، ودوريات. ووسائل معرفة أخرى للحصول على المعلومات المطلوبة، ومن ثم تحليلها للوصول إلى غايات البحث وأهدافه.

## الدراسات السابقة :

هنالك عددٌ من البحوث تم إعدادها في هذا المجال نذكر منها الآتي:

1. أسواق الأوراق المالية - دراسة التطبيقات الحديثة للنظم التمويلية والإستثمار المالي في السودان، حماد عمر حماد كلمون، جامعة النيلين.

يوضح البحث التطبيقات الحديثة للنظم التمويلية والإستثمار المالي في السودان، وذلك من خلال التعرف على أسواق الأوراق المالية، وتحديد مفهوم الأسواق المالية من أجل تقديم معلومات متكاملة يستفيد منها المستثمرون الذين يستثمرون أموالهم خلال الإكتتاب في الأوراق المالية المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية، إضافةً إلى تحليل السوق الأولية والسوق الثانوية التي تقوم بالإشراف على إصدار الأوراق المالية الخاصة بشركات المساهمة العامة، وعملية التبادل داخل قائمة التداول.

أهم نتائج الدراسة تتمثل في الأثر الإيجابي لسوق الخرطوم للأوراق المالية لمساهمته في تطوير الإستثمار في السودان، والتحويلات الإقتصادية لسياسة التحرير الإقتصادي التي أدت إلى التحويلات الإقتصادية الإيجابية بارتفاع معدلات النمو الإقتصادي، وإنخفاض معدلات التضخم، وإستقرار أسعار الصرف.

تضمنت أهم التوصيات توسيع دائرة السوق النظامية بإنشاء قاعات للتداول في مدن السودان المختلفة، وخاصة الميناء "بور تسودان" وضرورة الإهتمام بأسواق المحاصيل الزراعية، وتعميق الوعي الإدخاري والإستثمري لدى قطاعات الشعب المختلفة.

2. الأسواق المالية في ضوء المتغيرات العالمية، (دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية)، كمال الدين حسن إبراهيم، جامعة جوبا.

يوضح البحث مدى أهمية سوق الأوراق المالية وتأثيرها على الإقتصاد القومي في ظل العولمة والتغيرات العالمية والدور الفعال الذي يقوم به في تمويل التنمية الإقتصادية عبر آليات السوق المختلفة.

أهم نتائج الدراسة تتمثل في ضعف الوعي الإستثمري لدى غالبية قطاعات المجتمع السوداني في التعامل في أسواق الأوراق المالية، وذلك لعدم كفاية الأدوات الترويجية، والتسويقية لعمل السوق، سواء من جانب الدولة ممثلةً في السوق أو الجهاز التنفيذي أو من جانب شركات الوكالة التي تقوم بتنظيم وتنفيذ عمليات التبادل في السوق.

تضمنت التوصيات قصور شركات الوكالة وعدم فاعليتها في أداء دورها في الترويج للإستثمار المالي من خلال الأوراق المالية المتداولة في السوق الثانوية وتلك المطروحة للإكتتاب في السوق الأولية. كما تضمنت التوصيات أيضاً إنشاء بنك للإستثمار المالي وإدراجه في سوق الخرطوم للأوراق المالية يؤدي إلى تنشيط التعامل في السوق، وإضافة قطاع جديد للقطاعات العاملة بالسوق هو قطاع صناديق الإستثمار.

سوق الخرطوم للأوراق المالية تمر بتطورات جذرية عميقة ومتلاحقة سواء في الأدوات المالية أو في المؤسسات المالية المصرفية .

**3. الإستثمار في الأوراق المالية والتنمية الإقتصادية في السودان،(دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية)، شوقي عزمي محمود حسنين-جامعة الزعيم إسماعيل الأزهري.**

يوضح البحث الدور المهم الذي يقوم به سوق الخرطوم للأوراق المالية لتجميع المدخرات وتجميعها في بوتقة واحدة وتوظيفها لخدمة التنمية الإجتماعية والإقتصادية، وذلك من خلال الأدوات التي يعتمد عليها السوق لتحريك الجمود الإقتصادي، كما أعطت الدراسة صورة واضحة عن طبيعة نشاط السوق ومعرفة المفاهيم التي ينطلق منها، وكيفية تعامل المستثمر مع هذه السوق.

أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة تمثلت في أن سوق الخرطوم للأوراق المالية تؤثر فيه عوامل متعددة أهمها الظروف الإقتصادية التي تحيط به. كذلك يتأثر حجم التداول في السوق إيجاباً بإنشاء الصناديق الإستثمارية، وإدارة المحافظ الإستثمارية بجانب تأثيره الإيجابي بعملية الخصخصة التي تؤدي إلى تفعيل، وتنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية.

توصلت الدراسة إلى توصيات أهمها تهيئة التشريعات المنظمة لسوق الخرطوم للأوراق المالية بصورة تتسم بالوضوح والشفافية. وتعميق مفهوم الوعي الإدخاري والإستثماري لدى المواطنين فضلاً عن العمل على تطوير السوق وإدخال أحدث الطرق المستخدمة في الدول المتقدمة لبلوغ الأهداف التي من أجلها أنشئت هذه السوق.

**4. أساليب تحليل كفاءة منتجات السوق المالي.(تجربة سوق الخرطوم للأوراق المالية). مبارك أحمد حسين - جامعة أم درمان الإسلامية.**

توصل الباحث من خلال الدراسات إلى النتائج الآتية:-

أصبحت الأسواق المالية معياراً يعبر عن مدى تقدم وتطور الدول إقتصادياً، وذلك بما تقدمه من خدمات جليلة لكافة الأطراف؛ دولة، مؤسسات، أفراد.

عالجت الأسواق المالية مشكلةً كانت في الماضي أساسيةً، ألا وهي مشكلة تمويل الإستثمارات التي تحتاج إلى رؤوس أموالٍ ضخمةٍ، والتي كانت البنوك تعجز عن تقديمها، حيث نجحت الأسواق المالية في تجميع المدخرات وتحويلها لرؤوس أموالٍ كبيرةٍ.

أوصى الباحث بتوفير مجموعةٍ من الأدوات المختلفة، والمتمثلة في الأسهم والصكوك بأنواعها المختلفة يضمن للمستثمر قدراً كبيراً من التنوع حتى يحصل على أكبر عائدٍ بأقل درجةٍ من المخاطر، وبالتالي يصبح الإستثمار في الأوراق المالية مصدر جذبٍ لكل مستثمر.

كما أوصى الباحث أيضاً بضرورة تنمية الوعي الإستثماري للسودانيين المحليين، وذلك عن طريق الوسائل الإعلامية المختلفة؛ (الصحف اليومية، الإذاعة، التلفزيون، الشبكة العنكبوتية، ... الخ) وذلك حتى يساعد في تحقيق درجةٍ من الكفاءة المطلوبة. كما أوصى الباحث في متن رسالته بالإلزام الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية بتقديم بياناتٍ إضافيةٍ القوائم المالية، والتدفقات النقدية المستقبلية فضلاً عن الميزانيات السنوية حتى يساهم في تحقيق الكفاءة للسوق المالي.

## الفصل الأول

مفهوم ودواعي قيام الأسواق المالية



## المبحث الأول

### الأسواق المالية

#### المطلب الأول : مفهوم السوق المالي :-

تعتبر الأوراق المالية عصب الحياة للأسواق المالية، وذلك باعتبارها السلعة الوحيدة التي تتداول في هذه الأسواق . لذا فإن موضوع أسواق الأوراق المالية من الموضوعات التي تحظى باهتمام بالغ في الدول المتقدمة والنامية على حدٍ سواء وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات الوطنية وتنمية الوعي الإستثماري بين المواطنين كافة، وتهيئ الظروف الملائمة لتوظيف تلك المدخرات في الأوراق المالية بما يعود بالفائدة الكاملة على كل الأطراف. كما تعمل أسواق الأوراق المالية على توسيع وتعزيز الملكية الخاصة للأصول الإنتاجية في الإقتصاد الوطني. وتعمل أيضاً على نقل الملكية للأصول الرأسمالية للدولة على أوسع الفئات المحلية والأجنبية وهذا يبين أهمية البورصات في إعادة توزيع الثروات. ولذلك تعتبر الأوراق المالية عصب الحياة للأسواق المالية، وذلك باعتبارها السلعة الوحيدة التي تتداول في هذه الأسواق إن موقع سوق الأوراق المالية يظل واضحاً ضمن تركيبة أسواق المال التي تشمل أسواق النقد، وأسواق السلع والخدمات، وأسواق رأس المال حيث يتدرج مباشرة تحت سوق رأس المال.

إن سوق المال عبارة عن مجموعة العلاقات المتبادلة بين البائعين والمشتريين الذين تتفق رغباتهم في تبادل سلع أو خدمات بما يجب أن يصبحوا علي اتصال ببعضهم البعض وعلم بالكميات المتبادلة في فترة زمنية معينة<sup>(1)</sup>.

وتعرف أسواق المال بأنها مكان ثابت ومحدد تجرى فيه عمليات بيع وشراء الأوراق المالية وتحدد قيمتها وفقاً لقانون العرض والطلب ويحكم هذا التعامل لوائح وقوانين محددة يتم بموجبها إنتقال ملكية الورقة المالية من المساهم القديم إلى المساهم الجديد كما إنها تشرف على الإصدار الجديد<sup>(2)</sup>.

حسب قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية فقد تم تعريف السوق المالية بأنها "السوق التي تنظم وتتحكم في حركة الأوراق المالية من خلال إصدارها وطرحها وتداولها والتعامل بها داخل السودان كما

(1) مذكرة في الإقتصاد الجزئي، إعداد د.ياسر محمد علي، ص 10.  
(2) مذكرة عن دور سوق الخرطوم في التنمية، إعداد د.خلف الله أحمد محمد، ص 3

عرفها بأنها المكان المخصص لبيع وشراء الأوراق المالية وفقاً للأسعار التي تحددها آلية العرض والطلب".<sup>(1)</sup>

ويعرفها الباحث بأنها المكان الذي يجري فيه تداول الأوراق المالية بيعاً أو شراءً، بحيث تكون هذه السوق سبباً في تجميع المدخرات وتنميتها لدى الأفراد أو المؤسسات المختلفة وتوجيهها نحو قنوات استثمارية بما يحقق مصلحة الاقتصاد.

---

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

## المطلب الثاني : تعريف النظام المالي:

يعرف النظام المالي علي أنه علم إدارة النقود لأن كل فرد يقوم بإدارة النقود وذلك لأهمية عملية التمويل في حياة الإنسان لذلك يعتبر النظام المالي شبكة من الأسواق المالية والمؤسسات والمنشآت وشركات الأعمال والمواطنين والحكومة الذين يشتركون في هذا النظام وينفذون العمل به<sup>(1)</sup>. أي الآلية التي يعمل بواسطتها الوسطاء الماليون وبهذا فإن النظام المالي يتكون من القوانين التي تحكم العمل المالي والمؤسسات المالية ويجب أن يكون هذا النظام بسيطاً بحيث يسهل علي المدخرين حفظ مدخراتهم لحين الحاجة إليها ولتمكينهم عند الحاجة إليها وعلى أن لا تتناقص قيمة مدخراتهم علي مرّ الزمان<sup>(2)</sup>. لذلك نجد أن النظام المالي ليست لهو حدود جغرافية أو سياسية فهو يخترق العالم ويمنح القروض ويصدر الأوراق المالية ويعمل علي تسويقها ليوافق السيولة اللازمة للمشروعات والأفراد. ويوفر المنافذ للمدخرات للأفراد علي مدار الساعة يومياً.

إن الوظيفة الأساسية للنظام المالي هي تحويل الأموال من المقرضين إلي المقترضين أو من وحدات الفائض (المدخرين) إلي وحدات العجز (المستثمرين) ومعظم وحدات الفائض تتألف من الأفراد بينما تعتبر منشآت الأعمال والحكومات وحدات عجز من أغلب الأحيان<sup>(3)</sup>.

أ- وظائف النظام المالي:-

يعتبر النظام المالي أهم مكونات النظام العالمي للاقتصاد حيث يقوم النظام المالي بالوظائف التالية:-

### 1- توفير الائتمان:

يوفر النظام المالي القروض اللازمة لشراء السلع والخدمات وتمويل المشروعات والاستثمارات الرأسمالية المختلفة التي تعمل بدورها علي زيادة الإنتاجية لموارد المجتمع وتعمل علي رفع مستوى المعيشة.

(1) د.زياد رمضان، إدارة الأعمال المصرفية، عمان، 1990م، ص30.

(2) د.حسن محمد كمال، البنوك التجارية، مكتبة عين شمس، القاهرة، 1976م، ص22.

(3) د.رشاد العصار، دراسة تطبيقية في إدارة المصارف، دار الصفاء للطباعة والنشر، عمان، 1990م، ص15.

## 2- تسهيل عملية المدفوعات:

يتم تسهيل المدفوعات باستخدام العملات أو الشيكات<sup>(1)</sup> أو التحويلات أو أي وسيلة دفع أخرى. وقد تطورت وسائل الدفع المختلفة وأصبح الآن يستخدم نظام الآلات الإلكترونية كالبطاقات الممغنطة والشيكات الممغنطة كوسائل متطورة للدفع وأصبح استخدام الحاسب الآلي بديلاً للشيكات كما استخدمت الأجهزة الإلكترونية الأخرى.

## 3- خلق النقود:

يستطيع النظام المالي خلق النقود من خلال عملية منح القروض وتوفير آلية للدفع واستقبال الودائع المختلفة<sup>(2)</sup>

## 4- التوفير:

يوفر النظام المالي منافذ متعددة للادخار والتوفير حيث يستطيع المدخرون أغراض مدخراتهم (الفائض) إلى المستثمرين (الوحدات ذات العجز) والحصول على عائد مجزي على شكل فوائد أو توزيعات أرباح أو أرباح رأسمالية. فعندما يحتاج المقترضون إلى أموال إضافية يصدر النظام المالي إشارة المدخرين على شكل ارتفاع في أسعار الفوائد أو ارتفاع في نسبة الأرباح ليشجعهم على زيادة مدخراتهم. وعندما يقل الطلب على الأموال من قبل المستثمرين (المقترضين) تنخفض أسعار الفائدة وتنخفض نسبة الأرباح.

## 4- تطبيق سياسة الدولة :

يوفر النظام المالي وسيلة لتطبيق سياسة الدولة اللازمة لتحقيق أهداف المجتمع الخاص لرفع مستوى التشغيل وتخفيض معدلات التضخم وازدهار التنمية الاقتصادية<sup>(3)</sup>

## 5- وظيفة المخاطرة :

يعمل النظام المالي على توفير الوسائل التي تعمل على حماية وتأمين المشروعات وشركات الأعمال والمستهلك والحكومة من المخاطر التي قد يتعرض لها الأفراد أو الممتلكات أو الدخول... الخ.

(1) د. هشام جبر، المؤسسات المالية، منشورات جامعة القدس المفتوحة، 1998م، ص10.  
(2) الهواري، سيد: (1982م)، الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية-الاستثمار، ط: بدون، مصر: الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، ج6/ ص53.  
(3) د. هشام جبر، مرجع سابق، ص15.

## 6- توفير السيولة:

يعمل النظام المالي علي توفير الآلية التي تساعد علي جذب الأموال وذلك عن طريق القدرة علي تحويل الأوراق المالية والموجودات المالية الأخرى إلي أرصدة نقدية، وبالتالي تساعد المشروعات في عملها بالاستثمار في أوراق مالية ومن ثم تحويلها إلي أرصدة نقدية عند الحاجة إليها.

## 7- وظيفة الثروة :

يعمل النظام المالي علي آلية تساعد علي تخزين القوة الشرائية إلي حين الحاجة إليها للإنفاق في المستقبل علي السلع والخدمات المختلفة<sup>(1)</sup>.

## ب- مؤسسات النظام المالي :

يتألف النظام المالي من عدد من المؤسسات وهي :

### 1- البنوك بأنواعها المختلفة : تتألف البنوك من الآتي :

- أ. البنوك المركزية: وهي مؤسسات حكومية تعني بإدارة السياسة النقدية وتنظيم عمل النظام المصرفي من أجل تحقيق أهداف اقتصادية قومية كالتشغيل واستقرار الأسعار ونمو اقتصادي معقول<sup>(2)</sup>.
- ب. البنوك التجارية: وهي مؤسسات مالية تقدم مجموعة متنوعة واسعة من الخدمات المالية خاصة الإقراض، التوفير، المدفوعات، كما توفر لأي منشأة أعمال مجموعة واسعة من الخدمات المالية اللازمة لها.

(1) د.حسن محمد كمال، مرجع سابق، ص35.

(2) د.سيد الهواري، مرجع سابق، ص53.

III. البنوك المتخصصة: وهي نوع من المؤسسات المصرفية ينشر وجوده في البلدان النامية أكثر من غيرها ويتخصص البنك منها في تمويل نوع معين من القطاعات الاقتصادية ويقتصد نشاطه علي التعامل مع ذلك القطاع ويعتبر متخصصاً فيه وغالباً ما يطلق علي نفسه اسماً له علاقة بالقطاع الاقتصادي الذي يتخصص فيه وتقدم هذه البنوك عادة القروض المتوسطة وطويلة الأجل للقطاعات التي تتخصص فيها وبشروط سهلة من أجل الإسراع في عملية التنمية الاقتصادية<sup>(1)</sup>.

IV. البنوك الإسلامية: هي مؤسسات مالية تتقيد بأحكام الشريعة الإسلامية في تقديم الخدمات المصرفية حيث لا تتعامل بالفائدة أخذاً أو عطاءً علي الرغم من أنها تقبل الودائع وتعمل كمنظمة للمدفوعات في الاقتصاد القومي وكوسطاء ماليين وتتحمل المخاطر في المشاركة في الاستثمار في مشروعات مع عملائها<sup>(2)</sup>.

V. البنوك الشاملة: وهي البنوك التي تكون لها أنشطة متنوعة ويكون هذا النوع من البنوك في الدول المتقدمة أكثر منه في الدول النامية.

VI. البنوك متعددة الجنسيات: وهي البنوك التي تمتلكها دول أجنبية في الدول المعنية وبعضها يكون مشاركة مع الدول المعنية والبعض الآخر يكون مشاركة أجنبية ونوع ثالث يكون أجنبياً دون مشاركة.

## 2- المؤسسات المالية غير المصرفية :-

تشمل هذه المؤسسات كل المؤسسات المالية التي لا تعمل في المجال المصرفي وأهمها:

### 1. شركات التأمين :-

التأمين عبارة عن ترتيبات ماليه تسعى إلى إعادة توزيع تكاليف الخسائر غير المتوقعة وذلك بجمع أقساط من كل مشترك في النظام التأميني وإعطاء المشترك وعداً بدفع مطالبته في حالة وقوع خسائر مغطاة بالنظام ومن الجانب القانوني فإن التأمين عبارة عن عقد يتم بين طرفين يتعهد فيه طرف أن يعرض الطرف الآخر عن الخسارة التي قد تقع له مقابل قيام الطرف الآخر دفع مبلغ من المال مقدماً يسمى قسط التأمين<sup>(3)</sup>.

(1) د. هشام جبر، مرجع سابق، ص 137.  
(2) د. هشام جبر و نضال صبري، البنوك الإسلامية: أصولها الإدارية والمحاسبية، مركز التوثيق والأبحاث، نابلس، 1986م، ص 21.  
(3) د. أحمد جاد عبد الرحمن، المبادئ الأساسية للتأمين، مطبعة أمين عبد الرحمن، 1970م، ص 25.

يلعب التأمين دوراً هاماً في الاقتصاد يتمثل في الموارد المستخدمة في التأمين التي تستخدم في إنشاء مشروعات اقتصادية كبيرة رغم وجود بعض التكاليف المتعلقة في تكلفة الموارد المستخدمة في إنشاء وإدارة النظام التأميني وحالات الغش والتزوير التي تحدث في أعمال التأمين للحصول علي تعويضات عن خسائر غير مغطاة بالتأمين.

تتلخص المنافع التي يجنيها المجتمع من التأمين في الآتي :-

1. توفير الاستقرار العائلي : يحمي التأمين العائلة المؤمنة من المعاناة التي قد تتعرض لها نتيجة الخسارة غير المتوقعة في الممتلكات أو الأرواح.
2. المساعدة في إجراءات التخطيط لمنشآت الأعمال: يساعد التأمين في التخطيط المستقبلي على إطمئنان المخطط بعدم التعرض للخسارة الجسيمة إذا كان مؤمناً عليها .
3. تسهيل عمليات الاقتراض: يطمئن المقرض علي أمواله المقترضة في حالة تأمين المقترضين ضد المخاطر المختلفة ويشجع ذلك المقرضين علي منح القروض بدون تردد في حالة التأمين علي المقترضين وممتلكاتهم<sup>(1)</sup>.
4. محاربة الاحتكار في المجتمع : وجود التأمين قلل من الخسارة الناجمة عن المخاطر والكوارث التي تحدث مستقبلاً وبالتالي شجع كثير من الشركات والمؤسسات والأفراد علي الدخول في المجالات الاستثمارية المختلفة وبالتالي ساهم في محاربة احتكار المؤسسات والمنشآت الكبيرة للنشاط الاقتصادي.
5. تخفيض تكلفة رأس المال : يطالب المستثمرون الدائنون بفوائد كثيرة علي الأموال التي يقرضونها في حالة تزايد احتمال الخطر علي هذه الأموال ولكن بعد تأمين الأنشطة الاستثمارية ضد المخاطر المختلفة قل الخطر علي هذه الأموال وبالتالي تنخفض تكلفة رأس المال. تعمل شركات التأمين في حقل الوساطة المالية حيث تقدم بتجميع المدخرات من المواطنين والشركات ومنشآت الأعمال في شكل أقساط تأمين وتقوم بإعادة استثمار هذه الأموال في قطاعات الاقتصاد الوطني لأن الشركات لا تستطيع الاستفادة من المبالغ الصغيرة المدخرة لدي المواطنين لكنها تستفيد من الأموال الكثيرة التي استطاعت شركات التأمين تجميعها من المؤمنين في شكل أقساط صغيرة<sup>(2)</sup>.

(1) د. زياد عبد الرحمن، مبادئ التأمين، شركة دار الشعب للطباعة والنشر، عمان، 1983م، ص20.  
(2) د. محمود عساف، إدارة المنشآت المالية، ط2، 1975م، ص32.

## II. الضمان الاجتماعي :-

الضمان الاجتماعي هو نظام لتأمين الشيخوخة والعجز ويعتمد علي اقتطاع جزء من أموال الموظفين والعمال بغرض دفع مرتبات لهم عند التقاعد وبالتالي فهو يعتبر أحد صناديق التقاعد الحكومية ويكون هذا الضمان عبارة عن تأمين ضد الشيخوخة أو البطالة أو تعويضات للعاملين وتأمين ضد العجز المؤقت.

أول من بدأ تطبيق هذا النوع من التأمين هو المستشار الألماني "بسمارك" في نهاية القرن التاسع عشر ومن ثم أنتشر بقية الدول الأوروبية والعربية في السودان يعرف هذا الضمان بصندوق المعاشات<sup>(1)</sup>.

تعتبر أسواق الأوراق المالية أحد ثلاثة عناصر لأسواق المال المكونة من الآتي:

1/ سوق النقد الذي يقوم به الجهاز المصرفي.

2/ سوق رأس المال الذي يتكون من بنوك الاستثمار وشركات التأمين .

3/ سوق الأوراق المالية حيث يتم التعامل فيه بالأوراق المالية من صكوك الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات والبنوك أو الحكومات أو غيرها من المؤسسات والهيئات العامة وتكون قابلة للتداول

### المطلب الثالث : قيام الأسواق المالية:

تحتل الأسواق المالية مكانه مميزه في الاقتصاد الرأسمالي وتعتبر من دعائمه الأساسية وتجسيد لمبدأ هام من مبادئ الفكر الاقتصادي الغربي وهو مبدأ الحرية الاقتصادية. وتجدرالإشارة إلى أن التعامل بالصكوك المالية كان يتم في بداية الأمر على قارعة الطريق في الدول الكبرى كفرنسا وإنكلترا وأمريكا ثم استقر التعامل في أبنية خاصة والتي تسمى الآن بورصات الأوراق المالية.

لذا فإن الهدف من البرامج الاقتصادية المتعددة هو تحقيق التوازن بين العرض والطلب وتحرير الأنشطة الاقتصادية من القيود وهذا يتطلب بالضرورة تجميع القدرات المختلفة والمدخرات الموزعة لتشكيل قدرة لإنتاج مزيد من السلع والخدمات لإشباع مزيد من الحاجات.لذلك فإن الأسواق المالية هي نتاج طبيعي مصاحب لسياسات الانفتاح الاقتصادي التي شهدتها كثير من بلدان العالم وهي أكثر

(1) د.محمود عساف، مرجع سابق، ص37.



نجاحاً في الدول الرأسمالية منها في الدول النامية<sup>(1)</sup>.

بالإمكان توضيح نقاط الاختلاف بين السوق العادى وأسواق رأس المال (البورصة) من حين

السلعة، تسليم البضاعة، عقد الصفقات وحجمها<sup>(2)</sup>.

أولاً: من حيث السلع: السلع التى يتعامل بها فى السوق العادى (سلع متنوعة) بينما التى يتم التعامل بها فى أسواق رأس المال (البورصة) سلع لها شروط وصفات معينة ومن ذلك:  
1/ أن تكون السلعة قابلة للتخزين لمدة طويلة دون أن يصبىها التلف.

2/ أن تكون السلعة المتعامل بها فى أسواق رأس المال، أى موحدة فى النوع والرتبة، ويمكن معرفة مقاديرها سواء بالوزن أو بالحجم.

3/ أن تكون الأسعار عرضة للتقلبات والتغيرات وذلك من أجل إغراء المضاربين على التعامل وتحقيق أرباح من وراء تقلبات الأسعار.

ثانياً: من حيث تسليم البضاعة: يترتب عن التعامل فى السوق العادى تسليم السلعة موضوع التعامل سواء بدفع الثمن فوراً أو بعد أجل معين، بينما فى أسواق رأس المال يتم تسليم السلعة فى المستقبل.

ثالثاً: من حيث عقد الصفقات وحجمها: فى الأسواق العادية يتم عقد صفقات على سلع موجودة فعلاً، تعقد فيها صفقات قليلة ومتفرقة وهناك علاقة مباشرة بين البائع والمشتري، بينما فى أسواق رأس المال تعقد الصفقات على عينات لهذه السلع أو مواصفات تصف العمليات بكبر قيمتها وتكبر رار حوثها.

رابعاً: من حيث العلاقة بين البائع والمشتري : فى الأسواق العادية هناك علاقة مباشرة بين البائع والمشتري، بينما فى أسواق رأس المال لا يتصل البائعون والمشترون ببعضهم البعض بصورة مباشرة، وإنما يتم ذلك عن طريق وسطاء مختصين.

خامساً: من حيث المتعاملين: فى الأسواق العادية المتعاملين هم مشتريين وبائعين طبيعيين أو معنويين يدخلون السوق إما لغرض المضاربة أو الإستثمار أو لتلبية حاجاتهم الشخصية، بينما فى أسواق رأس

(1) شوقي عزمي محمود حسنين، الاستثمار فى الأوراق المالية والتنمية الاقتصادية فى السودان، رسالة ماجستير، الخرطوم، 2005م، ص17.

(2) محمد صالح الحناوى، تحليل وتقييم الأوراق المالية، كلية التجارة جامعة الإسكندرية، 2001-2002م، ص19-20.

المال المتعاملين هم في الغالب من المضاربين أى أنهم يشترون ويبيعون لغرض المضاربة على إرتفاع الأسعار أو هبوطها.

ويمكن القول بأن أسواق رأس المال هى اسواق ذات طبيعة خاصة، تتعلق بعمليات خاصة فى أماكن خاصة يباع ويشترى فيها عن طريق الوسطاء، وهى مؤسسات تهتم بوضع الترتيبات العملية والتقنية اللازمة لعمليات التداول على القيم المنقولة بقية تقديم خدمات تتمثل فى تسهيل التعاملات بين الوسطاء الأسواق المالية، وترقية التداول على الاوراق المالية فى هذه الأسواق<sup>(1)</sup>.

---

(1) نادية بنت شاعة، إمكانيات وأهداف التعاون فى مجال بورصات الأوراق المالية، دراسة حالة البورصات العربية، جامعة حسينية بن بوعلى (الشلف). 2007، ص6-7.

## المطلب الرابع : مفهوم وأقسام الأوراق المالية

البورصة عبارة عن المكان الذي تجري فيه المعاملات علي الأوراق المالية أو البضائع بواسطة أشخاص مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من العمل وهذه المعاملات تجرى في أوقات محددة أي عبارة عن اجتماع بين المتعاملين في الأوراق المالية المختلفة كما يطلق هذا التعريف علي مجموع المعاملات التي تتم أثناء هذا الاجتماع<sup>(1)</sup>.

يقصد بالأوراق المالية الأسهم أو السندات أو الصكوك التي تصدرها الشركات أو المصارف أو الدولة أو غيرها من الهيئات العامة وتمتاز بأنها صكوكاً طويلة الأجل.

### A- الأسهم:

السهم عبارة عن ورقة مالية طويلة الأجل تعطي الحق لمالكها في أن يكون شريكاً في رأس مال شركات المساهمة أو احدي شركات الأموال و امتلاكه لها يعني المساهمة بجزء من رأسمالها أي يعطي السهم شهادة تثبت حصته في هذه الملكية ويحق للمساهم حضور اجتماعات الجمعية العمومية ومناقشة المواضيع الواردة فيها والحصول علي نصيب من الربح والتصويت علي قرارات الجمعية وبيع أسهمه وله أيضاً الحق في جزء من أصول الشركة عند تصفيتها. ومن التعاريف أيضاً أن السهم عبارة عن جزء من رأسمال الشركة ويمثل حق المساهم مقدراً بالنقود لتحديد نصيب في الربح وحقه في أموال الشركة عند تصفيتها ومسئوليتها تجاه الشركة<sup>(2)</sup>. ويسمي المالك للسهم بالمساهم المستثمر. ويعرف السهم أيضاً بأنه صكٌ يمثل حصة المساهم في رأس مال الشركة<sup>(3)</sup>.

تتفق كل التعريفات السابقة بأن السهم عبارة عن صك يمثل حصة شائعة في رأس مال الشركة له قيم متساوية عند الطرح للاكتتاب غير قابل للتجزئة ويتم تداوله في البورصة ولصاحبه الحق في اقتسام الربح ومراقبة نشاط الشركة والحصول علي نصيب عند التصفية بقدر حجم مساهمته.

### ب- خصائص السهم:

ومن التعاريف السابقة يمتاز السهم بالخصائص الآتية :-

1. الأسهم عبارة عن صكوك ذات قيمة متساوية.
2. الأسهم متساوية القيمة .
3. الأسهم تمثل حصة في رأس مال الشركة.

(1) محمد عثمان حميد، أسواق المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر التمويل مشروعات الأعمال، القاهرة، 1993م، ص52.

(2) ادوارد عبيد، الشركات التجارية، مطبعة النجدي، بيروت، 1970م، ص237.

(3) د. يحيى الشاذلي، عمليات البورصة الدولية وقانون سوق الخرطوم للأوراق المالية، مطبوعات جامعة النيلين، الخرطوم، 1996م، ص3.

4. السهم غير قابل للتجزئة .

5. الأسهم قابلة للتداول.

6. السهم وسيلة لإثبات حق.

ج- أنواع الأسهم :

1- أنواع الأسهم حسب الحصة المدفوعة.

i- السهم النقدي: عبارة عن السهم الذي يكتب فيه المساهم ويدفع قيمته نقداً.

ii- السهم العيني: عبارة عن السهم الذي يكتب فيه المساهم ويدفع قيمته عيناً، عقاراً، أو أي أصل من الأصول المختلفة.

iii- حصص تأسيس: عبارة عن سهم يعطي لمن أدى عملاً ولا يحق لصاحبه التصويت في اجتماعات الجمعية العمومية.

2- أنواع الأسهم حسب الشكل :

تنقسم الأسهم علي هذا الأساس إلي ثلاثة أنواع:

i- السهم الاسمي: وهو عبارة عن السهم الذي يحمل أسم صاحبه.

ii- السهم لحامله: عبارة عن السهم الذي لا يذكر فيه اسم ولذلك فحيازته دليل ملكيته.

iii- السهم الاذني أو لأمر: عبارة عن السهم الذي يمكن نقل ملكيته عن طريق التظهير<sup>(1)</sup>.

3- أنواع الأسهم حسب الحقوق:

تنقسم الأسهم حسب الحقوق إلي قسمين رئيسيين :

i- الأسهم العادية:

يعتبر المساهمون العاديون (حملة الأسهم العادية) في الشركة هم أصحابها الحقيقيون ويتحملون مخاطر هذه الملكية، فالسهم عبارة عن حصة من الملكية في المنشأة.

يحدد النظام الداخلي للمنشأة عدد الأسهم المصرح بإصدارها وبعد بيع هذه الأسهم تصبح أسهماً مصدرية ويمكن للشركة إعادة شراء جزء من هذه الأسهم المصدرية من الجمهور وتسمى هذه الأسهم المعاد شرائها بأسهم الخزينة.

أ- ميزات الأسهم العادية: تمتاز الأسهم العادية بالآتي :

1. الأسهم العادية تمثل ملكية لشركة ولا تعتبر التزاماً واجب السداد.

(1) شوقي عزمي محمود، مرجع سابق، ص 41.

2. الأسهم العادية ليس لها تاريخ استرداد أو استحقاق ولا يجوز للجهة المصدرة لها إعادة شرائها من مساهميها إلا عند رغبتهم.
  3. لا تطالب الشركة بتسديد قيمة الأسهم العادية إلا عند التصفية وبالتالي يحق لجميع حملة الأسهم العادية المشاركة في متحصلات التصفية.
  4. الأسهم العادية قابلة للتداول في البورصة وبالتالي يمكن انتقال ملكيتها من مساهم إلي آخر كما يمكن للشركة إصدار أسهم جديدة إذا أرادت التوسع في رأس المال.
- ب- عيوب الأسهم العادية:-** يعاب علي الأسهم العادية الآتي<sup>(1)</sup>:

1. عدم ثبات تركيبة المساهمين نتيجة تداول الأسهم العادية، الأمر الذي ينعكس علي عدم ثبات إدارة الشركة وعضوية مساهميها.
  2. عند طرح أسهم جديدة للاكتتاب العامة تتحمل الشركة مصروفات الاكتتاب حيث لا يجوز خصم هذه المصروفات من علاوة الإصدار التي تضاف إلي حقوق المساهمين.
  3. عند طرح أسهم بالعملة الحرة ويتم تداولها بالعملة المحلية فإن ذلك قد يؤدي إلي حدوث خسائر نتيجة التضخم وفروقات الأسعار.
  4. في بعض الأحيان يكون عائد السهم ضعيفاً مقارنة بالاستثمارات الأخرى.
- ii. الأسهم الممتازة:-**

الأسهم الممتازة عبارة عن أسهم تزود الشركة بالتمويل اللازم وتجمع في خصائصها بين الدين والملكية. يعطي السهم الممتاز صاحبه حق الحصول علي توزيعات الأرباح قبل مالكي الأسهم العادية وله حق الأولوية في الحصول علي توزيعات الأرباح وعلي موجودات الشركة عند التصفية قبل مالكي الأسهم العادية.

إن الأسهم الممتازة عبارة عن خليط من الأسهم العادية والسندات فهي تحمل بعض صفات الأسهم العادية وبعض صفات السندات متشبه الأسهم العادية في كونها تمثل جزءاً من الملكية يحق لصاحبها الحصول علي كافة الامتيازات التي يحصل عليها المساهم العادي أما أوجه الشبه مع السندات تتمثل في أن كون الأرباح المحققة غالباً ما تكون محددة بحد أعلى وحد أدنى.

(1) شوقي عزمي محمود المرجع السابق، ص 42.

## أ- ميزات الأسهم الممتازة:-

### تمتاز الأسهم الممتازة بالميزات التالية:-

- 1- ليس لحملة الأسهم الممتازة حق التصويت إلا في الحالات التي تعاني فيها الشركة من مشاكل عويصة وهي بذلك تختلف عن الأسهم العادية وتشبه الدين.
- 2- لحملة الأسهم الممتازة عن الأسهم العادية وتشبه أولوية في أموال التصفية علي حملة الأسهم العادية.
- 3- لحملة الأسهم الممتازة الحق في توزيعات سنوية تتحقق بنسب مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم وإذا لم تتحقق أرباح في سنة مالية ما أو تحققت أرباح ولكن قررت الشركة عدم توزيعها لا يحق للمنشأة إجراء أي توزيعات لحملة الأسهم العادية ما لم يحصل حملة الأسهم الممتازة علي التوزيعات المستحقة لهم سابقاً مع أن بعض العقود قد تنص علي أن الحق في التوزيعات يكون فقط في السنة التي تحققت فيها أرباح فهي بذلك تختلف عن الدين وتشبه الأسهم العادية<sup>(1)</sup>.
- 4- تعتبر مخاطر الاستثمار في الأسهم الممتازة أقل من تلك في الأسهم العادية.
- 5- تصدر الأسهم الممتازة بقيمة اسمية وهي قيمة السهم التي تستحق عند التصفية.
- 6- يمكن أن يتم تحويلها إلي أسهم عادية حسب شروط الإصدار.
- 7- إنشاء صندوق للإطفاء: وهو صندوق يتم إنشاؤه من أجل شراء نسبة معينة من هذه الأسهم سنوياً.
- 8- شرط الاستدعاء: علي الشركة أن تدفع علاوة لحملة الأسهم الممتازة التي تستدعيها لدفع قيمتها والتخلص منها.

### تتخصر شروط إصدار الأسهم الممتازة بصفة عامة في الآتي :-

- i- إنها بصفة عامة غير مشاركة في الأرباح .
- ii- لها حق تجميع الأرباح.
- iii- لها حق الأولوية علي أرباح وموجودات الشركة.
- iv- ليس لها تاريخ استحقاق.

### ب- عيوب الأسهم الممتازة :-

#### 1. بالنسبة للشركة المصدرة :-

- i- تتحمل الشركة المصدرة لها عائداً أعلي من الفوائد التي تدفعها علي القروض.

(1) منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1995م، ص 27.

ii- لا تخصم الأرباح الموزعة علي الأسهم الممتازة من الدخل الخاضع للضريبة عكس الفوائد علي القروض التي تعتبر تكلفة وبالتالي تخصم من الدخل الخاضع للضريبة.  
2. بالنسبة للمستثمر :-

1. محدودية العائد علي الأسهم الممتازة.
2. تخضع أسعارها للتقلبات بصورة أكبر من التقلبات في أسعار الأسهم العادية.
3. لا يوجد التزام قانوني بحق المستثمر في حصوله علي توزيعات الأرباح.
4. نادراً ما تعاد الأرباح المستحقة له عن سنوات سابقة بكاملها.

#### 4- تحديد قيمة السهم :-

هنالك قيم مختلفة للأسهم لكل قيمة تعريفها ومضمونها الخاص بها:

##### أ- القيمة الاسمية:

تصدر الأسهم عادة بالقيمة الاسمية المحددة علي السهم وهي عبارة عن القيمة الأساسية للسهم والتي حددت عند تأسيس الشركة وتدون هذه القيمة في عقد التأسيس ومثبته في شهادة الأسهم الدالة علي الملكية<sup>(1)</sup>.

##### ب- القيمة الدفترية:

هي عبارة عن مجموع الموجودات مطروحاً منها مجموع المطلوبات وقيمة الأسهم الممتازة وقسمة الناتج علي عدد الأسهم<sup>(2)</sup>. أي هي عبارة قسمة حقوق المساهمين علي عدد الأسهم ويقصد بحقوق المساهمين رأس المال المدفوع والاحتياطات والأرباح غير الموزعة وترتفع هذه القيمة الدفترية إذا حققت الشركة نجاحاً ملحوظاً في أدائها وعند انخفاض القيمة الدفترية عن القيمة الاسمية تكون الشركة قد تكبدت خسائر ومن ثم تستغل رأس مالها المدفوع وأصولها في تغطية خسائرها.

##### ج- قيمة التصفية:-

يقصد بقيمة التصفية القيمة الصافية للسهم المتأتية عن تصفية كافة موجودات الشركة وبيعها تسديد ما عليها من التزامات وقسمة الباقي علي عدد الأسهم.

##### د- القيمة السوقية:

(1) شوقي عزمي محمود، مرجع سابق، ص42.

(2) هشام جبر، مرجع سابق، ص65.

هي القيمة الفعلية التي يباع بها السهم في سوق الأوراق المالية وتتأثر بمتغيرات كثيرة كموقف الشركة المالي، سمعتها، الاستقرار الإداري بجانب الربحية المتحققة، وحجم الطلب علي أسهم الشركة. تختلف القيمة السوقية للسهم عن القيمة الدفترية وعن القيمة الاسمية وقيمة التصفية حسب اختلاف العوامل المؤثرة علي هذه القيمة السوقية.

## B- السندات:

أ- **تعريف السند:** السند عبارة عن أداة اقتراض طويلة الأجل تقوم بإصدارها الحكومات أو الشركات للاقتراض بموجبها وتحديد تاريخها لاستحقاق هذه السندات كما تلتزم بدفع فوائد دورية وتلتزم برد قيمة السند كاملة عند انتهاء فترة الاستحقاق.

يعتبر حامل السند دائماً لمصدره ويقوم حامل السند بتقديم الكوبونات الملصقة مع السند (الفوائد المستحقة) عند استحقاق كل منها يحصل علي قيمة هذا الكوبون أما السندات المسجلة بأسماء أصحابها فتظهر في سجلات الشركة المصدرة لها بأسماء أصحابها وترسل قيمة الفوائد المستحقة حسب تواريخ فترة استحقاقها لأصحاب السندات.

ب- **شروط إصدار السندات:** هنالك شروط أساسية وشروط أخرى:

### 1- الشروط الأساسية:

يقصد بالشروط الأساسية الآتي :

- القيمة الاستهلاكية للسند:

عبارة عن المبلغ الذي يجب دفعه للدائن (حامل السند) عند الاستحقاق وتسمى القيمة الاسمية أو أصل الدين<sup>(1)</sup>.

- معدل الفائدة:

عبارة عن معدل الفائدة المعلنة علي السند وهي نسبة من أصل السند تدفع لحامل السند عند الاستحقاق دورياً.

- تاريخ الاستحقاق:

(1) هشام جبر، المرجع السابق، ص74.



وهو التاريخ الذي يتم فيه تسديد قيمة السند من قبل مصدر السند لحامله(الدائن).

## 2- الشروط الأخرى:

- الضامن:

تحدد الشركة أو الجهة مصدرة السند ضامناً لها ليقوم بالمحافظة علي حقوق حملة السندات ويشهد الضامن بقدرة الشركة أو الجهة مصدرة السندات علي الاقتراض ويقوم أيضاً بمراقبة وضعها المالي وتصريفاتها ويتأكد من وفائها بالتزاماتها ويتخذ الإجراءات اللازمة في حال فشل المقترض سداد القرض ويأخذ عمولة علي هذا العمل.

- نشرة الإصدار:

تمثل نشرة الإصدار العقد القانوني بين المقترضين وحملة السندات حيث تبين شروط الإصدار، تسمية الضامن، القيود المفروضة علي المقترض ويقوم المقترض بالتضامن مع ضامن لصياغة هذه الشروط والتي تهدف في مجملها إلي حماية حملة السندات من المخاطر التي قد تتعرض لها الشركة أو الجهة المقترضة (المصدرة للسندات) خلال فترة الاقتراض وهذه القيود تقيد حرية الشركة في توزيع الأرباح كما تقيد حريتها في الاقتراض الإضافي خلال فترة القرض<sup>(1)</sup>.

## ج- أنواع السندات:-

تنقسم السندات إلي عدة أنواع حسب الآتي :

### 1- أنواع السندات حسب الأجل وطريقة السداد:

أ-سندات محددة الأجل.

ب-سندات تسدد علي أقساط.

### 2- أنواع السندات حسب الضمانات:

أ-سندات مضمونة برهن بعض أصول الشركة المصدرة لها.

(1) هشام جبر، المرجع السابق، ص 75.

ب-سندات غير مضمونة تعتمد في ضمانها علي سمعة الشركة المصدرة لها.

### 3- أنواع السندات حسب الملكية:

أ-السند لحامله: وهو عبارة عن سند لحامله حيث لا يقيد عليه اسم مالكة ويمكنه التداول في السوق<sup>(1)</sup>.

ب-السند الإسمي: وهو عبارة عن سندات محددٌ عليها اسم مالكة ولا يمكن تداولها في السوق<sup>(2)</sup>.

### 4-أنواع السندات حسب الحقوق التي تعطيها:

أ- سند العلاوة: وهو عبارة عن سند يمنح علاوة للمستثمرين.

ب- سند النصيب: وهو عبارة عن سند يمنح جوائز مالية عن طريق عملية إجراء القرعة ولا تخصم هذه الجائزة من فوائد السندات.

ج- السند العادي: وهو عبارة عن سند ترد القيمة والأرباح المثبتة عند التصفية.

د- السند قابل التحول إلى سهم: وهو عبارة عن سند يتم إصداره بقرار من الجمعية العمومية وتعطي هذه السندات مالكة الحق في طلب تحويلها إلى أسهم وغالباً ما يعطى المساهمون في الشركة الحق في الإكتتاب في هذا النوع من السندات.

تنقسم أسواق المال من حيث طبيعة الأوراق المالية إلي قسمين رئيسيين :

### أ- السوق النقدي:-

#### أ- تعريف السوق النقدي:

هي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل أي تستحق في مدة سنة أو أقل، بمعنى آخر هي سوق الأوراق القصيرة الأجل ولذا سمي بالسوق النقدي ليس لأنه يتعامل بالنقود الحقيقية ولكنه لأنه يتعامل بصورة رئيسية بأدوات مالية بديلة للنقود تسمي عادة شبه النقود ووظيفة السوق النقدي الحقيقية هي تحويل النقود من المقرضين إلي المقترضين<sup>(3)</sup>.

(1) منير الهندي، مرجع سابق، ص 29-30.

(2) شوقي عزمي محمود، مرجع سابق، ص 43.

(3) مروان عوض، دراسات تطبيقية وعملية في التعامل بالعملات الأجنبية وعمليات الاستثمار، مطبعة الصفيدي، عمان، 1985م، ص 25.

تتبع الحاجة لمثل هذه السوق إلي أن التدفقات النقدية التي تدخل المشروعات أو الحكومة لا توافق مع التدفقات النقدية التي تخرج من هذه المشروعات أو الحكومة ونتيجة لذلك تحتفظ المشروعات أو الحكومة بأوراق مالية قصيرة الأجل تقوم ببيعها عند الحاجة إلي نقود لتسديد التزاماتها عندما تستحق هذه الالتزامات أي أن المشروعات أو الحكومة تقترض بموجب هذه الأوراق المالية قصيرة الأجل مقابل فائدة أو ربح تدفع لمشتريها.

### ب- خصائص السوق النقدي:

تتلخص خصائص السوق النقدي في الآتي :

1. السوق النقدي ليس له مكان معين يتم فيه تحويل النقود من المقرضين إلي المقترضين (من مشتري الأوراق المالية قصيرة الأجل إلي بائعها).
2. السوق النقدي يصنف علي أنه سوق جملة لان التعامل فيه يتم بين التجار من خلال صفقات بملايين الدولارات للصفقة الواحدة.
3. تكون العمولات علي العمليات قليلة لاعتمادها بشكل كبير علي أنظمة الاتصالات المتطورة بين الدائنين والمدينين.
4. تتمتع هذا السوق بكفاءة عالية حيث يتم إجراء عمليات التحويل بسرعة فائقة وتكاليف قليلة للعملية الواحدة.
5. تتمتع بتوفر الثقة بين المتعاملين لذلك لا يحتفظ بسجلات.

### ج- مؤسسات السوق النقدي :

كثير من المؤسسات والأفراد يعملون في السوق النقدي مثل البنوك التجارية والبنك المركزي ووزارة المالية والأفراد والمؤسسات الأخرى.

#### 1-البنوك التجارية:

تعمل البنوك التجارية في السوق النقدي للمحافظة علي درجة عالية من السيولة للحصول علي أعلي عائد ممكن . تعتبر الودائع تحت الطلب من الأدوات الرئيسية للسوق النقدي وتوفر نسبة عالية من حجم السيولة لدي البنك التجاري<sup>(1)</sup>.

(1) مروان عوض، المرجع السابق، ص42.

## 2- وزارة المالية:

تشارك وزارة المالية في عمليات السوق النقدي بطرق مختلفة حيث أنها تقوم بإصدار أدوات الخزانة والتي يقوم البنك المركزي بتسويقها فهي تخلق أداة رئيسية من أدوات السوق النقدي لدي كثير من الدول.

أما في السودان فتقوم وزارة المالية بإصدار شهادات المشاركة الحكومية "شهادة" وهي عبارة عن صكوك مالية تصدرها وزارة المالية والاقتصاد الوطني بهدف تجميع المدخرات القومية وتشجيع الاستثمار وتطوير الأسواق رأس المال المحلية وتوفير أداة إسلامية شرعية لإدارة وإنفاذ السياسات المالية<sup>(1)</sup>.

## 3- البنك المركزي:

يعمل البنك المركزي علي إدارة السياسة النقدية في البلد وإصدار النقود اللازمة للسوق النقدي كما تعمل علي توجيه الائتمان الممنوح من قبل البنوك الأخرى. أي أن البنك المركزي يعمل بشكل مباشر أو غير مباشر في السوق النقدي من خلال إدارته للسياسة النقدية في الدولة من خلال الآتي:

- أ- القيام بعمليات السوق المفتوحة : أي شراء وبيع الأوراق المالية المختلفة.
- ب- شراء وبيع العملات الأجنبية.
- ج- تسهيل منح التسهيلات الائتمانية للبنوك التجارية وذلك عن طريق سعر إعادة الخصم لدي البنك المركزي لتمكين هذه البنوك من توفير السيولة. أما في السودان فيشجع البنك المركزي علي المعاملات الإسلامية المختلفة وفقاً للصيغ الإسلامية المتعامل بها في الجهاز المصرفي.
- د- زيادة أو تخفيض نسبة الاحتياطي النقدي الواجب علي البنوك الاحتفاظ بها لدي البنك المركزي حتى يتحكم البنك المركزي في العرض النقدي.

(1) شوقي عزمي محمود، مرجع سابق، ص 213.

هـ - يقوم البنك المركزي بمراقبة وتوجيه كل البنوك التي تعمل في الجهاز المصرفي والتي تعتبر مشاركة في السوق النقدي.

4- الأفراد :

يتعامل الأفراد في السوق النقدي من خلال الودائع التي يحتفظون بها لدى البنوك ومن خلال تعاملهم في الأوراق المالية المتداولة في السوق النقدي والتي توفر لهم عائدات من استثماراتهم فيها وتعمل علي تسهيل مدفوعاتهم.

5- المؤسسات الأخرى:

تشارك المؤسسات وشركات أخرى في أعمال سوق النقد مثل شركات التأمين وصناديق التقاعد وصناديق الادخار وغيرها من الشركات والمؤسسات الأخرى عن طريق الاستثمار في أدوات السوق النقدي حيث توفر لها عائدات مجزية وبدرجة عالية من السيولة.

II- سوق رأس المال :

أ- تعريف سوق رأس المال:

سوق رأس المال هي السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية طويلة الأجل كالأسهم والسندات فهي الأسواق التي توفر مصادر الأموال اللازمة لتمويل الموجودات الثابتة.

كما تعرف أيضاً بأنها أماكن تجري فيها المعاملات في ساعات محددة من قبل ومعلن عنها من الأوراق المالية وذلك عن طريق سماسرة ومحترفين ومؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من المعاملات علي أنه يتم التعامل بصورة علنية بالنسبة للأسعار المتفق عليها علي كل نوع<sup>(1)</sup>.

ب- أنواع أسواق رأس المال : يمكن تقسيم أسواق رأس المال إلي الأنواع التالية :

الأسواق الأولية: هي عبارة عن الأسواق المالية التي تباع وتشتري فيها الأوراق المالية التي تصدر لأول مرة من خلال التعامل مع وسطاء تجار الأوراق المالية وهذا يعني أن الأوراق المالية المتداولة في هذه السوق لم تكن مملوكة من قبل لأحد أي أنها سوق الأوراق المالية الجديدة ومن أسهم وسندات<sup>(2)</sup>.

(1) محمد سويلم، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية، الشركة العربية للتوزيع والنشر، القاهرة، 1993م، ص211.

(2) هشام جبر، مرجع سابق، ص150.

## 1- الأسواق الثانوية:

توجد هذه الأسواق عندما يتم تبادل الأوراق المالية التي سبق أن تم إصدارها في السوق الأولية بين المستثمرين فقد يشتري مستثمرٌ أسهماً من أسهم شركة ما من مستثمر آخر أو قد يتبادل مستثمر مع مستثمر آخر ورقة مالية أصدرتها إحدى الشركات بورقة مالية صادرة من شركة أخرى. أي أن السوق الثانوي هي السوق التي يتم فيها عمليات شراء الأوراق المالية أو تبادلها أو بيعها مباشرة أو بالوكالة في قاعة خاصة بتداول أو تبادل الأوراق المالية. وتعرف هذه الأسواق بالأسواق النظامية. تعتبر بورصات الأوراق المالية الخاصة بالأسهم والسندات المنتشرة في المدن العديدة في العالم خير مثال للسوق الثانوي.

من المزايا التي يقدمها السوق الثانوي أنه يمنع التذبذب الحاد في أسعار الأوراق المالية ويحقق السيولة في الأوراق المالية ويعمل علي الفحص المستمر لقيمة الورقة المالية كما يزود المشاركين في السوق بالمعلومات اللازمة عن أسعار الأوراق المالية الموجودة في السوق.

## 2- السوق الثالثة:

توجد هذه السوق عندما يقوم مستثمر بشراء أوراق مالية مباشرة من مستثمر آخر دون اللجوء إلي وسيط للأوراق المالية مما يجعل من السهل تنفيذ العمليات الاستثمارية من قبل المستثمرين والأفراد والمؤسسات بواسطة أجهزة الحاسوب في أي وقت من اليوم وباستخدام هذه السوق يوفر المستثمرون العمولات التي كانوا سيدفعونها للوسطاء في سوق الأوراق المالية.

## 3- السوق الموازية :

تعرف هذه السوق أيضاً بالسوق غير النظامية وهي التي يتم فيها تداول الأوراق المالية من خلال المتعاملين خارج قاعة التداول وذلك عبر التلفون وأجهزة الحاسوب ويتم التداول عادة في هذه السوق في الأوراق المالية غير المسجلة في أسواق نظامية أي الأوراق المالية الصادرة عن شركات صغيرة لم تفِ بمتطلبات التسجيل في سوق مالية نظامية، أو لم تقم بالتسجيل فيه<sup>(1)</sup>.

تتميز هذه السوق بالآتي :-

2- عدم وجود مكان مركزي للتداول كما هو الحال في السوق النظامي.

(1) شوقي عزمي محمود، مرجع سابق، ص50.

3- يتم التداول عبر التجار في الأوراق المالية للاستفادة من فرق سعر الشراء والبيع والذي يعتبر أساس هذه السوق وليس الغرض منها اقتناء الأوراق المالية.

4- يتم التداول في هذه السوق في الأوراق المالية غير المسجلة في السوق النظامية.

5- تتم الاتصالات في هذه السوق من شبكة اتصالات أوتوماتيكية خاصة تسمى "نازداك".

### ج- المؤسسات العاملة في أسواق المال :-

يتعامل في أسواق المال كثير من المؤسسات والأفراد. حيث يشكل الأفراد المصدر الرئيسي لتزويد النظام المالي للأموال بأشكال مختلفة مثل حسابات التوفير والودائع الجارية والودائع لأجل وغيرها من الحسابات ثم يأتي دور البنوك في تجميع هذه المدخرات ثم إقراضها ثم تقوم الشركات غير المالية باقتراض أموال المدخرين لتمويل أعمالها المختلفة. وتصدر هذه الشركات أنواعاً مختلفة من الأوراق المالية للحصول على الأموال اللازمة لها، وتشمل هذه المؤسسات:

#### 1. المقترضون والمستثمرون :-

تعتبر الحكومات والشركات المقترضة الأساسي في سوق رأس المال فتلجأ إلي إصدار الأوراق المالية المختلفة وتقوم بطرحها في السوق الأولي للاكتتاب العام وذلك للحصول علي ما تحتاجه من أموال.

#### 2. بورصات الأوراق المالية :-

البورصات هي الأماكن التي يتم فيها تداول الأوراق المالية ويمكن تقسيمها حسب أنواع لأوراق المالية المتداولة إلي قسمين:

##### أ- سوق الأسهم:

هي السوق التي يتم فيها تداول الأسهم التي تمثل الأوراق المالية الخاصة بالملكية من أسهم عادية وأسهم ممتازة.

##### ب- سوق السندات:

تقوم الحكومة والشركات المقترحة بإصدار أوراق مختلفة تقوم بالاقتراض بموجبها وهي ما يعرف بالسندات وهي عبارة عن صكوك تحمل التزاماً من قبل مصدرها بتثبيت المبلغ المقترض بموجبها خلال فترة زمنية معينة إضافة إلي الفوائد الدورية المحددة بنسبة تسمى معدل الفائدة وهذا النوع من الأوراق لا يوجد في النظام الإسلامي لاشتماله علي الفائدة الربوية.

##### ج- اليوروبوند:

وهي عبارة عن السوق المالي العالمي الذي يتم فيه تداول السندات طويلة الأجل بعملة ما في بلد آخر.

### آلية التعامل في أسواق الأوراق المالية الدولية:

تصدر الأوراق المالية إما مقومة بعملات حقيقية متداولة في دولة من الدول وهذا هو الغالب إما بوحدة نقدية "حسابية" أو "مركبة" لا تتداول بالفعل وإنما تستخدم فقط كوحدة للقياس، وذلك لما لها من مزايا العملات الحقيقية لتجنب ما قد يطرأ على العملة من تقلبات قد تضر بمصلحة المتعاملين في السوق المالية ويتم التعامل بها في هذه الأسواق على وفق مؤشرات يتم على ضوءها تحديد التوجهات التي يمارسها المستثمرون والمضاربون والمحللون الماليون في الأسواق المالية<sup>(1)</sup> وهي:

1/ المؤشرات الاقتصادية: تتأثر حركة أسعار الأسهم والسندات في السوق المالية بالمؤشرات الاقتصادية التي تعكس بدورها مدى صحة التكهّنات والتوقعات في السوق، مثل حالة الإعلان عن ميزانية مالية ضخمة أو نهج استثماري طموح، والذي يعني توقع ارتفاع الأسعار بشكل عام، كما أن القيام بضخ أموال إضافية للسوق من شأنه أن ينعكس على حالة وأوضاع الأوراق المالية في البورصة في البلدان السائرة في طريق النمو وهكذا في اعتماد إحصاءات الإنتاج الصناعي أو الناتج القومي أو الدخل القابل للتصرف كمؤشرات في أسواق البورصة في الدول المتقدمة.

2/ المؤشرات النقدية والمالية: وهي من أهم المؤشرات لمعرفة اتجاهات الأسعار في السوق المالية إذ إن ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى توجه المستثمرين نحو الإيداع في المصارف، والقيام ببيع أسهمهم في السوق فيزداد المعروض منها وتنخفض أسعارها في حين تتجه الأموال نحو السوق المالية في حالة هبوط أسعار الفائدة في المصارف أو تحويلها إلى سوق السندات. كما أن زيادة عرض النقد سواء أكان في اقتصاديات الدول السائرة في طريق النمو أو المتطورة تؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم وبعكسه فأن انخفاض معدلات نمو عرض النقد سوف يعمل على انخفاض أسعار الأسهم، وعليه فأن تدخل البنوك المركزية في توسيع عرض النقد أو تقليصه ينعكس على تحول

(1) عبد الرسول عبد جاسم ، ورقة عمل عن سوق المال العالمية لمركز المستقبل للدراسات والبحوث / 1427هـ / 2006م ص6.



أسعار الفائدة نحو الارتفاع أو الانخفاض ومن ثم التأثير على اتجاهات الأسعار في السوق المالية تبعاً لذلك.

3/ حجم التداول في البورصة: إن عدد الأسهم والسندات المتداولة في السوق المالية يحدد قوة السوق وتوقعات صعوده أو هبوطه بالمستقبل إذ إن كثافة حجم التداول تعني تفاؤل المستثمرين وإقبالهم على الاستثمار في السوق وما يتبعه من ارتفاع في الأسعار نتيجة لذلك. أما إذا حققت السوق تقدماً أو عرضاً ولم يرافقه تداول كثيف، فعندها تبقى الأسعار على حالها أو تتجه نحو الانخفاض بسبب الجمود النسبي للمشاركة، وبالتالي توجه المستثمرين نحو تصفية استثماراتهم حيث تستمر الأسعار باتجاهات النزول. ومن هنا يتبين لنا بأن كثافة التداول وزيادة الأسعار هي التي تولد الطلب والتي يعقبها حصول الزيادات المتتالية بعد ذلك... فالطلب إذاً ليس وحده الذي يؤدي إلى زيادة الأسعار في الأسواق المالية... وهكذا فإن لهذه السوق خصائص تختلف عما هي عليه في الأسواق الاستثمارية وأسواق السلع الاستهلاكية وهي التي تعكس فاعلية آلية العملية الاستثمارية في تلك الأسواق، والمتمثلة بما يأتي:

أ/ الطابع الفردي لهذه الأسواق مما يجعل المستثمر يواجه أطرافاً قوية في جانب الإصدار والتسويق ممثلة بالهيئات العامة والشركات الكبرى وهي التي لها القدرة على الخوض في السوق الدولية.

ب/ إنه من الصعب على المستثمر أن يلم إماماً كافياً بالأوضاع السائدة في الأسواق بصفة عامة وكذلك بأوضاع الهيئات التي يستثمر أوراقها وكثيراً ما يعتمد المستثمر في هذا الشأن إما على بضعة معلومات عامة وإما على نصائح وإرشادات المتاجرين بالأوراق المالية. هذا إذا ما علمنا بأن غالبية المستثمرين يلتجئون إلى خدمات المتخصصين نظراً لما يفرضه هؤلاء من شروط ومن رسوم قلما ترتبط بنوعية الأداء وفعاليتها.

ج/ يحتاج حملة الأوراق المالية وخاصة حملة السندات إلى تشديد حمايتهم ليس من المخاطر في السوق العادية والناجمة عن تغير سعر الفائدة أو أسعار الصرف أو ائتمان الأوراق المالية، وإنما المخاطر الناجمة عن تخلف المدينين (وخاصة في سوق السندات) عن أداء التزاماتهم، والمتمثلة في صعوبة الحصول على العملات الأجنبية عند التسديد أو التأخر عن دفع الفوائد والأقساط، أو فرض الرقابة على الصرف أو فرض الضرائب، كالضرائب على التحويلات وغير ذلك.

## شروط قيام السوق المالية<sup>(1)</sup>:

- 1/ العلانية وبالتالي يجب نشر الأسعار اليومية للأوراق المالية للتعامل عليها فى نشرة مكتوبة.
- 2/ يتم التعامل داخل السوق من خلال الوسطاء الماليين والسماسرة الذين يمثلون حلقة الوصل بين البائع والمشتري.
- 3/ يجب أن تكون الأوراق المالية قابلة للتداول.
- 4/ يجب أن تتسم الأوراق المالية بالمرونة الكافية لسهولة إنتقال ملكية الأوراق من مشروع لآخر.
- 5/ يجب أن تتحقق فى هذه الأسواق عنصر المنافسة الحرة بين العرض والطلب لتكون أسواقاً متوازنة.
- 6/ وجود خبراء أكفاء لإدارة التداول داخل البورصة حفاظاً على أموال العملاء ولضمان إستقرار نشاط السوق.
- 7/ توافر الحرية الإقتصادية حتى تمكن السوق الأوراق المالية من القيام بدورها.
- 8/ سرعة إتمام الصفقات وعرض آراء العملاء خلال المدة بالشروط المحددة بآرائهم

(1) جمال جويدان الجمال، الأسواق المالية والنقدية، جامعة البلقاء التطبيقية 2002، ص22-29

## البحث الثاني: أهمية الاستثمار المالي

يعتبر الاستثمار في سوق الأوراق المالية من بين المجالات الاستثمارية المهمة التي تستلزم وضع الأسس الكفيلة بإنجاح العمليات الاستثمارية في هذا المجال، لذا فالإستثمار المالي هو "الحصول على حقوق ترتبط بأصول مادية أو معنوية (غير مادية) بغية الحصول على دخل عاجل أو آجل كما يتراءى للمستثمر، أو يتلاءم مع حاجته أو رغبته"<sup>(1)</sup>

وتعتبر 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 معا، ويتم إصدار الأوراق المالية من طرف المؤسسات الاقتصادية مهما كانت طبيعة نشاطها، وتأخذ الأوراق المالية عدة أشكال منها: الأسهم، السندات<sup>(2)</sup>.

تزداد أهمية الأسواق المالية في العصر الحديث من خلال زيادة الطلب على الأموال للقيام بإنشاء المشاريع الإستثمارية في المجتمع، ويمكن تلخيص أهمية الأسواق المالية في العناصر التالية<sup>(3)</sup>:

- 1/ تجميع مدخرات الأفراد لتنشيط مجالات الإستثمار العام والخاص وتنشيط الاقتصاد القومي ككل.
- 2/ إيجاد منافذ شرعية للمدخرات لنقل ممتلكاتهم لغيرهم.
- 3/ تكوين تراكم رأسمالي لأجل قصيرة أو طويلة.
- 4/ تحقيق صالح البائع والمشتري للحصول على الكمية الحقيقية للأوراق المالية.
- 5/ تعتبر سوق الأوراق المالية أحد القطاعات المهمة لرأس المال الذي يعمل على تحقيق السيولة للأموال المستثمرة في شكل أسهم وسندات، بمعنى أنها الجهاز الذي يتم عن طريقه تمويل رأس المال الممثل في تحويل الأوراق المالية إلى نقود جاهزة والعكس في سهولة ويسر.
- 6/ الإحتفاظ بالمدخرات القائمة لتوفير منافذ الإستثمار الشرعية.

(1) محمد، محمد سامي: (1966م)، مبادئ الاستثمار، ط: بدون، المطبعة السلفية، دار المعارف القاهرة. ص 17

(2) حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر، الأردن، 2001م، ص: 49.

(3) شعبان محمد إسلام البروراي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة تحليلية نقدية، دمشق- دار الفكر، 2008، ص 27.

## الفصل الثاني

### أهداف الإستثمار المالي

## المبحث الأول

### أهداف و مجالات الاستثمار المالي

#### المطلب الأول: مجالات الاستثمار المالي

تتمثل فيما يلي:

##### 1- أدوات الدين

تتمثل هذه الأدوات في السندات أو أذونات الخزنة وشهادات الإيداع ....، تعطي لحاملها الحق في الحصول على فوائد سنوية أو فائدة في نهاية المدة.

##### 2- أدوات الملكية

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

##### 3- أدوات مركبة

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

##### 4- أدوات مشتقة

1- تتمثل في عقود الخيارات والعقود المستقبلية، وعقود المبادلات.

دوافع وأهداف الاستثمار المالي:

للاستثمار المالي عدة دوافع تزيد من ميل المستثمر لهذا النوع من الاستثمارات، كما أن له عدة أهداف يسعى إلى تحقيقها كل مستثمر.

وسيتم التطرق إلى ذلك من خلال ما يلي:

1. دوافع الاستثمار المالي.

2. أهداف الاستثمار المالي.

1- دوافع الاستثمار المالي

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

توفر درجة عالية من الوعي الاستثماري لدى الأفراد والقطاعات، إن وجود مثل هذا الوعي يولد لدى المدخرين حس استثماري يجعلهم يقدرون المزايا الكثيرة المترتبة عن تشغيل مدخراتهم وتوظيفها في أصول مالية منتجة، وليس مجرد تجميدها في شكل أوراق نقدية تتناقص قيمتها الشرائية خلال الزمن بفعل القيمة الزمنية للنقود والناجئة عن التضخم، كما أن توفر مثل هذا الوعي يكسر لدى المدخرين حاجز الرهبة من المستقبل ويحثهم على قبول قدر معقول من المخاطرة، سعياً وراء الحصول على عوائد تزيد من قيمة مدخراتهم أو استثماراتهم. ولذلك يتوفر لهم مناخ اقتصادي واجتماعي وسياسي مناسب للاستثمار؛ وذلك لتوفر الحد الأدنى من الأمان الذي يشجع المدخرين (أصحاب الفائض المالي) على تقبل المخاطر المصاحبة لعملية الاستثمار ذاتها، ولعل من أبرز أوجه هذا المناخ وجود قوانين تحمي المستثمرين وتنظم المعاملات الاستثمارية، إضافة إلى ذلك فإن جو الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي والسياسي يبعث الطمأنينة في نفوس المواطنين جميعاً، وكذلك القطاعات الاقتصادية المختلفة يخلق لديهم دوافع الاستثمار مسبوقة بدوافع الادخار.

تعدد الأدوات الاستثمارية؛ والتي توفر تشكيلة متنوعة من الفرص الاستثمارية تهيئ وتضمن لكل المستثمرين إختيار المجال المناسب من حيث الفرصة والزمن والعائد والمخاطرة، وهذا لا يتحقق إلا من خلال وجود سوق مالية تتسم بالكفاءة، ومن أهم شروطها العمق، الاتساع، الدينامكية وسرعة الاستجابة للأحداث بالإضافة إلى شروط الحد الأدنى لمثل هذه الأسواق، كالمكان المناسب والتسهيلات المناسبة وقنوات الاتصال بالإضافة إلى مجموعة القوانين المنظمة للمعاملات المالية بشكل عام.

(1) حمزة محمود الزبيدي: مرجع سابق، ص 24-25

## 2- أهداف الاستثمار المالي

يعتبر الاستثمار المالي من أكفأ أنواع تشغيل الأموال، ذلك لأنه يستطيع تحقيق الأهداف التي يسعى إليها المستثمر، وهذه الأخيرة تتمثل في ما يلي<sup>(1)</sup>:

### 1-2- تأمين المستقبل

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

### 2-2- تحقيق أكبر دخل جاري

يركز المستثمر بالغ اهتمامه على الاستثمارات التي تحقق أكبر عائد حالي ممكن بغض النظر عن الاعتبارات الأخرى.

### 2-3- 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.

### 2-4- 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.

### 2-5- حماية الدخل من الضرائب

(1) حمزة محمود الزبيدي: المرجع السابق ، ص 25-27

يكون هدف المستثمر في هذه الحالة الاستفادة من خلال استثماره 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.

## 2-6- تحقيق أكبر نمو ممكن للثروة

يميل إلى تحقيق مثل هذا الهدف المضاربون، حيث يختارون الاستثمارات التي لها درجة مخاطرة عالية ويقبلون عندها ما يترتب عن اختيارهم، إما بتحقيق توقعاتهم أو تخطئتها<sup>(1)</sup>.

### **المطلب الثاني: دور الأسواق المالية في النشاط الاقتصادي**

هذا وتعمل الأسواق المالية على تحقيق موازنة فعالة ما بين قوى الطلب وقوى العرض وتتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات. وتزداد أهمية أسواق الأوراق المالية وتتلور ضرورتها في المجتمعات التي تتسم بحرية الاقتصاد والتي يعتمد الاقتصاد فيها على المبادرة والمبادأة الفردية والجماعية. وتستمد الأسواق المالية أهميتها من وجودها ومن الدور المتعدد الأوجه والجوانب الذي تقوم به، فهي أداة فعل غير محدودة في الاقتصاد القومي، تؤثر في مختلف جوانب النشاط الاقتصادي ومجالاته، وفي الوقت عينه تتأثر به، مما يحدث بالتالي آثاراً جديدة. كما تلعب أسواق الأوراق المالية دوراً بالغ الأهمية في جذب الفائض في رأس المال غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد القومي، وتحوله من مال عاطل خامل إلى رأسمال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية، وذلك من خلال عمليات الاستثمار التي يقوم بها الأفراد أو الشركات في الأسهم والسندات والصكوك التي يتم طرحها في أسواق الأوراق المالية. بالإضافة إلى ذلك تعمل أسواق الأوراق المالية على توفير الموارد الحقيقية لتمويل المشروعات من خلال طرح الأسهم أو السندات أو إعادة بيع كل من هذه الأسهم والسندات المملوكة للمشروع ومن ثم تأكيد أهمية إدارة الموارد النقدية للمشروعات. فضلاً عن ذلك توفر أسواق الأوراق المالية قنوات و مداخل سليمة أمام الأفراد ولا سيما صغار المستثمرين، كما أنها أداة رئيسية لتشجيع التنمية الاقتصادية في الدول وتحقق جملة من المنافع الاقتصادية منها منافع الحياة والتملك والانتفاع والعائد الاستثماري المناسب. كما تمثل حافزاً للشركات المدرجة أسهمها في تلك الأسواق على متابعة التغيرات الحاصلة في أسعار أسهمها ودفعها إلى

(1) حمزة محمود الزبيدي نفس المرجع سابق ، ص 24-25



تحسين أدائها وزيادة ربحيتها مما يؤدي إلى تحسن أسعار أسهم هذه الشركات. وكلما كانت أسواق الأوراق المالية فعالة كلما كانت أكثر قدرة على تحقيق رسالتها الحيوية في دعم وتوطيد الاستقرار الاقتصادي للدولة وذلك من خلال رغبته:<sup>(1)</sup>

1/ توفير الحافز والدافع الحيوي لدى جماهير المستثمرين من خلال تحقيق السعر العادل للأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية وحماية الأطراف المتبادلة .

2/ القدرة على توفير وإعادة تدوير كم مناسب من الأموال لتحقيق السيولة اللازمة للمجتمع، ودعم الاستثمارات ذات الآجال المختلفة .

3/ رفع درجة الوعي الجماهيري بأهمية التعامل في أسواق الأوراق المالية وتحويلهم إلى مستثمرين فاعلين في الاقتصاد القومي .

4/ المساعدة في زيادة مستويات الإنتاج في الاقتصاد من خلال تمويل الفرص الاستثمارية التي تؤدي إلى رفع مستويات الإنتاج وبالتالي رفع مستويات التشغيل أو التوظيف وبالتالي تحقيق مستويات أفضل للدخل سواء على المستوى الفردي أو المستوى القومي .

5/ تمويل عملية التنمية الاقتصادية وذلك بمساعدة حكومات الدول على الاقتراض من الجمهور لأغراض تمويل مشروعات التنمية والإسراع بمعدلات النمو الاقتصادي لديها .

(1) عبد الغفار حنفي، "البورصات والمؤسسات المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 57

## المطلب الثالث: مفهوم الكفاءة في أسواق الأوراق المالية

تتسم أسواق الأسهم بالكفاءة عندما تعكس القيمة الحقيقية الواقعية للأسهم ، ولما كان هدف وظائف الأسواق المالية هو تخصيص الموارد المالية للمشاريع الأكثر إنتاجية فإنه لا بد من تحقيق الكفاءة لتتمكن هذه الاسواق من تحقيق أهدافها. ويعود ذلك أسباب موضوعية تجعل أسعار الأسهم معبرة عن قيمتها الواقعية الحقيقية وهى: (1)

1/ وجود متعاملين على قدر كبير من المعرفة العلمية والعملية.

2/ معلومات متوفرة من الجميع وتكاليف الحصول عليها قليلة.

3/ صدق المعلومات وصحتها.

4/ إمكانية وصول المعلومات لكل المتعاملين لتمكينهم من معرفة سر الورقة فى نفس اللحظة.

5/ أن تتحرك الاسعار بصورة عشوائية دون السيطرة عليها من قبل المتعاملين.

وبالتالى ووفقاً لمفهوم الكفاءة ، يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم فى سوق الأوراق المالية،وعلى

وجه السرعة،لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه يكون من شأنها تغيير نظرتهم فى المنشأة

المصدرة للسهم. حيث تتجه أسعا الأسهم صعوداً وهبوطاً تبعاً لطبيعة المعلومات.

### خصائص سوق الأوراق المالية الكفو

يتميز سوق الأوراق المالية الكفو بالخصائص الآتية:

1/ عدم وجود قيود على التعامل كتكاليف المعاملات والضرائب. الأمر الذى يوفر المنافسة بكاملة

فى السوق وبالتالي عدم وجود قوة إحتكارية ممتثلة فى الشركات القابضة.

2/ كفاءة التشغيل: لا بد أن تتوفر كافة الآليات التى تتمكن من إصلاح أى خلل فى التسعير.

3/ كفاءة الأسعار: أى أن سعر الورقة المالية بناء على أساس معلوماتى وليس على أساس

الأشاعات.

4/ الأمن: أن تتوفر الحماية ضد المخاطر التى يمكن أن يتعرض لها المستثمر.

5/ العقلانية: إتصاف المستثمرين بالرشد . حيث أن المتعاملون فى السوق يهدفون إلى تحقيق

الربح. أى أنهم يسعون لتعظيم المنفعة التى يحصلون عليها من تحصيل ثرواتهم.

6/ وجود عدد كبير من المستثمرين بما يؤدي إلى عدم تأثير تصرفات بعضهم إلى أسعار

الأسهم.

(1) عبد الغفار حنفي، المرجع السابق ص64

- 7/ أن تكون المعلومات عن السوق متاحة للجميع وفي نفس الوقت وبدون تكاليف.
- 8/ للمستثمر الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريدتها من الأسهم بسهولة وبدون شروط.

## المبحث الثاني

### وظائف الأسواق المالية في النشاط الاقتصادي

لسوق الأوراق المالية وظائف أساسية وهي<sup>(1)</sup> :

1/ الوظيفة التمويلية: في إطار الوظيفة التمويلية لسوق الأوراق المالية فإنه يقوم بالآتي:

أ/ تنمية الإدخار عن طريق تشجيع الإستثمار في الأوراق، وتوجيه المدخرات إلى خدمة الإقتصاد القومي.

ب/ الحد من التضخم عن طريق النقل من الوساطة المصرفية لتمويل الإستثمارات.

ج/ المساعدة في تحويل الأموال من الفئات التي لديها فائض من إلى الفئات التي لديها عجز.

د/ المساهمة في تمويل خطط التنمية عن طريق طرح أوراق مالية حكومية في بورصة الأوراق المالية.

هـ/ تمويل عجز الموازنة العامة للدولة عبر إصدار الأوراق المالية السيادية.

و/ توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية وهو ما يصاحبه نمو وإزهار إقتصادي.

2/ وظيفة التثبيت أو التسعير: وتتضمن مايلي:

تحديد أسعار الاوراق المالية بصورة واقعية على أساس المعرفة الكافية ودرجة عالية

من العدالة.

3/ الوظيفة التوزيعية: وتتضمن الآتي:

أ/ تؤمن البورصة سوقاً مستمرة لتداول الأوراق المالية.

ب/ يشجع وجود البورصة مصارف الإستثمار على الإقدام على تغطية إصدارات أوراق

(1) شعبان محمد إسلام البروارى، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي - دراسة تحليلية نقدية - دمشق دار الفكر -2008م. ص 28- 29

مالية فى السوق الأولى.

4/ وظيفة المعرفة والشفافية: وتتضمن الآتى:

أ/ تلزم قوانين بورصات الأوراق المالية الشركات المساهمة بالإفصاح عن المعلومات المتعلقة فى أدائها وعن الأوراق المالية التى ترغب فى إصدارها.

ب/ مراقبة عمليات السوق الثانوية.

## الفصل الثالث

### مراحل تطور أسواق المال

## المبحث الأول

### مدخل تطور السياسة المالية ودورها في تحديد ملامح السوق المالي

#### المطلب الأول : السياسة المالية لفلاسفة اليونان القدامى :

إن الفكر أو السياسة المالية أقدم ظهوراً على السياسة التنفيذية حيث ارتبط وجود السياسة المالية بوجود الحاكم منذ أن خلق الله سبحانه وتعالى البشر فلم توجد قبيلة أو جماعه أو مجتمع دون وجود نظام حكم أو إدارة أو عرف تسيير به هذه الفئة أو الجماعة أو القبيلة أنشطتها المختلفة كما إن هذه الجماعات أو القبائل وجدت بدون أن توجد معها عملات أو نقود للتداول وقد ظهرت النقود ومن ثم السياسة النقدية مؤخراً أما الفكر المالي فقد بدا الاهتمام به منذ القدم مثل أعمال هيراكليس وديموكيتس وسقراط وأفلاطون وأرسطو.... الخ. وكلهم فلاسفة يونان كانت لهم مساهماتهم المالية ثم يتبعهم فلاسفة العصور الوسطى أمثال توماس الوكوينى واو رسم ثم جاءت آراء الماليين التجاريين ثم الكلاسيك وأخيراً جاء دور النظرية الكنزوية التي عالجت كثير من المشاكل التي صاحبت أزمة الكساد العظيم<sup>(1)</sup>.

#### من أشهر الأفكار المالية لفلاسفة الرومان الآتي:

##### أولاً :الفكر المالي في جمهورية أفلاطون :

تقدم جمهورية أفلاطون النظام الطيفي الهرمي حيث توجد طبقة الفلاسفة في قمة الهرم وطبقة العمال في أسفل الهرم . أوضح أفلاطون إن التخصيص وتقسيم العمل يسهل من مهمة السوق لأداء وظيفة التبادل كما اهتم بالواردات والصادرات حيث اهتم بضرورة الحصول على الواردات من السلع والخدمات من الدول أو المجتمعات المجاورة<sup>(2)</sup>.

إن الأفكار التي تبناها أفلاطون في ضرورة تقسيم العمل والتخصيص هي نفس الأفكار التي بني عليها ادم سميث وأصبحت كذلك أفكار أفلاطون وتحليلاتها ذات طابع ديناميكي ساعدت في بنا فكرة المضاعف التي تبناها الاقتصادي المشهور جون ماينارد كينز.

(1) حمدي عبد العظيم، السياسات النقدية والمالية، في الميزان ومقارنة إسلامية، مكتبة النهضة المصرية، القاهرة، 1986، ص160.

(2) Henry William Spiegel, The Growth of Economic Thought, Prentice Hall, New Jersey, 1971,p16.

إهتم إفلاطون بضرورة تفريغ الفلاسفة والجنود للمهام الموكلة إليهم ويشتركون في الاستهلاك الجماعي ولا يسمح لهم بحياسة النقود لأنها تفسدهم أخلاقياً . وبذلك تقوم طبقة العمال بالإنتاج الذي تحصل منه جماعة الفلاسفة والجنود على النصيب الأعظم بينما تحصل طبقة العمال على الأجور فقط .

نادي إفلاطون بضرورة إحتلال الدول المحاورة للحصول على ثرواتهم وخيراتها وتوفير الدخول اللازمة لطبقة الخفراء والخدم والنساء الذين لا تحقق خدماتهم عائداً متطوراً كما أنه يعتبر تراكم الثروة يؤدي إلى الترف ومن ثم يؤدي إلى البطالة والكسل والفقر لذلك رفض إقتناء الحكام للثروة أو أن تكون لهم ملكية خاصةً كما أنه يعتقد أن حدوث الفقر يمكن أن يؤدي إلى حدوث الديمقراطية حيث يفضل الناس الحرية على الثروة التي لم تتحقق لهم ويتساوى الناس جميعاً ثم يحدث صراعٌ بين فئات العاطلين من الشعب ومن ثم يظهر بطل يتولى الحكم ويخوض حرباً داخليةً ضد أعدائه داخل الدولة ويخوض حرباً خارجيةً ضد الدول المجاورة له تؤدي إلى إفقار الشعب وهكذا يرفض أفلاطون أن تؤدي الحكومة الديمقراطية إلى تحقيق التقدم والرفاهية بل لابد أن تقترن بالفقر وهذا يرجع إلى إفتراضه أن الحكام يبددون أموال الدولة في الحروب الداخلية والخارجية، بينما تقوم فئة الحكام في جمهورية أفلاطون (الفلاسفة والجنود) في الدخول في الحرب الخارجية فقط ومن ثم يحققون مزيداً من الدخول والثروات للإنفاق على الحكام ودفع أجور العمال والعاطلين من النساء والأطفال والخدم... الخ.

## ثانياً: الفكر المالي أرسطو .:

يعتبر أرسطو من تلاميذ أفلاطون وعاش في الفترة (322\_384 ق.م)<sup>(1)</sup> وكان أكثر واقعيةً من أستاذه أفلاطون في كثير من الأمور السياسية والاقتصادية والاجتماعية وله عدة كتبٍ قيمةٍ وكان يدافع عن الملكية الفردية خلاف أفلاطون ويرى أنها الضمان لتوزيع الدخل وتحقيق العدالة ويكون الفرد أفضل إنتاجاً واستهلاكاً منه في حالة جمهورية أفلاطون وقال إن للدولة يجب إن لا تدخل في حياة الأفراد بل تقوم بتوفير التعليم والتدريب لتقليل الجريمة الناتجة عن عدم إشباع بعض الحاجات ويقول أرسطو إن الفائض لبعض الأفراد يكون على حساب الآخرين لذلك لا داعي للتبادل التجاري لتحقيق هذا الفائض ويقول يجب أن يكون هنالك تناسبا بين مساهمة الأفراد في الخزينة العامة وما يحصلون عليه من إنفاقٍ عامٍ ويجب أن تكون

(1) حمدي عبد العظيم، مرجع سابق، ص166.



المساهمة في خزينة الدول بدافع الحب والتكافل ليس بالقهر والقوة ويجب على الدولة التدخل في حالة حدوث شكاوى من المواطنين لتصحيح الأسعار ويجب عليها الاحتكار لتحقيق مزيد من الموارد.

**ثالثاً : الفكر المالي إيبوقراط .:**

عاش إيبوقراط في الفترة من (336-264 ق.م) وكان أقل إسهاماً في الفكر المالي من سابقه أفلاطون وأرسطو واهتم بتقسيم الحاجات الإنسانية إلى الآتي.:

1- الحاجات الأساسية: وهي عبارة عن الحاجات الضرورية التي لا بد من إشباعها وهي التي تتفق مع الغرائز وطبائع الإنسان.

2- الحاجات الطبيعية غير الضرورية: وهي الحاجات التي لا يجب إشباعها لعدم فائدتها نسبياً لتحقيق سعادة الإنسان.

3- الحاجات غير الضرورية: هذه الحاجات يحرم إشباعها ويجب إهمالها تماماً.

لا يعترف إيبوقراط بلا نهائية الحاجات ويقول إن السعادة ذات جانبيين :

الجانب الايجابي ويتمثل في العقل السليم والجسم السليم، أما الجانب السلبي فهو عدم الشعور بالألم لذلك لا بد من إشباع الحاجات الضرورية أو الأساسية<sup>(1)</sup>.

**المطلب الثاني : الفكر المالي في العصور الوسطى :**

اختلفت الآراء حول بداية العصور الوسطى فمنهم من يقول إنها بدأت بنهاية العصور القديمة عام 256 م ومنهم من يقول إنها تبدأ بنهاية الإمبراطورية الرومانية عام 476 م ورأي آخر يقول إنها بدأت مع ظهور الإسلام .

إمتازت هذه العصور بسيطرة الكنيسة وفرض قيودها وقوانينها على الغرب مما أدى إلى ركود الحياة الاقتصادية فكانت عصور الظلام في الغرب بينما كانت عصور الازدهار والثقافة في الشرق بعد ظهور الإسلام.

شهدت هذه العصور ظهور أهم الفلاسفة الذين أصدروا بعض المؤلفات للتعليق على كتابات كل من أفلاطون وأرسطو وإيبوقراط ومن أشهر هؤلاء الفلاسفة توماس الاكوينى، وأورسم .

(1) Henry William Spiegel, Op cit ,pp32-37.

## أ- الفكر المالي عند توماس الاكوينى (122-127م)

يعتبر توماس الاكوينى من أشهر فلاسفة العصور الوسطى وأهم ملامح الفكر المالي عنده هي:-

1. أهمية الدخل الحكومي لتنظيم حياة الأفراد بما لا يتعارض مع الصالح العام وعدم التصرف المطلق في الملكية الخاصة بل يخضع لرأى الحكومة.
2. مراقبة السلطة وتحديدها لحدود عليا ودنيا للأسعار.
3. الاستفادة من فائض الإنتاج الزراعي في تمويل القطاعات غير الإيرادية الأخرى<sup>(1)</sup>.

## ب . الفكر المالي عند أورسم :

يعتبر أورسم من أهم فلاسفة العصور الوسطى النقديين وكان له دوراً في الفكر المالي يتمثل في الآتي:.

1. يتذبذب الدخل القومي بسبب تزوير النقود وتزييفها فيحصل البعض على إرباح ضخمة نتيجةً للتزوير والتزييف في العملة بينما يتعرض البعض الآخر لخسائر مادية فادحة نتيجةً لهذه العملية غير المشروعة وصعوبة تحديد الضرائب نتيجة لهذه الظاهرة .
2. لا يتم تحديد الضرائب إلا بمعرفة ممثلي الشعب كرجال الدين، النبلاء... الخ.
3. يجب أن تتصف الضرائب باليقين ، العدالة ، السهولة ، الاقتصاد... الخ.
4. عدم لجوء الحكومة إلى مصادرة الملكيات الخاصة لان الحكام يتصرفون لمصلحتهم الشخصية وقد إستند في ذلك على تصرفات النبلاء ورجال الكنيسة الذين انتقدهم بشدة في حضرة البابا عام 1363 م<sup>(2)</sup>.

## المطلب الثالث: الفكر المالي في العصر التجاري:

إمتد هذا العصر من (1600م-1667م) ويتميز بالتوسع في النشاط التجاري بين أوروبا الشرقية والغربية والشرق والغرب بصفة عامة وذلك نتيجةً لاختراع السفن وازدياد حركة الصيرفة وازدياد الحركة التجارية والتحرر التدريجي من الطابع الزراعي الذي كان مسيطراً علي فكر واقتصاد أوروبا آنذاك. إتجه الفلاسفة إلي التحليل الاقتصادي للتبادل التجاري وتداول النقود ودور الدولة فيما يتعلق بالتمويل والإشراف علي النشاط الاقتصادي وإدارته بالصورة المثلي. يعتبر كلٌ من "وليام بتي" و"توماس من" من أهم فلاسفة العصر التجاري.

(1) Georg W. Wilson, Classic of Economic Theory, Op cit, pp15-17.

(2) Henry William Spiegel, Op cit, p74.

## أ- الفكر المالي عند "توماس من (1571م-1641م) :-

يعتبر توماس من من أشهر المفكرين الإنجليز ومن أهم مؤلفاته التجارة بين إنجلترا والهند الشرقية (1621م)، كنز إنجلترا عن طريق التجارة الخارجية (1664م) وتم نشره عدة مرات عام (1755م) لأهميته.

تركزت أهم الأفكار المالية عند "توماس من" في الآتي:

1. رغم أن الضرائب تؤدي إلي اضطراب النشاط الاقتصادي إلا أن أهميتها قصوى للصالح العام إذا وضعت كافة الاعتبارات في الحسبان ويجب إنفاقها في تمويل الحروب والصالح العام، كما أن التماذي في فرضها يؤدي إلي حدوث اضطراب وخلل في النشاط الاقتصادي وارتفاعها علي السلع الضرورية يؤدي إلي ارتفاع الأجر بنفس النسبة.
2. يجب أن تكون زيادة الضرائب بالتساوي بين المواطنين منعاً لحدوث وشيوع روح العداة بين أفراد الشعب.
3. لا يتحدد دخل الحاكم بالفرق بين إيراداته ومصروفاته بل يتحدد بالفرق بين الصادرات والواردات للدولة.
4. عدالة توزيع الدخل يمنع فساد وتدهور الهيكل الاقتصادي.
5. استخدام ثروات الحكام من ذهب وخلافه في تمويل النفقات غير العادية والحروب التي وصفها توماس بأنها تستنزف الموارد.
6. تتمثل إيرادات الدولة في عائد الصادرات، الضرائب، الكنوز الثمينة، والخدمات غير المنظورة مثل خدمات النقل والرسوم المختلفة<sup>(1)</sup>.

## ب- الفكر المالي عند "وليام بيتي" :-

أصدر بيتي كتابه عن الضرائب والمساهمات (1662م) وتحتصر أفكاره في الآتي:-

- 1- يعتبر الفائض المتولد في القطاع الزراعي أهم مصادر تمويل الدولة.
- 2- تقرض ضريبة علي إيجار الأرض الزراعية في الدول المكتشفة حديثاً.
- 3- تمييز السعر الضريبي.
- 4- يتم توزيع الثروة والدخل بدون استخدام الضريبة.

(1) Henry William Spiegel, Ibid, Chapter 6 .p111.

- 5- فرض بعض الضرائب يؤدي إلي زيادة الدخل أو الثروة لأن حصيلة الضريبة تستخدم في تحسين الأرض الزراعية.
- 6- أشاد بيتي بنظام الضريبة الألماني الذي يفرض الضريبة علي الإنفاق وليس علي الدخل أو الثروة.
- 7- تخصيص ضريبة تدفع للشحاذين والعاطلين لمنع التسول والجريمة.
- 8- تحدث عن مضاعفة الإنفاق بتداول الدخل بين فئات المجتمع المختلفة عن طريق الاستهلاك.

### المطلب الرابع: الفكر المالي عند الكلاسيك:-

المدرسة الكلاسيكية إحدى المدارس الاقتصادية التي تركت آثارها علي مدي قرابة القرنين من الزمان ومن أشهر فلاسفة هذه المدرسة كل من آدم سميت، ريكاردو، ستيوارت ميل والفريد مارشال و كانت آراؤهم المالية تتعلق بالضرائب والإنفاق العام ودور الدولة في إدارة النشاط الاقتصادي وإعادة وتوزيع الدخل وفكرة مضاعف الإنفاق.

#### أ- الفكر المالي لآدم سميت :

يعتبر آدم سميت مؤسساً وأباً للاقتصاد الكلاسيكي ومن أهم مؤلفاته كتاب "بحث في طبيعة ثروات الأمم وأسبابها 1776م". أبدى سميت معارضته لقيود الدولة على الأسواق وأوضح أن وظائف الدولة تتمثل فقط في توفير الحماية والعدالة والأمن والمنافع العامة وإصدار النقود والخدمات العامة كالصحة والتعليم والمواصلات وأكد أن قوة الدولة وسلطتها تقاس بمقدرتها علي تحقيق الأرباح وأكد أن الضرائب تمتاز بخصائص هي الاقتصاد، المساواة، اليقين، الملاءمة وطالب سميت بأن تكون الضريبة علي السلع الاستهلاكية الكمالية حيث أن هذه الضريبة أكثر ملاءمةً من الضريبة المباشرة لان المستهلك لديه الحرية في إستهلاك السلعة كما أن آدم سميت يري عدم فرض ضريبة تؤدي إلي مصادرة الدخل وإنخفاضها للأسباب الآتية :-

- 1- إرتفاع تكلفة تحصيل الضريبة بسبب تزايد أعداد الموظفين والمستلزمات الأخرى يقلل من الإيرادات العامة.

2- فرض الضريبة العالية يزيد من تكاليف إنتاج المشروعات وبالتالي يقلل من الأنشطة الاقتصادية المختلفة.

3- زيادة أعباء الضريبة يؤدي إلي التهرب من الدفع مما يعرض الممولين إلي عقوبات ربما تؤدي إلي القضاء علي الأنشطة المختلفة.

4- زيارة موظفي الضرائب المتكررة للمشاريع الإنتاجية تعطل العمل الإنتاجي مما يؤثر سلباً علي الدخل.

كما حدد سميث النفقات العامة وحصرها في العدالة والأمن والدفاع والمؤسسات والمنافع العامة ولا بد من الإنفاق علي هذه الأوجه المهمة لضمان وجود الأمن والحماية والطمأنينة في نفوس الناس، ويرى أن هنالك إيرادات من رسوم القضاء تقلل من أعباء الإنفاق علي العدالة.

كما أن سميث أهتم بالإنفاق علي تعليم الشباب وتعليم الكبار وكان يحبذ أن يكون الصرف من التلاميذ أنفسهم لأن معظم التعليم كان دينياً.

#### ب- الفكر المالي لديفيد ريكاردو (1772م-1823م):-

ريكاردو مفكرٌ اقتصاديٌّ إنجليزيٌّ له عدة مؤلفاتٍ أهمها "مقترحات لتحقيق الاقتصاد والأمان للعملة" عام 1816م و"مبادئ الاقتصاد السياسي والضرائب عام 1817م" أما مؤلفه الثاني "خطة لإنشاء بنكٍ قوميٍّ" صدر بعد وفاته عام 1824م إضافة إلى العديد من المؤلفات الاقتصادية.

يعتبر ريكاردو أول من تعمق في دراسة الضرائب وبالتالي يعتبر أول من تناول دراسة المالية العامة. كما أنه لم يركز علي الإنفاق العام وذكر بأنه خصماً علي الإنفاق الخاص وذكر أيضاً أن الإنفاق علي الحروب ونفقات الدولة العادية تقلل من الدخل القومي لأنها تعتمد علي الضرائب المفروضة علي القطاع الخاص والتي تؤثر سلباً علي إنتاجه كما أنه لم يحبذ الضرائب المباشرة خاصة الضرائب علي ريع الأراضي لصعوبة نقل عبئها بسبب ثبات الأسعار علي المنتجات الزراعية وذكر أن فرض أي ضريبة يمتد إلي رأس المال والدخل حيث أن فرض هذه الضريبة يقلل من الإستثمار<sup>(1)</sup>. مما قد يقود إلي بيع الملاك لأراضيهم والبحث عن مجالات أخرى

(1) حمدي عبد العظيم، مرجع سابق، ص183.

لتوظيف أموالهم وأشار أيضاً إلي أن مصالح الملاك تتعارض مع مصالح العمال حيث أن الدخل المتحقق من الإنتاج الكلي بعد دفع الأجر يعود علي أصحاب الأرض أنفسهم ويعود علي الدولة من خلال الضرائب وهذا يوضح أن ريكاردو يهتم بإعادة توزيع الدخل من خلال المدفوعات التحويلية أو الضرائب السالبة علي الدخل التي تستقطع من أصحاب الدخل أو الملاك الزراعيين ويستفيد منها سائر فئات المجتمع.

### ج- الفكر المالي لـ"إستيوارت ميل" (1806م-1873م):-

يعتبر ميل من كبار الفلاسفة الاقتصاديين الكلاسيك وله مؤلفات أهمها "مبادئ الاقتصاد السياسي عام 1848م". "ومبدأ المنفعة عام 1863م".

ركز ميل في مؤلفاته علي دور الدولة ونفوذها في المجتمع حيث ذكر ميل أن الإنسان قادر علي المحافظة علي مصالحه وتنظيم شئونه لذلك يجب علي الدولة عدم التدخل في شئونه إلا من خلال إصدار القوانين والتشريعات التي تحمي ممتلكاتهم وتنظم توزيع الثروات الطبيعية علي الأفراد عليه يري "ميل" أن الحكومة تتولي إصدار النقود وتوفير الخدمات العامة من طرق ومرور وخلافها إضافةً إلي القضاء والأمن والدفاع وذكر أن توزيع الثروة بين الأفراد بواسطة القوانين والعرف والعادات التي يقرها الأفراد أنفسهم أما قواعد التوزيع فتعتمد علي آراء وأفكار الفئة الحاكمة والتي تقوم بوضع هذه القواعد واتفق "ميل" مع الاشتراكيين في تخلص الأفراد من أرباب العمل الذين يفرضون ضريبةً علي مستخدمي أموالهم فضلاً عن إستخدام رأس المال لمصلحتهم بالكامل ويعتقد بعدم ضرورة الضرائب في ظل النظاميين الرأسمالي والاشتراكي وأن التوزيع يجب أن يتم بواسطة القوانين والتشريعات الحكومية.

### د- الفكر المالي لـ"الفريد مارشال" (1842-1924م):-

يعتبر مارشال مفكراً اقتصادياً من أواخر رواد الاقتصاد الكلاسيكي وكان رئيساً لشعبة الاقتصاد السياسي بجامعة كمبردج عام 1885م ومن أشهر مؤلفاته "مبادئ الاقتصاد" عام 1890م

والذي تم نشره ثمان مرات آخرها عام 1920م وأصبح مرجعاً لتدريس علم الاقتصاد في مختلف جامعات أوروبا وأمريكا لسنوات عديدة. ومن أهم مساهماته الاقتصادية :

- 1- يجب توجيه الإنفاق العام بما يتفق مع مصالح الطبقة العاملة ورفع مستوى المعيشة لهم من خلال الإنفاق علي التدريب والتعليم والصحة وإعانة الفقراء.
  - 2- يتناسب الإنفاق طردياً مع عدد السكان لذلك لابد من الاهتمام بالإحصاء السكاني.
  - 3- علي الدولة أن تحدد الحد الأدنى للأجور ومنع تشغيل النساء وإعانة أصحاب الدخل الدنيا كما أن التراكم الرأسمالي الذي تم بعهدده كان بفضل المضاربات وليس الاستثمار وبالتالي فقد تكونت علي حساب مصلحة المجتمع لذلك يجب علي الدولة متابعة ومراقبة الأنشطة المضاربية المختلفة.
  - 4- أهمية الضرائب في إعادة توزيع الدخل وبالتالي العمل علي القضاء علي الفقر.
  - 5- علي الدولة أن تعمل علي تراكم الثروة لإنفاقها في المستقبل لصالح الطبقة العاملة دون التحكم في الموارد والثروات الطبيعية وأنه لم يحبز وجود فائض كبير في ميزانية الدولة خوفاً من حدوث مشاكل يصعب علاجها لذلك لم يحبز الفريد مارشال ملكية الدولة لوسائل الإنتاج.
  - 6- اختلاف مارشال مع الاشتراكيين في رفضه للتوزيع المتساوي للدخل لعدم تحسين أحوال كثير من الأفراد وهذا لا يعني عدم تدخل الدولة لإزالة بعض الفوارق الطبقيّة في توزيع الدخل ولكن يجب أن لا يتعارض ذلك مع دوافع الحرية وقوة الشخصية الفردية ولا يتعارض مع الرفاهية الاقتصادية.
- لم تتصف تحاليل الاقتصاديين الكلاسيكي بالعمق المالي الذي يرقى إلي مرتبة المالية العامة بإستثناء تحليل ريكاردو للضرائب كما أن آراءهم اتفقت مع عدم تجاوز الدولة لموقف الحياد في ما يتعلق بالتدخل في إدارة وملكية النشاط الاقتصادي رغم أن آراءهم لم تستبعد تدخل الدولة ولكن بشكل غير مباشر لتقليل الفوارق الطبقيّة ورفع مستوى المعيشة للطبقة العاملة في المجتمع.

## المطلب الخامس :الفكر المالي الكينزي:

في هذه الدراسة نتطرق إلي دراسة الفكر المالي لكل من الاقتصادي المشهور "جون ماينارد كنز" وزميله الاقتصادي " جون هيكس" الذين وضعوا اللبنة الأولى للفكر المالي الذي قام علي أساس البناء الحالي للفكر المالي الحديث.

### أ- الفكر المالي لـ(جون ماينارد كنز):

تعتبر الثورة الكنزية بدايةً لمرحلةٍ جديدةٍ ومتطورةٍ في تاريخ الفكر الاقتصادي بصفةٍ عامةٍ ونهايةً للفكر الاقتصادي التقليدي أو الكلاسيكي .

في عام 1936م وضع كنز مؤلفه الشهير " النظرية العامة للنقود والعمالة والفائدة" والذي يعتبر ثورةً علي الاقتصاد التقليدي، وعلاجاً للمشاكل الاقتصادية الخطيرة في ذلك الوقت، وأهمها أزمة الكساد العظيم 1929م التي أفرزت مشاكل عديدةً مثل البطالة التي سادت أوروبا والعالم خلال فترة الثلاثينات من القرن الماضي، ساعدت النظرية الكنزية، التي شملها مؤلفه، في حل كثيرٍ من المشاكل المستعصية وجاءت نتائج تطبيق هذه النظريات موافقةً لكثيرٍ مما إحتوته النظرية وساعدت علي الخروج من أزمة الكساد العظيم.

تعتمد النظرية الكنزية في تحليلها الإقتصادي على أن مستوى التشغيل في الإقتصاد القومي يعتمد على مستوى الطلب الفعال، وإن الإقتصاد القومي قد يتوازن عند أعلى مستوى أو أقل مستوى من مستوى التشغيل التام<sup>(1)</sup>.

إشتمل مؤلف كنز علي كثيرٍ من العوامل التي تساعد في علاج الأزمات الاقتصادية آنذاك، أهمها :-

#### 1- الطلب الفعال :

الطلب الفعال هو قيمة الطلب المتحقق عند توازن السوق. أي قيمة الطلب الكلي الذي يتساوي مع العرض الكلي<sup>(2)</sup>. ولبلوغ التشغيل الكامل لا بد من التأثير على الطلب الفعال<sup>(3)</sup>.

(1) لبيب شقير تاريخ الفكر الإقتصادي، دار النهضة المصرية، بدون تاريخ، ص 337

(2) حمدي عبد العظيم، المرجع السابق، ص190.

(3) أحمد مجنوب أحمد، السياسة المالية في الإسلام:دراسة مقابلة مع الإقتصاد الرأسمالي، هيئة الأعمال الفكرية، الطبعة الثانية، 2003 م، ص 74



ويقول كنز أنه في حالة زيادة الطلب الكلي علي العرض الكلي يكون هنالك حافزاً للمنتجين لزيادة مستوي التوظيف للعمالة إلي مستوي أكبر مما كان عليه كما يمكنهم زيادة التكلفة للحصول علي عناصر الإنتاج الكافية لتحقيق التوازن وبالتالي يمكنهم الحصول علي أرباحٍ وأُشارٍ كنز إلي أن الطلب الفعال لا يعبر فقط علي التوازن مع العرض بل يعبر أيضاً عن تساوي قيمٍ آخر ويرى كنز أن زيادة التوظف تؤدي إلي زيادة الدخل القومي الكلي الحقيقي، الذي يؤدي إلي زيادة الاستهلاك بنسبةٍ تساوي الميل الحدي للاستهلاك، لذلك فإن مستوي التوظف يعتمد علي حجم الاستثمارات والتي تعتمد، بدورها، علي العلاقة بين الكفاءة الحدية لرأس المال "العائد علي استخدام رأس المال " وسعر الفائدة "تكلفة استخدام رأس المال"، عليه فإن كنز يعتقد أن توازن مستوي التشغيل يعتمد علي كلٍ من الميل الحدي للاستهلاك ومستوي الاستثمارات الجديدة حيث يتساوي، عند هذه الحالة فقط، ثمن العرض الكلي من الناتج المحلي، مع ثمن الطلب الكلي، وهذا المستوي يكون أقل من أو مساوياً أو أعلى من مستوي التشغيل الكامل ويرى كنز أنه ليس بالضرورة أن يتساوي التوازن مع مستوي التشغيل الكامل، لأن حدوث الطلب الفعال، لا يتم إلا عندما توجد علاقة خاصة بين الميل الحدي للاستهلاك والرغبة في الاستثمار.

**يرى كنز أن التوظف في حالة التوازن يتم وفق التالي :-**

أ- دالة العرض الكلي.

ب- حجم الاستثمار.

ج- الميل الحدي للاستهلاك.

إن الميل الحدي للاستهلاك ومعدل نمو الاستثمارات يحددان حجم التوظف في المجتمع عند مستوي معينٍ من الأجور الحقيقية فإذا أدي الميل الحدي للاستهلاك ومعدل نمو الاستثمارات الجديدة إلي عدم فعالية الطلب الكلي فإن مستوي التوظيف يعجز عن إستيعاب العروض في العمل عند مستوي الأجر الحقيقي وبالتالي فإن عدم كفاية الطلب تعوق الإنتاج.

**2- المضاعف :-**

المضاعف يقصد به عدد المرات التي تتضاعف بها الزيادة في الاستثمار لغرض زيادة الدخل القومي، يوضح المضاعف العلاقة بين الدخل والاستثمار في ظل الميل الحدي للاستهلاك أي أنه

عبارة عن علاقة بين إجمالي التوظيف والدخل ومعدل الاستثمارات في وجود ظل وجود ميلٍ حديّ معين للاستهلاك ويرى كنز أن الزيادة الصافية في الاستثمار تؤدي إلي زيادة في التوظيف في الاستثمارات الصناعية ومن ثم زيادات صافية في إجمالي التوظيف.

أوضح كنز أن زيادة التوظيف تؤدي إلي زيادة الأعمال ومن ثم زيادة الطلب علي الاستثمار التي تتعكس في رفع سعر الفائدة وبالتالي انخفاض الاستثمار لذلك يجب علي السلطات النقدية أن تتخذ الإجراءات التحوطية كما أن زيادة تكلفة السلع الرأسمالية تؤدي إلي خفض الكفاية الحدية لرأس المال (الكفاية الحدية للاستثمار) مما يتطلب خفضاً لسعر الفائدة ويرى كنز أيضاً أنه في حالة الاقتصاد المفتوح فإن المضاعف يؤدي إلي زيادة معدلات التوظيف في الدول الأجنبية طالما أن جزءاً من الاستهلاك يتم إشباعه من الإستيراد من تلك الدول إذا كان الناتج المحلي غير كافٍ لذلك فإن زيادة التوظيف وزيادة الدخل تؤدي إلي انخفاض الميل الحدي للاستهلاك وذلك للعلاقة العكسية بين الميل الحدي والدخل، وبالتالي ينخفض المضاعف للعلاقة الطردية بين المضاعف والميل الحدي للاستهلاك كما أشار كنز إلي أن زيادة التوظيف ربما تحدث رغم إنخفاض الميل الحدي للاستهلاك نتيجة بعض الدوافع النفسية خاصة في أعقاب الحروب حيث تكون زيادة التوظيف في القطاعات التي تنتج سلعاً غير استهلاكية علي حساب السلع الاستهلاكية.

رغم أن كنز اعتبر أن المضاعف دالة للدوافع النفسية للأفراد إلا أنه لم يهمل دور المضاعف كدالةٍ لأحوال الإنتاج المادية في القطاعات الاستثمارية والاستهلاكية علي الترتيب.

كما أوضح كنز أنه في حالات بلوغ التوظيف الكامل فإن أي زيادةٍ في الاستثمار ستؤدي حتماً إلي زيادةٍ في قيمة النقود وربما أدي ذلك إلي إحداث زيادةٍ في سعر الفائدة وبالتالي الحد من الاستثمار فلذلك لابد في اتخاذ إجراءات احتياطيةٍ ولاستخدام المضاعف والخروج من البطالة الإجبارية لابد من اللجوء إلي القروض الاستثمارية العامة لتمويل الإنفاق العام وذلك لإحداث توازنٍ في المجتمع.

## المبحث الثاني

### مدخل تطور الأسواق المالية ودورها في التنمية

#### المطلب الأول : نشأة وتطور الأسواق المالية العالمية:-

يرجع تاريخ نشأة الأسواق إلي القرن الخامس قبل الميلاد حيث يعود الفضل في نشأة الأسواق إلي اليونانيين حيث أنشوا متجراً للمقايضة في أثينا في القرن الخامس قبل الميلاد ويرجح البعض أن الأسواق ظهرت بظهور الإنسان بدءاً بالمقايضة للإنتاج الفائض<sup>(1)</sup> بما هم في حاجة إليه. كما أن الأسواق ظهرت في منطقة الجزيرة العربية قبل ظهور الإسلام وهو ما كان يعرف برحلة الشتاء إلي اليمن ورحلة الصيف إلي الشام وكان مركز التجارة هو مكة لخدمة الكعبة التي كانوا يفخرون بها وكانت أيضاً هنالك أسواق عكاظ و دومة الجندل في العصر الجاهلي والتي إمتدت آثارها عبر العصور إلي المدن الإسلامية المختلفة مستفيدةً من طرق التجارة المشهورة مثل البحر الأحمر والخليج الفارسي والبحر الأبيض التي كان لها عظيم الأثر في ربط الجزيرة العربية بالمنطقة الأخرى كأفريقيا وأوروبا وبقية دول آسيا.

يرجع تاريخ نشأة أسواق رأس المال إلي القرون الوسطي حيث إنتشرت الأسواق السلعية في معظم دول أوروبا خاصةً في المدن الواقعة علي ضفاف الأنهار الصالحة للملاحة وعلي طرق المواصلات البرية وكانت هذه الأسواق في البداية موسمية الانعقاد إلا أنها أصبحت دائمة الانعقاد وتطورت في القرن السادس عشر إلي ما يعرف بالبورصات<sup>(2)</sup>.

يعتبر الملوك البريطانيون أول من أدخل مفهوم الإقتراض من الأغنياء وكبار المدخرين وتجار الذهب وذلك بغرض تمويل مصروفاتهم المختلفة. تطور مفهوم الاقتراض التقليدي إلي الاقتراض عن طريق السندات التي كانت تصدر لغرض سد العجز المالي للحكومة<sup>(3)</sup>.

تطورت الأسواق المالية منذ القرن الخامس عشر وتأثرت بالثورة الصناعية في أوروبا حيث تطور الفكر الرأسمالي وبالتالي تطور الإنتاج وأدخلت الآلة في العملية الإنتاجية وأصبحت الصناعات الضخمة تحتاج

(1) مقل جميعس، الأسواق والبورصات، مدينة النصر للطباعة، الإسكندرية، ص 6.

(2) سليمان المنزلي، سوق رأسمال- خصائصه ودوره في التنمية، 1990م، ص 9.

(3) سوق مسقط للأوراق المالية، نشرات دورية، 1995م.

إلى التمويل الذي يفوق مقدرة المستثمرين المالية حيث أصبحت الحاجة ملحةً إلى إنشاء شركات التمويل التي تقوم باستقطاب مساهمات عددٍ كبيرٍ من أصحاب الأموال الفائضة لذلك ارتبطت نشأت أسواق رأس المال بالتطور الصناعي في أوروبا فظهرت السندات بمختلف أنواعها.

إن تطور أسواق المال في الدول الرأسمالية في القرون الوسطى تطلب ضرورة وضع التشريعات القانونية لحماية المستثمرين في المجالات كافة وفي أسواق المال بصورة خاصة. كما أدى هذا التطور إلى ظهور البورصات في مطلع القرن السادس عشر في مدن برديج وأنفيز وليون وأمستردام ولندن وغيرها من المدن الأوروبية المختلفة.

أ- بورصة لندن :-

ظهر التعامل في الأوراق المالية في لندن عام (1600م)، وأنشئت بورصة لندن عام (1773م) وكان عدد الأسهم آنذاك أكثر من (6000) سهم يعادل حوالي 50% من إجمالي الأوراق المالية المسجلة في بورصات أوروبا وتوجد فروع لهذه البورصة في مدن بريطانيا المختلفة<sup>(1)</sup>.

ب- بورصة باريس :-

يرجع تاريخ تعامل الأسواق في فرنسا إلى القرن الثاني عشر، أما بورصة باريس للأوراق المالية فقد أنشئت عام 1808م<sup>(2)</sup>.

ج- بورصة نيويورك :-

بدأ التعامل في الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية منذ عام 1725م أما بورصة نيويورك للأوراق المالية فقد أنشئت عام 1821م.

انتشرت البورصات في أنحاء العالم المختلفة حيث أنشئت بورصات أخر للأوراق المالية في أوروبا وشرق آسيا وأمريكا وأستراليا فضلاً عن البورصات في العالم العربي. كما أن إنشاء هذه البورصات للأوراق

(1) فريد نجار، تجارب والبورصات العالمية، منشورات الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، 1994م.  
(2) محمد صالح جابر، الاستثمار في الأسهم والسندات وتحليل الأوراق المالية، دار الرشيد للنشر، بغداد، 1982م.

المالية ساهم بشكلٍ فعالٍ في تأسيس الهياكل وإرثاء النظم واللوائح الكفيلة بتنظيم وتقنية الاستثمار في الأوراق المالية.

## **المطلب الثاني: نشأة الأسواق المالية العربية:**

أدى الاستعمار إلى تأخير التطور الاقتصادي في الدول العربية لذلك فقد إعتد إنشاء البورصات العربية علي التقليد من الدول الرأسمالية لذلك تعددت الأخطاء وتعرض قيام البورصات إلي كثير من المعوقات السياسية والاقتصادية.

### **1- الهيئة العامة للسوق المالي بمصر :-**

بدأ دخول أسواق المال مصر عام 1883م حيث أنشئت بورصة الأوراق المالية في الإسكندرية وتلاها إنشاء بورصة الأوراق المالية بالقاهرة عام 1904م وبسبب تطور النشاط الاقتصادي أصدرت كثير من اللوائح والتشريعات القانونية لتنظيم أسواق المال لتلائم هذا التطور الاقتصادي.

### **2- بورصة الدار البيضاء :-**

أنشئت بورصة الدار البيضاء عام 1929م، حيث كان يتم فيها تداول الأسهم للشركات الخاصة بالمستثمرين الأجانب وصدرت كثير من اللوائح والتشريعات الخاصة بالتعامل في سوق الأوراق المالية بالمغرب وكان آخرها عام 1993م والذي أصبحت بموجبه بورصة الدار البيضاء سوقاً منظماً وعمومياً للأوراق المالية.

### **3- سوق الكويت للأوراق المالية<sup>(1)</sup>:-**

بدأ تداول الأوراق المالية في الكويت عام 1952م حيث أصدر بنك الكويت الوطني أسهماً للتداول وكان التعامل في سوق الأسهم الكويتية يتم من خلال التجمعات الشعبية ومن ثم صدرت عدة قوانين لتنظيم عمل الأوراق المالية وتداولها وذلك في العامين 1960م و1970م، مما أتاحت الفرصة لكثير من الشركات للدخول في التعامل للأوراق المالية.

(1) اتحاد البورصات العربية المالية، قاعدة بيانات الأسواق العربية، المشاركة في القاعدة (نشأتها وتطورها)، الكويت، عدد خاص، إبريل 1997م.

#### 4- سوق عمان المالي :-

بدأ تداول الأوراق المالية في الأردن في مطلع الثلاثينات من القرن الماضي وكان التداول يتم بواسطة شركات المساهمة العامة الأردنية وذلك من خلال تجمعات ومكاتب غير متخصصة وبعد كثيرٍ من الدراسات والتشريعات والقوانين التي تنظم العمل في الأوراق المالية أنشئ سوق عمان المالي 1976م.

#### 5- بورصة الأوراق المالية في تونس :-

بدأ تداول الأوراق المالية في تونس منذ العام 1937م حيث كان تداول السندات بواسطة الصندوق العقاري. وفي العام 1945م أنشئ الديوان التونسي للقيم المنقولة والذي كونته مجموعة من المصارف المحلية، وفي عام 1969م أنشئت بورصة تونس للأوراق المالية.

#### 6- بورصة الأوراق المالية في بيروت :-

أنشئت بورصة بيروت عام 1920م عقب الحرب العالمية الأولى، وكان نشاطها قاصراً علي التعامل بالذهب والعملات، وبدأ تداول الأسهم عقب اندلاع الحرب العالمية الثانية كما صدرت التشريعات والقوانين لتنظيم عمل الأوراق المالية فيها عام 1985م، إلا أن الحرب الأهلية حالت دون استمرار نشاط البورصة لحوالي 13 سنة (ثلاث عشرة سنة) وتم افتتاحها مؤخراً عام 1996م.

#### 7- سوق الأسهم السعودي :-

تم إنشاء سوقٍ غير رسمي لتداول الأسهم في السعودية وذلك للحاجة إلي التمويل عن طريق الأسهم بعد قيام الشركات في المملكة منذ العام 1934م. وبعد تطور وتزايد قيام الشركات صدر في عام 1984م مرسومٌ لتداول الأسهم عن طريق البنوك المحلية.

#### 8- سوق البحرين للأوراق المالية :-

بدأ تداول الأسهم بواسطة شركات المساهمة العامة في البحرين في سوقٍ غير رسمي وهو سوق اللؤلؤة وبعد تزايد قيام الشركات وتطور النشاط الاقتصادي صدر عام 1987م مرسومٌ بإنشاء وتنظيم سوق الأوراق المالية وبدأ العمل بهذا المرسوم عام 1989م.

#### 9- سوق مسقط للأوراق المالية (1):-

(1) اتحاد البورصات العربية المالية، المرجع السابق

أنشئ سوق مسقط للأوراق المالية بعد صدور مرسوم عام 1988م وزاول عمله في العام 1989م وكان التداول للأسهم التي أصدرتها أول شركة مساهمة عامة في عمان 1971م.

تأثرت الدول العربية بالاستعمار الغربي والتخلف الاقتصادي حيث كانت معظم أنشطتها الاقتصادية تعتمد على الرعي والزراعة اعتماداً على مياه الأمطار الشحيحة مما كان له أثراً كبيراً في تأخر النشاط المالي للدول العربية وبعد اكتشاف البترول في الثلث الأخير من القرن العشرين ازدهرت الأنشطة الاقتصادية وزادت مستويات الدخل القومي ودخل الفرد في هذه الدول إلا أن تأثر الدول العربية بالدول المستعمرة الرأسمالية جعلها تنقل تجارب تلك الدول التي تختلف طبيعتها الاقتصادية والسياسية والاجتماعية عنها في الدول العربية فظلت أسواق المالية العربية ترتبط بأسواق المال الغربية وأضحى الاقتراض العربي معظمه من دول أوروبا الغربية والولايات المتحدة الأمريكية مما أدى إلى تدفق الأموال العربية إلى الدول الغربية وأصبحت هذه الأموال حبيسة في البنوك الغربية رغم لجوء بعض الدول العربية إلى إجراء التعديلات على القوانين واللوائح الخاصة بالأوراق المالية لمعالجة هذه الظاهرة وحتى تواكب طبيعة مجتمعاتها.

### **المطلب الثالث: دور الأسواق المالية في التنمية:-**

إن أسواق المال تعد إحدى المؤسسات المالية التي تقوم بتجميع المدخرات القومية في شكل أوراق مالية والاستفادة منها في تفجير طاقات الدولة الكامنة ومن ثم النهوض بالتنمية الاقتصادية لهذه الدول المختلفة.

تعتبر الأسواق المالية عاملاً أساسياً وسبباً رئيساً لسياسات الانفتاح والإصلاح الاقتصادي التي أضحت تمثل الأهمية القصوى لكثير من بلدان العالم خاصة النامية منها. كما أنها أكثر نجاحاً في الدول الرأسمالية المتقدمة عنها في الدول النامية حيث أن الدول الرأسمالية تمتاز بالمقومات الأخرى التي تكمل أهمية السوق المالي من رؤوس أموال وخبرات وأيدي مدربة فضلاً عن توفر العوامل الإنتاجية الأخرى وتهيئة البيئة السياسية والاجتماعية والاقتصادية للمناخ الملائم لنجاح هذه الأسواق.

إن التطور التكنولوجي والتغيرات الكبيرة التي شهدتها إقتصاديات دول العالم وتداخل المصالح المشتركة وإزالة الحواجز بين كثير من الدول وإنتشار مفهوم العولمة يتطلب أسواقاً مالية منظمة ونشطة لتعمل علي توفير الأموال اللازمة لمواكبة هذه التطورات الإقتصادية الضخمة. تهدف الأسواق المالية لتسريع التنمية الإقتصادية وذلك من خلال تجميع فوائض الأموال والمدخرات في بوتقة واحدة وتوظيفها في تمويل القطاعات المصرفية والزراعية والصناعية والتجارية وقطاعات التأمين وخلافها كما أنها تهدف إلي تقويم المراكز المالية للشركات المختلفة بخدمة القطاعات المختلفة.

إن الدول التي حققت تطوراً كبيراً في مجالات التنمية والعلوم وتفوقت على قريناتها قد وصلت إلى مكان الصدارة هذا بحسن إستخدامها لمواردها وإمكانياتها، وحشد مواردها المادية، والبشرية لتحقيق أعلى معدل للنمو. ومن الأسباب التي إتبعها هذه الدول إنشاء مؤسسات مالية تعمل في مجال الإستثمار المالي، وذلك بهدف جذب الأموال المختلفة لخدمة الأهداف الكلية للتنمية.

إن الأسواق المالية هي نتاج طبيعي لسياسات الإفتتاح الإقتصادي قد إكتسبت أهمية قصوى في كثير من بلدان العالم، وهي أكثر نجاحاً في الدول الرأسمالية عنها في الدول النامية. إن السودان كغيره من الدول النامية تميز بناؤه الإقتصادي بانخفاض في مستوى النمو وتخلفه مقارنة بالدول المتقدمة التي وصلت إلى مراحل أكثر تطوراً مما جعل تبايناً في السياسات الإقتصادية في السودان .

إن سوق الخرطوم للأوراق المالية باعتبارها سوقاً ناشئة تتيح مجالاً للرواد والمستكشفين في الدول الصناعية الكبرى ودول النفط للإستثمار في السودان وذلك لتمتعه بإمكانيات وموارد طبيعية وطاقات إنتاجية ضخمة غير مستغلة فالسودان يحتاج وقد تلجأ الدول الأقل نمواً بالأخذ ببعض الوسائل، وتطبيق بعض السياسات الموجودة في تلك الدول الأكثر نمواً مع إجتهادها لتوفير ظروف محددة في محاولة لتوظيف الموارد المتاحة بطريقة رشيدة لإنفاذ المشروعات المطلوبة لتحقيق التنمية المنشودة.



مما ذكر، يتضح جلياً أهمية وجود أسواقٍ نشطةٍ ومنظمةٍ تتعامل في الأوراق المالية في الدول النامية بصفة خاصة وذلك لتعبئة المدخرات بجميع أنواعها وتوفير رأس المال اللازمة لتحقيق مستوى مرتفع من النمو الاقتصادي ومن ثم النهوض بالتنمية الاقتصادية الشاملة. كما أن الأمر يتطلب وضع استراتيجيات واضحةٍ ومحددة المعالم لإحداث النقلة النوعية لتوظيف رؤوس الأموال بالصورة المثلى.

## المبحث الثالث

### مدخل تنظيم السياسة المالية لنماذج السوق المالي في السودان

المطلب الأول: السياسات المالية في السودان في الفترة (1989م-1994م) :-

بعد تغيير النظام السياسي في يونيو 1989م، تم عقد المؤتمر الاقتصادي الشامل، في أكتوبر 1989م. والذي تمخض عنه البرنامج الثلاثي للإنقاذ الاقتصادي (1990م/1991م-1992م/1993م) ثم الإستراتيجية القومية الشاملة (1992م-2002م)

وكانت أهم السياسات الاقتصادية تتمثل في الآتي :-

- i. تحريك جمود الاقتصاد السوداني وتوجيهه نحو الإنتاج.
- ii. حشد كل الطاقات المتاحة وفتح الباب على مصراعيه لكل من يرغب داخلياً وخارجياً في تحقيق أهداف البرنامج وتعديل الهياكل الاقتصادية والمالية والمؤسسة اللازمة لفتح باب المشاركة للجميع. تحقيق توازن اجتماعي، حيث لا يتم الاهتمام بالفئات القوية على حساب الفئات الضعيفة اقتصادياً. ففي فبراير 1992م، إتخذت الدولة قراراتها الجريئة الخاصة ببرنامج التحرير الاقتصادي، وذلك لتحريك جمود الاقتصاد السوداني وإزالة التشوهات الهيكلية المتراكمة منذ فترة طويلة وتركزت هذه القرارات على القيود والضوابط التي كبلت حركة التجارة خاصة في مجال الصادرات والواردات وتحديد سقفوات أرباح الأعمال وتحديد حدٍ أعلى للأسعار في مستويات الإنتاج والتوزيع وتقييد حركة سعر الصرف والذي لم يعد يمثل سعر الصرف الحقيقي للجنيه السوداني.

إشتمل برنامج التحرير الإقتصادي على كثيرٍ من الإجراءات التصحيحية نوجز منها الآتي :-

أولاً السياسات المتعلقة بالحساب الخارجي :-

- 1- توحيد أسعار الصرف السائدة عندئذٍ، وهي السعر الحر، وسعر الصرف الخاص بالإستثمار التجاري.

- 2- تخويل المصارف التجارية للتعامل في بيع النقد الأجنبي لتمويل إستيراد السلع ما عدا السلع المحظورة إلى جانب السماح بالتحويلات الرأس مالية، والتحويلات غير المحظورة.
- 3- تم إلغاء رخص الإستيراد ما عدا الرخص الخاصة بالسلع المستوردة في إطار إتفاقيات البروتوكولات الثنائية.
- 4- إلغاء رخص الصادر .

#### ثانياً الإجراءات المالية :-

- 1- يتم تقييم الإستيراد بغرض الرسوم الجمركية على السعر الحر الموحد وذلك بالتدرج كل ثلاثة أشهر.
- 2- فرض رسوم صادرٍ مؤقتةٍ، لامتناس الأرباح غير المتوقعة للمصدرين.
- 3- رفع الحد الأدنى للأجور من 900 جنيه إلى 1500 جنيه، وذلك لإمتناس الآثار المترتبة على سياسة التحرير الجديدة.
- 4- إلغاء الدعم المقدم للمؤسسات الحكومية الخاسرة، تمهيداً لبيعها للقطاع الخاص (الخصصة)، باستثناء المرافق العامة، ووكالة السودان للأنباء.

#### ثالثاً الإجراءات في مجال السياسات النقدية :-

- أ- الإفراج عن الأرصدة المحجوزة جراء عملية إستبدال العملة التي تمت في مايو 1991م، والتي تم من خلالها حجز 20% من الأموال المستبدلة نتيجة لعدم كفاية العملة الجديدة، وهذا الإجراء يعد من أكثر سلبيات عملية الإستبدال.
- ب- الإبقاء على سياسة التمويل ومتطلبات الإحتياطي النقدي لدى بنك السودان.
- ب- السماح للمصارف بتحديد الرسوم وهوامش الأرباح للودائع.
- رابعاً مجال سياسات التسعير :-

- i. إلغاء القيود على الأسعار في كل المستويات.
- ii. تحديد هوامش الأرباح المعاملات التجارية والإنتاج.
- iii. إجراء زيادات في أسعار السلع المستثناءة تمشياً مع الزيادة المترتبة على تعديل سعر الصرف.
- iv. تخفيض الحصص الأسبوعية للمواد البترولية.

## خامساً في مجال الإستثمار والإنتاج :-

أ- إلغاء القيود على الإستثمار بم في ذلك رخص الإستيراد.  
ب- السماح للقطاع الخاص من المنافسة في كل القطاعات.  
لقد كانت آثار هذه السياسات واضحة جداً في النمو الكبير في الإنتاج الزراعي بشقيه النباتي والحيواني. فقد إرتفع معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في نهاية العام 1991م/1992م بحوالي (7.4%)، حيث إرتفع نمو الإنتاج الزراعي بحوالي (25%).

بالرغم من التجاوب الملموس للقطاع الزراعي إلا أن هنالك قصوراً في البرنامج عن إستصحاب إصلاحات في السياسات المالية والنقدية متزامنة مع الإصلاحات الهيكلية، مما أدى إلى مواصلة معدلات التضخم في الإرتفاع حتى بلغت (120%) في العام 1992م، (لاحظ الجدول رقم (1))، ثم إرتفع إلى أقصى مستوى له على الإطلاق (166%) في أغسطس 1996م، وذلك بالرغم من أن إستدانة الحكومة في السنة الأولى كانت في حدود المعقول، إلا أن تمويل القطاع الخاص شهد توسعاً كبيراً مما أدى إلى زيادة كبيرة في حجم السيولة بنهاية العام 1992م/1993م.

من الأسباب التي أعاققت تنفيذ سياسة التحرير الإقتصادي لتلك الفترة، أيضاً، ضعف تجاوب القطاع الخاص مع تلك السياسات، خاصة في مجال الإستثمار الذي لم يجد الإهتمام المطلوب، إذ إستمر القطاع الخاص يوجه إهتمامه إلى مجالات الخدمات، خاصة مجال التجارة فضلاً عن عدم إستقرار سياسات الدولة، خاصة في مجال نظام سعر الصرف إلى جانب إستمرار تصاعد معدلات التضخم بصورة مزعجة فاقت كل التصورات.

إضافةً إلى السياسات المحفزة في مجال الإستيراد، خاصة بعد تبني الدولة سياسة الإستثمار التجاري وتشجيع المصارف لتوجيه التمويل بالعملة الأجنبية والمحلية لتشجيع الإستيراد، وقد ترتب على ذلك توظيف الموارد في التجارة التي أصبحت أكثر ربحاً وأسرع عائداً<sup>(1)</sup>.

(1) عبد الوهاب عثمان، مرجع سابق، ص 72

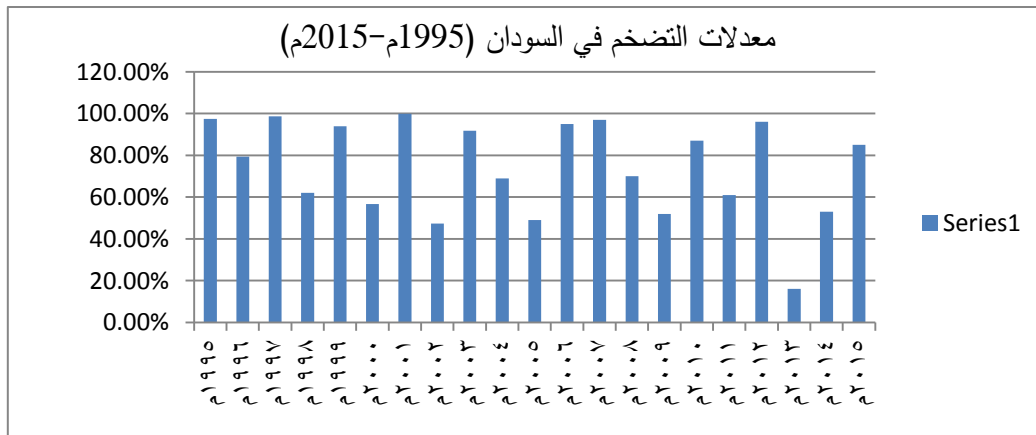
## جدول رقم (1)

### معدلات التضخم في السودان للفترة (1989م-2015م)

معدل التضخم	العام	معدل التضخم	العام	معدل التضخم	العام	معدل التضخم	العام
%13	2010م	%7.4	2003م	%132.7	1996م	%49.0	1989م
%18.1	2011م	%8.8	2004م	%47	1997م	%67.0	1990م
%35.1	2012م	%8.4	2005م	%17	1998م	%123.7	1991م
%37.1	2013م	%7.2	2006م	%16	1999م	%117.6	1992م
%21	2014م	%8.2	2007م	%8.1	2000م	%98.3	1993م
%12.3	2015م	%14.3	2008م	%7.4	2001م	%115.4	1994م
		%11.2	2009م	%8.3	2002م	%68.4	1995م

المصدر: بنك السودان، التقارير السنوية (1989م-2015م)

## شكل رقم (1)



المصدر: الباحث

نلاحظ من الجدول رقم (1) والشكل رقم (1) بأن معدلات التضخم شبه مستقرة منذ العام 2000م حتي 2007م ، ومن ثم بدأت في إزدياد طفيف في الفترة من 2008م حتي 2014م نسبة لتأثر السودان بعوامل

خارجية كالأزمة المالية العالمية التي ضربت العالم خصوصاً أوروبا وترتب علي ذلك إرتفاع أسعار البترول والغذاء بعدها ظهر مايسمي بالربيع العربية الذي كون تحالفات خصوصاً وسط الدول العربية والأفريقية مما شكل العديد من المشاكل الإقتصادية لدول المنطقة من بينها السودان. عموماً أن مشكلة التضخم الناتجة لها كذلك مسببات داخلية بالعوامل الخارجية منها تدني سعر الصرف وقلة الصادرات وزيادة الواردات.

### **المطلب الثاني: السياسات المالية للفترة (1995م-2005م):-**

تعتبر هذه السياسات إمتداداً لسياسات التحرير الإقتصادي، بعد أن أجريت كثيرٌ من المعالجات للسلبيات والإختلالات التي حدثت خلال تطبيق هذه السياسات في الست سنوات الأولى من عمر البرنامج.

إستهدفت السياسات المالية لهذه الفترة الآتي:-

#### **أ/ جانب الإنفاق:-**

إستهدفت السياسات المالية في جانب الإنفاق الأهداف أدناه:-

- 1- تحقيق الإستقرار والتوازن في الإقتصاد الكلي.
- 2- تحقيق أسبقيات واضحة في جانب الإنفاق الإنمائي بما يحقق مستوى معدل النمو المنشود.
- 3- ترشيد الطلب الكلي نحو القطاعات الإنتاجية والخدمية الأساسية، خاصةً الخدمات الإجتماعية.
- 4- خفض معدلات التضخم.
- 5- تحقيق إستقرار سعر الصرف الواقعي الموحد المرن.
- 6- الموازنة بحكمة بين متطلبات زيادة الإنتاج ودعم جانب العرض الكلي في الإقتصاد، وبين تحقيق السلامة المالية والنقدية لمحاصرة التضخم والإستقرار في سعر الصرف.
- 7- الإعتماد على الموارد الذاتية الحقيقية في تمويل الإنفاق العام.
- 8- إزالة التشوهات الهيكلية من خلال سياسات الإنضباط المالي وإيقاف الصرف خارج الميزانية.

- 9- توفير الموارد لدعم إدارات الإيرادات وتفعيلها.
- 10- توفير الموارد المالية للتنمية الإجتماعية.
- 11- المحافظة على مستوى السلامة في الإستدانة من النظام المصرفي، والإستمرار في ترشيد حركة السيولة ونمو الكتلة النقدية.
- 12- الحد من الإستدانة من النظام المصرفي تجنباً لآثاره التضخمية، وتمويل عجز الموازنة
- المصادر الآتية:
- i. الأوراق المالية والصكوك.
  - ii. مال تركيز أسعار البترول.
  - iii. القروض والمنح الخارجية.
- 13- الإستمرار في برامج خصخصة المؤسسات العامة والشركات الحكومية ورفع كفاءة هيئات وشركات القطاع العام لتلعب دورها في زيادة حجم الإيرادات العامة<sup>(1)</sup>.
- 14- الإستمرار في سياسة التحرير الإقتصادي وسياسة الإعتماد على الذات.
- 15- توجيه السياسات الكلية والجزئية لرفع الطاقات الإنتاجية.
- 16- تأهيل البنيات التحتية وتحسين قدرات البلاد الإستيعابية للإستثمار.
- 17- الإهتمام بالبحث العلمي وتنمية الموارد البشرية بغرض التنمية الإجتماعية ومكافحة الفقر.
- 18- تحقيق معدلات نمو موجبة في الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 6.6% في المتوسط.
- 19- النزول بمعدلات التضخم إلى 6.2% في المتوسط.

#### ب/جانب الإيرادات العامة:

إستهدفت السياسات المالية في جانب الإيرادات العامة الأهداف أدناه:-

- 1- زيادة الموارد المالية اللازمة لتحقيق أهداف الموازنات في جانب النفقات المذكورة عاليه.
- 2- إجراء تخفيضات متدرجة في ضرائب الدخل الشخصي، وأرباح الأعمال، والضرائب الزراعية لخلق المناخ الملائم لدفع الإنتاج، وتشجيع الإستثمار في القطاعات الإنتاجية.
- 3- إجراء تعديلات في الرسوم الجمركية لحماية الإنتاج المحلي.
- 4- إجراء تعديلات في شرائح، وفئات الجمارك لمواكبة التطورات المتوقعة في التجارة الدولية، والإقليمية، ولتبسيط الإجراءات.

<sup>(1)</sup> وزارة المالية والإقتصاد الوطني، أداء الإقتصاد السوداني خلال الفترة 2000م-2005م، ص50

5- لتحقيق مزيد من الإصلاح في مجال الضرائب غير المباشرة، ثم إدخال الضريبة على القيمة المضافة.

6- إجراء تعديلات في فئات الضرائب على الدخل الشخصي، لزيادة دخول العاملين بالدولة، عن طريق رفع الحد الأدنى المعفي من ضريبة الدخل الشخصي، وذلك إتساقاً مع أهداف البرنامج الإجتماعية.

7- تعديل سعر الصرف المتعامل به في التقييم الجمركي لمواكبة سعر الصرف المتعامل به لدى المصارف.

8- توسيع المظلة الضريبية.

9- الحد من الإعفاءات الجمركية.

10- قفل منافذ التهريب.

11- تكثيف جهود متابعة، وتفعيل آليات التحصيل.

12- الإستمرار في تعديل الرسوم المصلحية لتواكب التكاليف الحقيقية للخدمات التي تقدمها المصالح.

13- تعديل قوانين المؤسسات، والهيئات، والشركات العامة، مواصلةً في ترشيد التصرف في المال العام، وتعظيم الإيرادات العامة.

14- إدخال الحسابات ذات الإتجاه الواحد بالنسبة لحسابات الوزارات الإيرادية لدى بنك السودان.

15- محاصرة الإيرادات غير المقننة.

16- تفعيل تمويل مشاريع البنيات الأساسية من المصادر الداخلية، ويشمل ذلك التمويل من شهادات الإستثمارات الحكومية والصكوك.

17- تحفيز وتشجيع القطاع الخاص بالتوسع والدخول في كافة مشاريع الإنتاج والإستثمار.

ج/ الوسائل العامة لتحقيق تلك السياسات:

إشتملت الوسائل العامة لتحقيق تلك السياسات على الآتي:

1- التركيز بصورة كبيرة وأساسية على التنمية الزراعية.

2- تحرير الصادر، وتقديم الدعم اللازم له.



3- توفير موارد داخلية وخارجية حقيقية من العملات المحلية، والأجنبية، وذلك من خلال الإعتداع على الآتي:

- أ- موارد المواطنين؛ داخلياً، وخارجياً بالدرجة الأولى.
  - ب- إستثمارات القطاع الخاص، المحلي، والعربي، والإسلامي.
  - ج- الحصول على أية موارد متاحة من مصادر أخرى، خاصةً أو رسميةً، مقبولةً، سياسياً، ومتماشيةً، مع موجهاً البرنامج الإقتصادي. تنشيط الأسواق المالية الداخلية، وتطويرها، (إنشاء سوق الخرطوم للأوراق المالية).
- 4- إزالة كل العقبات؛ الإدارية، والاقتصادية، التي تقف أمام رجال الأعمال، والمستثمرين، وكل العاملين في الحقل الاقتصادي، من حرفيين، ومهنيين، وزراعيين، وخرجين، وكذلك كل المستثمرين، غير السودانين، لينطلقوا للعمل تحت ظل سياسات، وإجراءات، جديدة، تتمثل في الآتي:
- أ- إلغاء إحتكارات الدولة، في مجال الإنتاج الزراعي، والصناعي، والتسويق الداخلي، والخارجي، ومجال الخدمات الاقتصادية وفتح الباب لمن يريد العمل في أي من هذه المجالات، ولا يستثنى من ذلك إقطاع التنقيب عن البترول.
  - ب- خروج الدولة من هذه المجالات، عن طريق بيع المؤسسات الخاسرة، والمتعسرة، أو بيع حصص من ملكية الدولة فيها، أو تحويلها إلى شركات مساهمة عامة، مشاركة مع القطاع الخاص؛ المحلي، أو الأجنبي.
  - تمتلك الدولة حصصاً ولا يشترط أن تكون عاليةً، أو بتأجير أصولها، أو أي وسائل أخرى، على أن يتم ذلك وفقاً لبرنامج عملٍ مدروسٍ (الخصخصة).
  - ج- إجراء تعديلاتٍ جذريةً، في كل القوانين المنظمة للنشاط الاقتصادي؛ كقوانين الضرائب، والجمارك، والعمل، والأسعار، لتواكب وتساعد على التوجه نحو التنمية.
  - د- إجراء تعديلاتٍ كبيرةً في هيكل وأسس التمويل المصرفي باعتباره جهازاً أساسياً في عملية حشد واستخدام الموارد المالية المطلوبة للانطلاق في مدارج الإنتاج، فضلاً عن دوره في معالجة مشاكل ميزانية الدولة.
  - هـ- البدء في تحرير أسعار الصادر، والتدرج في تحرير أسعار السلع والخدمات الداخلية، والمستوردة، بالإلتزام بتثبيت أسعار السلع الأساسية.

5- تطبيق نظامٍ واسعٍ، للتكافل الاجتماعي، لتمكين محدودي الدخل من مقابلة إرتفاع الأسعار، الذي يصاحب عملية التنمية، وإعادة هيكلة الاقتصاد<sup>(1)</sup>.

يعتبر برنامج التحرير الاقتصادي أول برنامج من نوعه يتم إتخاذه لمعالجة الخلل في الاقتصاد السوداني، والذي بدأ منذ مطلع السبعينات من القرن الماضي، وذلك بسبب التشوهات والقيود التي كبلت حركة الاقتصاد السوداني، فضلاً عن العوامل المحلية، خاصة عدم الاستقرار السياسي والحروب الداخلية والتمرد، وإفرازات الحروب الخارجية والتطورات السياسية العالمية، إضافةً إلى الظروف الطبيعية؛ كالجفاف، والتصحر، والسيول والفيضانات، لذلك كان وضع وتنفيذ برنامج التحرير الاقتصادي ذا ضرورةٍ قصوى لتحريك جمود الاقتصاد، والعمل علي معالجة الخلل والتشوهات في الاقتصاد السوداني، لذلك يعتبر برنامج التحرير الاقتصادي نقطة تحولٍ كبري في مسار الإقتصاد السوداني.

قام النظام المصرفي في البلاد بقيادة بنك السودان بدورٍ هامٍ في تثبيت دعائم التحرير الاقتصادي وتأصيل المعاملات المصرفية، واستطاعت الدولة في هذا الصدد أن تحقق تحولاتٍ غير مسبوقَةٍ، أهمها :-

- 1- إصدار شهادة مشاركة البنك المركزي (شمم)، والتي تعتبر مع شهادة المشاركة الحكومية (شهامة)، التي تصدرها وزارة المالية، وهي من الأدوات المبتكرة لإدارة السياسة النقدية، والمالية، وتنظيم السيولة في الاقتصاد وترشيدها علي النهج الإسلامي. وتعتبر هاتان الأدوات الأولى، من نوعهما، في نظام المصارف الإسلامية في تأصيل وتطور العمل المصرفي الإسلامي.
- 2- تبنى تطبيق معايير المحاسبة الإسلامية لتكون أساساً للحسابات المصرفية وفق التنظيم الإسلامية وذلك بمساعدة هيئة المعايير المحاسبية للمصاريف والمؤسسات المالية بالبحرين وسوف تجعل هذه النظم التعامل المصرفي في السودان أكثر شفافية وأجود أداءً وأدق إفصاحاً.
- 3- إنشاء مؤسسة ضمان الودائع التي تعمل وفقاً لمنظور الشريعة الإسلامية، التي تدعم ترسيخ مفهوم روح التكافل والتعاون الإسلامي بين الأفراد، والمجتمع بهدف تطمين المودعين والمتعاملين مع المصارف، تشجيعاً، وتوسيعاً لوعاء الودائع لدي المصارف الوطنية.

(1) عبد الوهاب عثمان، مرجع سابق، ص 120.

- 4- إنشاء شركة السودان للخدمات المالية للإشراف على، وإدارة تسويق شهادات مشاركة البنك المركزي (شمم) وشهادات المشاركة الحكومية (شهامه).
- 5- إنشاء بنك الإستثمار المالي ليعمل في مجال الأوراق المالية.
- 6- إنشاء وحدة بينك السودان للعمليات النقدية (MOU).
- 7- إستمرار تطوير سوق الأوراق المالية بإنشاء السوق الموازي وتوسيع قاعدة المتعاملين فيها بتشجيع قيام شركات المساهمة العامة عن طريق تخفيض ضريبة أرباح الأعمال وتوصية الخصخصة من خلال السوق وإنشاء مصرف الاستثمار المالي وتشجيع بيع وشراء الأوراق المالية.
- 8- تفعيل برامج توفيق أوضاع المصارف وإعادة هيكلتها، بزيادة رؤوس أموالها، أو دمج بعضها ببعض، وتقوية النظم المحاسبية، ونظم المراجعة الداخلية فيها، ووضع برامج لمعالجة مشكلة الديون المتعثرة، ومراجعة القوانين المؤسسة للمصارف.
- 9- إستحداث نظام جديد للمقاصة بين المصارف العاملة في السودان عن طريق الفصل بين نظام المقاصة، ودور البنك المركزي كعمول أخير، وذلك لتحقيق مزيد من الإنضباط في أداء المصارف، وإيجاد الشفافية في أوضاعها المالية، وترشيد السيولة في الإقتصاد.
- 10- في إطار السعي لخلق سوقٍ موحدٍ للنقد الأجنبي عن طريق إزالة التشوهات وتوحيد سعر الصرف، وفقاً لعوامل العرض والطلب، قام بنك السودان باتخاذ إجراءاتٍ عديدةٍ، شملت توحيد، وتحريز حصيلة الصادرات، وترشيد التعامل بالنقد الأجنبي، من خلال تحديد فروعٍ متخصصةٍ، لتقديم خدماتٍ أفضل، عن طريق إعادة النظر في الضوابط، التي تحكم فتح، وإدارة حسابات النقد الأجنبي، وتسهيل إجراءات الإقرار الجمركي. كما قام بنك السودان بإدخال نظام تسجيل رؤوس الأموال الخارجية، والإستثمارات الأجنبية قصيرة المدى بهدف توفير المعلومات، ومتابعتها لتقادي الآثار الضارة التي يمكن أن تترتب على حركة الإستثمارات ورؤوس الأموال الأجنبية، كما حدث ذلك في جنوب شرق آسيا.
- 11- تواصلت الجهود في تأصيل النظام الإقتصادي، حيث تم تكوين لجنةٍ من المختصين، والتي تقدمت بدراساتٍ قام بها متخصصون في هذه المجالات، والتي عرضت على ندوة تأصيل النشاط الإقتصادي في السودان في أكتوبر (1998م)، بمساهمةٍ مقدرةٍ من البنك الإسلامي للتنمية، ومشاركة علماء أجلاء من داخل، وخارج السودان. وقد خلصت هذه الندوة إلى تقديم توصياتٍ عديدةٍ. وإستمرت اللجنة في أعمالها لمتابعة تنفيذ توصيات الندوة، والإعداد لمزيد من

عمليات التأصيل لجميع أنشطة الإقتصاد تنفيذاً لمبادئ الدستور، ومواصلةً لجهودها أقامت اللجنة، في مارس 2001م ندوةً متخصصةً حول توليد السيولة، وتمويل عجز الموازنة العامة من النظام المصرفي في منظور الشريعة الإسلامية السمحة<sup>(1)</sup>.

## المطلب الثالث: الخصخصة وتطور الأسواق المالية :-

### أ/ مفهوم الخصخصة :-

يعنى بالخصخصة قيام الدولة بتحويل ملكية المؤسسات العامة، جزئياً أو كلياً إلى القطاع الخاص<sup>(2)</sup> أي تخلص الدولة من المرافق العامة وتحويل ملكيتها إلى القطاع الخاص.

### ب/ أسباب ودواعي عملية الخصخصة :-

تتمثل أسباب ودواعي الخصخصة في الآتي:

- 1- تخفيف العبء عن أجهزة الإدارة الحكومية بما يتيح لها أداء وظائفها الأساسية.
- 2- زيادة حجم الإستثمارات وإيجاد فرص عملٍ جديدةٍ.
- 3- تخفيف العبء عن ميزانية الدولة وذلك بإيجاد مصادر تمويل بديلة تتحمل أعباء إستمرارية عملية التنمية، ومتطلبات التحديث، والتطوير.
- 4- تحسين مستوى أداء المنشآت المحولة بما يقلل التكلفة، ويزيد الإنتاجية.
- 5- إتاحة الفرصة للحكومات لإعادة إستثمار حصيلة عملية التخصيص في مشروعات لا يرتادها القطاع الخاص عادةً .
- 6- التمكين من ربط الأجور بمعايير الإنتاجية والربحية.
- 7- إحلال إشراف المساهمين ذوي المصلحة الذاتية محل إشراف الموظفين البيروقراطيين.
- 8- توفير فرص عملٍ جديدةٍ وإعادة التوازن إلى السوق، والقضاء على البطالة السافرة، والمقتعة.

(1) عبد الوهاب عثمان، مرجع سابق، ص223

(2) إتحاد المصارف العربية، دور المصارف العربية في التخصصية وتطوير الأسواق المالية، 1993، ص141

## ج/إجراءات الخصخصة:-

تتعدد وتتوَع الإجراءات المتصلة بعملية الخصخصة حسب تنوع وإختلاف الدول، وتتمثل أهم

طرق الخصخصة في الآتي:-

1- عرض أسهم الشركات للبيع على الجمهور، أي البيع الكامل لجميع أصول، وخصوصاً الشركة؛ إما مرةً واحدةً، أو بيع نسبةٍ من أسهم طريق الإكتتاب العام.

2- عرض أسهم الشركة على مجموعةٍ معينةٍ، أي الإكتتاب الخاص، ويتم ذلك باختيار مجموعةٍ معينةٍ من المستثمرين بأسسٍ معينةٍ.

3- تصفية الشركة أو بيع جزءٍ من أصولها.

4- زيادة رأسمال الشركة.

5- بيع رأس مال الشركة القائمة، وعرض الزيادة على الجمهور مع إحتفاظ الدولة بنسبة الأغلبية في الملكية.

6- تحويل الإدارة في القطاع الخاص بعقودٍ محددة المدة ومنح الإدارة الجديدة كامل الصلاحيات، والسلطات اللازمة.

7- رفع الدعم عن الشركات مع استمرارية ملكية الدولة للمنشأة والعمل على التكيف الهيكلي للشركة المعنية.

## د/ تنفيذ إجراءات الخصخصة:-

1- عرض الأسهم المراد بيعها على الجمهور بسعر محدد مبني على قيمة المنشأة المعروضة للبيع.

2- التفاوض مع مجموعة المشترين على قيمة المنشأة عن طريق التفاوض المباشر.

3- استخدام أسلوب المزاد المباشر.

4- منح مزايا للعاملين بالمنشأة لتملك أسهم بها، وهذا النظام ظهر في الولايات المتحدة 90

5- الأمريكية في الثمانينات من القرن الماضي.

6- استخدام أسلوب العروض في أظرفٍ مغلقةٍ وهو ما يعرف بنظام المزايدة أو المناقصة التنافسية.

7- إحتفاظ الحكومة بسهمٍ ذهبي.

## هـ/ الشروط الأساسية لنجاح عملية الخصخصة:-

لنجاح عملية الخصخصة لابد من توافر الشروط الآتية:-

1. إجماع وطني على اعتماد مبدأ ومضمون الخصخصة، من خلال الحصول على تأييد النقابات العمالية، التي كثيراً ما تتوجس من عملية الخصخصة، خوفاً من السلبات التي تتمخض عنها.
2. توفر الشفافية في كل أساليب الخصخصة، حتى لا تكون عملية الخصخصة عرضةً للشك.
3. سلامة معايير إختيار المشروعات المراد خصصتها، بحيث يجب أن تكون تلك المشروعات تجاريةً وتنافسيةً، غير محتكرةٍ من قبل الدولة.
4. توفر البيئة التشريعية اللازمة حتى يكون المستثمر أكثر إطمئناناً بثبات الأرضية القانونية ووقوفها مع مصالحه.
5. وجود سوقٍ ماليةٍ نشطةٍ ومتطورةٍ، يتم فيها تداول أسهم وسندات الشركات، المراد خصصتها، بصورةٍ ممتازةٍ.
6. الإفصاح عن مالية الشركة المراد خصصتها.
7. العلانية، والإبتعاد عن السرية في الطرق والأساليب.

## و/ الهيكل الإجرائي لعملية الخصخصة:-

تتمثل أهم الخطوات المطلوب تنفيذها لإجراء عملية الخصخصة في الآتي:-

- 1- تقييم موجودات المؤسسات المراد تخصيصها تقييماً موضوعياً عادلاً بحيث لا يكون متدنياً تتضرر منه الدولة عند البيع، ولا يكون عالياً يتضرر منه المستثمرون عند الشراء.
- 2- العمل على إنشاء شركات مساهمةٍ عامةٍ وتقسيم أسهمها إلى فئاتٍ، وهذا يتطلب إكمال الإجراءات القانونية مع المسجل التجاري وإدارة الشركات بسوق الخرطوم للأوراق المالية، وتسمية القيمة الإسمية للسهم، وإصدار الأسهم بعد طرحها مباشرةً للمستثمرين.
- 3- إنشاء هيئةٍ للتخصص تكون مستغلةً ومؤهلةً قانونياً للقيام بعملية التقييم الإقتصادي، وتحديد مواصفات متطلبات تطوير المؤسسة المراد تخصيصها.

4- العمل على بيع الشركات والمؤسسات التي لا تحقق إيراداً مرضياً فيتم بيعها لشركاء إستراتيجيين بغرض إعادة هيكلة وتأهيل الشركة فنياً وإدارياً ومالياً ومن ثم يتم طرح جزءٍ من رأسمالها للإكتتاب العام.

إن عملية التحول للشركات الخاصة والهيئات والمؤسسات العامة إلى شركات مساهمة عامة (الخصخصة) يعتبر من أهم خطوات تصحيح المسار الإقتصادي في كل الدول بصفة عامة والسودان بصفة خاصة. حيث أن شركات المساهمة العامة تعمل على عدالة توزيع الثروات بين أكبر عدد من المساهمين إضافةً إلى العمل على تنفيذ وتحقيق السياسات المالية والنقدية والسياسات الإقتصادية الأخرى، الأمر الذي ينتج عنه تحقيق الإستقرار الإقتصادي.

إن عملية الخصخصة المبنية على التحول من مؤسساتٍ أو هيئاتٍ عامةٍ أو حتى من شركاتٍ خاصةٍ تحتاج في المقام الأول إلى دراساتٍ واقعيةٍ وعمليةٍ حتى يتم تطبيقها بنجاحٍ على الشركة المراد تخصيصها.

#### **المطلب الرابع: نماذج للسياسات والإجراءات التي تعمل علي تنظيم وتطوير الأسواق المالية :-**

أولاً: نموذج المحافظ الاستثمارية :-

أ/ مفهوم المحفظة الإستثمارية :-

إن كلمة محفظة أستخدمت قديماً لغرض حفظ الذهب والسلع وبعض الأصول الأخرى إلا أنها تطورت لتشمل الأوراق المالية المختلفة وذلك بغرض تحقيق أكبر عائدٍ ماديٍ للمستثمرين ويجب أن تراعي فيها التكاليف والمخاطر كما يراعي فيها أيضاً تنوع الاستثمارات من حيث طبيعة الاستثمار وأجاله والبيئة الاقتصادية التي توجد بها.

المحفظة الإستثمارية عبارة عن توليفةٍ لعددٍ من الأصول الإستثمارية ذات قيمةٍ محفوظةٍ باهتمام.

المحافظ الاستثمارية يعني بها مجموعةً من الأموال الاستثمارية كالأسهم والصكوك والشهادات الاستثمارية وذلك لتلافي مخاطر الاستثمار الواحد<sup>(1)</sup>.

(1) داوود الصعدي، إدارة المحافظ المالية باستخدام الحاسوب، الأكاديمية العربية، للعلوم المالية والمصرفية، الأردن، 2000م، ص5.

## ب/ أسس واعتبارات المحفظة الإستثمارية:-

هنالك عددٌ من الإعتبارات يجب مراعاتها عند تشكيل توليفةٍ من الأوراق المالية في شكل محفظةٍ إستثماريةٍ، تتمثل في الآتي:-

- i. المحافظة على أصل المال المستثمر وإستثماره.
  - ii. ضمان حدٍ أدنى من الدخل الذي يتناسب والأهداف الإستثمارية والحاجات الخاصة للمستثمر.
  - iii. عدم قدرة المستثمر على التفرغ لإدارة أمواله المستثمرة.
  - iv. تنويع الإستثمارات بصورةٍ متوازنةٍ ضمن بيئة الإستثمار.
  - v. أخذ الضرائب والسياسات الضريبية في بلد التوظيف بعين الإعتبار.
  - vi. الوقاية من التضخم والإهتمام بعوامل في الإقتصاد الوطني.
- ج/ الأدوات الاستثمارية للمحفظة :-

أهم الأدوات الإستثمارية للمحفظة الإستثمارية تتمثل في الآتي:-

- 1- الأسهم والسندات.
- 2- أدونات الخزنة.
- 3- شهادات الإيداع.
- 4- الودائع لأجل .
- 5- الأوراق التجارية.
- 6- السندات القابلة للتحويل لأسهم.
- 7- شهادات المشاركة الحكومية.
- 8- الأوراق المصرفية المقبولة.
- 9- القروض المصرفية.

## د/ أهداف التنوع في المحافظ :

إن تنوع أدوات الاستثمار يتمثل في الآتي:-

- 1- التقليل من درجة المخاطر.
- 2- ضمان استمرار العائدات المعقولة.
- 3- توفر المستوي الأدنى من السيولة المطلوبة.



هنالك أهمية كبيرة لدرجة الملاءة في الأصول والتي يعني بها مدى جودة الأصول المتمثلة في محافظة الأصل علي قيمته الرأسمالية وتتأثر الملاءة حسب تغير ظروف السوق. وكلما كان الأصل عالي السيولة كلما كانت ملاءته جيدةً والعكس صحيحٌ. كما أنه يجب مراعاة هذه الأصول حتى لا تضطر إدارة المحفظة الوقوع في مصروفاتٍ إضافيةٍ، نتيجة انخفاض أسعار هذه الأصول المالية.

## ثانياً: نموذج الصناديق الاستثمارية:

### i. ماهية الصناديق الإستثمارية:-

الصناديق الاستثمارية يعني بها ذلك الوعاء المالي لتجميع مدخرات الأفراد وإستثمارها في الأوراق المالية من خلال جهة ذات خبرةٍ في إدارة محافظ الأوراق المالية.

إن الصناديق الاستثمارية تمتاز بالمرونة في اختيارها لأنواع الأصول المالية بحيث تتناسب مع أهداف وأفكار المستثمرين واحتياجاتهم ودرجة تقبلهم للمخاطر لذلك فهي عبارة عن استثمارٍ جماعي يرتبط إرتباطاً وثيقاً بأنشطة السوق المالي وتستمد صناديق الاستثمار قوتها المالية من تركيبة الأوراق المالية المكونة لها وكذلك مدى قوة وفاعلية نشاط السوق المالية المدرجة فيه.

### ii. تنوع صناديق الاستثمار حسب الآجال والمكونات والأهداف.

فمن حيث الآجال هنالك نوعان من صناديق الاستثمار هما:-

1- صناديق ذات آجال محددة : يكون للصندوق أجل محدد تتم التصفية بانتهائه ويوزع العائد علي المستثمرين وهذه الصناديق تعرف بالصناديق ذات النهاية المغلقة ويكون عدد الصكوك التي يصدرها الصندوق ثابتاً.

2- صناديق ذات آجال مفتوحة : يكون أجل الصندوق مفتوحاً ويسمح بدخول المستثمرين وخروجهم ويكون عدد الصكوك التي يصدرها الصندوق غير ثابتة، كما أن الشركة المصدرة للصندوق تقوم بشراء ما هو مصدر من صكوك تلبيةً لرغبة وحاجة المستثمرين.

iii. أما من حيث المكونات فنقسم الصناديق الاستثمارية إلي ثلاثة أنواعٍ رئيسية:

أ- **صناديق الأسهم العادية**: تتكون هذه الصناديق من الأسهم العادية وتتباين حسب تباين خصائص الأسهم العادية فبعض الصناديق تصدر أسهمها شركاتاً غرضها الأساسي تنمية المال وتراكمه باستخدام الأرباح في الاستثمار المستمر وبعض الصناديق تكون أسهمها منشآت محدودة الأهداف.

ب- **صناديق الصكوك**: تتكون هذه الصناديق من الصكوك التي تصدرها الحكومة لأغراض التمويل أو الصكوك التي يصدرها القطاع الخاص والتي غالباً ما تتسم بجودتها العالية وعائدها المنخفض.

ج- **الصناديق المختلطة**: تتكون هذه الصناديق من الأسهم والصكوك وتختلف التركيبة حسب اختلاف الهدف فإذا كان الهدف تحقيق عائدٍ ماديٍّ كبيرٍ تكون كمية الصكوك أكبر أما إذا كان الهدف هو تنمية وتراكم رأس المال يكون حجم الأسهم أكبر كما أن أجل الصندوق يؤثر على تركيبة الأسهم والصكوك، وكلما كان الأجل كبيراً كلما زاد حجم الأسهم وقل حجم الصكوك، وكلما كان الأجل قليلاً كلما قل حجم الأسهم وزاد حجم الصكوك.

iv. **أما من حيث الأهداف فهناك ثلاثة أنواع من صناديق الاستثمار.**

1- **صناديق النمو**: هدف هذا النوع من الصناديق هو تحسين القيمة السوقية للأوراق المالية بداخله أي زيادة ربحية هذه الأوراق المالية ويغلب على هذا النوع من الصناديق الأسهم العادية التي تتسم بالقبول لدى المستثمرين وبالتالي تزايد مبيعاتها وتحسن قيمتها السوقية مما يجعلها تحقق أرباحاً كبيرةً وغالبيتها محتجزة وإعادة استثمار هذه الأرباح خاصة المحتجزة تحقق أرباحاً إضافية وتستمر عملية الاستثمار وباستخدام مضاعف الإستثمار يتم الحصول على الزيادة الكبيرة في العائدات ويتناسب هذا النوع من الصناديق مع المستثمرين الذين يرغبون في التراكم الرأسمالي وتراكم الثروة.

2- **صناديق الدخل**: هذا النوع من الصناديق الاستثمارية يهدف إلي تحقيق أرباحاً كبيرةً ويتم توزيع غالبية الأرباح وذلك لحاجة المستثمرين إلي أموالهم في تغطية المصروفات المختلفة أي لا تكون هنالك أرباحٌ محتجزةً بنفس القدر الذي توجد به في صناديق النمو.

3- **صناديق النمو والدخل**: يتناسب هذا النوع من الصناديق مع أولئك المستثمرين الذين يرغبون في تراكم الثروة وفي نفس لوقت لديهم مصروفات مختلفة تحتاج إلي التغطية لذلك تتراوح نسبة الأرباح الموزعة إلي المحتجزة حسب الميل الحدي للاستهلاك والميل الحدي للإدخار.

4- **صناديق إدارة الضريبة:** هذا النوع من الصناديق يهدف إلى إعادة استثمار الأرباح في شراء أوراق مالية إضافية وبالتالي لا يدفع المستثمرون الضريبة لعدم توزيع الأرباح عليهم ومن ثم تؤجل الضريبة لأنها لا يستحق دفعها إلا عند بيع هذه الأوراق المالية لذلك يكون تأجيل الضريبة هو الغالب ولسنوات عديدة طيلة التعامل في استثمار الأرباح وعدم توزيعها. تلعب السياسة المالية والسياسات والتشريعات الاقتصادية الأخرى دوراً مقدراً في تنظيم نماذج السوق المالي حيث أصبح السوق المالي يرتبط ارتباطاً وثيقاً بطبيعة السياسة المالية فيتم إصدار الصكوك والأسهم حسب طبيعة السياسة المالية في الدولة فهناك سياسة الإنفتاح الاقتصادي وسياسة هيمنة الدولة على النشاط وسياسة التحرير الاقتصادي وخلافها من السياسات التي تلقي بظلالها على تنظيم ملامح السوق المالي. ففي السودان لدينا علي سبيل المثال نموذجان من نماذج الأدوات للأسواق المالية.

#### نموذج (1): صندوق استثماري:

إخترنا كمثال لهذا النموذج، صندوق الأسهم السودانية (أحد الصناديق التي تعمل في سوق الخرطوم للأوراق المالية).

بلغ حجم الإكتتاب بهذا الصندوق، مليون جنيه سوداني بقيمة إسمية تبلغ جنيهاً سودانياً واحداً للصك الواحد والغرض الأساسي من صغر حجم هذا الصك هو إعطاء الفرصة لأكثر عدد من صغار المستثمرين للمساهمة في الصندوق وكان أجل الصندوق عامين (1999م-2001م)، وتوزع الأرباح كل ستة شهور ويهدف هذا الصندوق إلى الاستثمار في أسهم إختارها سوق الخرطوم للأوراق المالية وفقاً لما تقتضيه السياسات المالية والتشريعات المختلفة.

#### هذا الصندوق أدى إلى تحقيق المزايا الآتية :

- 1- تزايد نسب النمو الرأسمالي المتحقق خلال عمر الصندوق.
- 2- الارتفاع التدريجي لمعدل الأرباح الموزعة علي حملة الصكوك، فقد كانت في العام الأول 25% ثم ارتفعت في العام الثاني والأخير إلى 36% وهذا الارتفاع يؤكد دور السياسات المالية والتشريعات الأخرى في تنظيم نماذج السوق المالي.

كما ساهم صندوق الأسهم السودانية في تفعيل وتنشيط حجم التداول بالبورصة فبلغ عدد الأسهم المتداولة خلال العام الأول (عام 2000م)، 550.000 سهم وبلغت قيمتها 600.000 جنيه سوداني.

**ثالثاً: نموذج شهادات المشاركة الحكومية (شهادة)،** [سنعرض لدراسة شهادات المشاركة الحكومية بنوع من التفصيل في الفصول القادمة]:

تعتبر شهادة المشاركة الحكومية (شهادة) أحد الإنجازات الكبيرة التي تبنتها السياسات المالية للدولة نهاية القرن الماضي فهي عبارة عن صكوك تصدرها وزارة المالية والاقتصاد الوطني لغرض تجميع المدخرات من القطاعات العامة والخاصة ومن ثم توفير الأموال لغرض الاستثمار وتفعيل أسواق المال وتوفير أداة إسلامية شرعية لإدارة وتنفيذ السياسات المالية.

أصدرت وزارة المالية والاقتصاد الوطني أول شهادات للمشاركة الحكومية (شهادة) في 1999/5/8م، وتم إدراج هذه الشهادات بصورة رسمية للتداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية عام 2001م وشهدت إقبالا كبيرا من المستثمرين.

**تهدف شهادات شهادة إلي الآتي :-**

- 1- تغطية جزء من العجز في الميزانية العامة والذي كان يغطي سابقاً إما بإصدار أوراق نقدية (أذونات الخزنة الحكومية) أو الإستدانة من الجهاز المصرفي علماً بأن أذونات الخزنة كانت تحمل الفوائد الربوية المحرمة شرعاً والإستدانة من الجهاز المصرفي كان أغلبها تمويلاً عاجزاً (إصدار نقود بدون غطاء نقدي).
- 2- إدارة السيولة علي مستوي الاقتصاد الكلي وفق ما يسمح به الشرع الإسلامي الحنيف من خلال التحكم في عرض السيولة بواسطة عمليات السوق المفتوحة وهي التي تكون إما بسحب السيولة الفائضة من الجمهور أو ضخها في حالة شح السيولة.
- 3- تجميع المدخرات القومية في بوتقة واحدة والعمل علي استثمارها والعمل علي نشر الوعي الإدخاري بين جمهور المواطنين.
- 4- خلق أوراق مالية حكومية إسلامية وفق ما تقتضيه السياسات المالية وتكون هذه الأوراق بمثابة تنشيط للأسواق المالية في الدولة.

تمتاز شهادات المشاركة الحكومية (شهادة) بربحيته العالية وإدارتها المتميزة وسرعة إنتشارها في القطاعات الاقتصادية المختلفة وقد حققت أرباحاً بلغت 30% في المتوسط كما أنها ساهمت في الإستقرار الإقتصادي والحد من إرتفاع معدلات التضخم فضلاً عن خلوها من شبهة الريا لإرتكازها علي مبدأ صيغة المشاركة الإسلامية كذلك تستخدم كضمانٍ لمنح التمويل بالصيغ المختلفة من المصارف التجارية.

في الفصل القادم سنتحدث عن نشاطات سوق الخرطوم للأوراق المالية كواحدٍ من المؤسسات الضخمة التي كان إنشاؤها نتاجاً لتطبيق حزمةٍ من السياسات المالية، التي تضمنتها سياسات التحرير الإقتصادي.

## الفصل الرابع

دراسة تطبيقية علي سوق الخرطوم للأوراق المالية

## المبحث الأول

### سوق الخرطوم للأوراق المالية

#### المطلب الأول: نشأة وأهداف سوق الخرطوم للأوراق المالية .

تأثر السودان كسائر الدول النامية بالإستعمار الأوربي حيث وضع تحت وطأة الإستعمار البريطاني قرابة الستة عقود، نَهَبَ فيها الإستعمار كثيراً من خيرات ومكنوزات السودان وغابت الإرادة السودانية تماماً وعمل المستعمر على تفتيت وحدة الوطن، وزرع الفرقة والشقاق بين السكان. فكان قانون المناطق المقفولة، وزرع الفتن وعمل على تأجيج الصراع حول السلطة والثروة .

تأخر قيام سوق الأوراق المالية كثيراً رغم أن سوق الأوراق المالية ورد ذكره في عقد إيجار قطعة الأرض التي أنشئت عليها مباني الغرفة التجارية بشارع الجمهورية بالخرطوم والذي تم التوقيع عليه عام 1926م ونص العقد علي إمكانية قيام بورصة للأوراق المالية إضافةً إلي الغرف التجارية وقد تأثر السودان بقيام أسواق الأوراق المالية في مصر (بورصتي القاهرة والإسكندرية) كما أن قيام بعض المصارف المصرية في السودان كان له أثراً كبيراً في ذلك. ورغم ذلك التأخير إلا أن تجارة الأسهم نشطت في بعض المقاهي ومحلات بيع الصحف بالقرب من الغرف التجارية إلا أنها كانت تتم عبر فئات غير متخصصة مما نتج عن ذلك بعض السلبيات أهمها:

- 1- عدم معرفة القيم الحقيقية للأسهم لعدم وجود أنظمة محاسبية وقوائم مالية متطورة.
- 2- غياب المعلومات عن الشركات التي تعمل في الأوراق المالية.
- 3- صعوبة تسهيل الأوراق المالية عند الحاجة إلي النقد.
- 4- ضيق نطاق التداول أثر سلباً علي تأسيس شركات مساهمة تعمل علي جذب المدخرات.
- 5- سيطرة أشخاص معينين علي الأسعار وتحكمهم فيها.

لقد بدأت فكرة إنشاء سوق للأوراق المالية تلوح في الأفق في عام (1962م)، حيث تمت العديد من الدراسات شاركت فيها مؤسسة التمويل الدولي التابعة للبنك الدولي والبنوك التجارية وشركات التأمين ومؤسسة التنمية السودانية وإتحاد الصناعات. وفي العام (1976م)، وضعت مسودة قانون سوق الأوراق المالية التي تمت إجازتها بواسطة مجلس الشعب عام (1982م)، والتي تخلص إلى إنشاء سوق الأوراق المالية بالسودان<sup>(1)</sup>.

(1) سوق الخرطوم للأوراق المالية، معلومات أساسية، 1995م.

لقد تعثر قيام سوق الأوراق المالية في تلك الفترة لاصطدامه بعقبات كبيرة أهمها طبيعة النظام السياسي الذي كان يهيمن علي الفكر الاشتراكي حيث سيطرة وهيمنة الدولة علي النشاط الاقتصادي وبالتالي عدم إعطاء القطاع الخاص الفرصة الكافية لإدارة وتحريك القدرات المالية فضلاً عن أن سياسات التأميم التي طبقت منذ العام (1970م)، قد ألغت بظلالها علي تعسر قيام سوق الأوراق المالية الذي لا يصلح في ظل النظام الاشتراكي حيث التخطيط المركزي الكمي وليس التخطيط الرأسمالي لذلك لم يستطع القطاع الخاص الانتشار في ظل هذا الوضع الاقتصادي فضلاً عن عدم الاستقرار السياسي.

استمر الوضع هكذا حتى العام (1992م)، فقد برزت خطوات جادة لإنشاء سوق الأوراق المالية في ظل سياسة الانفتاح والتحرير الاقتصادي التي انتهجتها حكومة الإنقاذ منذ أعوامها الأوائل حيث تم وضع وتنفيذ البرنامج الثلاثي للإنقاذ الاقتصادي (1991-1993م)، وبرنامج الإستراتيجية القومية الشاملة (1999م-2002م)، والتي فتحت الأبواب واسعة أمام القطاع الخاص ليساهم في كسر جمود الاقتصاد وتحريك الموارد وإستقطاب المدخرات وذلك للإسهام في تمويل المشروعات الاقتصادية من خلال إنشاء وتطوير رأس المال. حيث ضعف وقصر أجل التمويل المصرفي، كما أن التنمية الاقتصادية التي شهدتها البلاد منذ تلك الفترة تحتاج إلي رؤوس أموال ضخمة وذلك يتطلب مشاركة أصحاب الأموال في ذلك.

وفي العام (1994م)، تمت إجازة قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية بواسطة المجلس الوطني وبالتالي أصبح سوق الخرطوم للأوراق المالية يمارس نشاطه في السوق الأولية عام (1994م)، ويمارس نشاطه في السوق الثانوية في العام 1995م. يعتبر إنشاء سوق الخرطوم للأوراق المالية نموذجاً ودليلاً قاطعاً على جراءة ونجاح سياسات التحرير الإقتصادي، التي إنتهجتها الدولة، في مطلع التسعينات من القرن الماضي.

## **المطلب الثاني: أهداف سوق الخرطوم للأوراق المالية :-**

هنالك العديد من الأهداف التي قام من أجلها سوق الخرطوم للأوراق المالية منها<sup>(1)</sup>:

(1) سوق الخرطوم للأوراق المالية، تقارير سنوية مختلفة (1995م - 2015م).



1. تشجيع الادخار وتنمية الوعي الاستثماري بين المواطنين وتهيئة الظروف الملائمة لتوظيف المدخرات في الأوراق المالية بما يعود بالنفع علي المواطنين والاقتصاد الوطني.
2. تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بيعاً وشراءً.
3. العمل علي توسيع وتعزيز الملكية الخاصة للأصول الإنتاجية في الاقتصاد الوطني وعلي نقل الملكية العامة للأصول الرأسمالية للدولة إلي أوسع الفئات الوطنية.
4. تطوير وتنمية سوق الإصدار وذلك بتنظيم ومراقبة وإصدارات الأوراق المالية وتحديد الشروط والمتطلبات الواجب توفرها في نشرات الإصدار عند طرح الأوراق المالية للاكتتاب العام من قبل الجمهور.
5. تطوير وتشجيع إصدار الأوراق المالية والاستثمار فيها والعمل علي تهيئة المناخ الملائم للاستثمار المناسب لها.
6. جمع المعلومات والبيانات والإحصائيات وتوفيرها لكافة المستثمرين والمهتمين بذلك.
7. دراسة التشريعات ذات العلاقة بالسوق واقتراح تعديلها بما يتناسب والتطورات التي يتطلبها السوق.
8. توفير كافة العوامل التي تساعد علي تسهيل وسرعة تسهيل الأموال المستثمرة في الأوراق المالية بما يخدم رغبات المستثمرين.
9. ترسيخ أسس التعامل السليم والعادل بين فئات المستثمرين وضمان تكافؤ الفرص للمتعاملين في الأوراق المالية وحماية صغار المستثمرين.
10. العمل علي التنسيق بين السياسات المالية والنقدية وحركة رؤوس الأموال والأشرف علي السياسة المتعلقة بتنمية مصادر التمويل المتوسط والطويل الأجل وذلك بما يحقق الاستقرار المالي والاقتصادي ومن ثم تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية.
11. العمل علي تبادل الخبرات وذلك بالاتصال بالأسواق المالية العالمية والإقليمية والعربية والإفريقية والانضمام لعضويتها.
12. إنشاء نظام موحد لتنظيم ملكية الأوراق المالية وتسهيل تحويل ملكيتها وإيداعها ومتابعة شئون المساهمين وإدارة المركز والإشراف والرقابة عليها.
13. توسيع قواعد السلوك المهني والمراقبة الذاتية والانضباط بين الوكلاء والعاملين في مجال التعامل بالأوراق المالية<sup>(1)</sup>.

(1) سوق الخرطوم، المرجع السابق. تقارير مختلفة (1995م - 2015م).

## المطلب الثالث: وظائف سوق الخرطوم للأوراق المالية:

من خلال تعريف أغراض وأهداف سوق الخرطوم للأوراق المالية تنحصر وظائف سوق

الخرطوم للأوراق المالية في الآتي:

1. تجميع المدخرات وتوجيهها نحو المشاريع الاستثمارية المختلفة.
2. بيع وشراء الأوراق المالية.
3. عكس النشاط الإقتصادي للدولة.
4. توفير البيانات والمعلومات عن شركات المساهمة العامة.
5. الإفصاح المالي عن الشركات المدرجة.
6. توفير المعلومات الكافية عن فرص الإستثمار المختلفة.
7. تقييم أداء الشركات المدرجة في السوق وتوضيح موقفها المالي ومدى قدرتها على الإيفاء بالالتزاماتها.

## المطلب الرابع: قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية:

أ/ الشرعية القانونية لسوق الخرطوم للأوراق المالية:

أنشئ سوق الخرطوم للأوراق المالية بموجب المرسوم الدستوري الخامس لسنة 1991م، وقد أوضحت المادة (8) الفقرة (أ)، أن سوق الخرطوم للأوراق المالية يتمتع بالشخصية الاعتبارية والصفة التعااقبية المستديمة وأن له الحق في التقاضي بإسمها كما حددت المادة(9) الفقرة (ب) من قانون السوق تلك الأهداف التي أنشئت من أجلها السوق وتم تصنيف الأهداف وتفصيلها إلى أهداف توفر لسوق رأس المال الخصائص العامة التي تساعد الاقتصاد السوداني في تحقيق أهدافه وأهمها:

1. توفير السيولة الكافية للمدخرين والمستثمرين عند الضرورة.
2. نشر أسعار التداول يومياً لتبصير المدخرين والمستثمرين وحمايتهم من الضرر فضلاً عن تهيئة المناخ الملائم للوكلاء للتعامل مع العملاء بالصورة المرضية.

3. تنص المادة (9) الفقرة (د) على التنسيق بين السياسات المالية والنقدية بهدف تطوير رأس المال السوداني وذلك بتوجيه حركة رؤوس الأموال والإشراف على تنمية وتطوير مصادر التمويل بآجاله المختلفة في السودان حتى يتحقق الاستقرار المالي والاقتصادي في السودان، ومن ثم تحقيق أهداف التنمية الإجتماعية في السودان.

#### **ب/ قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية:**

طبيعة الأعمال المنظمة تستدعي إعداد القوانين واللوائح المنظمة لعملها من حيث فرضيات الحقوق والواجبات.

صدر قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية عام (1994م)، حيث وافقت عليه أحكام المرسوم الدستوري الخامس للعام 1991م وتمت إجازته بواسطة المجلس الوطني الانتقالي وموافقة رئاسة الجمهورية عليه وقد ألغى هذا القانون قانون سوق الأوراق المالية لعام (1982م)، المعدل عام (1992م)<sup>(1)</sup> والذي ألغى بموجبه قانون الأوراق المالية لعام (1962م)

يتألف سوق الخرطوم للأوراق المالية من تسعة فصولٍ تشتمل على (74) أربعٍ وسبعين مادةً تضمنت كل الأحكام الخاصة بشرعية وأنشطة السوق المختلفة.

إعتمد قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية في صياغته على القانون الأردني بحكم أن التجربة الأردنية تعتبر من أكثر التجارب العربية تطوراً نظراً للخدمات التي يحققها سوق عمان المالي في حشد وتوظيف المدخرات في مطلع التسعينيات من القرن الماضي.

#### **الموجهات العامة لقانون سوق الخرطوم للأوراق المالية:-**

##### **1- الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية:**

تنص المادة (5) على أن تلتزم السوق في كل تصرفاتها ومزاولة جميع مناشطها بأحكام الشريعة الإسلامية وهداياها ويفسر هذا القانون اللوائح الصادرة بموجبه وفقاً لذلك ويعتبر باطلاً كل تفسير أو تصرف بخلاف ذلك.

##### **2- تداول الأوراق المالية:**

(1) سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقرير السنوي، العاشر، 2004م

تنص المادة (7) الفقرة (1) على أن الأوراق المالية التي تطرح للاكتتاب العام في السودان أو التي يتم التعامل بها في السوق يجب أن تكون مقصورةً على الأوراق المالية السودانية بينما تنص الفقرة (2) على أنه يجوز لمجلس الوزراء بناءً على توصية مجلس إدارة السوق الموافقة على طرح الأوراق المالية للاكتتاب العام في السودان أو التعامل بها في السوق المصدرة من قبل شركات المساهمة العامة العربية و الأجنبية.

### 3- عضوية السوق :

تنص المادة (10) الفقرة (1) على أن تكون عضوية السوق إلزاميةً وتتكون من:

أ. بنك السودان.

ب. البنوك المرخصة ومؤسسات التمويل المتخصصة القائمة أو التي تنشأ في المستقبل.

ج. شركات المساهمة العامة المسجلة القائمة أو التي تنشأ في المستقبل.

د. الوكلاء المرخصون وفقاً لأحكام هذا القانون.

هـ. أية هيئة أو مؤسسة عامة أو سلطة محلية مدرج قيد أوراقها المالية في السوق.

و. أية جهة حكومية ذات شخصية اعتبارية تطرح صكوكاً للاكتتاب العام.

أما الفقرة (2) فتتص على أن عضوية السوق تسقط إذا تقرر إسقاطها وفقاً لأحكام هذا القانون.

### 4- إدراج الأوراق المالية وطرحها للاكتتاب العام:

تنص المادة (4) الفقرة (1) على أنه يجب على شركات المساهمة العامة المؤسسة حديثاً أن تطلب من المجلس إدراج أوراقها المالية للتداول في السوق وذلك بطلب للإدراج يقوم بهذا الخصوص خلال مدة أقصاها ثلاثة أشهر من تاريخ تسجيلها. أما الفقرة (2) فتتص على أن على الشركات القائمة والمؤسسات العامة السودانية والسلطات المحلية التي طرحت أوراقاً مالية من خلال إصدارات جديدة أن تقدم طلباً للمجلس لإدراج هذه الأوراق للتعامل بها خلال مدة أقصاها شهر من تاريخ إستكمال إجراءات هذا الإصدار.

### 5- تسجيل عمليات إنتقال ملكية الأوراق المالية :

تنص المادة (43) على أنه يجب علي جميع شركات المساهمة العامة والهيئات والمؤسسات العامة والسلطات المحلية التي يجري التعامل بأوراقها المالية تسجيل عمليات البيع والشراء ونقل

ملكية الأوراق المالية في سجلاتٍ منتظمةٍ وتخضع لمراقبة السوق ومراجعتها في أي وقتٍ وفي الأوامر الصادرة في هذا الشأن.

#### 6- طرح الأوراق المالية للاكتتاب العام :-

تنص المادة (45) الفقرة (4) البند (ب) بأن يطرح المؤسسون أسهم الشركة للاكتتاب العام من خلال نشرة الإصدار التي تم إعدادها وفقاً لمتطلبات التي يحددها المجلس وذلك بإعلان يوافق السوق علي صيغته ، والبيانات والمعلومات التي يتضمنها علي أن ينشر ثلاثة مراتٍ متتاليةٍ في صحيفتين يوميتين علي الأقلٍ وقبل مدةٍ لا تقل عن سبعة أيامٍ من التاريخ المحدد لبدء الاكتتاب شريطة أن تتم الإعلانات في غير أيام العطلات الرسمية. كما تنص الفقرة (6) علي أنه يجب علي شركات المساهمة العامة تقديم ملخص وافٍ عن دراسة الجدوى الإقتصادية للأعمال التي ستمارسها وذلك شرطاً لطرح أوراقها المالية للاكتتاب العام. كما تنص الفقرة (8) علي أنه يجب علي شركات المساهمة العامة تحديد طبيعة أسهمها كما هو وارد أدناه وكيفية تحصيل قيم هذه الأسهم طبقاً لذلك:

أ- أسهمٌ نقديةٌ ويتم تحصيل قيمتها دفعةً واحدةً أو علي أقساطٍ تحصل قيمتها علي مدي أربع سنواتٍ علي أن يتم تحصيل القسط الأول منها حين الإكتتاب وبواقع 25% من القيمة الاسمية للسهم في الأقل.

ب- أسهمٌ عينيةٌ ويتم تحصيل قيمتها علي أساس مقدمات عينية يتم تحديد طبيعتها وكيفية تقييمها وتحديد أسهمٍ مقابلها. أما الفقرة (9) (أ) فتتص علي أنه يجب علي مؤسسي الشركة عند التوقيع علي عقد تأسيسها ونظامها الداخلي تغطية النسبة المحددة في نظامها علي أن لا تقل هذه النسبة عن 25% وأن لا تزيد عن 75% من رأس مال الشركة ، أما الفقرة (9) (ب) فتتص علي أنه لا يجوز أن تزيد نسبة مساهمة المؤسسة الواحدة طبقاً لما هو وارد في الفقرة (9) (ب) عن 10% من مجموع رأس مال الشركة بإستثناء الحكومة والمؤسسات العامة ، وتتص الفقرة (9) (ج) علي أن تزيد نسبة مساهمة الشخص المعنوي عن ما هو محدد في الفقرة (9) (ب) بقرار من الوزير.

#### 7- إعداد نسخة الإصدار :

تنص المادة (47) علي أنه يجب علي شركات المساهمة العامة والمؤسسات والهيئات العامة عند طرح أوراقٍ ماليةٍ في اكتتابٍ عامٍ إعداد نشرة إصدارٍ يتم تضمينها جميع المعلومات والبيانات التي ترى السوق ضرورة نشرها والذي يتم إعدادها وفق النموذج المقرر من قبل السوق.

كما يجب أن تكون المعلومات (البيانات التي تتضمنها نشرة الإصدار) صحيحةً وشاملةً لكل ما يجب الإفصاح عنه ومعرفته من قبل المستثمرين وأن الجهة المصدرة للأوراق المالية مسئولة جزئياً عن عدم صحة البيانات والمعلومات أو عن حذفها أو عدم تضمينها أو عن تقديمها معلوماتٍ مضللةٍ. كما يحق للسوق طلب من الشركات المساهمة العامة (الأعضاء) نشر أي معلوماتٍ إيضاحيةٍ حول أوضاع هذه الشركات بما يكفل سلامة التعامل واطمئنان المستثمرين وذلك علي نفقة الشركة ويحق للسوق نشر أية معلوماتٍ عن الأوراق المالية لأية شركةٍ تري ضرورة نشرها في أحد وسائل الإعلام.

#### 8- المراجعة والتفتيش :-

تنص المادة (49) علي أنه يحق للسوق مراجعة وتفتيش سجلات الوكلاء ودفاترهم وجميع معاملاتهم ويحق لها أيضاً مراجعة وتفتيش أعمال ونشاطات قسم المساهمين في شركات المساهمة العامة (الأعضاء) ومحافظ الأوراق المالية التي يديرها أي عضوٍ . وعليها تسهيل مهمة فرق التفتيش وتوفير جميع المعلومات والبيانات التي تطلبها كما يجب أن تعامل جمع المعلومات أو البيانات التي تطلع عليها فرق التفتيش بسريةٍ تامةٍ ولا يجوز نشرها أو إفشاء المعلومات الواردة فيها.

#### 9- التعامل في معلوماتٍ غير معلنةٍ :-

تنص المادة (50) علي أنه لا يجوز لأي شخصٍ أن يتعامل بالأوراق في السوق بناءً علي معلوماتٍ غير معلنةٍ أو مفسحٍ عنها وعلم بها بحكم منصبه ولو أدي مثل هذا التعامل إلي جني منفعةٍ أو تجنب خسارةٍ يعتبر هذا التصرف باطلاً .

#### 10- حظر التعامل في السوق الثانوية :-

تنص المادة (51) علي أنه يحظر التعامل بالأسهم في سوقها الثانوية شراءً وبيعاً علي موظفي شركات الوكالة العامة بالسوق والوارد تصنيفهم فيما يلي :-

- أ- رئيس وأعضاء مجلس الإدارة بالنسبة للشركات الخاصة ومديرها العام ونائبه والموظفين.
  - ب- مدير مكتب الوكالة ونائبه وموظفي مكتب الوكالة بالنسبة لشركات المساهمة العامة.
  - ج- المدير العام ونائبه والموظفين بالنسبة لشركات الوكالة المتخصصة.
- كما يخطر علي موظفي السوق التعامل بالأسهم في سوقها الثانوي شراءً وبيعاً.

## 11- استثمارات غير السودانين :-

تنص المادة (58) علي أنه يجوز لغير السودانين الاكتتاب بالأوراق المالية المصدرة من خلال الاكتتاب بها في السوق الأولية. كما يجوز لهم التعامل بالأوراق المالية السودانية المدرجة في السوق الثانوية . كما تنص المادة (59) علي أنه يجوز لوزير المالية بأمرٍ منه أن يحدد نسب مساهمات غير السودانين في رؤوس أموال شركات المساهمة العامة السودانية وبالطرق التي يراها مناسبةً . كما يجوز لهم وحسب المادة (60) تحويل حصيلة بيع الأوراق المالية وأرباحها إلي الخارج وفقاً لأسعار الصرف السائدة أثناء تاريخ التحويل شريطة إثبات أن عملية شراء الأوراق المالية تمت بعملةٍ صعبةٍ وتم تحويلها إلي السودان عن طريق الجهاز المصرفي.

## 12- حصر التعامل في الأوراق المالية :

تنص المادة (69) على أنه ينحصر التعامل بالأوراق المالية المقبولة في السوق داخل قائمة تداول الأوراق المالية في السودان والوكلاء المرخص لهم العمل في السوق وفقاً لأحكام هذا القانون كما يسمح بالتعاقد علي بيع وشراء الأوراق المالية خارج السودان إذا كان طرفا العقد (البائع والمشتري) من السودانين غير المقيمين في السودان ومتواجدين في بلد الإقامة خارج السودان لحظة إبرام العقد ولا يعتبر هذا التعامل نافذاً إلا إذا إقترن بتسجيل التعامل في السوق خلال مدةٍ أقصاها شهرين من تاريخ التعاقد.

## 13- تحديد سريان بدء العمل في السوق :-

تنص المادة (71) علي أنه يحدد وزير المالية بقرار منه تاريخ بدأ التعامل بالأوراق المالية في السوق وفقاً لأحكام هذا القانون.

## 14- تصفية السوق :

تنص المادة (72) علي أنه لا تجوز تصفية السوق إلا بقانون. وفي هذه الحالة تؤول جميع موجوداتها إلي الخزينة العامة.

## 15- العقوبات :-

تنص المادة (73) علي أنه يعاقب بالسجن لمدةٍ لا تقل عن ستة أشهرٍ أو بغرامةٍ لا تقل عن ألف دينارٍ سوداني (عشرة جنيهاً سودانية) أو بالعقوبتين معاً أي شخصٍ يقدم عن علمٍ أي بياناتٍ أو تصريحاتٍ أو معلوماتٍ يعلم أنها غير صحيحةٍ بهدف التأثير علي قرار المستثمر ويشمل ذلك

أعضاء مجلس الإدارة والمدير العام ونائبه وموظفي الشركات والمراجعين القانونيين كما تنص المادة (74) أيضاً علي أنه مع عدم الإخلال بأي عقوبة أشد في القانون الجنائي لسنة 1991م يعاقب بالسجن لمدة لا تقل عن سنةٍ أو بالغرامة التي لا تقل عن خمسة ألف دينار سوداني(خمسين جنيهاً سودانياً) أو بالعقوبتين معاً كل شخصٍ يثبت تعامله في السوق بناءً علي معلوماتٍ غير معلنةٍ أو مفسحٍ عنها وكان قد علم بها بحكم منصبه. أو قيامه بنشر الشائعات حول وضع أي شركة والتأثير علي أسعار أسهمها ويشمل ذلك رئيس وأعضاء مجلس إدارة أي شركة أو مديرها أو نائبه أو موظفيها<sup>(1)</sup>

#### 16- سلطة إصدار اللوائح :-

تنص المادة (74) علي أنه يجوز للمجلس بموافقة وزير المالية أن يصدر اللوائح والقواعد والأوامر اللازمة لتنفيذ أحكام هذا القانون.

### المطلب الخامس : هيكل سوق الخرطوم للأوراق المالية:

إن إنشاء سوق الخرطوم للأوراق المالية أملت الظروف الاقتصادية الراهنة التي تتطلب ضرورة مساهمة القطاع الخاص من خلال جذب الأموال والمدخرات لهذا القطاع المهم وتسخيرها للاستثمار . إن الدور الكبير المنوط القيام به بواسطة هذا السوق يتطلب وجود الهياكل الإدارية والتنظيمية المتكاملة حتى تستوعب هذا المجهود المتعاظم.

أولاً : الهيكل الإداري :- يتكون الهيكل الإداري لسوق الخرطوم للأوراق المالية من الآتي :-

أ- عضوية السوق : تتمثل عضوية سوق الخرطوم للأوراق المالية في :-

1- بنك السودان والبنوك المرخصة ومؤسسات التمويل المتخصصة.

2- شركات المساهمة العامة.

3- الوكلاء (الوسطاء) المرخص لهم التعامل في الأوراق المالية.

(1) سوق الخرطوم للأوراق المالية.



4- أي سلطة محلية أو هيئة أو مؤسسة عامة مدرج قيد أوراقها المالية في السودان.

5- أي جهة حكومية ذات شخصية اعتبارية تطرح صكوكاً للاكتتاب العام.

تقوم هذه العضوية من خلال اجتماع الجمعية العمومية بمناقشة التقرير السنوي وتقرير هيئة الرقابة الشرعية واختيار أعضاء هيئة الرقابة الشرعية والمراجع القانوني ومناقشة نشاطات السوق المختلفة.

ب- مجلس إدارة السوق :-

يتكون مجلس السوق بموجب قرار من مجلس الوزراء ويتولى مسئوليات وسلطات الجمعية العمومية ويتم تكوينه علي النحو التالي :-

- 1- رئيس غير متفرق من ذوى المؤهلات العالية والخبرة في الاقتصاد والوسائل المالية.
- 2- محافظ بنك السودان.
- 3- المسجل التجاري العام.
- 4- المدير العام.
- 5- وكيل أول وزارة المالية.
- 6- ممثل للبنوك المرخصة.
- 7- ممثل لشركات التأمين.
- 8- ممثل لإتحاد أصحاب الصناعات.
- 9- ممثلي لإتحاد الغرف التجارية.
- 10- ممثل لشركات الوكالة العامة في السودان.
- 11- أربعة أعضاء من القطاع الخاص من ذوى الخبرة من العاملين في القطاعات الاقتصادية المختلفة.

تتمثل إختصاصات وسلطات هذا المجلس وفقاً لقانون سوق الخرطوم للأوراق المالية عام 1994م علي النحو التالي : يكون المجلس مسئولاً مسئوليةً كاملةً عن إدارة وتصريف شؤون السوق وتحقيق أغراضها ووضع السياسة العامة لها في إطار السياسات المالية والإقتصادية العامة والخطط لتسيير أعمالها وتنفيذها .

## سلطات مجلس الإدارة :

تتمثل سلطات المجلس في الآتي :-

- أ- إجراء الدراسات عن السوق في ظل الظروف السياسية والمالية والاقتصادية السائدة .
- ب- تحديد متطلبات نشرة الإصدار في السوق الأولية والإشراف علي إصدارات الأوراق المالية والموافقة عليها وطرحها للاكتتاب العام.
- ج- تنظيم شؤون السوق الإدارية والمالية وفقاً لما تحدده اللوائح والأوامر .
- د- وضع شروط تداول الأوراق المالية في السوق الثانوية.
- هـ- وضع شروط التسوية والتقاص فيما بين الوكلاء وفي ما بين الوكلاء وعملائهم وفي ما بين الوكلاء والسوق.
- و- وضع الشروط الخاصة بإيرادات السوق ونفقاتها والمصادقة علي الميزانية السنوية.
- ز- وضع شروط إدراج وإيقاف تداول الأوراق المالية في السوق الثانوية.
- ح- وضع شروط خدمة العاملين بالسوق.
- ط- وضع الهيكل التنظيمي للسوق وتحديد الإدارات والأقسام والشعب ووظائفها العامة.
- ي- ترخيص الوكلاء وتحديد عددهم وطبيعة أعمالهم وعدد ممثليهم.
- ك- تعيين المستشارين والخبراء في السوق وتحديد شروط استخدامه.
- ل- تحديد تعريف أمور الوكلاء من وقتٍ لآخر .
- م- تحديد عمولات السوق عن كافة عمليات التداول وتحويل وانتقال الأوراق المالية.
- ن- تحديد رسوم العضوية ورسوم ممارسة عمل الوكالة ورسوم دراسة ومراجعة نشرات الإصدار ورسوم قيد إدراج الأوراق المالية وبدلات الخدمات.
- س- الشطب النهائي للأعضاء والوكلاء وممثليهم المخالفين لأحكام هذا القانون واللوائح.
- ع- الموافقة علي الإقتراض والتمويل وتحديد حجمه وشروطه.
- ف- إجازة الموازنة السنوية التقديرية لإيرادات السوق ونفقاتها.
- ص- إمتلاك الأراضي والعقارات والآلات اللازمة لمزاولة نشاطات السوق.
- ق- وضع لائحةٍ داخليةٍ لتنظيم إجراءات الاجتماعات.
- ر- أي سلطاتٍ أخرى تقتضيها طبيعة عمل السوق.

ج-المدير العام : هو المنفذ الرئيسي لسياسة السوق والمسئول عن إدارة أعمالها والمنفذ لقرارات مجلس الإدارة وله صلاحيات متعددة مثل أنه الناطق الرسمي بإسم السوق وله أن ينشر أي بيانات أو تصريحات لتوضيح سياسة السوق وأهدافه.

ثانياً: الهيكل التنظيمي :-

يتكون الهيكل التنظيمي من خمس دوائر تتبع للمدير العام وهي :-

### 1-دائرة شؤون الشركات والإصدارات:

تتألف هذه الدائرة من ثلاثة أقسام :

ب- قسم إصدار الأوراق المالية : وتنقسم بدورها إلى شعبتين :-

- شعبة إصدار الأسهم.

- شعبة إصدار الصكوك.

وتقوم بدراسة نشرات والإصدار وصيغ الإعلان المعد للنشر وكل الأمور المتعلقة بمتابعة إجراءات طرح الأسهم والصكوك.

ت- قسم إدراج الشركات : ويتكون هذا القسم أيضاً من شعبتين هما :

- شعبة معلومات الإدراج.

- شعبة متابعة الإدراج.

يقوم هذا القسم بحفظ الوثائق والمستندات المتعلقة بالشركات المدرجة ومتابعة شركات المساهمة العامة وإدراجها إضافةً إلي القيام بالدراسات المبدئية.

### 2- دائرة الشؤون المالية والإدارية :-

تتألف هذه الدائرة من ستة أقسامٍ علي النحو التالي :-

أ- قسم شؤون الموظفين والمستخدمين : ينقسم هذا القسم بدوره إلي شعبتين هما :-

- شعبة الموظفين.

- شعبة المستخدمين.

يقوم هذا القسم بتأمين إحتياجات السوق من الموظفين والمستخدمين من حيث التعيين والترقيات والتنقل والإجازات والتحويل.....الخ.

ب- قسم الشؤون المالية : يهتم هذا القسم بالجانب المالي من حيث :-

1-مراجعة حساب العمولات.

2- مسك الدفاتر اليومية.

3- ضبط حركة حساب الوارد والمتصرف.

ينقسم هذا القسم إلى أربعة شعب رئيسية هي :-

أ- شعبة الإيرادات.

ب- شعبة النفقات.

ج- شعبة المحاسبة.

د- شعبة الصندوق.

هـ- قسم الكمبيوتر : يقوم هذا القسم بحوسبة جميع نشاطات السوق ومتابعة إجراءاتها.

و- قسم الديوان :-يقوم هذا القسم بالإرساليات من والي السوق كما يقوم أيضاً بأعمال النظافة والتجميل وخلافه.

ز- القسم القانوني :- يتولي هذا القسم الإستشارات القانونية بجانب إجراء عمليات التحويل التي تتم خارج القاعة وينقسم إلى شعبتين :

1- شعبة الدراسات والإستشارات القانونية.

2- شعبة تحويل الأوراق المالية.

و- شعبة العلاقات العامة :- يقوم هذا القسم بكافة الأنشطة التي تظهر السوق بوجهه المشرف كما يقوم بإعداد برامج الزائرين للسوق من داخل أو خارج السودان.

**3- دائرة شؤون الوكلاء والقاعة :-**

تتألف هذه الدائرة من قسمين هما :-

1- قسم شؤون القاعة ويتكون من شعبتين هما :

أ- شعبة مراقبة عمليات القاعة.

ب- شعبة الأسعار.

يقوم هذا القسم بضبط عمليات التداول وحركة الأسعار وإخطار المدير العام بحركة أسعار الأسهم والصكوك.

2- قسم شؤون الوكلاء : ويقوم بتنظيم علاقة الوكلاء فيما بينهم وعلاقتهم مع عملائهم ومدى ملاءمتهم المالية.

3- دائرة الدائرة الدراسات والأبحاث :

تنقسم هذه الدائرة إلي قسمين هما :

1- قسم الأبحاث والدراسات ويتألف من شعبتين هما :-

أ- شعبة الأبحاث الاقتصادية.

ب- شعبة الأبحاث المالية .

2- قسم المعلومات والبيانات : ويتألف من ثلاث شعبٍ هي :

أ- شعبة النشرات والكتب

ب- شعبة دراسات شركات المساهمة العامة.

ج- شعبة معلومات وإحصاء السوق.

تقوم هذه الدائرة بتجميع المعلومات والبيانات اللازمة وإجراء الدراسات والأبحاث المتعلقة بشركات المساهمة العامة وشركات الوكالة.

4- دائرة المراجعة الداخلية والتفتيش : -

تنقسم هذه الدائرة إلي قسمين هما :-

1- قسم المراجعة الداخلية والتنظيم يتكون من شعبتين هما :-

أ- شعبة مراجعة الموجودات والإيرادات والنفقات.

ب- شعبة التنظيم الداخلي .

هذا القسم يقوم بالفحص الدقيق للموجودات والإيرادات والنفقات وكشف المخالفات المختلفة.

2- قسم التفتيش : ويتألف من شعبتين هما :-

أ- شعبة تفتيش الوكلاء.

ب- شعبة تفتيش أقسام المساهمين.

يقوم هذا القسم بتفتيش شركات الوكالة المالية للتحقق من مدى إلتزامها بتطبيق الإجراءات

ومراجعة أقسام الأسهم بشركات المساهمة العامة والتأكد من إلتزامها بتعليمات السوق<sup>(1)</sup>.

(1) سوق الخرطوم للأوراق المالية.

## المبحث الثاني

### نشاطات سوق الخرطوم للأوراق المالية

#### المطلب الأول : نظم التداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية

هنالك شروطٌ يجب توفرها حتى يتم إدراج الأوراق المالية بالصورة التي تضمن كفاءة عمل السوق وتتعلق هذه الشروط بعدد مساهمي الشركات ورأس مالها وحقوق المساهمين والربحية والتأكد من وجود ميزانيات لمراجعتها وذلك لضمان حدٍ أدنى من التعامل في الورقة المالية التي أصدرتها الشركة.

أ- آلية العمل وإجراءات التداول :- إن سهولة فهم قواعد التداول ودقة صياغتها يمثلان أساس المتعاملين في عقد إتفاقٍ ناجحٍ يقود إلي رفع كفاءة السوق.

#### تتمثل إجراءات التداول في الآتي :-

1-مرحلة التفويض: هي المرحلة الأولى حيث يحول المساهم رغبته في امتلاك سهمٍ أو بيعه إلى إجراء تنفيذي حيث تقوم شركة الوساطة المالية باستلام التعليمات والأوامر المحددة من العميل بالبيع أو بالشراء للأوراق المالية وفقاً للتفويض المعلن من قبل سوق الخرطوم للأوراق المالية مثل عدد الأسهم المراد تداولها والسعر المطلوب والصلاحيات الممنوحة لشركة الوساطة المالية لسعر التنفيذ إضافة إلى الزمن المحدد للتفويض وتقوم شركة الوساطة بإثبات هذا التفويض علي النموذج المخصص لذلك.

2-مرحلة عرض الأوامر: تقوم شركة الوساطة المالية بتفريغ كل التفويضات المتعلقة بالبيع والشراء علي ألواح التداول المعدة لذلك كما يلي :-

1- الأوامر العادية:- يقوم الوسيط بكتابة الأمر علي اللوحة المخصصة لأسهم الشركة المعنية في جانب أوامر البيع أو الشراء حسب الواقع ويعرض الأمر للتنفيذ وفق الأسعار المناسبة حسب التفويض.

II- الأوامر الخاصة : لا نقل قيمة الأمر عن (200)، مائتي ألف دينار سوداني(ألفي جنيه سوداني) حيث يرغب العميل في شراء أو بيع كمية محددة من الأسهم وبالتالي لا يرغب في تجزئة الكمية المراد تنفيذها .

3- مرحلة تنفيذ الأوامر : بعد كتابة الأوامر علي ألواح التداول تبدأ عملية المزاد العلني للسعر بين الوسطاء للوصول إلي السعر المناسب للورقة المالية حيث يتم الإيجاب والقبول بين الوسطاء وبعد الإتفاق يتم شطب الأمر كتابةً عن قبول أمر الشراء أو أمر البيع.

4- مرحلة العقود والسجلات : تنقسم هذه المرحلة إلي ثلاثة خطوات:-

I- خطوة عقد القاعة :- بعد تنفيذ عملية الشراء أو البيع علي لوحة التداول تقوم شركات الوساطة بتعبئة نموذج عقد القاعة والذي يشمل الآتي :-

- أسهم الشركة أو الجهة المصدرة للورقة.
- سعر الورقة.
- عدد الأسهم المنفذة.
- قيمة الأسهم المنفذة الإجمالية.
- طبيعة المشترين والبائعين.

II- خطوة عقد التحويل :- يتم تفرغ تفاويض الشراء والبيع بجانب عقد القاعة علي عقد التحويل الذي يشتمل علي معلومات أساسية تتمثل في أسهم الشركة، وعدد الأسهم المباعة، والقيمة السوقية للسهم، والتنازل من المالك القديم للأسهم، وعنوانه، وهويته، وإسم المشترك وعنوانه وهويته.

ومن ثم يوثق العقد بواسطة سوق الخرطوم للأوراق المالية وشركة الوساطة المالية.

III- خطوة تغيير السجلات :- في هذه الخطوة يتم إرسال عقد التحويل إلي قسم الأسهم لتغيير سجل المساهمين وذلك بتخفيض عدد أسهم البائع وإضافته لحساب المشتري وإصدار أسعار انتقال ملكية الأسهم للمساهم الجديد.

5-مرحلة التسوية والتقاضي :- بما أن سوق الخرطوم للأوراق المالية يستند في تعاملاته إلي الشرع الحنيف فيقوم بتطبيق مبدأ التعامل "يداً بيد" دون اللجوء إلي البيع الآجل أو بيع ما لا يملك الفرد حتى لا يتعرض التعامل إلي البطلان أو مخالفة الشرع .

هنالك أربعة أساليب للتسوية والتقاضي هي :-

1- الأسلوب الأول: بين العميل وشركة الوساطة المالية :-

يقوم الوسيط بتحديد ثمن الأسهم من المشتري الذي فوضه بشرائها مقابل " سند تفويض" وذلك أثناء أو بعد جلسة التداول ويشمل ثمن الشراء قيمة الأسهم والعمولات والدمغة القانونية وهنالك ثلاث حالات لا يتم فيها الشراء وهي :-

أ- عدم وجود أسهم معروضة للبيع.

ب- ارتفاع قيمة الأسهم مقارنة مع القيمة المفوض بها الوسيط.

ج- إنتهاء أجل التفويض.

2- الأسلوب الثاني: بين البائع وشركة الوساطة المالية :-

تقوم شركة الوساطة المالية بإصدار شيك إلى البائع بقيمة الأسهم بعد خصم العمولات.

أيضاً هنالك ثلاث حالات لا يتم فيها البيع وهي :-

أ- عدم وجود عرض لشراء الأسهم.

ب- انخفاض أسعار الأسهم مقارنة مع التفويض الممنوح لشركة الوساطة المالية.

ج- إنتهاء أجل التفويض الممنوح لشركة الوساطة المالية.

3- الأسلوب الثالث: بين شركات الوساطة المالية بعضها البعض :-

بعد إكمال عملية بيع أو شراء أسهم بين الشركتين فيتم إجراء عملية التسوية بحضور مندوب سوق الخرطوم للأوراق المالية حيث يقوم الوسيط البائع بتسليم عقد التحويل مرفق مع شهادة ملكية إلى الوسيط المشتري مقابل شيك بالمبلغ الذي يتم به تنفيذ الأسهم علي ألواح التداول.



#### 4- شركة الوساطة المالية والسوق:-

تقوم شركة الوساطة المالية باستقطاع 20% من قيمة العملات المقدرة لصالح سوق الخرطوم للأوراق المالية وكذلك تقوم بتحصيل الدمغة القانونية من المشتري وتوريدها لصالح سوق الخرطوم للأوراق المالية الذي بدوره يقوم بتوريدها لديوان الضرائب.

يحتاج سوق الخرطوم للأوراق المالية مما سبق إلى مركز يتولى عمليات التسوية ويضم هذا المركز كافة أقسام الأسهم بشركات المساهمة العامة وإنشاء هذا المركز يساعد في عمليات التسوية والتقاضي بأسرع ما يمكن.

يقتصر نشاط سوق الخرطوم للأوراق المالية علي أسهم شركات المساهمة العامة والصكوك العامة التي تصدر بموجب قانون الصكوك وذلك لغرض الحصول علي الأموال لاستثمارها في أغراض هذه الشركات.

إن آلية شراء وبيع الأوراق المالية تتم عبر السوق الأولية والذي تجري فيه عمليات إصدار الأوراق المالية وطرحها للإكتتاب العام في إطار القوانين واللوائح والتعليمات والأعراف السائدة بجانب السوق الثانوية وهي السوق التي تتم فيها عمليات شراء الأوراق المالية وبيعها مباشرةً أو بالوكالة وتنقسم هذه السوق إلى قسمين :-

1- السوق النظامية.

2- السوق الموازية.

لكل سوقٍ من هاتين السوقين شروط إدراجٍ خاصةٍ بها، إلا أنها تعمل في الأساس علي عرض الأوامر الخاصة بالشراء، أو البيع علي ألواح التداول .

### **المطلب الثاني: نشاط السوق الثانوية:**

**أولاً :- نشاط قطاعات شركات المساهمة العامة :-**

بدأت حركة التداول في السوق الثانوية، بإدراج (24) شركة مساهمةٍ عامةٍ في مطلع العام 1995م.

الجدول رقم (2) يوضح عدد الشركات المساهمة، والصناديق الاستثمارية؛ المدرجة في السوق للفترة (1995م -2005م).

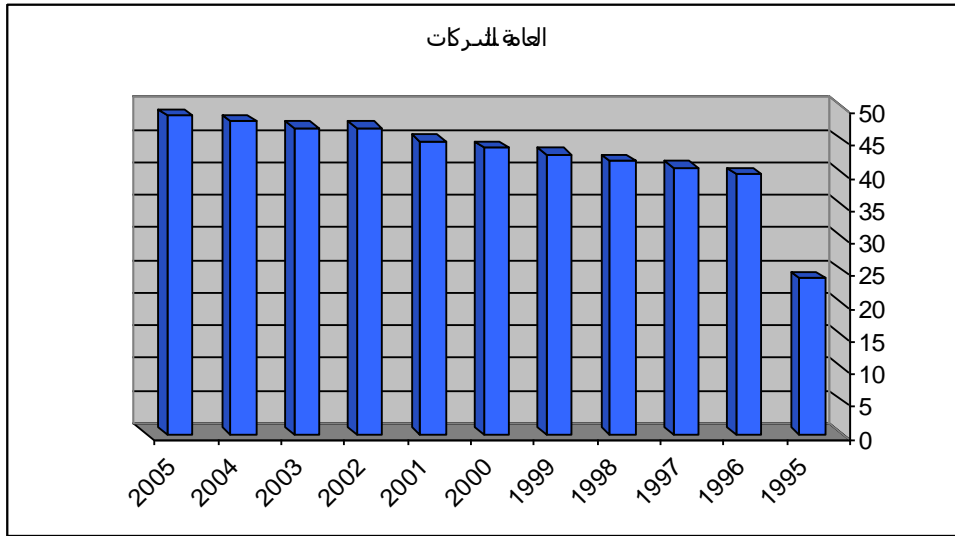
جدول رقم (2) عدد شركات المساهمة والصناديق الاستثمارية المدرجة في السوق للفترة 1995م-2005م.

2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995	العام
49	48	47	47	45	44	43	42	41	40	24	الشركات العامة
9	6	6	4	6	-	-	-	-	-	-	الصناديق الاستثمارية
	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	العام
	32	35	34	37	56	55	53	53	53	51	الشركات العامة
	21	22	27	23	25	34	34	28	19	16	الصناديق الاستثمارية

المصدر: سوق الخرطوم للأوراق المالية -تقارير سنوية 1995-2005م.

شكل رقم (2)

عدد شركات المساهمة العامة المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية  
للفترة (1995م-2005م)

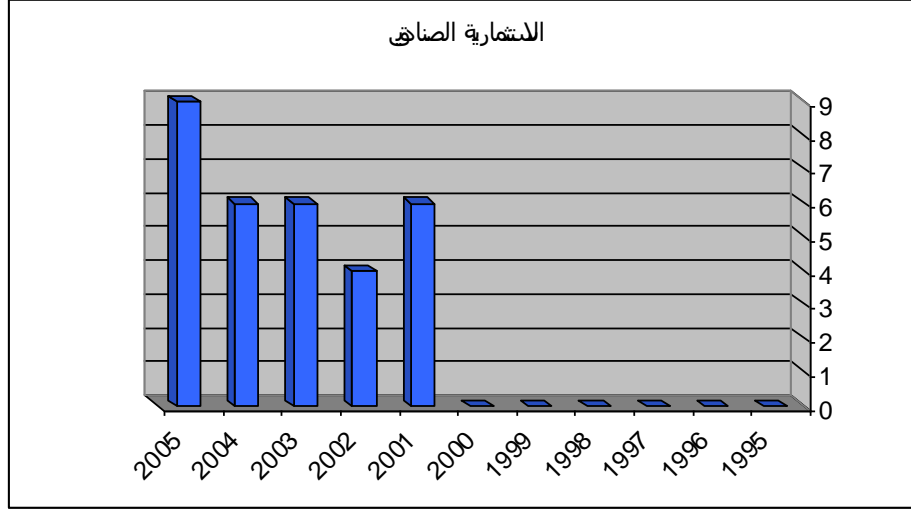


المصدر: إعداد الباحث

### شكل رقم (3)

عدد الصناديق الإستثمارية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق

المالية للفترة (1995م-2005م)



المصدر: إعداد الباحث

من الجدول رقم (2)، والشكل رقم (3)، يتضح أنه ومنذ العام 1995م؛ (أول عام لإنشاء سوق الخرطوم للأوراق المالية)؛ بدأ إدراج شركات المساهمة العامة بعد استيفائها لشروط الإدراج التي أقرها مجلس إدارة السوق بقرار رقم (5) للعام 1994م، حيث أدرج عدد (24) أربع وعشرين شركة مساهمة عامة في العام 1995م، ثم تم إدراج عدد (16) ست عشرة شركة في العام 1996م ليرتفع العدد إلى (40) أربعين شركة مساهمة عامة ثم توالي إدراج وتصفية الشركات سنوياً ابتداءً من العام 1997م لتكون النتيجة النهائية للإدراج، والتصفية، زيادةً بمعدل شركة مساهمة عامة واحدة سنوياً، حتى العام 2002م والذي أدرجت فيه شركتا مساهمة عامة، وبعد ذلك، توالى إزدياد عدد الشركات المدرجة، بشركة واحدة سنوياً حتى بلغ إجمالي عدد الشركات المدرجة (49) تسعاً وأربعين شركة مساهمة عامة، حتى العام 2005م.

كما نلاحظ ، أيضاً، من الجدول رقم (2) أيضاً والشكل رقم (2)، أنه بُدئ في إدراج الصناديق الإستثمارية ابتداءً من العام (2001م)، الذي شهد إدراج عدد (6) ستة صناديق إستثمارية، وفي العام (2002م)، تم إدراج صندوقين إستثماريين، أما في العام (2003م)، فقد تم إدراج صندوقين إستثماريين

أيضاً، وتمت تصفية صندوق إستثماري واحد، وفي العام (2004م)، تم إدراج عدد(3) ثلاثة صناديق إستثمارية، أما في العام (2005م)، فقد تم إدراج عدد(5) خمسة صناديق إستثمارية، وتمت تصفية صندوق إستثماري واحد؛ ليصبح العدد النهائي في العام (2005م)، عدد(9) تسعة صناديق إستثمارية.

لفائدة الدراسة فقد تم تصنيف هذه الشركات إلى قطاعاتٍ مختلفةٍ على النحو التالي :

#### -I- القطاعات التي تضم شركات المساهمة العامة والموضحة لكل قطاع:- أ/ القطاع المصرفي :

يتكون هذا القطاع من المصارف (شركات المساهمة العامة) الموضحة في الجدول رقم(3) أدناه:

#### جدول رقم (3)

المصارف السودانية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية وتاريخ إدراجها

المصرف	تاريخ الإدراج
السودان الفرنسي	ديسمبر 1994م
نيما للتنمية والاستثمار	ديسمبر 1994م
فيصل الإسلامي	ديسمبر 1994م
الإسلامي السوداني	ديسمبر 1994م
الثروة الحيوانية	أبريل 1996م
التضامن الإسلامي	ديسمبر 1994م
القضارف للاستثمار	يوليو 1998م
الغرب الإسلامي	فبراير 1994م
الاستثمار المالي	فبراير 1999م
التممية التعاوني	فبراير 2003م
الشمال الإسلامي	ديسمبر 1994م

أكتوبر 1995م	امدرمان الوطني
مارس 1996م	إيفوري
ديسمبر 1994م	السعودي السوداني
نوفمبر 1995م	المزارع التجاري
ديسمبر 1994م	العمال الوطني
يناير 2001م	النيل الأزرق
مايو 2003م	التنمية التعاوني
يونيو 2005م	السلام
2008	الرواد للتنمية والإستثمار
2010	النيل للأسمنت(ريك)المحدودة

المصدر: سوق الخرطوم للأوراق المالية، تقارير سنوية مختلفة.

## ب/ قطاع التأمين:-

قطاع التأمين من الشركات المذكورة أدناه:

1. شركة التأمينات العامة.
2. شركة السودانية للتأمين وإعادة التأمين.
3. شركة إعادة التأمين الوطنية.
4. شركة النيل الأزرق للتأمين.
5. شركة النيلين للتأمين.
6. شركة فوجا العالمية للتأمين.
7. شركة الوطنية للتأمين التعاوني.
8. شركة السلامة للتأمين.
9. شركة جوبا للتأمين.

## ج/ القطاعين الزراعي والصناعي:-

لقد تم إدراج هذين القطاعين معاً نسبةً لضعف التداول فيهما ولارتباطهما ببعضٍ حيث أن معظم الصناعات في السودان تعتمد إلى حدٍ كبيرٍ على المنتجات الزراعية كما أنهما لم يشهدا تداولاً كبيراً وذلك لضعف أداء الشركات وضعف رأسمالها وعدم تنويع قاعدة المساهمين في تلك الشركات.

#### الشركات المنضوية تحت لواء هذين القطاعين:

- 1- الشركة الوطنية للبترول.
- 2- شركة النيل للاسمنت.
- 3- شركة السجاير الوطنية.
- 4- شركة الخدمات الزراعية لمزارعي قصب السكر بالجنيد.

#### د/ القطاع التجاري

يتألف هذا القطاع من الشركات المذكورة أدناه:-

- 1- شركة الصمغ العربي.
- 2- شركة السودان للحبوب الزيتية.
- 3- شركة السودان للشاي.
- 4- شركة العاصمة القومية للاستثمار.
- 5- شركة المخابز التجارية.
- 6- شركة كروف للتنمية و التجارة.
- 7- شركة كرمة التجارية.
- 8- شركة الضعين للتنمية والاستثمار.

#### ه- قطاع أخرى:-

يتألف هذا القطاع من الشركات المذكورة أدناه:-

- 1- الشركة السودانية للاتصالات (سوداتل).
- 2- شركة التنمية الإسلامية.
- 3- شركة السينما السودانية.
- 4- شركة النيل الأبيض القابضة.
- 5- الشركة السودانية الكويتية للنقل البري.

6- شركة المهاجر العالمية للاستثمار.

7- شركة الرأي العام للصحافة والنشر.

8- شركة الإعلاميات المتعددة.

9- شركة الرواد.

10- شركة الأسواق الحرة.

ولأغراض البحث نتعرض لشركات المساهمة العامة حسب القطاعات المذكورة.

## أ/ قطاع المصارف:-

يعتبر القطاع المصرفي أكثر القطاعات تداولاً للأسهم ولكنه تأثر سلباً بسياسات البنك المركزي الخاصة بتوفيق أوضاع البنوك.

تقوم الملامح الأساسية لمشروع توفيق أوضاع المصارف على الآتي :-

### I- الإصلاح المالي:-

يتمثل الإصلاح المالي في الآتي :

1. كفاية رأس المال وفق معايير لجنة بازل لتكييفها حتى تتماشى مع طبيعة الجهاز المصرفي السوداني.
2. إدارة وكفاية السيولة والسلامة المصرفية.
3. تعبئة الموارد والتأكد من حسن استغلالها.
4. وضع نظام موحد لتصنيف الديون والتحوط لها بتكوين المخصصات اللازمة.
5. العمل على تقليل مخاطر التمويل والإستثمار.
6. سياسة حساب توزيع الأرباح وعلاقتها بمراد البنك ومبدأ العدالة وتوظيفها لبقية المراد داخل الجهاز المصرفي.
7. سياسة فتح وإقفال وتغير مواقع فروع البنك وممارسة العمل المصرفي خارج السودان.
8. تعهد المصارف الأجنبية داخل السودان بمقابلة التزامات وتعهدات تلك الفروع.
9. إعداد الحسابات الختامية.

### II- الإصلاح الفني والإداري

يتمثل الإصلاح الفني والإداري في الآتي :-

1. توحيد النظم المحاسبية والمصطلحات والأخذ بنموذج هيئة المحاسبة المالية للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية بعد بلورته في صورته النهائية.
2. تحسين نظم جمع وتحليل المعلومات باستخدام الحاسوب وتحديث نظم القرارات والمتابعة.
3. إنشاء وحدات خاصة بتدريب الكوادر المصرفية والتدريب على أعمال التفتيش الداخل وفق المواصفات العالمية.
4. وضع تصور متكامل للهيكل الإداري والوصف الوظيفي.
5. تحديد السلطات والصلاحيات والمسئوليات المالية والإدارية ومعايير الكفاءة ونظم إتخاذ القرارات.
6. رفع كفاءة الخدمات المصرفية وتنويعها وإنشاء أقسام لتسويق الخدمات المصرفية لاستقطاب العملاء.

### III- الإصلاح القانوني :-

يشتمل الإصلاح القانوني على الآتي

1. تحويل جميع المصارف والمؤسسات المالية في السودان إلي شركات مسامة عامة مع تحديد المدى الزمني للتنفيذ .
  2. مراجعة عقود ولوائح تأسيس المصارف مع ما يتماشى والسياسات المعلنة وقانون تنظيم العمل المصرفي لعام (1991م) .
- 1/ الأسهم المتداولة في القطاع المصرفي:-
- يحظى القطاع المصرفي بالنصيب الأكبر من حيث عدد الأسهم المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية في الفترة (1995م- 2005م).
- الجدول رقم (4) يوضح عدد الأسهم المتداولة بالقطاع المصرفي مقارنة بعدد تداول الأسهم في سوق الخرطوم للأوراق المالية.



جدول رقم (4)

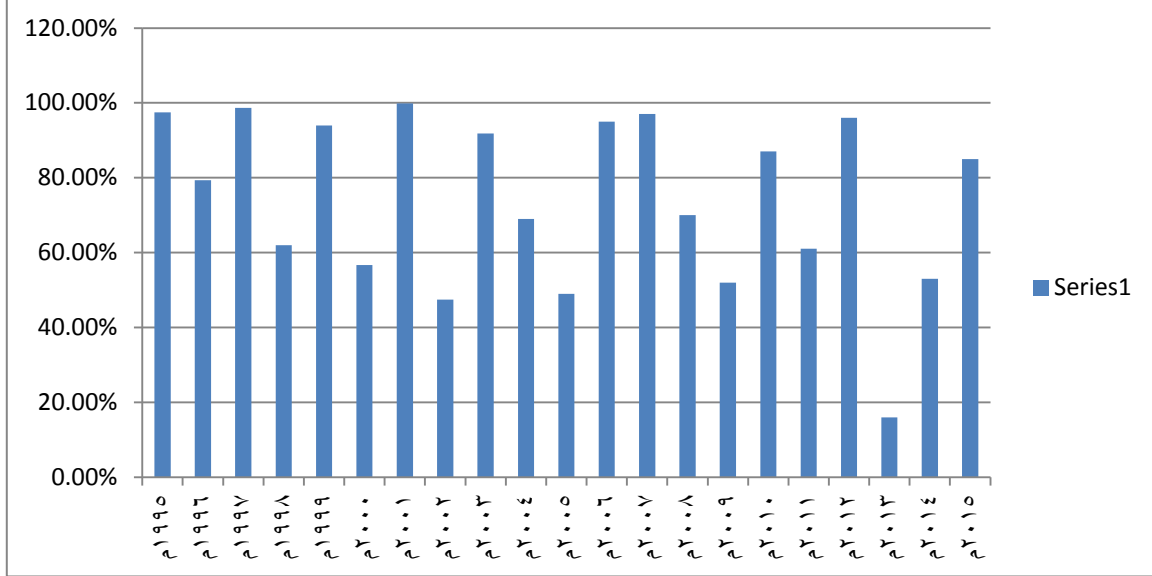
عدد الأسهم المتداولة بالقطاع المصرفي مقارنة بعدد تداول الأسهم في سوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة  
(1995م-2015م)

نسبة الأسهم المتداولة إلي إجمالي الأسهم	عدد الأسهم المتداولة في القطاع المصرفي	السنة	نسبة الأسهم المتداولة إلي إجمالي الأسهم	عدد الأسهم المتداولة في القطاع المصرفي	السنة
%95	7,146,344,559	2006م	%97.5	112,855,157	1995م
%97	9,283,037,157	2007م	%79.3	19,770,251	1996م
%70	195,786,403	2008م	%98.7	162,645,702	1997م
%52	85,025,219	2009م	%62	7,201,036	1998م
%87	144,345,968	2010م	%93.95	186,606,947	1999م
%61	64,428,590	2011م	%56.7	8,000,000	2000م
%96	165,181,664	2012م	%99.9	8,760,543,178	2001م
%16	12,521,586	2013م	%47.4	1,926,566,276	2002م
%53	92,549,978	2014م	%91.8	8,950,989,510	2003م
%85	230,834,204	2015م	%69	1,506,397,306	2004م
			%49	848,351,042	2005م

المصدر: سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقارير السنوية 1995م-2015م

الشكل رقم ( 4 )

نسبة الأسهم المتداولة في القطاع المصرفي إلى إجمالي  
الأسهم المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة (1995م-2015م)



المصدر: الباحث

نلاحظ التطور الكبير الذي شهده تداول الأسهم في سوق الخرطوم للأوراق المالية، ممثلاً في شركات القطاع المصرفي، كما نلاحظ أن القطاع المصرفي حظي بنسبة عالية بلغت في المتوسط 81.4% من إجمالي حجم الأسهم المتداولة في السوق كما أنه استطاع أن يحقق نسبة 96% خلال العام 2012م بل حقق هذا القطاع نسبة 85% في آخر سنة للدراسة أي عام 2015م، مما يعكس الرغبة الكبيرة للمستثمرين لتوظيف أموالهم في هذا النوع من الإستثمار كما يعني ضمناً التأثير الكبير على النشاط الإقتصادي بعد جذب هذه المدخرات وإعادة توظيفها في الأنشطة الإقتصادية المختلفة. عموماً يمكن القول بأن القطاع المصرفي حقق معدلات إيجابية خلال سنوات الدراسة مما مكنه بأن يكون ضمن أفضل القطاعات بسوق الخرطوم لأنه تتدرج تحت لوائه شركات ذات رؤوس أموال ضخمة فضلاً عن أنها تتمتع بسمعة طيبة بالسوق مكنها من جذب كثير من المستثمرين.

## 2/ حجم التداول بالدينار السوداني في القطاع المصرفي

إن حجم التداول بالدينار يوضح القيمة النقدية لعدد الأسهم المتداولة يوضح بأن نسبة إجمالي حجم التداول في قطاع البنوك مقارنة بحجم التداول الكلي لم تتعد 6% ويرجع ذلك للأسباب الآتية :-

1. إنخفاض قيمة الأسهم المتداولة لدى الجهاز المصرفي رغم أن حجم الأسهم المتداولة في الجهاز المصرفي بلغ أعلى نسبة لإجمالي حجم الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية حيث بلغ نسبة 4،81%.

2. إرتفاع حجم التداول في القطاع المصرفي للأعوام 2002م إلى 2005م إلا أنه يعادل نسبةً ضئيلةً من إجمالي حجم التداول حيث تراوحت بين 1% - 3،16% مما أثر سلباً على إجمالي نسبة التداول في القطاع المصرفي إلى أجمال التداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية .

3. عدد المصارف التي تكونت منها شركات المساهمة العامة للقطاع المصرفي بلغ (19) تسعة عشر مصرفاً مما يعد عدداً كبيراً ويغطي معظم المصارف العاملة في السودان في تلك الفترة.

4- كانت أعلى نسب في حجم التداول للقطاع المصرفي مقارنةً بحجم التداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية في الأعوام 1995م، 1996م، 1997م حيث بلغت 94%، 82% و 62% على التوالي وبدأت النسبة في الانخفاض منذ العام 1998م. وذلك لتأثر القطاع المصرفي بسياسة توفيق أوضاع المصارف والتي أصدرها بنك السودان المركزي وتقضي بأن ترفع المصارف رأسمالها إلي ثلاثة مليار دينار في فترة لا تتجاوز ثلاث سنواتٍ من فترة تنفيذ البرنامج عام 1998م .  
مما جعل المصارف لم تتمكن من تنفيذ ذلك البرنامج الأمر الذي جعلها معرضةً إلي عقوباتٍ تتمثل في الآتي:-

1- الغرامات.

2- الدمج مع بنكٍ أو بنوكٍ أخرى .

3- التصفية.

2- العقود المنفذة بواسطة القطاع المصرفي:-

رغم إنتشار المصارف بصورةٍ كبيرةٍ، ورغم إحتلالها مساحةً كبيرةً في سوق الخرطوم للأوراق المالية إلا أن عدد العقود المنفذة طيلة الفترة 1995م - 2005م بلغ 5064 عقداً مقارنةً بعدد 20401 عقداً عبارة عن إجمالي عدد العقود المنفذة في سوق الخرطوم للأوراق المالية أي بنسبةٍ بلغت 24.8%.

جدول رقم (5)

عدد العقود المنفذة بقطاع المصارف مقارنةً بعدد العقود المنفذة في سوق الخرطوم للأوراق المالية الفترة  
1995م - 2015م

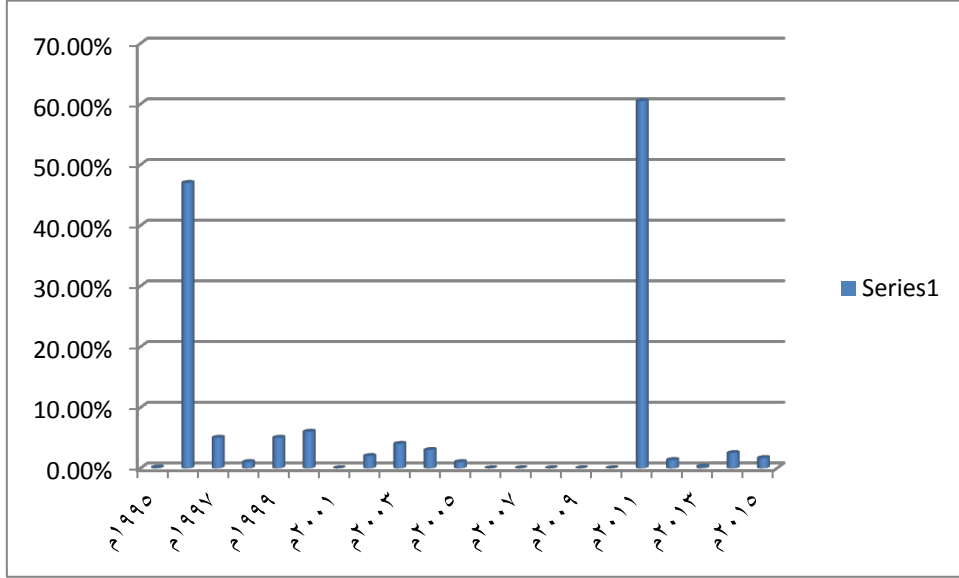
السنة	عدد العقود المنفذة في القطاع المصرفي	نسبة عدد العقود المنفذة إلى إجمالي عدد العقود	السنة	عدد العقود المنفذة في القطاع المصرفي	نسبة عدد العقود المنفذة إلى إجمالي عدد العقود
1995م	951	%59.2	2006م	805	%13.8
1996م	730	%58.4	2007م	926	%13
1997م	437	%58.5	2008م	1,110	%13
1998م	399	%50.4	2009م	695	%8.61
1999م	469	%50.5	2010م	515	%26
2000م	255	%27	2011م	588	%7.47
2001م	258	%20.8	2012م	398	%3.13
2002م	462	%17.9	2013م	285	%1.70
2003م	364	%11.7	2014م	336	%1.50
2004م	410	%11.6	2015م	545	%1.88
2005م	329	% 9			

المصدر:- سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقارير السنوية 1995م-2015م.

شكل رقم (5)

نسبة العقود المنفذة في القطاع المصرفي إلى إجمالي

العقود المنفذة في سوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة (1995م-2015م)



المصدر: إعداد الباحث

من الجدول رقم (5)، والشكل رقم(5) نلاحظ أن إجمالي العقود المنفذة بواسطة القطاع المصرفي خلال الفترة 1995م - 2015م حققت إقبالاً كبيراً من العملاء أول عاميين من الدراسة، من حيث عدد العقود المنفذة، ثم بدأ التناقص في العام الثالث 1997م، رغم أن النسبة حدثت فيها زيادةً طفيفةً عما كانت عليه في العام 1996م حيث حققت أعلى نسبة 60% خلال العام 2011م، لكنها سرعان ما بدأت تتراجع خلال الأعوام الأخيرة من عمر الدراسة ويعود ثبات النسبة رغم انخفاض عدد العقود المنفذة إلي تزامن انخفاض عدد العقود المنفذة في القطاع المصرفي مع انخفاض عدد العقود المنفذة في سوق الخرطوم للأوراق المالية. ثم بدأ العدد في التذبذب بين التزايد والتناقص، حتى العام الأخير 2015م. رغم هذه الزيادة التي حدثت في الأعوام (1996م و2011م) إلا أن هذه الأرقام للفترة المذكورة تعتبر ضعيفةً إذا ما قارناها بحجم تداول الأسهم لنفس الفترة ويرجع السبب في ذلك إلي أن هنالك صفقاتٍ كبيرةً من الأسهم يتم تنفيذها بواسطة أشخاصٍ محددين . كما أن كبر حجم الصفقة ليس مؤشراً لضخامة حجم التداول بالأسهم، ولكن ذلك يرجع إلي اختلاف أسعار الأسهم حيث أن هنالك القيمة السوقية (سعر الإغلاق) والقيمة الاسمية التي

أصدرت بها الأسهم أما القيمة السوقية فهي القيمة التي يباع بها السهم (سعر الإغلاق) وربما تختلف عن القيمة الإسمية حسب بعض التغيرات التي ذكرت في صدر الرسالة .

جدول رقم (6)

عدد الأسهم المتداولة في القطاع المصرفي حسب القيمة الإسمية والسوقية للسهم للفترة (1995م-2005م).

اسم المصرف	عدد الأسهم المتداولة	القيمة الاسمية للسهم (دينار)	القيمة السوقية لعام 2005م	المؤشر
التضامن الإسلامي	937,144,63	100.00	76.00	سالب
السوداني الفرنسي	935,887,349,55	0.15	2.00	موجب
العمال الوطني	475,520,394	10.00	8.40	سالب
السعودي السوداني	457,348,161	5.00	40.00	موجب
الإسلامي السوداني	209,061,435,27	0.11	2.00	موجب
الشمال الإسلامي	479,667,41	100.00	100.00	متعادل
فيصل الإسلامي السوداني	421,223,834,7	1.00	1.10	موجب
المزارع التجاري	614,043,30	100.00	55.00	سالب
الثروة الحيوانية	340,755,617	10.00	9.50	سالب
القضارف للاستثمار	612,760,41	10.00	6.00	سالب
الاستثمار المالي	058,998,105	100.00	115.00	موجب
امدرمان الوطني	833,083,10	1000.00	1185.00	موجب
إيفوري	092,793,40	100.00	30.00	سالب
النيل الأزرق	983,414,16	594000.00	186.64	سالب

التممية التعاوني الإسلامي	104,739,422,7	1.00	1.00	متعادل
المجموع	549,442,565.99			

المصدر: سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقارير السنوية (1995م-2005م).

من الجدول رقم (6)، نلاحظ أن هنالك بعض المصارف لم يرد ذكرها وذلك يرجع إلي

سببين :-

- 1- إما أنها حديثة الإنشاء، أي تم إنشاؤها أثناء فترة الدراسة، أولم يغط نشاطها هذه الفترة.
  - 2- أو توقف نشاطها قبل إكمال فترة الدراسة. كما نلاحظ من الجدول أيضاً أن عدد (6) ستة من المصارف سجلت القيمة السوقية لأسهمها (سعر الإغلاق) مؤشراتٍ موجبةً أي أن سعر السهم السوقي للعام (2005م) تجاوز سعر السهم الإسمي عند الإكتتاب ويلاحظ أيضاً أن عدد (7) سبعة مصارفٍ (أي نسبة 47% من المصارف المذكورة) لم يتجاوز سعر السهم السوقي (سعر الإغلاق) للعام 2005م سعر السهم الإسمي. ويرجع ذلك إلي ضيق نطاق الإستثمار وتخوف بعض المستثمرين من مخاطر الاستثمار الأمر الذي الغي بظلاله علي نشاط سوق الخرطوم للأوراق المالية. هنالك مصرفان (13% من المصارف المذكورة) كانت مؤشرات سعر الإغلاق متعادلةً أي يتساوي سعر الإغلاق مع السعر الإسمي للسهم. كما نلاحظ أن معظم الأسهم المتداولة تركزت لدى مصرفٍ واحدٍ هو البنك السوداني الفرنسي حيث بلغ عدد الأسهم (935,887,349,55) سهماً أي ما يعادل 56% من إجمالي الأسهم المتداولة للفترة المذكورة ويرجع السبب في ذلك إلي أن هذا المصرف شهد بعض عمليات التداول الكبيرة التي تمت بغرض ترتيب أوضاع أحد المساهمين الذي قام بتجميع نصيبه من الأسهم البالغ قيمتها (8) مليار دينارٍ في شركةٍ قابضةٍ .
- كما أن تطبيق سياسات توفيق أوضاع المصارف، التي تحدثنا عنها سابقاً، إضافةً إلي عدم خبرة إدارات المصارف الكافية في إستثمار الأموال، وضعف مقومات أسواق المال بالسودان، يعد من الأسباب الرئيسية في ذلك.

بالرغم من أن القطاع المصرفي يمثل مرتبةً متقدمةً من حيث التداول في عدد الأسهم وحجم المبالغ المدفوعة، إلا أن هنالك بعض المصارف لم تتناسب إدارتها مع متطلبات وأهداف الجهاز

المصرفي ودوره في التنمية الاقتصادية مما إنعكس سلباً علي دور السياسة المالية في تطور أسواق المال ولذلك لابد من إنشاء مصارفٍ سودانيةٍ مؤهلةٍ قادرةٍ علي استيعاب وتنفيذ كل أهداف السياسات المصرفية والسياسات المالية المنوط بها القيام بها وتكون أكثر مواءمةً ومسايرةً للتطور الاقتصادي الذي يشهده العالم خاصةً بعد الخلل الذي أصاب الاقتصاد العالمي بُعيد إنهيار منظومة الدول الاشتراكية وهيمنة النظام الرأسمالي وأصبح الاقتصاد العالمي يتمثل في اقتصاد الدول الرأسمالية الكبرى والذي سيكون أكثر حساسية مع الأزمات الاقتصادية العالمية .

## ب/ نشاط قطاع التأمين :

### 1- عدد الأسهم المتداولة في قطاع التأمين

يمتاز قطاع التأمين بالأهمية المتعاظمة في مختلف الجوانب الاقتصادية خاصةً مع تسارع الخطي نحو التنمية والتطور الاقتصادي حيث بدأت المفاهيم التقليدية للحماية الاجتماعية بالتغير من مستوي الحماية العائلية إلي مستوي حماية تأمينية تستخدم فيها عقود تأمينٍ حديثةٍ ومتعددةً.

أصبح قطاع التأمين في السودان من القطاعات الرائدة التي تلعب دوراً إستراتيجياً حيث انه أصبح بشكل حلقة وصلٍ بين الإدخار لدي المؤسسات والتمويل الذي تحيط به المخاطر .

الجدول رقم(7)، يوضح عدد الأسهم المتداولة في قطاع التأمين مقارنةً بعدد الأسهم

المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة (1995م-2005م).

جدول رقم(7)

عدد الأسهم المتداولة في قطاع التأمين مقارنة بعدد الأسهم المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة

(1995م-2015م)

العام	عدد الأسهم المتداولة في قطاع التأمين	نسبة عدد أسهم القطاع إلي أسهم السوق	العام	عدد الأسهم المتداولة في قطاع التأمين	نسبة عدد أسهم القطاع إلي أسهم السوق
1995م	139086	0.12 %	2006م	1,797	-
1996م	116154	.47 %	2007م	8,039,661	0,09%
1997م	75790	.05 %	2008م	77,964	0,03%



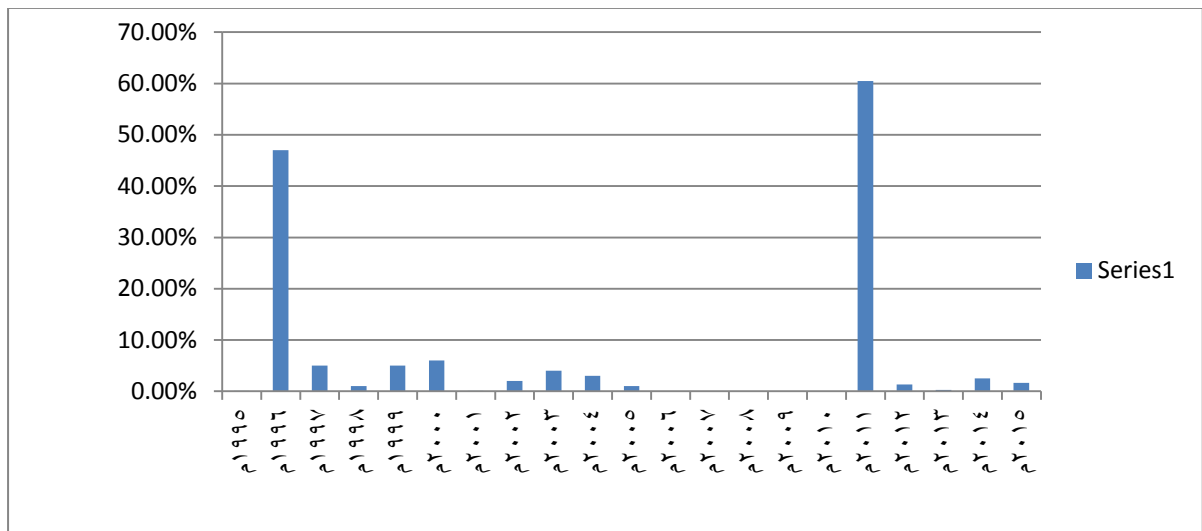
%0,10	168,890	م2009	% .1	116865	م1998
%0,08	33,891	م2010	% .005	9827	م1999
%60.50	64,428,590	م2011	% .6	84969	م2000
%1.34	165,181,644	م2012	%0.00044954	39420	م2001
%0.25	12,521,586	م2013	% .00002	6704	م2002
%2.50	92,549,978	م2014	% .00000004	403	م2003
%1.67	230,834,204	م2015	% .000003	7380	م2004
			% .000001	2091	م2005

المصدر: سوق الخرطوم للأوراق المالية :- التقارير السنوية (1995م-2015م)

شكل رقم (6)

نسبة عدد الأسهم المتداولة في قطاع التأمين

إلى إجمالي عدد الأسهم المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة (1995م-2015م)



المصدر: إعداد الباحث

جدول رقم (8)

ترتيب قطاع التأمين حسب عدد الأسهم المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة (1995م-

2005م)

لسنة	1995م	1996م	1997م	1998م	1999م	2000م	2001م	2002م	2003م	2004م	2005م
القطاع	التأمين	التأمين	التأمين	التأمين	التأمين	التأمين	التأمين	التأمين	التأمين	التأمين	التأمين
التأمين	الثاني	الثاني	الرابع	الأول	الرابع	الرابع	الخامس	الخامس	الخامس	الخامس	الخامس

المصدر: إعداد الباحث

من الجدول رقم (7)، والشكل رقم (6)، نلاحظ أن أفضل الأعوام تداولاً للأسهم هو العام 2011م ويليه العام 1995م، (العام الثاني هو الأول لنشاط السوق) ثم يليه العام (1998م)، ثم العام (1996م)، وأن العام (2003م)، يعتبر الأسوأ حيث لم يتجاوز عدد الأسهم المتداولة فيه (403) كما نلاحظ أن أفضل الأعوام نسبةً في التداول هو العام (2000م)، يليه العام (1996م)، ثم الأعوام، (1995م)، (1998م)، (1997م)، (1999م)، على التوالي. أما الأعوام؛ (2001م-2015م) باستثناء العام (2011م) فنسبة التداول فيها ضعيفة جداً.

نخلص من ذلك إلى أن نسبة التداول في عدد الأسهم لشركات التأمين مقارنةً بعدد الأسهم في سوق الخرطوم للأوراق المالية ضعيفة جداً ولم تتجاوز 1% طيلة فترة العشرين عاماً (فترة الدراسة) ويعود ذلك إلى الأسباب الآتية :-

1/ عدد الأسهم المتداولة بشركات التأمين قليلٌ وذو قيمةٍ تاريخيةٍ أي أنها مرتبطةً بشركات التأمين ذات السمعة الجيدة وهي محدودة العدد.

2/ تركيبة المساهمين في معظم شركات التأمين تأخذ الطابع الأسري حيث لا يتجاوز عدد المساهمين في بعض الشركات (15) خمسة عشر مساهماً مما انعكس أثر ذلك، سلباً، على عدد الأسهم المتداولة وحجم التداول في هذه الشركات.

3/ الفتوى التي صدرت بعدم جواز توزيع الأرباح علي حملة الأسهم لبعض الشركات.

الجدول رقم (9) يوضح عدد الأسهم المتداولة في قطاع التأمين والقيم السوقية والإسمية للأسهم في فترة الدراسة (1995م-2005م).

جدول رقم(9)

عدد الأسهم المتداولة في قطاع التأمين والقيم الإسمية والسوقية للأسهم للأعوام (1995-2005م).

المؤشر	القيمة السوقية للسهم إغلاق (2005م)	القيمة الاسمية للسهم بالدينار	عدد الأسهم المتداولة	اسم الشركة
موجب	350	1	370849	التأمينات العامة
موجب	10	.5	167944	السودانية للتأمين وإعادة التأمين
موجب	200	10	46071	إعادة التأمين الوطنية
موجب	50	1	5462	النيل الأزرق للتأمين
سالب	60	100	1528	النيلين للتأمين
سالب	.6	1	1528	فوجا العالمية للتأمين
موجب	175.2	100	1528	الوطنية للتأمين التعاوني
موجب	1044.7	1000	1528	السلامة للتأمين للتأمين
موجب	401.6	5	5260	جوبا للتأمين
			<b>597114</b>	<b>الجملة</b>

المصدر: سوق الخرطوم للأوراق المالية : تقارير سنوية مختلفة

نلاحظ من الجدول رقم (11)، أن سبع شركات تأمين تجاوزت قيمة السهم السوقية (سعر الإغلاق 2005م) قيمة السهم الإسمية ومن أبرز هذه الشركات شركة جوبا للتأمين التي تجاوزت سعر السهم السوقية (401.1) دينار سعر السهم الإسمي (5) خمسة دینارات، ثم شركة التأمينات العامة وبقية الشركات ويرجع ذلك إلى جذب هذه الشركات للمستثمرين بسبب سمعتها ومكانتها وموقفها المالي . هنالك (3) ثلاث شركات لم تشهد أسهمها تداولاً إلا في الفترة الأخيرة بعد العام (2002م)، ولذلك لم تكن المقارنة بعدد الأسهم واقعية ولكن رغم تأخير التداول إلا أن بعضها سجل مؤشرات موجبة مثل الشركة الوطنية للتأمين التعاوني.

يتفاوت حجم المبلغ من عام لآخر وفقاً لكثيرٍ من الأسباب مثل عدد وقيمة الأسهم المتداولة واستعداد المستثمرين للإستثمار في أسهم شركات التأمين والموقف والمركز المالي لتلك الشركات فضلاً عن السياسات المالية التي تصدرها الدولة من وقتٍ لآخر.

أن أفضل عام يتم فيه التداول هو العام 1998م، من حيث النسبة، وعدد الأسهم المتداولة، حيث إحتل قطاع التأمين المرتبة الأولى علي مستوي القطاعات المختلفة ويرجع ذلك إلى حجم الصفقات الضخمة التي نفذتها شركة التأمينات العامة "سودان"، ويرجع ذلك أيضاً إلى ما تمتلكه هذه الشركة، من أصولٍ عقاريةٍ ضخمةٍ .

أما في الأعوام التالية؛ (1999م - 2005م)، فقد شهد قطاع التأمين تدهوراً مريعاً في حجم التداول حيث أن نسبة حجم التداول في القطاع إلى حجم التداول الكلية لم تبلغ الوحدة (الواحد الصحيح) وبلغت جزءاً من ألف في الأعوام في فترة (2003م - 2005م)، ويحتاج الأمر إلى ترتيب أوضاعٍ كثيرٍ، من شركات التأمين، كما أن ثقة المستثمرين في شركات التأمين بدأت في الإضمحلال، خاصةً، بعد ظهور شركاتٍ أكثر قوةً ومثانةً في مركزها المالي مثل شركة سودانل (الشركة السودانية للمناطق والأسواق الحرة) ... الخ

### ج - نشاط القطاعين الزراعي والصناعي :-

يعتبر السودان من أكبر الدول الأفريقية والعربية في مجال المقومات الزراعية والصناعية. ومنذ العقد الأخير من القرن الماضي، وبعد تطبيق سياسات التحرير

الاقتصادي في السودان، ظل سوق الخرطوم للأوراق المالية يسعى لإحداث نهضةٍ صناعيةٍ زراعيةٍ شاملةٍ وذلك لبلوغ الأهداف الآتية:-

1- تحقيق الاستقرار والأمن للمواطنين.

2- الدولة مسؤولةٌ مسؤولةً مباشرةً لتحقيق الأمن الغذائي، ولا يتأتى ذلك إلا من خلال تحقيق النهضة الزراعية والصناعية الشاملة .

3- تحريك جمود النشاط الاقتصادي، المرتبط بالأنشطة الزراعية، والصناعية المختلفة.

4- تحقيق السلام، ومواكبته بتنميةٍ زراعيةٍ صناعيةٍ سريعةٍ ومتوازنةٍ، لكل الولايات .

5-السودان مطالبٌ،، في ظل العولمة وفتح الأسواق، وتدفق السلع، برفع الكفاءة الإنتاجية، والمقدرة التنافسية، وذلك عن طريق النقلة التكنولوجية، وإستغلال الميزات النسبية، للمناطق المختلفة في الدولة

6-وفاء السودان بالتزاماته، ضمن المجموعة الدولية، وأهداف قمة الألفية، (1996م)، بتخفيض نسبة الفقر بنحو 50% بحلول العام (2015م).

7-دخول البترول في الإقتصاد السوداني، يتعين توظيفه لدعم التطور الاقتصادي المستدام من خلال التطور الزراعي، والصناعي، وتفادي الآثار السالبة.

لكل ما ذكر، وخلافه فإن السودان يسعى إلى إحداث نهضة زراعية صناعية شاملة ويتم ذلك من خلال ربط القاعدة الزراعية الضخمة التي يتميز بها السودان بعجلة التصنيع وخاصةً الزراعي حيث أكدت السياسات التي وضعت في برنامج الإستراتيجية القومية الشاملة (1992م -2002م) علي أن القطاع الصناعي يستمد دوره الإنمائي وأهميته الإستراتيجية من مساهمته في النهضة الزراعية الكبرى في السودان إلا أن السودان لا زال يعاني من بطء تطوير البنية التحتية التي تمكن من إجراء الثورة الزراعية أو الصناعية .

رغم أن سياسة تشجيع الإستثمار المتمثلة في الميزات والإعفاءات والرسوم الجمارك والضرائب بالإضافة إلى منح الأراضي الصناعية بأسعار تشجيعية رغم كل ذلك إلا أن الصناعة لا تزال تعتمد علي الصناعات التحويلية الصغيرة كما أن الدولة ، وبالرغم من الوعي المتنامي بدور الصناعات والمشاريع الزراعية، تضع يدها علي أكبر المشروعات الصناعية خاصة صناعة الكهرباء والسكر والبترول...الخ كما أنها تضع يدها علي أكبر المشاريع الزراعية ،مثل مشروع الجزيرة ، المناقل، ...الخ. الأمر الذي قلل من تنافس الشركات الكبيرة في هذا الشأن . نتيجةً لكل ما ذكر، فإن سوق الخرطوم للأوراق المالية تأثر سلباً بهذين القطاعين، حيث أنه توجد بسوق الخرطوم للأوراق المالية، فقط، أربعة شركات مدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية، عن القطاعين؛ الزراعي والصناعي؛ منها، شركتان صناعيتان مدرجتان في سوق الخرطوم للأوراق المالية، وشركتان زراعتان أيضاً مدرجتان في سوق الخرطوم للأوراق المالية، الأمر الذي يتطلب تشجيع قيام شركات مساهمة

أكثر، تعمل في القطاعين؛ الزراعي، والصناعي، كلٌ علي حده وذلك حتى تلبية حاجات النهضة الزراعية والصناعية الشاملة التي تضمنتها سياسة التحرير الإقتصادي في العقد الأخير من القرن الماضي.

جدول رقم (10)

عدد الأسهم المتداولة في القطاعين الزراعي والصناعي مقارنةً بعدد الأسهم المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة (1995م-2015م)

العام	عدد الأسهم المتداولة في القطاعين الزراعي والصناعي	نسبة عدد الأسهم المتداولة إلي إجمالي الأسهم	العام	عدد الأسهم المتداولة في القطاعين الزراعي والصناعي	نسبة عدد الأسهم المتداولة إلي إجمالي الأسهم
1995م	61.217	05 .%	2006م	—	—
1996م	111.598	45 .%	2007م	43,500	—
1997م	306.435	22 .%	2008م	67,900	02,0%
1998م	77.644	67 .%	2009م	—	—
1999م	110.018	06 .%	2010م	7,050	—
2000م	294.363	08 .2%	2011م	80	0%
2001م	54.555	000006 .%	2012م	—	—
2002م	16.381	0004 .%	2013م	—	—
2003م	*54.397	000006 .%	2014م	2,857,253	1.63%
2004م	*21.672.161	01 .%	2015م	45	0,016%
2005م	*21.501.014	01 .%			

المصدر: سوق الخرطوم للأوراق المالية ، تقارير سنوية مختلفة

\* هذه السنوات لم تشهد طرح أي أسهم للقطاع الزراعي.

جدول رقم(11)

ترتيب القطاعين؛ الزراعي، والصناعي حسب عدد الأسهم المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة  
(1995م-2005م)

السنة	1995م	1996م	1997م	1998م	1999م	2000م	2001م	2002م	2003م	2004م	2005م
القطاع	الترتيب	الترتيب	الترتيب	الترتيب	الترتيب	الترتيب	الترتيب	الترتيب	الترتيب	الترتيب	الترتيب
الزراعي	السادس	السادس	السادس	السادس	السادس	السادس	السادس	الرابع	السادس	السادس	السادس
الصناعي	الخامس	الخامس	الثالث	الخامس	الخامس	الثالث	الرابع	السادس	الرابع	الثالث	الثالث

المصدر: إعداد الباحث

من الجدول رقم (10) نلاحظ أن مساهمة القطاعين الزراعي والصناعي، في تداول الأسهم بسوق الخرطوم للأوراق المالية، لم يتعد (7%) في معظم سنوات الدراسة العشرة عدا العام (2000م)، كما نلاحظ أن القطاع الزراعي لم يحظ بتداول أي سهم، في الأعوام الأخيرة، ويرجع السبب في ذلك إلى طبيعة الشركات المدرجة في هذا القطاع، حيث أنها لم تواكب التطور الكبير، الذي حدث في نشاط السوق، كما أن طبيعة النشاط الزراعي، يمتاز بالمخاطر العالية، لارتباطه بالظروف الطبيعية المتقلبة، وتدهور البنيات التحتية؛ من أسواق، وخلافها، فضلاً عن طبيعة الإنتاج الزراعي، الذي تغلب عليه سمة إنتاج سلعٍ تمتاز بطبيعة إنتاجها لغرض الاستهلاك المحلي، وكذلك عدم مقدرتها التنافسية العالية خارجياً، وهذا الوضع ينطبق على شركات القطاع الصناعي، أيضاً، إلا أن الوضع في القطاع الصناعي يعتبر أفضل حالاً، نسبياً، منه في القطاع الزراعي، كما أن سياسة التحرير الاقتصادي، في العقد الأول من تطبيقها، لم يحالفها التوفيق في النهوض بالنشاط الزراعي حسب ما هو مخطط له في موجبات سياسة التحرير الإقتصادي حيث أنها لم تستصحب المعالجات الشاملة لمشاكل القطاعات الإقتصادية في السودان.

ونشير إلي أن أعلى نسبة سجلت لحجم التداول بالعملة المحلية كانت في العامين، 1996م، 1997م، وبلغ أقل حجم للتداول، وأقل نسبة للتداول، في الأعوام (2002م-2015م) ويرجع السبب في ذلك إلى تذبذب الأسعار في تلك الفترة كما أن معظم الأموال كانت من شركة واحدة أو

شركتين لضخامتهما، (مثل الشركة الوطنية للبتروول) ورغم أن هذه الشركة ورغم إدراجها ضمن شركات القطاع الصناعي إلا أنها مصنفة شركة تجارية . كما أن الأعوام (1996م-1997م) و(2000م) سجلت أفضل النسب مقارنةً بالأعوام الأخرى التي لم تصل النسب لديها (5%) ويرجع الفضل في هذه النسب المنخفضة إلى تدهور الشركات المدرجة في القطاع الزراعي حيث أن النشاط الزراعي في ذلك الوقت لم يجد الاهتمام الكافي من قبل المستثمرين الذين فضلوا إستغلال أموالهم في الأنشطة، ذات العائد السريع، والمخاطر، المنخفضة، وهذه الأنشطة، لا توجد في القطاعين الزراعي والصناعي في تلك الفترة، والتي شهدت بداية تطبيق سياسة التحرير الاقتصادي، والتي واجهتها كثيرٌ من الصعوبات الداخلية والخارجية رغم أنها تمثل التوجه السليم للاقتصاد السوداني.

#### جدول رقم (12)

عدد الأسهم المتداولة في القطاعين الزراعي والصناعي والقيم السوقية للأسهم مقارنةً بالقيم الاسمية في الفترة (1995م-2005م)

اسم الشركة	عدد الأسهم المتداولة	القيمة الاسمية للسهم	القيمة السوقية	المؤشر
الوطنية للبتروول	373.669	200.0	230	موجب
مطاحن غلال النيل الأبيض	95.000	1.0	15	موجب
السودانية الكويتية للإنتاج الحيواني	5.003	1.0	*	*
السودانية للثروة الحيوانية(أنعام)	92.584	100.0	144	موجب
النيل للاسمنت	43.407.219	0.5	238	موجب
السجائر الوطنية	281.815	0.1	*	*

المصدر: سوق الخرطوم للأوراق المالية ، التقارير السنوية (1995م -2005م)

\*شركات تمت تصفيتهأ أثناء فترة الدراسة.



نلاحظ من الجدول رقم (12)، أن هنالك شركاتٍ تمت تصفيتها قبل العام (2002م) وهي (الشركة السودانية الكويتية للإنتاج الحيواني) عام (2000م) و(شركة السجائر الوطنية) في العام (1998م)، وذلك نسبةً لتعرضها لخسائر فادحةٍ بسبب نقص أعضاء مجلس إدارتها، لذلك لم تظهر لها قيمٌ سوقيةٌ لأسهمها في العام (2005م) .

كما نلاحظ، أيضاً أن كل الشركات المتبقية، هي نموذجٌ للشركات المدرجة تحت القطاعين الزراعي والصناعي. ونلاحظ، أيضاً أن مؤشر كل هذه الشركات موجبٌ، وهذا يؤكد النجاح الذي حققته أسهم هذه الشركات في التداول، حيث أن المؤشر الموجب يؤكد ارتفاع القيم السوقية للسهم، مقارنةً بقيمته الإسمية .

كما نلاحظ، أيضاً أن شركة النيل الأبيض هي أكثر الشركات تداولاً في هذا القطاع وقد ارتفع التداول في هذه الشركة في الأعوام الأخيرة، تليها الشركة الوطنية للبتروول، ثم شركة مطاحن غلال النيل الأبيض، والشركة السودانية للثروة الحيوانية (أنعام).

خلاصة القول عن القطاعين الزراعي والصناعي، نلاحظ ضعف تداول الأسهم في الشركات المدرجة، في هذين القطاعين، وذلك ناتجٌ عن ضعف أداء تلك الشركات بسبب إرتباطها بأنشطةٍ تمتاز بمخاطر عاليةٍ نسبياً، إذا ما قورنت بشركات القطاعات الأخرى . كما نلاحظ، أيضاً أن تلك الشركات تمتاز بضعف رؤوس أموالها لأسبابٍ آفة الذكر. ونلاحظ، أيضاً أن طبيعة المساهمين يمتازون بعدم التنوع في إستثماراتهم، وأنشطتهم، مما يزيد من المخاطر الاستثمارية، وذلك، لاعتمادهم في مصادر دخولهم علي أنشطةٍ محدودةٍ كالزراعة والصناعة فقط والتي تعترضها كثيرٌ من العوائق الطبيعية وغير الطبيعية .

#### 1- نشاط القطاع التجاري :-

يلعب القطاع التجاري دوراً مهماً، وبارزاً، في سوق الخرطوم للأوراق المالية، كما أن شركات القطاع التجاري تتأثر، كثيراً، بالعوامل الخارجية، والمحلية المؤثرة علي النشاط التجاري، كما أن هنالك موجهاًت تؤثر، بصورةٍ مباشرةٍ، أو غير مباشرةٍ، علي القيم السوقية لأسهم شركات القطاع التجاري.

تتمثل هذه الموجهات في الآتي:-

1/ التجارة الداخلية.

2/ التجارة الخارجية.

3/ تطور الأسواق المحلية وتوسعها.

4/ ترقية وتطوير السلع المتداولة.

5/ اتجاه السياسات التجارية خاصة تلك الموجهة نحو تشجيع وتطور الصادرات.

6/ التسويق والترويج لتوزيع السلع.

7/ تقليص دور القطاع العام في الشركات التجارية .

إن التعامل مع هذه الموجهات يتطلب وضع آلية تمكن شركات القطاع التجاري من تجاوز السلبيات، وإتخاذ ما تراه مناسباً من الإجراءات، والوسائل الكفيلة بترشيد، وضبط المصروفات، وإستغلال الموارد المتاحة، الإستغلال الأمثل، كما أن توجيهها نحو الأفضل يمكّن تلك الشركات من تفاعلها مع العوامل الإقتصادية الأخرى، لغرض تحريك ركود الاقتصاد والعمل علي تشجيع الإستيراد من الدول التي تتمتع بعلاقات متميزة مع السودان حتى يؤدي ذلك إلى تطوير حركة الصادرات السودانية إلى تلك الدول .

إن إفساح مزيد من الحرية لآليات السوق تؤدي لتحقيق الدور المنوط به مع وجود عامل المراقبة لهذه الآليات، وتقويم السلبيات، والإنحرافات، التي تحدث من وقتٍ لآخرٍ بفعل العوامل الإقتصادية الداخلية والخارجية المتداخلة والمعقدة، حيث يؤدي ذلك إلى إحداث نقلة نوعية في تلك الشركات ومن ثم تطورها، وتطور إمكانياتها، وقدراتها علي المنافسة حتى تتمكن من جذب مزيدٍ من المستثمرين وتوظيف إستغلال مدخراتها بالصورة المثلي ومن ثم وضع خطة متكاملة للتعامل مع المتغيرات الإقتصادية التي تؤثر علي وجود الصادر وضبط الوارد ومن ثم التأثير الإيجابي علي الميزان التجاري والذي يحسن بدوره من موقف ميزان المدفوعات.

جدول رقم (13)

عدد الأسهم المتداولة في القطاع التجاري مقارنةً بعدد الأسهم المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية

للفترة (1995م-2015)

نسبة الأسهم المتداولة إلى إجمالي الأسهم	عدد الأسهم المتداولة في القطاع التجاري	العام	نسبة الأسهم المتداولة إلى إجمالي الأسهم	عدد الأسهم المتداولة في القطاع التجاري	العام
%4.18	316,016,136	2006م	% 2.1	2.430.125	1995م
%0.24	22,604,652	2007م	%19	4.732.900	1996م
%0.32	908,726	2008م	%0.76	1.252.466	1997م
%0.90	1,479,969	2009م	%33.4	3.896.431	1998م
%0.13	213,496	2010م	%4.7	9.362.74	1999م
%0.10	109,218	2011م	% 0.30	4.258.5474	2000م
%0.04	62,704	2012م	% 0.04	3.676.393	2001م
%0.08	66,025	2013م	%52.5	2.130.592.308	2002م
%0.1	20,964	2014م	%8.10	790.228.010	2003م
%0.08	23,4003	2015م	% 29.8	650.938.692	2004م
			% 49.0	848.004.847	2005م

المصدر: سوق الخرطوم للأوراق المالية للأعوام (1995م-2015م).

جدول رقم (14)

ترتيب القطاع التجاري حسب عدد الأسهم المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة

(1995م-2005م)

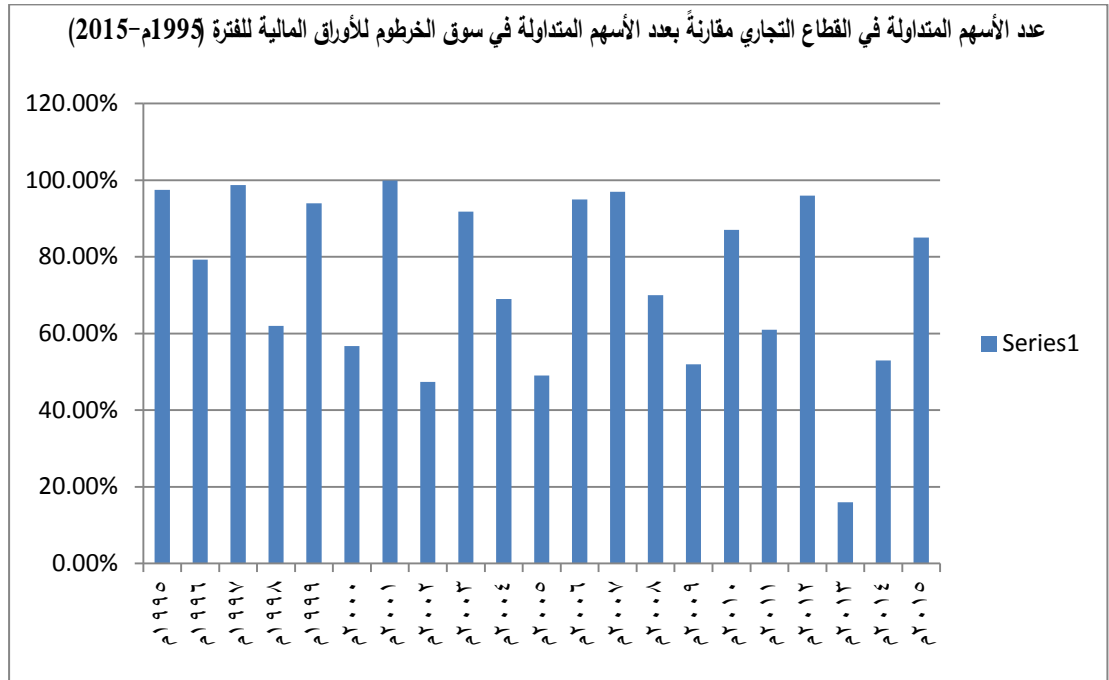
السنة	1995م	1996م	1997م	1998م	1999م	2000م	2001م	2002م	2003م	2004م	2005م
القطاع	الترتيب الثالث	الترتيب الثالث	الترتيب الخامس	الترتيب الرابع	الترتيب الثالث	الترتيب الخامس	الترتيب الثالث	الترتيب الأول	الترتيب الثاني	الترتيب الثاني	الترتيب الثاني
التجاري	الثالث	الثالث	الخامس	الرابع	الثالث	الخامس	الثالث	الأول	الثاني	الثاني	الثاني

المصدر: إعداد الباحث

شكل رقم (7)

نسبة عدد الأسهم المتداولة في القطاع التجاري مقارنة إجمالي حجم التداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية

للفترة (1995م-2015م)



المصدر: إعداد الباحث

نلاحظ من الجدول رقم (14)، والشكل رقم (7)، أن القطاع التجاري سجل حجماً مقدراً للتداول للأعوام (1995م حتى 2015م). حيث كانت نسبة التداول إلى إجمالي التداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية لتلك عالية. إلا أن بقية الأعوام الأخرى سجلت إنخفاضاً ملحوظاً خلال الفترة

(1998م، 2000م من 2002م ، 2003م ، 2005م، 2009م ، 2011، 2013، 2014م) في نسب التداول، كما أن إجمالي الأسهم المتداولة للقطاع التجاري لتلك الفترة، تعتبر بصفة عامة ضعيفةً، مقارنةً، بحجم التداول الإجمالي في السوق، ويرجع السبب، في ذلك، للاتي :-

1/ ضعف رؤوس أموال الشركات التجارية المدرجة في السوق.

2/ نصف عدد الشركات التجارية تمتاز بصفة الجهوية، حيث أنها أنشئت لخدمة مناطق معينة في السودان، أي أنها طغى عليها الطابع الإقليمي.

3/ بعض الشركات الغرض منها إحتكار بعض السلع الأخرى الأمر الذي يتعارض تماماً مع سياسة التحرير الإقتصادي إلى بدء تطبيقاتها قبل قيام سوق الخرطوم للأوراق المالية حيث إن موجبات سياسة التحرير تدعو إلى فتح أبواب واسعة أمام المستثمرين بمختلف قطاعاتهم مما يعنى تحرير السوق من الإحتكار وبالتالي لم تستطع تلك الشركات الإحتكارية التأقلم مع سياسات التحرير الاقتصادي بالصورة المطلوبة.

من خلال المتابعة لأداء السوق نجد أن هناك ضعف في نسب حجم التداول بالعملة المحلية في القطاع التجاري. حيث أن جميع نسب حجم التداول للدينار في القطاع التجاري مقارنةً بحجم التداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية لم تبلغ 9%، في أفضل حالاتها.

كما نلاحظ، أيضاً، ضعف حجم التداول بالعملة المحلية مقارنةً مع حجم التداول بالأسهم، ففي العام 2000م مثلاً كانت نسبة حجم التداول بالأسهم، لهذا العام، إلى إجمالي حجم التداول بالأسهم 30%، بينما كانت نسبة حجم التداول لهذا العام إلى حجم التداول في السوق 0.40%، أي أنها تقل 80 مرةً، تقريباً، عنه نسبة حجم التداول بالأسهم، ويرجع هذا الإنخفاض الحاد، إلى الآتي :-

1- صغر القيمة الاسمية للسهم المتداول في شركات المساهمة العامة.

2- منح المساهمين أسهماً مجانيةً، وهو ما يعرف برسمة الإحتياطات، وذلك لتشجيعهم علي الإستثمار في هذا القطاع؛ الأمر الذي أضعف القيمة السوقية للسهم، مع الإعتبار بأن القيمة السوقية، للسهم، أصلاً ضعيفة .

3- غياب الصفقات الضخمة في القطاع التجاري، خلاف ما هو عليه في قطاع البنوك، والقطاعات الأخرى، والتي شهدت صفقاتٍ ملياريةٍ، كتلك الصفقة التي نفذها البنك السوداني الفرنسي في العام 2001م، مما أدى إلي إرتفاع نسبة حجم التداول النقدي، في ذلك العام لقطاع البنوك، مقارنةً بالقطاعات الأخرى، إلى (99.9%) وهي نسبةٌ عاليةٌ، رغم أن كل النسب لقطاع البنوك كانت مرتفعةً.

جدول رقم (15)

عدد الأسهم المتداولة في القطاع التجاري والقيم السوقية للأسهم مقارنة بالقيم الاسمية للفترة (1995م-2005م)

اسم الشركة	عدد الأسهم المتداولة	القيمة الاسمية (دينار)	القيمة السوقية (دينار)	المؤشر
الصمغ العربي	4.448.100.174	10	21	موجب
السودان للحبوب الزيتية	26.834	10	30	موجب
السودان للشاي	47.676	10	20	موجب
العاصمة القومية للاستثمار	2	100	138.4	موجب
المخابز التجارية	1	10	50	موجب
كردفان للتنمية والتجارة	-	100	-	-
كرمة التجارية	-	10	-	سالب
الضعين للتنمية والاستثمار	-	100	-	-
الجملة	4.448.1746.87	-	-	-

المصدر: سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقارير السنوية 1995-2005م

نلاحظ من الجدول رقم (15) أنه وبعد تصفية شركة العاصمة القومية للاستثمار، وشركة كردفان للتنمية والتجارة، وشركة الضعين للتنمية والاستثمار، (هذه الشركات الثلاث؛ شركات جهوية، أي أنها تحمل علامات تجارية تتعلق بمناطق جغرافية معينة) نلاحظ، بعض تصفية هذه الشركات، أن الشركات الست المتبقية استطاعت خمس شركات منها أن تسجل مؤشرات موجبة، أي بنسبة بلغت (83.3%)، وسجلت شركة واحدة منها، (كرمة التجارية، وهي شركة جهوية أيضاً)، سجلت مؤشراً سالباً، أي نسبة بلغت 16.7%، أي أن 80.3% من إجمالي الشركات العاملة في القطاع التجاري تم بيع أسهمها المتداولة بأسعار أعلى من القيمة الإسمية .

كما نلاحظ أن حوالي (99%) من التداول محصور في شركة واحدة وهي شركة الصمغ العربي، ويرجع ذلك إلى ضخامة رأس مال هذه الشركة وسمعتها الجيدة، ومتانة مركزها المالي، كما نلاحظ، أيضاً، أن القيمة السوقية لأسهم هذه الشركة متدنية جداً، مما شجع المستثمرين بالاستثمار في أسهم هذه الشركة .

كما أن التداول في شركة السودان للشاي، وشركة السودان للحبوب الزيتية؛ يعود لما تمتلكه هاتان الشركتان؛ من أصول عقارية ضخمة وليس لطبيعة الأنشطة التي تقوم بها، خاصة شركة السودان للشاي، التي توقفت أنشطتها منذ قرار فك إحتكار الشركات القومية علي الأنشطة الاقتصادية في السبعينات من القرن الماضي ولذلك أصبحتا تعتمدان علي إيجار العقارات التي تمتلكانها الشركتان، كمخازن؛ أو أصول عقارية مختلفة .

#### هـ - نشاط قطاع الشركات غير المصنفة قطاعياً (الأخرى)

منذ بداية تطبيق سياسة التحرير الاقتصادي عام (1992م)، بدأت الدولة في تطبيق سياسة الخصخصة وتقليص دور الدولة على الأنشطة الاقتصادية وبالتالي صدرت القوانين واللوائح المؤيدة لذلك ومن أهم النجاحات التي تمت في مجال الاتصالات على سبيل المثال خصخصة الشركة السودانية للاتصالات وتحويلها إلى الشركة السودانية للاتصالات المحدودة "سوداتل" وهي عبارة عن شركة مساهمة عامة تعتبر أكبر شركة مساهمة عامة في السودان حيث بلغ رأس مالها المدفوع في نهاية العام (2005م)، حوالي (500,000,000) خمسمائة مليون دولار، وهذه الشركة من الشركات؛ غير المصنفة قطاعياً، أي أنها من الشركات المنضوية تحت لواء قطاع (الأخرى).

كما أن هنالك أيضاً شركة التنمية الإسلامية التي بلغ رأسمالها في نهاية العام (2005م)، حوالي (20,000,000) عشرين مليون دولار، ونسبة لأن رأسمالها المدفوع بالعملة الحرة، والقيمة الإسمية

للسهم بالدينار، فقد تضررت كثيراً، بسبب الإرتفاع، غير المسبوق، الذي شهده سعر الدولار مقارنةً بالدينار، في بداية التسعينات من القرن الماضي، حيث بلغ سعر الدولار (261) ديناراً في عام (2002م)، بعد أن كان أقل من (200) مائتي دينارٍ في عام (2000م)، مما تضرر منه المساهمون بالشركة، كثيراً، حيث أدّى إلى إضعاف إقبال المستثمرين علي تداول أسهم هذه الشركة. إستطاعت الشركة السودانية للإتصالات المحدودة وشركة التنمية السودانية، ولما يتمتعان به من إمكانياتٍ ماديةٍ ضخمةٍ (نسبةً لأن معظم المساهمين أجانب وعرب) إستطاعت هاتان الشركتان جذب معظم الاستثمارات الأجنبية في السودان، مما أدّى إلى إدخال كمياتٍ ضخمةٍ من العملات الحرة في مجال التداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية، مما إنعكس، إيجاباً، علي إستقطاب المدخرات الأجنبية، وتطورٍ غير مسبوقٍ وإرتفاعٍ في معدلات نمو الإقتصاد السوداني.

#### جدول رقم (16)

عدد الأسهم المتداولة في قطاع (الأخرى) مقارنةً بعدد الأسهم المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة (1995م-2015م)

العام	عدد الأسهم المتداولة في قطاع الأخرى	نسبة الأسهم المتداولة إلي إجمالي الأسهم	العام	عدد الأسهم المتداولة في قطاع الأخرى	نسبة الأسهم المتداولة إلي إجمالي الأسهم
1995م	240.289	0.2%	2006م	74,477,064	0.98%
1996م	178.525	0.7%	2007م	474,972	0.1%
1997م	487.881	0.3%	2008م	87,314	0.03%
1998م	381.994	3.3%	2009م	88,985	0.05%
1999م	2.450.480	1.2%	2010م	5,099,790	3.06%
2000م	1.520.630	10.7%	2011م	4,903,605	60%
2001م	4.583.932	0.5%	2012م	172,580,585	31%



2002م	3.055.344	0.8%	2013م	80,857,419	47%
2003م	4.184.394	0.04%	2014م	175,035,760	32%
2004م	6.978.442	0.3%	2015م	272,436,635	36%
2005م	12.657.459	0.7%			

المصدر: سوق الخرطوم للأوراق المالية ، التقارير السنوية (1995م-2015م)

### جدول رقم (17)

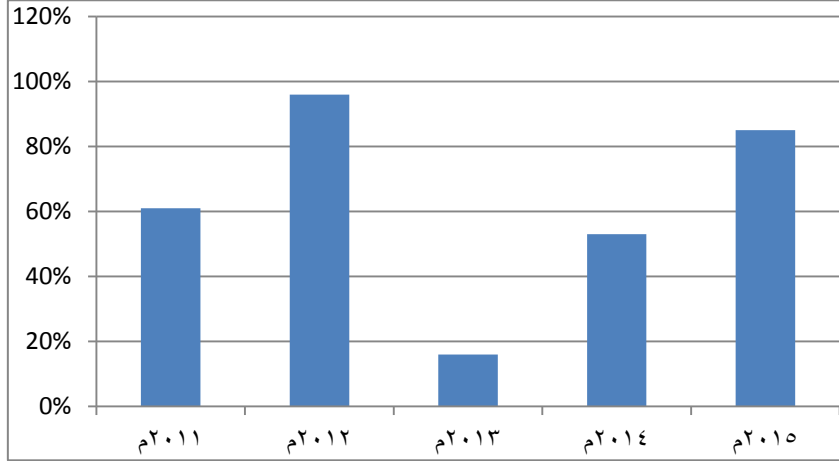
ترتيب قطاع (الأخرى) حسب عدد الأسهم المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة (1995م-2005م)

السنة	1995م	1996م	1997م	1998م	1999م	2000م	2001م	2002م	2003م	2004م	2005م
القطاع	الترتيب	الترتيب	الترتيب	الترتيب	الترتيب	الترتيب	الترتيب	الترتيب	الترتيب	الترتيب	الترتيب
الأخرى	الرابع	الرابع	الثاني	الثاني	الأول	الأول	الأول	الثالث	الثالث	الرابع	الرابع

المصدر: إعداد الباحث

## شكل رقم (8)

نسبة عدد الأسهم المتداولة في قطاع (الأخرى) إلى إجمالي عدد الأسهم المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة (1995م-2015م)



المصدر: إعداد الباحث

من الجدول رقم (17)، والشكل رقم (8)، نلاحظ أن نسب حجم التداول في قطاع الأخرى، إلى نسب حجم التداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية، سجلت أعلى نسبة في العام (2012م) يليها العام (2015م) ثم العام (2011). أما بقية سنوات الدراسة فكانت النسب ضعيفة جداً ولم تتعد الوحدة المئوية، (1%) إلا في الأعوام (1998م، 1999م، 2000م) حيث بلغت (3.3%، 1.2%، 10.7%)، على التوالي، ويرجع ذلك إلى قلة عدد الشركات المدرجة في هذا القطاع، فضلاً عن قلة عدد الأسهم المكونة لهذا القطاع.

عند تحليل حجم التداول بالدينار في قطاع الأخرى مقارنة بحجم التداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال العشر سنوات الأولى من عمر الدراسة. نجد أن القطاعات الأخرى احتلت المرتبة الأولى في الأعوام (1999م)، (2000م)، (2001م). حيث نلاحظ أن قطاع الأخرى أحرز نسباً بلغت (53.5%)، (89.5%)، و(64%)، من إجمالي حجم التداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية، في الأعوام (1999م)، (2000م)، و(2001م)، على التوالي، وهي نسب عالية جداً، حيث أنه، وفي العام (2001م)، وبالرغم من تنفيذ البنك السوداني الفرنسي (قطاع المصارف) أكبر صفقة، يشهدا سوق الخرطوم للأوراق المالية، إلا أن قطاع الأخرى استطاع أن يحتل المرتبة

الأولى أيضاً محققاً نسبةً بلغت (64%)، قرابة ثلثي حجم التداول بالدينار في سوق الخرطوم للأوراق المالية، ويرجع السبب في إحتلال قطاع الأخرى هذه المرتبة المتقدمة في حجم التداول طيلة الفترة المذكورة إلى إرتفاع القيمة السوقية لبعض الشركات المدرجة في قطاع الأخرى مقارنةً بالقيمة السوقية للشركات المدرجة في القطاعات الأخرى المختلفة، ومن أمثلة الشركات، في قطاع الأخرى، التي إرتفع سعرها السوقي، الشركة السودانية للاتصالات "سوداتل" التي بلغ رأسمالها السوقي للعام (2005م) حوالي (576.078.625.800) ديناراً، والتي تعادل (77%) من إجمالي القيمة السوقية للشركات المدرجة بجميع القطاعات الأخرى للعام (2005م).

جدول رقم(18)

عدد الأسهم المتداولة في قطاع الأخرى والقيمة السوقية مقارنةً بالقيمة الاسمية للأسهم للفترة

(1995م-2005م)

المؤشر	القيمة السوقية للسهم (دينار)	القيمة الإسمية للسهم (دينار)	عدد الأسهم المتداولة (1995م-2005م)	اسم الشركة
موجب	5150	1525	28.910.384	السودانية للاتصالات (سوداتل)
موجب	50	42	6.429.370	التنمية الإسلامية
موجب	18	0.1	629.969	السينما السودانية
موجب	25	10	5.560	النيل الأبيض القابضة
موجب	15.3	2.8	183	السودانية الكويتية للنقل البري
موجب	11.4	10	6.000	المهاجر العالمية للاستثمار
موجب	115	100	57.100	الرأي العام للصحافة والنشر
متعادل	170	100	370.000	الإعلاميات المتعددة
سالب	70	100	268.987	الرواد

موجب	3516	1000	1.189.151	الأسواق الحرة
			<b>3.7.86.6.704</b>	<b>الجملة</b>

المصدر: سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقارير السنوية (1995م-2005م)

نلاحظ من الجدول رقم (18)، أن ثمانى شركاتٍ من مجموع الشركات العشرة، أي أن (80%)، من مجموع شركات قطاع الأخرى سجلت مؤشراتٍ موجبةً، بينما شركةً واحدةً، أي (10%) من مجموع الشركات سجلت مؤشراً متعادلاً وشركةً واحدةً، فقط، سجلت مؤشراً سالباً. إن هذه النسبة العالية، من الشركات إيجابية المؤشر، تؤكد مدي الإقبال علي شراء الأسهم، خاصةً، الشركة السودانية للاتصالات، ورغم أن نشاطها في الإدراج بدأ في العام (1997م)، إلا أنها إستطاعت إحتلال المركز الأول علي مستوى جميع شركات القطاع، بل تفوقت علي كل الشركات المدرجة بالسوق، أكثر من مرةٍ من حيث حجم التداول، وعدد الأسهم المتداولة وذلك من خلال الإقبال الكبير من المستثمرين علي تداول أسهمها لما تمتلكه من رأس مالٍ ضخيمٍ وامتيازات أخرى تعرضنا لها آنفاً .

كما أن شركة التنمية الإسلامية تحتل المركز الثاني من حيث تداول الأسهم إلا أن القيمة السوقية لأسهمها منخفضة نسبياً رغم أنها تسجل مؤشراً موجباً . أما شركة النيل الأبيض فقد تعرضت لإنتكاسةٍ في العام (1999م) مما أدى إلي عدم إقبال المستثمرين عليها وتوقف تداول أسهمها حتى العام (2005م) .

كما أن الشركة السودانية الكويتية للنقل البري، وشركة المهاجر العالمية للاستثمار، وشركة الرأي العام للصحافة والنشر، وشركة الإعلاميات المتعددة وشركة الرواد شهدت عدم إنتظامٍ في تداول أسهمها وذلك نسبةً لبعض المشاكل المالية التي تعرضت لها رغم تباينها .

### **المطلب الثالث: نشاط قطاع الصناديق الاستثمارية وشهادات المشاركة الحكومية :-**

تحدثنا آنفاً عن الصناديق الإستثمارية والتي هي عبارة عن أوعيةٍ ماليةٍ لتجميع مدخرات الأفراد وإستثمارها في الأوراق المالية من جهةٍ أو جهاتٍ ذات خبرةٍ في إدارة هذه الأوراق المالية (المحافظ).

#### **أ/ الصناديق الاستثمارية :-**

تعددت الصناديق الإستثمارية في السودان حيث صدر أول صندوقٍ إستثماريٍ في العام (1999م) وتراوحت آجال هذه الصناديق ما بين عامٍ إلى عامين كما يلي :-

## 1/ صندوق الأسهم السودانية الأول :

أدرج هذا الصندوق عام (1999م)، وأجله عامان، ينتهي عام (2001م)، برأس مال قدره (1,000,000) مليون دينارٍ سودانيٍّ، وتم تقسيمه علي (1,000,000)، مليون صكٍّ، قيمة الصك الواحد (100) مائة دينارٍ.

جدول رقم (19)

### نشاط صندوق الأسهم السوداني الأول للفترة (1999م-2001م)

معدل الدوران	المؤشر	حجم التداول (ألف دينار)	عدد الصكوك المتداولة	سعر الإغلاق (دينار)	القيمة الاسمية للصك (دينار)	عدد العقود المنفذة	العام
29%	موجب	3.052	29.190	107	100	31	1999م
55%	موجب	59.647	550.334	112	100	107	2000م
45%	موجب	5.104	45.568	112	100	19	2001م
		<b>67.703</b>	<b>624.992</b>			<b>67</b>	<b>الجملة</b>

المصدر: سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقارير السنوية (1999م-2001م).

نلاحظ من خلال التحليل للعشر سنوات الأولى من عمر الدراسة من الجدول رقم (19)، أن صندوق الأسهم السوداني الأول حقق مؤشراتٍ موجبةً في الأعوام (1999م، 2000م، 2001م)، كما نلاحظ أن معدل الدوران في العام (2000م)، (العام الأول من إنشائه) بلغ 5% وهذا المعدل يعتبر مؤشراً جيداً لنجاح هذا الصندوق ويعود إرتفاع معدل الدوران إلى النتائج الايجابية التي حققها المشروع في أول (6) ستة أشهرٍ من موعد توزيع الأرباح حيث بلغت نسبة الأرباح في نهاية الأجل (74%) من القيمة الاسمية للأسهم المكتتب فيها، والمؤشر الموجب يؤكد ذلك.

## 2/ صندوق الاستثمار في أسهم سوداتل الأول :

تم إصدار هذا الصندوق بواسطة بنك الإستثمار المالي عام (2000م)، برأس مالٍ قدره (200,000,000) مائتي مليون دينارٍ سودانيٍّ تم توزيعها علي (1,000,000) مليون صكٍّ، تم الاكتتاب في (400,000) أربعمئة ألف صكٍّ، فقط بواقع (500) خمسمئة دينارٍ للصك الواحد،

كما أن أجل هذا الصندوق عام واحد . كما أختصر نشاط هذا الصندوق علي التعامل في أسهم الشركة السودانية للاتصالات "سوداتل " .

#### جدول رقم(20)

#### نشاط صندوق الاستثمار في أسهم سوداتل الأول للعام (2000م)

المؤشر	حجم التداول (ألف دينار)	عدد الصكوك المتداولة	سعر الإغلاق (دينار)	القيمة الاسمية للصك	عدد العقود المنفذة	العام
موجب	22.984	42.281	575	500	69	2000م

المصدر : سوق الخرطوم للأوراق المالية ، التقرير السنوي للعام 2000م

من الجدول رقم (20) نلاحظ أن صندوق الإستثمار في أسهم سوداتل الأول كسابقه، حقق نجاحاً جيداً حيث حققت أسعار الأسهم مؤشراً موجباً كما أنه حقق أرباحاً للمستثمرين بلغت (44%) من قيمة الأسهم المكتتب فيها، هذه النسبة في الإرباح تفوق ما تحققه إرباح سودا تل للمستثمرين فيها.

#### 3/صندوق تمويل الصادرات السودانية :

هذا الصندوق أنشئ خصيصاً لدعم وتمويل الصادرات السودانية، وعمره سنة واحدة وبلغ حجمه (250,000,000) مائتين وخمسين مليون دينار، تم توزيعها علي (25,000) خمسة وعشرين ألف صك، حيث بلغت القيمة الإسمية للصك الواحد (10,000) عشرة ألف دينار .

الجدول رقم (21) يوضح نشاط هذا الصندوق الذي تم إنشاؤه عام 2000م

جدول رقم (21)

نشاط صندوق تمويل الصادرات السودانية (2000م)

المؤشر	حجم التداول	عدد الصكوك المتداولة	سعر الإغلاق (ديناراً)	القيم الاسمية للصك (ديناراً)	عدد العقود	العام
موجب	190.609	183.203	10.600	10000	80	2000م

المصدر: سوق الخرطوم للأوراق المالية ، التقرير السنوي للعام 2000م.

نلاحظ من الجدول رقم (21)، أن قيمة الأسهم المتداولة في صندوق تمويل الصادرات السودانية حققت مؤشراً موجباً، وهذا يؤكد رغبة المستثمرين في الاكتتاب وتداول هذه الصكوك كما يؤكد إرتفاع الطلب عليها، وبالتالي تأثيرها الايجابي علي الصادرات السودانية، ومن ثم الميزان التجاري.

**4/صندوق النيل:** أنشئ هذا الصندوق في العام (2001م)، وذلك بغرض التخصص في الاستثمارات المتنوعة وبلغ حجم الصندوق (278,000,000) مائتين وثمانية وسبعين مليون دينارٍ موزعةً علي (270,000) مائتين وسبعين ألف صكٍ بواقع سعر الصك (1000) ألف دينارٍ وعمر الصندوق عامان ويتم توزيع أرباحه كل (6) ستة أشهر .

جدول رقم (22)

نشاط صندوق النيل (2001م-2002م)

المؤشر	عدد الصكوك المتداولة	حجم التداول (ألف دينار)	القيمة السوقية (ديناراً)	القيمة الاسمية	عدد العقود	العام
موجب	90.259	94.004	1025	1000	105	2001م
موجب	134.368	137.368	1018	1000	132	2002م
	<b>224.628</b>	<b>231.372</b>			<b>237</b>	<b>الجملة</b>

المصدر: سوق الخرطوم للأوراق المالية ، التقارير السنوية للعامين (2001م-2002م)

نلاحظ من الجدول رقم (22)، أن صندوق النيل شهد تداولاً جديداً لأسهمه، وارتفع عدد العقود حتى بلغ (237)، مائتين وسبعة وثلاثين عقداً، كما حقق مؤشراً موجباً في فترة عمله، مما يؤكد حالياً رغبة المستثمرين في التعامل في هذه الصكوك كما أن عدد الصكوك المتداولة أيضاً حقق ارتفاعاً كبيراً بلغ (50%) عما كان عليه في العام (2001م)، كما أنه حقق أرباحاً لا بأس بها

**5/صندوق الاستثمار الدولارى :** هذا الصندوق تم إنشاؤه عام (2001م)، بواسطة شركة السودان للخدمات المالية وبنك الإستثمار المالى .

بلغ حجم هذا الصندوق (15,000,000)، خمسة عشر مليون دولار تم تقسيمها علي (3,000,000)، ثلاثة مليون صك، بواقع سعر الصك الواحد، (5)، خمسة دولارات أمريكية . كما تم الإتفاق علي تقسيم الأرباح بنسبة (85%)، لحملة الصكوك و(15%)، للمضاربين سنوياً، عمر هذا الصندوق عامان .

#### جدول رقم (23)

#### نشاط صندوق الاستثمار الدولارى (2001م-2002م)

المؤشر	حجم التداول (دينار)	عدد الصكوك المتداولة	القيمة السوقية (دينار)	القيمة الاسمية (دينار)	عدد العقود	العام
موجب	148.670	106.957	1390	1000	7	2001م
موجب	703.425	514.400	1325	1000	124	2002م
	<b>852.095</b>	<b>621.357</b>			<b>131</b>	<b>الجملة</b>

المصدر: سوق الخرطوم للأوراق المالية ، التقارير السنوية للعامين (2001م-2002م).

نلاحظ من الجدول رقم (23)، أن صندوق الاستثمار الدولارى حقق ارتفاعاً كبيراً في عدد العقود المنفذة، وعدد الصكوك المتداولة، حيث بلغت (1700%)، و(298%)، وذلك للعامين (2001م)، و(2002م)، على التوالي، ويؤكد هذا الإرتفاع الكبير إطمئنان ورغبة المستثمرين في التعامل في صكوك هذا الصندوق، ورغم أن الإحصائيات تم حسابها بالعملة المحلية لغرض



المقارنة، إلا أن التعامل في هذا الصندوق شهد إستقطاب العملة الأجنبية فضلاً عن المؤشر الموجب الذي يؤكد تحقيق الأرباح للمستثمرين .

**6/ صندوق شهادات شهامة :** صندوق الإستثمار في شهادات المشاركة الحكومية (شهامة) هو صندوق ذو نهاية مغلقة، تم إنشاؤه عام (2001م)، ورأس ماله بلغ (300,000,000)، ثلاثمائة مليون دينار، تم تقسمها علي (30,000)، ثلاثين ألف صك، بواقع ألف دينار للصك الواحد. كما أن هذا الصندوق ذو نهاية مغلقة أي أن عدد صكوكه ثابت لا يتغير، كما أنه يتم تصفية الصندوق وتوزيع العائد علي المستثمرين حال إنتهاء الأجل . عمر هذا الصندوق (15) خمسة عشر شهراً.

جدول رقم (24)

#### نشاط صندوق شهادات شهامة

(2001م-2002م)

المؤشر	حجم التداول (ألف دينار)	عدد الصكوك المتداولة	القيمة السوقية (ديناراً)	القيمة الاسمية (ديناراً)	عدد العقود المنفذة	العام
موجب	50.148	48.830	1029	100	29	2001م
موجب	60.929	57.388	1390	100	32	2002م
	<b>111.077</b>	<b>106.218</b>			<b>61</b>	<b>الجملة</b>

المصدر: سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقارير السنوية للعامين (2001م-2002م).

من الجدول رقم (24) نلاحظ أن هنالك إقبالاً لا بأس به علي شهادات شهامة رغم حداقتها كما نلاحظ أيضاً أن مؤشر السعر سجل إرتفاعاً موجب مما يؤكد ربحية هذه الشهادات، كما نلاحظ أنه في النصف الأخير من عمر هذا الصندوق شهد إقبالاً أكبر علي الاستثمار في هذه الشهادات.

## 7/ صندوق الاستثمار في أسهم سوداتل الثاني (2001م) :

بعد النجاح الكبير الذي حققه صندوق الإستثمار في سهم سوداتل الأول تم إنشاء صندوق الإستثمار في سهم سوداتل الثاني حيث اقتصد نشاطه أيضاً عي التداول لأسهم الشركة السودانية للاتصالات حيث بلغ حجم الصندوق (915,000,000) تسعمائة وخمسة عشر مليون دينار، قسمت علي (1,830) ألف وثمانمائة وثلاثين صكاً، بواقع قيمة الصك الإسمية (500) خمسمائة دينار، تم تحديد أجل الصندوق بعام واحد، يتم توزيع الربح في نهاية السنة.

جدول رقم (25)

### نشاط صندوق أسهم سوداتل الثاني (2001م)

المؤشر	حجم التداول (ألف دينار)	عدد الصكوك المتداولة	القيمة السوقية للصك (ديناراً)	القيمة الاسمية للصك (ديناراً)	عدد العقود	العام
موجب	350.066	606.368	605	500	125	2001م

المصدر: سوق الخرطوم للأوراق المالية ، التقرير السنوي للعام 2001م .

نلاحظ من الجدول رقم (25) النجاح الكبير الذي ظل يحققه من خلال صناديق الإستثمار في أسهم سوداتل حيث حقق الصندوق الثاني مؤشراً موجباً مما يؤكد ربحية الأسهم فضلاً عن التداول في عدد مقدر من الأسهم المطروحة للاكتتاب.

## 8/ صندوق الاستثمار المشترك (2002م) :

أدرج هذا الصندوق في العام (2002م) برأسمال قدره (10,000,000) عشرة مليون دينار تم توزيعها علي (20,000) عشرين ألف سهم بواقع قيمة السهم الإسمية (500) خمسمائة دينار.

جدول رقم (26)

نشاط صندوق الاستثمار المشترك (2002م)

المؤشر	حجم التداول (ألف دينار)	عدد الصكوك المتداولة	القيمة السوقية للصك (دينار)	القيمة الاسمية للصك (دينار)	عدد العقود المنفذة	العام
موجب	7.939	15.631	512	500	17	2002م

المصدر: سوق الخرطوم للأوراق المالية ، التقرير السنوي للعام (2002م).

نلاحظ من الجدول رقم (26)، أن الصندوق الاستثمار المشترك نجح في تحقيق نسبة عالية من التداول، وذلك نسبة لرغبة وثقة المستثمرين للتعامل في أسهمه، كما أنه حقق أرباحاً لا بأس بها، حيث سجل مؤشراً موجباً للأسهم المتداولة، فضلاً عن تحقيقه إضافة حقيقية في توفير حجم التداول حيث حقق (7,939,000,000) سبعة ألف وتسعمائة وتسعة وثلاثين مليون ديناراً مما يساهم في دفع عجلة التنمية الاقتصادية وتحقيق إرباح للمستثمرين.

9 / صندوق الأسهم السودانية الثاني:

بعد النجاح الكبير الذي حققه صندوق الأسهم السودانية الأول (1999م-2001م)، تم إدراج صندوق الأسهم السودانية الثاني في العام (2002م)، برأسمال قدره (200,000,000) مائتي مليون دينار من خلال عدد (2000) ألفي صك. قيمة الصك الواحد (1000) ألف دينار وإستطاع هذا الصندوق تحقيق أرباح مقدرة. الجدول رقم (33) يوضح نشاط صندوق الأسهم السودانية الثاني (2002م).

جدول رقم (27)

صندوق الأسهم السودانية الثاني (2002م)

معدل الدوران	المؤشر	حجم التداول (ألف دينار)	عدد الصكوك المتداولة	القيمة السوقية للسهم (دينار)	القيمة الاسمية للسهم (دينار)	عدد العقود	العام
1000	موجب	165.829	162.978	1015	1000	113	2002م

المصدر: سوق الخرطوم للأوراق المالية ، التقرير السنوي (2002م).

من الجدول رقم (27)، نلاحظ أن صندوق الأسهم السوداني الثاني إستطاع تحقيق أرباح كبيرة من خلال المؤشر الموجب للأسهم، كما انه إستطاع أن يستقطب عدداً كبيراً من المستثمرين نسبةً للسمعة الجيدة التي حققها الصندوق الأول، حيث إستطاع تحقيق تمويل قدره (166,000,000) مائة وستة وستين مليون دينار، وهذا يعتبر نجاحاً إضافياً لنشاط صناديق الإستثمار المختلفة .

نخلص مما ذكر، إلى أن الصناديق الإستثمارية حققت نجاحاتٍ مقدره في مجال الإستثمار في الأوراق المالية، بيعاً وشراءً، مما يعتبر مؤشراً إيجابياً لتطوير وتفعيل نشاط التداول بالبورصة ومن ثم تطور حقيقاً من سوق الخرطوم للأوراق المالية .

**المطلب الرابع :- شهادات المشاركة للبنك المركزي (شمم "CMC") وشهادات المشاركة الحكومية (شهادة "GMC"):**

أ- **شهادات المشاركة للبنك المركزي (شمم "CMC") :**

تعرف شهادة (شمم) بأنها شهادة تمكن حاملها من مشاركة البنك المركزي في ملكيته لأسهمه في الجهاز المصرفي، وتنشأ الشهادة بعد حصر مساهمات بنك السودان وتحديد قيمتها ومن ثم تجزئتها إلى شهادات مشاركة لكل منها قيمة متساوية، ويستخدم بنك السودان هذه الشهادة من أجل تنظيم السيولة النقدية في الإقتصاد<sup>(1)</sup>.

تعتبر شهادة (شمم) أداة مالية مستحدثة قائمة على لأسسٍ شرعية وعلى حدٍ من المرونة ، تسمح لها بتنظيم حجم السيولة النقدية العامة للدولة، ولحماية أسعار الصرف من تقلبات العرض والطلب المفاجئة، وذلك بهدف المساعدة في الإدارة المثلى للسيولة، وبالتالي تحقيق الإستقرار النقدي، إلا أن فاعلية هذه الأداة تكمن في مقدرة البنك المركزي على التنبؤ السليم بإدارة السيولة في الإقتصاد والتصرف في الوقت المناسب، وفق مقتضيات الحال، حتى تتم المحافظة على المستوى المطلوب للسيولة. تمثل هذه الشهادات نوعاً من التوريق لأصول البنك المركزي، وأعتبر هذا التطور نقلةً نوعيةً في إدارة السياسات النقدية في السودان.

(1) يروفيسور: الصديق محمد الأمين الضرير، مجلة المصارف، بنك السودان، العدد 15، يونيو (1998م)، ص 50.

شهادات المشاركة للبنك المركزي (شمم) عبارة عن سنداتٍ تمثل أنصبةً محددةً في صندوق خاص يحتوي على الأصول المملوكة لبنك السودان في القطاع المصرفي ، وهي بذلك، تعتبر نوعاً من توريق الأصول، وقد تم إصدارها في يونيو (1998م).

## I- خطوات وإجراءات تنفيذ شهادة البنك المركزي (شمم "CMC"):

تتمثل خطوات وإجراءات تنفيذ شهادة البنك المركزي (شمم) في الآتي:-

1. حصر البنك المركزي لملكيته الكلية أو الجزئية في الجهاز المصرفي وتقييمها على أسس علمية بواسطة خبراء يديرون الأصول من خلال صندوقٍ إستثماريٍّ يمثل شركة السودان للخدمات المصرفية ("SFSC" Sudan Financial Services Company). وفق ما تقتضيه لائحة هذا الصندوق.
2. تصدر شركة "SFSC" شهادات مشاركة بحاصل قسمة القيمة الكلية للأصول على القيمة الإسمية للشهادة الواحدة، وإعلان ذلك للجمهور ودعوتهم للمشاركة في أصول وأرباح هذا الصندوق.
3. تطرح الشركة هذه الشهادات لجمهور المشترين أو تعرض لشرائها من المالكين لها بحسب ما تقتضيه السياسة المالية للدولة، أي أنها تقوم بالشراء في حالة الرغبة في ضخ السيولة في السوق، وتقوم بالبيع في حالة الرغبة في سحب السيولة من السوق.
4. تتم عملية الطرح العام للبيع أو العرض العام بالشراء عن طريق بيع المزايده، أما البيع أو الشراء فيما بين البنوك أو لدى البنك المركزي فيتم بالتفاوض المباشر.

## II- سمات وخصائص شهادات (شمم "CMC"):

تتميز شهادات شمم بالعديد من الخصائص تتمثل في الآتي :-

1. أنها شهادات قابلة للتداول.
2. لها قيمة إسمية محددة وموحدة قابلة للتداول وتكون مظهرةً في الشهادة وقيمةً محاسبيةً يتم إعلانها في كل شهرٍ وتعكس الأرباح الحقيقية وجزءاً من الزيادة
3. الرأسمالية في قيمة الشهادات وسعر للتبادل يتحدد عن طريق التفاوض بين البائع والمشتري عند تبادل الشهادة.

4. ليست لها فترة سريانٍ محددةٍ ،أي أنها مفتوحةٌ الأجل وليس لها تاريخ إستحقاق ، وهي كذلك قابلةٌ للتداول.

5. لا يستحق حاملها أرباحاً نقديةً، ويشارك حاملها في الأرباح والخسائر الرأسمالية.

6. حامل الشهادة لا يشارك في ملكية البنوك التي أصدرت الشهادات مقابل قيمتها المحاسبية.

7. يحق لحاملها بيعها لطرفٍ آخر غير بنك السودان.

8. تمثل منفذاً إستثمارياً، سريع التسييل، للمصارف التجارية وآليةً لإدارة السيولة بالنسبة للبنك المركزي.

9. يكون العائد على شمم في شكل أرباحٍ رأسماليةٍ يتم عند بيع الشهادة ولا تدفع فيها أرباحاً نقديةً.

10. يتم تحديد القيمة المحاسبية شهرياً وعليه فإن النمو في القيمة سينعكس على قيمة الشهادة عند بيعها أو شرائها.

11. تشكل وعاءاً إستثمارياً خاصاً للودائع غير المستقرة، والتي يتضرر منها البنك في حالة إستخدامها في تمويل المشاريع قصيرة أو متوسطة الأجل، أو في حالة تركها دون إستخدامها، حيث تحمل قوائمها المالية خصوصاً بدون عوائد.

إن شهادة (شمم) لا تعني أن حاملها مالكٌ لأسهم بنك السودان 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 مجموعةٍ كبيرةٍ من البنوك تقلل كثيراً من المخاطر، وبالطبع ستكون المخاطر أقل بكثيرٍ لو كانت المحفظة تشمل شركاتٍ من قطاعاتٍ إقتصاديةٍ مختلفةٍ.

إن مالك هذه الأصول يمكنه الحصول على مواردٍ ماليةٍ دون بيع هذه الأصول. وإذا كان الأمر كذلك، فإنه يمكن للمؤسسات الإقتصادية في السودان، التي تمتلك أصولاً أن

تصدر شهادات مشاركةٍ للحصول على موارد ماليةٍ حقيقيةٍ من الجمهور لتمويل مشاريعها الإنتاجية. وتقوم بإعادة شراء هذه الشهادات بأسعارٍ تعكس القيمة الحقيقية المحاسبية لهذه الأصول، وأفضل مثالٍ لذلك ما يمكن أن تقوم به السكة حديد أو الخطوط الجوية السودانية مثلاً.

القيمة المحاسبية تتأثر سلباً، أو إيجاباً، بأي تغيراتٍ في سعر الصرف، وكذلك في صافي أصول وخصوم النقد الأجنبي، وتضاف إلى هذه المتغيرات من أرباحٍ لصالح بنك السودان أو وزارة

المالية. وكذلك زيادة حقوق المساهمين بزيادة رأس المال والأرباح غير الموزعة، وعليه فإن النمو في القيمة المحاسبية لمجموعة البنوك ستتعاكس على قيمة الشهادة عند بيعها. إذا أراد بنك السودان تخفيض السيولة لدى البنوك التجارية في حالة التضخم مثلاً، فإنه يقوم بإصدار شهاداتٍ بقدر المبلغ الذي يود سحبه من البنوك التجارية، ويقوم بشراء الشهادات إذا أراد زيادة السيولة في حالة الكساد على سبيل المثال.

وقد حققت شهادات (شمم) نجاحاتٍ كبيرة، وأثبتت فاعليتها كأداةٍ من أدوات السياسة النقدية المستخدمة في إدارة السيولة في الإقتصاد<sup>(1)</sup>.

## ب/ شهادات المشاركة الحكومية (شهادة "GMC") :

**1/ تعريف شهادات المشاركة الحكومية (شهادة "GMC") :** شهادات المشاركة الحكومية (شهادة) عبارة عن أدوات مالية إسلامية تم إدراجها في سوق الخرطوم للأوراق المالية في العام (2001م). وتم إصدار أول شهادة في مايو 1999م. وهي تعتبر أول إصدار إسلامي يطبق في العالم الإسلامي، وسبقها شهادات مشاركة البنك المركزي (شمم)، وتعتبر هاتان الأداتان، مساهمةً مقدرةً من السودان في إبتكار وتطوير آليةٍ شرعيةٍ للسياسات المالية في الدول والمؤسسات الإسلامي. كما تعرف أيضاً بأنها عملية تحويل أموالٍ منقولةٍ أو غير منقولةٍ، معينة، إلى أداة ماليةٍ محددةٍ مفصولة الذمة ومحددة المدة ذات عائدٍ معينٍ أو غير معينٍ عن طريق الشركات ذات الأغراض الخاصة، وتسمى عملية التحويل هذه، أيضاً، عملية التوريق.

## 2/ ماهية التوريق:

فكرة التوريق قديمة جداً، وأول تجربة عملية للتوريق تاريخياً هي العملة الورقية ذات الغطاء الذهبي، ومن بعد يمكن اعتبار عمليات إستصدار أسهم وسندات الشركات، عمليات توريق سادت منذ القدم.

تطور مفهوم التوريق في السبعينات من القرن الماضي وخاصةً في السوق الأمريكية، حيث بدأ بالمرهونات والقروض العقارية، وفي عام 1985م شملت قروض السيارات، وفي العام 1997م أضيفت لها قروض المعدات، وقروض التأجير، وقروض الكمبيالات التجارية، وفي العام 2000م تمت إضافة العوائد المستقبلية المتوقعة، وقروض التجارة، ثم منتجات الملكية الفكرية، يمثل الآن

(1) صابر محمد الحسن، السياسة النقدية والمصرفية "ندوة" مؤتمر فروع بنك السودان، الخرطوم، نوفمبر 1999م

حجم التوريق في الولايات المتحدة الأمريكية حوالي أكثر من 75% من حجم رأس المال السوقي، وبمقدار يفوق الستة (6) تريليون دولار<sup>(1)</sup>.

تعتبر شهادات المشاركة الحكومية (شهادة) من أدوات السياسة المالية المستحدثة، وتمثل البديل الشرعي للسندات الحكومية التي تحمل العائد الربوي "سعر الفائدة"، عليه فإن شهادات المشاركة الحكومية<sup>(2)</sup>. عبارة عن صكوك مالية تصدرها وزارة المالية والاقتصاد الوطني لغرض العمل علي تجميع المدخرات من القطاعين العام والخاص والعمل علي تشجيع الإستثمار وتطوير أسواق رأس المال المحلية فضلاً عن توفير أداة إسلامية شرعية لإدارة وإنفاذ السياسات المالية<sup>(3)</sup>.

### 3/ إجراءات إصدار وتداول شهادات المشاركة الحكومية (شهادة "GMC")

تتمثل إجراءات إصدار وتداول شهادات (شهادة) في الخطوات التالية :-

- 1- يتم الإصدار بواسطة وزارة المالية.
- 2- تحسب القيمة الإسمية لكل شهادة مصدره من شهادات شهادة بالدينار (العملة السودانية السابقة) والجنيه السوداني (العملة الحالية) وتمثل نصيباً في صافي حقوق الملكية المخصصة بواسطة الحكومة لهذا الغرض من مجموعة الوحدات الاستثمارية المختارة.
- 3- نقل النسبة المخصصة من صافي حقوق الملكية في كل وحدة ثابتة بينما تتغير قيمة شهادة شهادة حسب النشاط والتداول لهذه الشهادات.
- 4- يحسب الربح للشركات أو المؤسسات من صافي حقوق الملكية المخصصة لهذا الغرض بواسطة الحكومة وتوزع الأرباح علي مالكي شهادات شهادة بنسبة حصتهم في صافي حقوق الملكية طيلة الأجل المحدد. كما أن تغير النسبة المئوية المخصصة يتم حسب تغير رأس مال الوحدة الإستثمارية المختارة للمشاركة.
- 5- تقوم وزارة المالية والاقتصاد الوطني بتحديد النسب المراد تسويقها من شهادات شهادة من صافي حقوق الملكية المخصصة لهذا الغرض في كل طرح يتم.
- 6- تكون لكل شهادة قيمة اسمية موحدة في الطرح الأول تساوي صافي حقوق الملكية المعروض في ذلك الوقت مقسومة علي عدد الشهادات المراد تسويقها وتستمر القيمة الاسمية ثابتة في أي طرح لاحق.

(1) مجلة المصارف، العدد الثاني، أكتوبر 2002م، ص 92.

(2) د. عبد الوهاب عثمان، مرجع سابق، ص 313

(3) شوقي عزمي محمود حسنين، مرجع سابق، ص 213



- 7- تطرح شهادات شهامة للاكتتاب دورياً كل ثلاثة أشهر وتقوم وزارة المالية والاقتصاد الوطني بسداد جملة صافي حقوق المستثمرين (أصل رأس المال والأرباح) عند الاستحقاق.
- 8- يعتمد أجل شهادات شهامة علي أجل المشاركة المؤقتة بين الحكومة والمستثمرين وتقوم الحكومة ممثلةً في وزارة المالية والاقتصاد الوطني بشراء كل الشهادات عند إنتهاء أجل المشاركة إذا رغب المستثمر في ذلك.
- 9- يتم سداد حقوق المستثمرين (رأس المال والأرباح) خلال 45 يوماً من تاريخ إستحقاق السداد.
- 10- تفوض وزارة المالية بنك السودان بتحويل التزامات الحكومة نحو المستثمرين (مالكي الشهادات) من حساب الحكومة الرئيسي بالبنك إلي حساب شركة السودان للخدمة المالية في الوقت المسموح به.
- الجدول رقم (28)، يوضح نشاط شهادات المشاركة الحكومية (شهامة)، ذات الإصدارات المختلفة (2000م-2005م).

الجدول رقم (28)

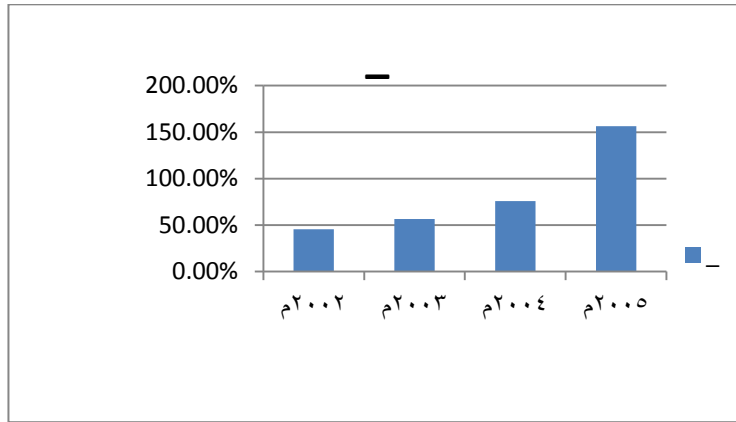
نشاط شهادات المشاركة الحكومية (شهامة) ذات الإصدارات المختلفة (2001م-2005م)

العام	عدد العقود المنفذة	النسبة	عدد الشهادات المتداولة	النسبة	حجم التداول (ألف دينار)	النسبة	العائدات (مليار دينار)	معدل النمو
2001م	24	—	589	—	304.055	—	44.2	—
2002م	718	%2891	29.724	%11081	10.885.290	%3480	64.4	%45.5
2003م	1.068	%49	37.071	%20	6.266.272	%42-	112.0	%56.5
2004م	1.679	%57	102.108	%175	11.370.250	%81	168.0	%75.9
2005م	1.497	%11-	3.8083	%202	19.440.827	%71	267.5	%156.5
<b>الجملة</b>	<b>4.986</b>		<b>474.575</b>		<b>48.266.694</b>		<b>656.1</b>	

المصدر: سوق الخرطوم للأوراق المالية ، التقارير السنوية (2001م-2015م).

شكل رقم (9)

معدلات نمو شهادات المشاركة الحكومية (شهادة) (2001م-2005م)

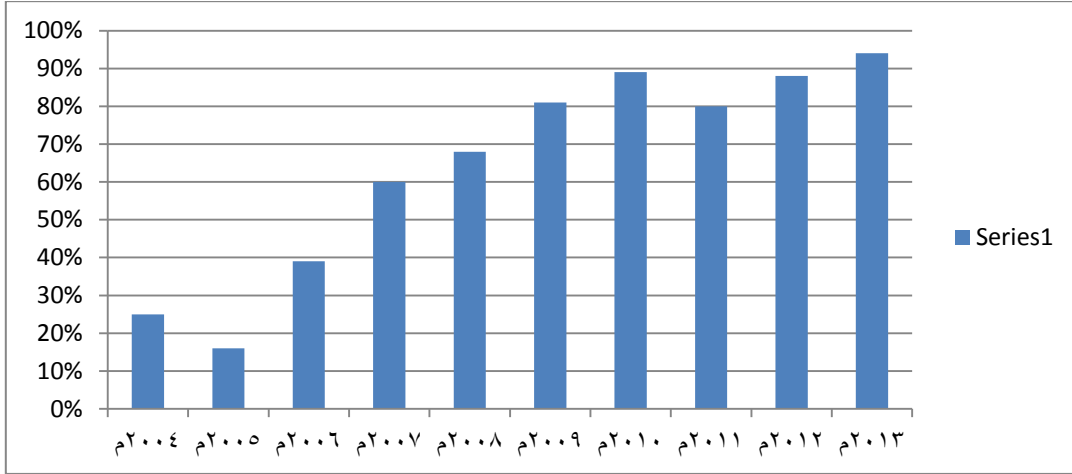


المصدر: الباحث

نلاحظ من الجدول رقم (28) أن هنالك تطوراً كبيراً شهده نشاط شهادات المشاركة الحكومية، حيث سجل إرتفاعاً مقدراً في معدلات التداول والعقود المنفذة، منذ العام (2001م) فقد بلغت الزيادة أضعافاً مضاعفةً في بداية فترة التداول (2002م-2005م) وحتى الإنخفاض، الذي حدث، لا يعتبر مؤشراً سالباً، ولكن وبسبب الإرتفاع الضخم في معدلات التداول للأعوام السابقة، فبالرغم من أن هنالك عامين سجلا إنخفاضاً في بعض معدلات التداول، حيث سجل العام (2005م) إنخفاضاً في عدد العقود المنفذة بلغ 11% وسجل العام (2003م) أيضاً إنخفاضاً في حجم التداول بلغ (42%) إلا أن المؤشر العام، لهذين العامين، موجبٌ وذلك لما حققاه من إستقطابٍ لمدخرات المستثمرين. كما نلاحظ أن شهادات شهامة حققت عائداً ضخمةً بلغت في مجملها (656) ستمائة وستة وخمسين مليار دينار سوداني. الجدول رقم (28) يوضح التوزيع القطاعي لشهادات المشاركة الحكومية (شهادة) (2000م-2005م).

## شكل رقم (10)

نسبة عدد الأسهم المتداولة في شهادات شهامة المالية للفترة (1995م-20015م)



المصدر: الباحث

نلاحظ من الشكل رقم (10) أن شهادات المشاركة الحكومية شهامة شهدت تطورا ملحوظا مما جعلها مصدر ثقة للمستثمرين وبالتالي جذبت كثير من المستثمرين لأنها كانت تتمتع بقدر عالي من الشفافية والوضوح فضلا عن سداد مستحققاتها في مواعيدها ولذلك فقد حققت أهدافها من خلال تمويل عجز الموازنة والمساهمة في توفير السيولة.

## جدول رقم (29)

التوزيع القطاعي لشهادات المشاركة الحكومية (شهامة) (2000م-2005م) (مليار دينار سوداني)

البند	2000م		2001م		2002م		2003م		2004م		2005م	
	المبلغ	%	المبلغ	%	المبلغ	%	المبلغ	%	المبلغ	%	المبلغ	%
الأفراد	82	1	4.7	10.8	22.1	26.0	29.0	25.7	55.1	32.8	66.5	24.8
الشركات والصناديق التجارية	296	4	5.3	12.2	15.3	23.1	20.4	51.9	30.8	77.5	28.9	
المصارف التجارية	797	10.4	6.3	14.4	8.5	13.1	31.5	27.8	50.0	29.8	82.5	20.0
المصرف المركزي	6.5	84	27.4	62.6	22.9	35.6	29.5	26.1	11.0	6.6	41.0	25.3
الإجمالي	7.7		42.8		64.4		113.1		168.0		267.5	

المصدر: وزارة المالية والإقتصاد الوطني، أداء الإقتصاد السوداني، الفترة (2000م-2005م)

نلاحظ من الجدول رقم(29)، أن هنالك عائداتٍ ضخمةً، إستطاعت شهادات المشاركة الحكومية (شهادة)، أن توفرها للإقتصاد السوداني، حيث تراوحت ما بين 7.7 مليار دينار سوداني، في العام 2000م، إلى 267.5 مليار دينار سوداني، في العام 2005م.

إن ما حققته وظلت تحققه شهادات المشاركة الحكومية من نشاط يعد من الإنجازات الضخمة، التي تحققها مؤسسات الدولة المالية، مما كان له أثره الكبير في توفير موارد مالية مقدرة للمساعدة في تمويل عجز الموازنة من موارد حقيقية، إلى جانب تحريك السوق الثانوية من خلال تداول شهادات (شهادة) حيث مكن النظام عدداً كبيراً من المؤسسات والمصارف والفنادق والأفراد من إستثمار فوائضها المالية ومدخراتها في مجالٍ مجزٍ.

أما من الناحية المعنوية فقد نال النظام إستحسان كثيرٍ من الدول الإسلامية، والمؤسسات المالية، والتي بدأت الإتصال بالجهات المختصة؛ للحصول على معلوماتٍ ونظم تطبيق النظام؛ للإستفادة منها.

### ج/مقارنة بين مهام المشاركة للبنك المركزي (شمو)، ومهام المشاركة الحكومية (شهادة):

رغم التشابه الكبير بين النوعين من الشهادات، حيث أن كلاً منهما ناتجٌ عن صيغة المشاركة مع البنك المركزي، ووزارة المالية مع الشخصيات الإعتبارية أو الطبيعية التي تشاركهما، وأنهما أداتان شرعيتان متفقتان مع الشريعة الإسلامية، ومقاصدها تتفقان أيضاً في كونهما أداتين لتحريك الموارد المالية، والسيولة النقدية لتحقيق التوازن المالي والنقدي. إلا أن هنالك بعض الإختلافات في طبيعتها لإختلاف الأهداف.

الجدول رقم (30)، يوضح المقارنة بين شهادات شمم، وشهادات شهامة.

جدول رقم (30)

المقارنة بين شهادات شمم وشهادات شهامة

وجه المقارنة	شهادات شمم "CMC"	شهادات شهامة "GMC"
طبيعة الشهادة	آلية لإدارة السيولة المالية	أداة مالية
الغرض أو الهدف	التحكم في السيولة لدى المصارف.	توفير التمويل للحكومة.
السوق المستهدف	المصارف والمؤسسات المالية الكبيرة.	الجمهور عموماً بما فيه المصارف.
التكوين	أسهم الحكومة وبنك السودان في مختلف المصارف.	أسهم الحكومة في بعض المؤسسات المالية الناجحة والرابحة.
الأجل	ليس لها أجل محدد، مما يمكن من تداولها في السوق الثانوية .	لها أجل محدد، مما يسهل من عملية تمويل الحكومة لفترات محددة.
درجة السيولة	بنك السودان مستعدٌ لشرائها عند الطلب.	ليس هنالك التزامٌ من بنك السودان بإعادة شرائها عند الطلب ولكن يمكن تسيلها في سوق الخرطوم للأوراق المالية.

المصدر: بنك السودان، تقارير سنوية مختلفة.

من أهم النجاحات التي حققتها هاتان الآليتان، توفير موارد ماليةٍ مقدرةٍ، وجذب قدرٍ من السيولة الفائضة لدى المصارف التجارية، ، والفنادق، والأفراد، والمؤسسات المختلفة، مما ساعد تلك الكيانات الإقتصادية في توظيف مواردها المالية الفائضة في أوعيةٍ إستثماريةٍ جاذبةٍ، ومدرةٍ للأرباح العالية، لقد أدى ذلك إلى المساعدة في تمويل عجز الموازنة من موارد حقيقية. كما ساهمت الآليتان في تحريك السوق الثانوية.

يتوقع أن تلعب هاتان الآليتان، دوراً متعاضداً في تحريك المدخرات، وإدارة السيولة، إذا ما تم تطويرهما بتوسيع قاعدة مكون الشراكة، وتوسيع نطاق التعامل في السوق المفتوح، مع تأكيد الشفافية، والمصداقية.

لقد قام البنك المركزي بدعم الآليتين المذكورتين بإتخاذ حزمة من الإجراءات بهدف محاصرة الإنفلات الذي يحدث بواسطة البنوك التجارية، وقد يؤدي إلى تحريك غير مفيد للسيولة. وتتمثل تلك الإجراءات في الآتي :-

- 1- حظر إضافة الشيكات لحساب المستفيد قبل تحصيلها، وذلك منعاً للتمويل غير المقنن.
  - 2- حظر تمويل الحكومة المركزية، أو الولائية.
  - 3- حظر تمويل صرافات النقد الأجنبي.
  - 4- إخضاع نشاط المؤسسات المالية غير المصرفية تحت إشراف، ومتابعة بنك السودان.
  - 5- تطوير وسائل الرقابة، وآليات الرقابة الوقائية للمصارف.
  - 6- تحويل حسابات المؤسسات العامة من بنك السودان إلى المصارف التجارية. لتفعيل دور المصارف في توظيف الموارد المالية وتطوير التعامل البيئي للقطاع المصرفي.
- تتخذ بنك السودان الإجراءات الآتية:-

أ/ السماح للمصارف التجارية بإنشاء محافظ لتمويل القطاعات الإقتصادية ذات الأولوية.

ب/ السماح بحفظ الودائع، والإقتراض فيما بين المصارف ضماناً للإستثمار الأمثل للموارد المالية المتاحة<sup>(1)</sup>.

(1) عيد الوهاب محمد عثمان، مرجع سابق، ص 313-334

## **المطلب الخامس: أثر نشاطات سوق الخرطوم للأوراق المالية على القطاعات الإقتصادية المختلفة في السودان للفترة (1995م-2005م):**

في هذا المطلب سوف نتعرض إلى تطور نشاطات سوق الخرطوم للأوراق المالية وأثره على القطاعات الإقتصادية المختلفة في السودان، ثم عمل توضيح العلاقة الرابطة بين كل قطاع من القطاعات والتعرف على العلاقة بين كل قطاع والنتائج القومي الإجمالي. كما يتمتع السودان بموارد متنوعة في كافة المجالات الإقتصادية مما جعلته يتمتع بأرضية تمكنه من إستغلال هذه الموارد خاصة في المجالات الزراعية والصناعية. إلا أن الظروف الإقتصادية التي يمر بها السودان حالت دون الإستفادة من هذه الموارد. هنالك بعض القطاعات الإقتصادية أصبحت تشكل قاعدة أساسية ينطلق منها نشاط سوق الخرطوم للأوراق المالية.

الجدول رقم (31)، يوضح مساهمة القطاعات الإقتصادية في الناتج المحلي الإجمالي للفترة (1997م-2005م).

جدول رقم (31)

مساهمة القطاعات الإقتصادية في الناتج المحلي الإجمالي للفترة (1997م-2005م)

م	القطاع	1997م		1998م		1999م		2000م		2001م		2002م		2003م		2004م		2005م	
		معدل النمو %	المساهمة %	معدل النمو %	المساهمة %	معدل النمو %	المساهمة %	معدل النمو %	المساهمة %	معدل النمو %	المساهمة %	معدل النمو %	المساهمة %	معدل النمو %	المساهمة %	معدل النمو %	المساهمة %	معدل النمو %	المساهمة %
1	الزراعي	11.9	14.1	7.3	14.3	-4.8	12.8	3.1	46.3	4.7	45.6	7.4	46	5.2	44	-3.6	40	6.9	39
		8.9	11	4.3	11	3	13.4	24.6	11.5	3	13.4	3	12.6	4.3	11	8.9	11	7	11
2	المطري الآلي	56.4	3.2	-36.6	1.9	47.7	2.7	14.6	2.9	2-.59	1.1	27.4	1.3	77.5	%2	-53.7	1	74	1
3	المطري التقليدي	23	6.9	13.6	7.4	24.6	8.7	1-.11	7.2	6.9	6.3	37.3	8.1	9-.4	7	-26.1	5.1	28.2	5
4	الثروة الحيوانية	5.9	20	15.2	21.7	8.9	22.3	5.7	21.8	6	21.7	2.5	20.9	5.3	20.8	1	21	0.1	19
1	الصناعي	10.6	15.1	5.7	15	11.4	15.8	47.1	21.5	13.1	22.8	8	23.2	10.5	24.1	33.7	28	7.6	28
1	البتترول*	-	-	-	-	-	-	610.4	6.8	23.9	7.9	12.8	8.3	12.7	8.9	52.5	15	9.7	15
2	التشييد	4.	4.9	10	5.1	2.3	4.9	3.3	4.7	3.5	4.5	4	4.4	10	4.6	19.4	4	5	4



1	8.5	1	4.7	1.6	5.1	1.7	3.7	1.7	5.2	1.7	5.9	1.8	2	1.8	3.9	1.9	4	الكهرباء والمياه	3
7	5.2	7	21.5	8.2	10.2	7.9	6.8	7.9	12.2	7.5	11.5	7.2	6	7.2	4.1	7.4	19.8	الصناعات التحويلية	4
22	9.9	32	4.8	30.3	3.8	30.9	4.2	31.6	2.4	32.2	1.6	34.4	4	36.6	3.1	37.3	-2.5	الخدمات	1
12	27.2	11	15.7	5.7	4	5.9	%4	6	9.8	5.8	2	6.2	-	6.5	16.5	5.9	15.6 -	الحكومية	1
20	1	21	1	24.5	3.8	25	4.2	25.6	%3	26.4	1.5	28.2	0.5	29.8	0.5	31.4	5	غير الحكومية	2

المصدر: وزارة المالية والإقتصاد الوطني، الأداء الإقتصادي للفترة (1997م-2005م)

من الجدول رقم (31)، نلاحظ أنه وبعد التحول الكبير الذي شهده الإقتصاد السوداني في مطلع التسعينات من القرن الماضي، بفضل إعتقاد سياسات التحرير الإقتصادي، وما نتج عنها من سياساتٍ جريئةٍ، تمخض عنها إنشاء آلياتٍ لتجميع المدخرات، حيث أنشئ سوق الخرطوم للأوراق المالية، وبفضل الدور الكبير الذي لعبه سوق الخرطوم للأوراق المالية في تجميع الموارد، وتسخيرها للإستثمار، في كافة المجالات فقد حدث تطورٌ في التنمية الإقتصادية، في مختلف قطاعاتها، يتركز أهمها في الآتي:

## أولاً: القطاع الزراعي:

### أ/السياسات في مجال القطاع الزراعي:

تمثلت السياسات المرتبطة بالقطاع الزراعي في الآتي:

- 1- إعداد الدراسات الفنية والإقتصادية لدراسة جدوى المشروعات الإقتصادية المقترحة، وذلك من خلال إدخال التقنيات الحديثة، لرفع الإنتاجية للقطاعات الأساسية، بواسطة إتحاد غرف الصناعة، والإنتاج الحيواني، والجهات ذات الإختصاص.
- 2- دعم البحوث الزراعية.
- 3- معالجة إختناقات الإنتاج والنقل والتخزين والتوزيع والتعبئة والطاقة والتمويل.
- 4- تنويع وتطوير صيغ التمويل الزراعي وإنشاء مؤسسات التمويل الصغير، الرسمية، والخاصة ونشر أفرع البنوك المتخصصة بالولايات.
- 5- تطبيق نظام التأمين الزراعي.
- 6- الإستمرار في تحسين بنيات وهياكل الري الدائم، والفيضي، والري التكميلي، مع مراعاة الإصلاح المؤسسي.
- 7- معالجة المشاكل البيئية، وضعف الإنتاجية، بالقطاع المطري، شبه الآلي.
- 8- التوسع في خدمات المحاجر البيطرية، ومكافحة الأوبئة، وتوفير مياه الشرب، ودعم الأبحاث البيطرية، والبنيات التحتية، لتصنيع اللحوم، من أجل الصادر.
- 9- مواصلة تنفيذ برامج البنيات الأساسية، في قطاعات الري، والزراعة، والثروة الحيوانية.

- 10- إلغاء الرسوم، والضرائب الزراعية، وتخفيف رسوم مدخلات الإنتاج، وتوفير البذور المحسنة، وتوزيعها مجاناً، في القطاع المطري التقليدي.
  - 11- تخفيف الرسوم الجمركية على الآليات، والمعدات الزراعية المستوردة.
  - 12- تحفيز وتشجيع القطاع الخاص، بالتوسع، والدخول في مشاريع الإنتاج، والإستثمار في المشروعات الزراعية.
  - 13- الإستمرار في تخصيص بعض الخدمات الزراعية؛ مثل المحالج، والهندسة الزراعية.
  - 14- تمويل الموسم الزراعي، عن طريق الضمانات، وتوفير القروض الخارجية، بغرض تخفيف العبء على الخزينة العامة، وتوجيه مواردها نحو العمل التنموي.
  - 15- وضع التشريعات اللازمة، والقوانين، واللوائح؛ المتعلقة بالمواسفات والجودة.
  - 16- تأهيل بنيات الصادر، وتشجيع الإستثمار في منتجات اللحوم، والعمل على توفير المعلومات التسويقية الضرورية، لموازنة الإنتاج .
  - 17- دعم القطاع الرعوي، والمنتجين؛ هيكلياً، وسياسياً، وإدارياً.
  - 18- دفع جهود تكامل الإنتاج الحيواني؛ في المشروعات المروية، والمطرية، والآلية.
  - 19- تأهيل السلالات الجيدة؛ ذات المواصفات الوراثية؛ المميزة، وتكوين قطعان تعمل كنواة، وإكثارها في وحدات نموذجية؛ لتزويد المنتجين بها.
  - 20- حماية المصايد السمكية، وإيجاد أسواق مركزية لها، وتشجيع، ونشر تقنية الإستزراع السمكي.
  - 21- تشجيع السياسات المحفزة لبرامج التنمية، والمحافظة علي الموارد الطبيعية<sup>(1)</sup>.
- ب- أداء القطاع الزراعي في الفترة (1995م-2005م):**

لقد تطرقنا سابقاً لنشاط القطاعات المختلفة لسوق الخرطوم للأوراق المالية، الجداول (2-17) أوضحت لنا التقدم والتطور الكبير في مساهمة كل القطاعات في حجم التداول بسوق الخرطوم للأوراق المالية بالرغم من أن هنالك قطاعات لم تقم بدورها بالوجه المطلوب، مثل القطاعين الزراعي والصناعي، والقطاع التجاري، وقطاع التأمين.

تمثل الزراعة نشاط غالبية أهل السودان ومن أهم القطاعات وأبرزها في الاقتصاد وذلك لما تتمتع به الأراضي الزراعية من خصوبة عالية، وتوفر الموارد المائية وتراوحت مساهمة القطاع الزراعي في الناتج

(1) وزارة المالية والإقتصاد الوطني، أداء القطاع الإقتصادي السوداني خلال الفترة 1995م-2005م، ص 4-5

المحلي الإجمالي للفترة من (1997م-2005م)، ما بين (44%-49.8%)، باستثناء العامين (2004م)، (2005م)، حيث بلغت مساهمة القطاع الزراعي (40%) و(39%)، علي التوالي، حيث سجلت معدلاتٍ منخفضةٍ وذلك بسبب الحرب في ولايات دارفور، وذلك لما تمثله هذه الولايات من دورٍ مقدرٍ في إنتاج كثيرٍ من المحاصيل الموسمية والغابية المختلفة فضلاً عن مساهمتها في إنتاج الثروة الحيوانية بنسبة (20%).<sup>(1)</sup>، يتكون القطاع الزراعي من عدة قطاعات فرعية تتمثل في الآتي:-

### 1. القطاع المطري:

تقدر مساحة هذا القطاع بحوالي (32) مليون فدان منها (14) مليون فدان المطري الآلي و(18) مليون فدان بالقطاع المطري التقليدي.

### 2. القطاع المروي:

تقدر مساحة هذا القطاع بحوالي (4.8) مليون فدان ويساهم هذا القطاع بحوالي (27%) من الناتج المحلي.

### 3. القطاع الطبيعي:

يذخر السودان بثروة كبيرة من الغطاء النباتي الطبيعي والمتمثل في الغابات التي تساهم بحوالي (9.5%) من الناتج المحلي الإجمالي للزراعة.

### 4. قطاع الثروة الحيوانية:

قدرت الإحصاءات بأن الثروة الحيوانية بلغ مقدارها (116) مليون رأس عام (1998م)، مقارنة ب (103) مليون رأس في العام (1997م)، ثم ارتفع إلى (124.8) مليون رأس في العام (2000م)، ثم (136.7) مليون رأس في العام (2005م)، وبلغ في المتوسط في الفترة (2000م-2005م) حوالي (136) مليون رأس. وقد شهد هذا القطيع القومي<sup>(2)</sup> إستقراراً بفضل إهتمام الدولة بالرعاية البيطرية، والجوانب الأخرى التي تهتم صحة ونمو الحيوان. بالرغم من أن القطاع الزراعي بشقيه النباتي والحيواني تمثل حصته في الجانب الأكبر من إجمالي الناتج المحلي إلا أن الأرض المزروعة تقدر ب(40) مليون فدان من أصل (200) مليون فدان أي أن نسبة الأراضي المستصلحة تعادل فقط 20% من إجمالي الأرض الصالحة للزراعة.

(1) وزارة المالية والإقتصاد الوطني، المرجع السابق، ص1  
(2) وزارة المالية والإقتصاد الوطني، المرجع السابق، ص10.

بالرجوع للشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية والتي تعمل في مجال الزراعة نكاد لا نجد شركات ذات رأس مال كبير تعمل في استقلال خيرات السودان باستثناء شركة (الأنعام) رغم وجود بعض الشركات الضخمة التي يرتبط نشاطها بالقطاع الزراعي مثل شركة (الصمغ العربي) التي تحتكر تصدير سلعة الصمغ العربي إلى كافة أنحاء العالم المختلفة.

إن نجاح بعض شركات القطاع العام والشركات المرتبطة بالمجال الزراعي يعتبر مؤشراً إيجابياً لقيام شركات برأس مال كبير يمكنها من استصلاح الأراضي والاستفادة من مكتنزات الأرض وخيراتها خاصة وإن السودان توفرت لديه كل المقومات لسد الفجوة الغذائية في كثير من بقاع العالم كذلك يمكن الإستثمار عبر الأوراق المالية في كثير من القطاعات الفرعية للقطاع الزراعي ومثال لذلك :-

- مشاريع صادرات الثروة الحيوانية.
- مشاريع الأدوية البيطرية.
- مشاريع الراعي والأعلاف.
- مشاريع مزارع الدواجن.
- مشاريع المسالخ وتصدير اللحوم المذبوحة ومخلفات الذبيح .
- مشاريع الألبان ومشتقاتها.
- مشاريع الإستزراع السمكي وتصنيع الأسماك.

## ثانياً : القطاع الصناعي:-

أ/ السياسات في مجال القطاع الصناعي:- هدفت سياسات التحرير الاقتصادي إلى إعطاء أولوية قصوى للقطاع الصناعي في إطار البرنامج الاقتصادي ولمعالجة السلبيات التي تواجه النشاط الصناعي بالإضافة إلى توفير مناخ ملائم، وإيجاد وضع تنافسي، أفضل للمنتجات المحلية في الأسواق الإقليمية، والعالمية، لمواجهة المستجدات والمتغيرات السائدة. لقد تبنت الدولة برامج تنفيذية، عملية، منتقاه من السياسات والاستراتيجيات المعتمدة من قبل الدولة خاصة في مجال الإصلاح المؤسسي والخصخصة، تتمثل في الآتي:-

1. فرض رسم إنتاجي علي السلع المستوردة بنفس فئة الرسم المقرر علي السلع المحلية.

2. التوسع في برامج الخصخصة.
3. قيمة وتأهيل الصناعات الفرعية ذات القيمة المضافة العالمية خاصة الصناعات الصغيرة والمتوسطة المتكاملة مع القطاع الزراعي.
4. إكمال الخارطة الاستثمارية للصناعة بعد اكتمال المسح الصناعي.
5. معالجة المشاكل الإدارية والتنظيمية والقانونية التي تحد من انطلاق القطاع الخاص الصناعي ونموه.
6. تشجيع تطبيق ونقل التقنية الحديثة في مجال الإنتاج والتسويق والترويج والتوزيع.
7. تسهيل التمويل اللازم خاصة المتعلقة بالبنيات الأساسية اللازمة لنمو الصناعة.
8. تشجيع الشراكة بين القطاعين العام والخاص في مجالات الطاقة والتعدين والصناعات الإستراتيجية والهندسية.
9. مراجعة بعض التشريعات والقوانين وصياغة العقود والاتفاقيات وضبط إجراءات الأمن وحماية البيئة لضمان حقوق الدولة في مجال التعدين.
10. تشجيع رأس المال المحلي للاستثمار في مجال التعدين.
11. خلق فرص للاستخدام لرفع مستوي المعيشة وقد انعكس ذلك في توطين الصناعة بالولايات لتحقيق التنمية المتوازنة.
12. توسيع تصريف السلع الرأسمالية وإعفاؤها من الرسوم الجمركية.
13. الإعفاء الكامل لمدخلات الإنتاج والتجهيزات الرأسمالية وتخفيضها بالنسبة للسلع الوسيطة إلى (2%) .
14. تعديل رسم الإنتاج علي المياه الغازية إلي (10%) في عام (2001م) والأعوام التالية.
15. دفع رسوم الإنتاج علي سلعة السجائر إلي (200%) عام (2000م)، ثم (210%) عام (2001م)، والأعوام التالية.
16. خفض رسوم الإنتاج علي سلعة السكر من (17%) إلي (14%) عام (2002م) والأعوام التالية.
17. فك احتكار سلعة السكر عام (2001م) وفرض رسوم تركيز علي السكر المستورد بواقع 200 جنيه/طن تم تعديلها إلي (300) جنيه/الطن.
18. تحقيق فئات ضرائب أرباح الأعمال علي النحو التالي :-  
 أ- الشركات الخاصة الصناعية من (35%) في عام (2000م) إلي (30%) عام (2001)، ثم (10%) عام (2003م)، والأعوام التالية.  
 ب- رفع نسبة الإهلاك من (20%) إلي (30%) تشجيعاً لأملاك وتأهيل الآلات والاستثمارات.

19. تخفيض الضرائب المباشرة من (30%) إلى (10%).
20. إلغاء رسوم الصادر علي كل السلع ماعدا خام الجلود (15%).

## ب- أداء القطاع الصناعي في الفترة (1995-2005):

تعتبر الصناعة العمود الفقري للتنمية الاقتصادية والاجتماعية الشاملة تطراً لارتباط التنمية بالتقدم الصناعي والخدمات الحديثة المصاحبة له.

بلغت مساهمة القطاع الصناعي في الناتج المحلي للأعوام (1998-1999م) و(8.1%)، و(9.1%) علي التوالي وارتفعت إلي (21.5%) في العام (2000م) ، بمعدل نمو بلغ (47.1%) واستمر النمو والتطور الصناعي بفضل إنتاج وتصدير البترول. وبلغت مساهمة القطاع الصناعي في الناتج المحلي الإجمالي عام (2005م)، (28%) بمعدل نمو (10%) يشمل القطاع الصناعي قطاع التعدين والتحجير (مثل استخراج البترول).

وقد تراوحت مساهمته في الناتج المحلي الإجمالي بين (8%)، و(11.7%) للفترة (2000-2005م)، أما الصناعات التحويلية مثل السكر، والنسيج، والزيوت، والمواد الغذائية الأخرى، فقد تراوحت مساهمتها بين (7%)، و(8.4%)، من الناتج المحلي الإجمالي للفترة المذكورة بجانب دخول صناعات حديثة مثل الإلكترونيات ، قطع الغيار ، صناعات المعدات الحربية وصناعة الأدوية حيث نجحت في توفير الأدوية المنقذة للحياة بنسبة تفوق نسبة (95%)، وتزايد إنتاج الذهب الذي تراوح بين (5)، و(4) طن، في الفترة (2000م-2005م) وتم توليد كمية مقدره من الطاقة الكهربائية وأنتعش قطاع التشييد بجانب قيام الصناعات النفطية...الخ.

شهد القطاع الصناعي توسعاً في برامج الصناعات الإستراتيجية وتأهيل مصانع النسيج ودعم الجمعيات الصناعية الصغيرة وتم تقديم العون الفني لصناعة الجلود ورفع الكفاءة الإدارية للصناعة المحلية وتم تحويل مؤسسة التنمية الصناعية لتخصص كمؤسسة للتمويل الصناعي كما تم تنفيذ مشروع المسح الصناعي الشامل وتزايد عدد المشروعات الاستثمارية المصدقة في مجال الصناعة<sup>(1)</sup> .

(1) وزارة المالية والإقتصاد الوطني، المرجع السابق، ص14.

جدول رقم (32)

الإنتاج الفعلي للسلع الصناعية المهمة خلال الفترة (1995-2005م)

السلعة	الوحدة	1995م	1996م	1997م	1998م	1999م	2000م	2001م	2002م	2003م	2004م	2005م
السكر	ألف طن متري	428	459	500	557	610	664	692	696	728	754	711.5
الغزل	ألف طن متري	1.5	2	2	1.1	1.2	8	5.5	5.5	3.3	5	9
النسيج	مليون ياردة	22.2	18.1	26	9.4	10.6	35	22	15	15	17.8	25
الأسمت	ألف طن متري	178.5	239	295.6	197.8	230.6	161	238	210	272	305.9	333.2
الإطارات	-	456	183	207	173	176	154	145	91.8	-	-	-

المصدر: وزارة المالية والإقتصاد الوطني، الأداء الإقتصادي للفترة (1995-2005م).

ثالثاً: قطاع الطاقة والتعدين:

أ-قطاع البترول:-

دخل البترول في منظومة الاقتصاد السوداني منذ أن بدأ تصديره في أغسطس 1999م جدول رقم (38)، وتم استيعاب كثير جديد في جانب الإيرادات غير الضريبيين كما تم اتخاذ سياسات وإجراءات وقائية تمثلت في تحديد سقف لسعر البرميل المصدر ورفع السقف المحدد للموازنة العامة من (20) دولاراً للبرميل في عام (2002م)، إلى (24.22) دولاراً للبرميل في عامي (2003)، و(2004)، ومن ثم رفع السقف إلى (30-45.37) دولاراً أمريكي للبرميل الواحد خلال العام (2005م).

ظلت مساهمة عائد البترول السوداني في إجمالي الإيرادات العامة تسجل ارتفاعاً مستمراً خلال الفترة (2000م-2005م)، حيث ساهم بنسبة (43%) في العام (2000م)، وارتفعت إلى (55%) في العام (2005م)، وبلغ متوسط عائد الفترة (2000م-2005م) 48%، وبلغت مساهمة عائدات البترول السوداني في الناتج المحلي الإجمالي للأعوام (2000م)، (2001م)، (2002م)، (2003م)، (2004م)، (2005م)، حوالي (5%)، (4%)، (5%)، (9%)، (9.5%)، (9.9%)، للأعوام المذكورة علي التوالي.

بالنسبة للأداء الفعلي للإيرادات العامة مقارنة بالربط فقد بلغت (226.1%)، (98%)، (115%)، (160.2%)، (135%)، (86%)، وذلك للأعوام (2000م)، (2001م)، (2002م)،



(2003م)، (2004م)، (2005م)، علي التوالي أي أن متوسط الأداء الفعلي للإيرادات العامة خلال الفترة (2000م-2005م)، بلغ (137%).

أما بالنسبة لمساهمة عائدات البترول في إجمالي الإيرادات الذاتية، فقد بلغت (50%)، في العام (2005م)، وظلت تسجل نمواً مضطرباً، منذ عام التصدير الأول؛ (2005م)، وهذا يؤكد التطور الكبير الذي تم تحقيقه في مجال النفط، والذي يعتبر إنجازاً غير مسبوقٍ للدولة في ظل سياسة الإنفتاح الاقتصادي.

### جدول رقم (33)

الإنتاج الكلي لخام البترول السوداني ونصيب الحكومة منه خلال الفترة (2000م-2005م)

النسبة المئوية	نصيب الحكومة/مليون برميل	الإنتاج/مليون برميل	البيان السنة
33%	14,5	43,3	2000م
42%	32,2	76,2	2001م
60%	51,2	86,0	2002م
65%	62,7	96,3	2003م
71%	74,9	105,2	2004م
73%	73,4	102,9	2005م

المصدر: وزارة المالية، أداء الإقتصاد السوداني، الفترة (2000م-2005م).

نلاحظ من الجدول رقم (33)، أن هنالك زيادةً مضطربةً في إنتاج البترول حيث بدأ حجم الإنتاج بحوالي (45.3) مليون برميل في العام (2000م)، واستمرت الزيادة سنوياً، حتى بلغ حجم الإنتاج (102,9) مليون برميل في العام (2005م)، وهو ما يعادل أكثر من ضعفي الإنتاج للعام (2000م).

أما ما يختص بنصيب الحكومة، وحسب الإتفاق المبرم بين الحكومة وشركات الإنتاج، فقد بلغ نصيب الحكومة في عام (2000م)، أول عام للإنتاج، (14,5) مليون برميل، بنسبة بلغت (33%)، واستمر نصيب الحكومة في التزايد حتى بلغ (73,4) مليون برميل في العام (2005م)، بنسبة بلغت (73%)، وهي نسبة كبيرة وتشكل عائداً مقدراً للنتائج القومي الإجمالي للاقتصاد السوداني.

#### ب- قطاع الكهرباء:

أما بخصوص الكهرباء فقد صدر قانون الكهرباء عام (2000م) والذي تم بموجبه السماح للقطاع الخاص بالاستثمار في قطاع الكهرباء كما أنشأت الدولة وزارة الكهرباء لأول مرة في تاريخ السودان إيماناً منها بالدور المتعاظم لصناعة الكهرباء في البلاد.

الجدول رقم (34)، يوضح التوليد الكهربائي خلال الفترة (2000م-2005م).

#### جدول رقم (34)

#### التوليد الكهربائي خلال الفترة (2000م-2005م)

السنة	الإنتاج (قيفاواط ساعة)	معدل النمو
2000م	2,641	-
2001م	2,800.3	6%
2002م	2,109.8	11%
2003م	3,254.1	7.9%
2004م	3,748.9	11.8%
2005م	4,124.6	10%

المصدر: وزارة الكهرباء، تقارير (2000م-2005م)

نلاحظ من الجدول رقم (34)، أن هنالك مجهوداتٍ عظيمةٍ، ومقدرةٍ، قد بذلت، للحفاظ علي أعلى مستوىٍ للتوليد الكهربائي القائم، بشقيه، المائي والحراري، حيث زاد إنتاج الكهرباء من (2641) قيقا واط

/ساعة في عام (2000م)، حتى بلغ (3748.9) قيقا واط/ساعة في عام (2004م)، ثم ارتفع إلي (4124.60) قيقا واط / ساعة في عام (2005م) بنسبة زيادة بلغت (10%) عن العام السابق.

لقد إنعكست هذه المجهودات في زيادة مستوي التوليد الكهربائي علي قطاعات الإنتاج بشقيه، السلعي، والخدمي، بنسبٍ عاليةٍ، وفي كافة المرافق.

إستطاع قطاع الكهرباء أن ينجز عدة أنشطة خلال الفترة (2000م-2005م)، نوجز منها:-

1. إدخال وحدتين بخاريتين بسعة (2) x 60 ميغا واط .
2. إدخال وحدتين غازيتين بسعة (2) x 18 ميغا واط.
3. إدخال وحدتي ديزل بسعة (2) x 10 ميغا واط.
4. قيام محطة توليد قريّ الحرارة (33) ميغا واط.
5. دخول محطات توليد، لكلّ من جبل أولياء، والفاو، بسعة 13.6 ميغا واط.
6. إنتاج مصنع المحولات (سودا تراف)، بالخرطوم بحري، بطاقة إنتاجية بلغت (2000) مترٍ محول في العام، وذلك بتكلفة قدرها (375,000) دولار أمريكي.
7. تنفيذ مشروع محطة قري (4) والخط الناقل الرصيرص- الرنك -ريك .الخرطوم مع الشركة الصينية للاستيراد والتصدير بقيمة (262) مليون دولار أمريكي.
8. توقيع عقد مشروع ضوء السلام والذي يشمل إنشاء (17) مولداً، بولايتي جنوب كردفان، وغرب دارفور، بتكلفة (15) مليون دولار أمريكي.
9. تأهيل الأبواب المتحركة للوحدات (1)، (2) و(3) بمحطة توليد الرصيرص بمبلغ (4,500,000) يورو.
10. إكتمال إنشاء محطات بورتسودان، وعطبرة، وشندي، وكريمة، ودنقلا، ووادي حلفا، وجوبا، وملكال، ونيالا، والأبيض، وأم روابة، والجينية، والضعين، والنهود، وكادقلي، والدلنج.
11. إنشاء الخط الدائري (110) كيلو فولت حول الخرطوم بطول (64) كلم وإنشاء (19) محطة أساسيةً بأنحاء العاصمة المختلفة.

أما في مجال الكهرباء فقد تم إنجاز الحدث العظيم وهو إنشاء سد مروحي الذي سيوفر للبلاد طاقة كهربائية ومائية ضخمة تمكن السودان من النهوض اقتصادياً وتساهم في تحريك الأنشطة الاقتصادية المختلفة.

إن التنمية المستمرة تعتمد في الأساس علي توفير الطاقة المحلية ويكون ذلك بتطوير تقنية استقلالها وترشيد استخدامها وتطوير وتدريب العاملين بها ليتمكنوا من زيادة الإنتاج بصورة تغطي كافة أرجاء الوطن.

لعب سوق الخرطوم للأوراق المالية دوراً كبيراً في تجميع المدخرات وتفعيل دور الشركات المدرجة فيه في تطوير وتنشيط الحركة الاقتصادية حيث أن كثيراً من الشركات التي تم إنشاءها وإدراجها ضمن شركات المساهمة العامة في هذه السوق لعبت دوراً مقدراً في دفع حركة النمو الاقتصادي في كافة القطاعات التي تمت الإشارة إليها سابقاً والتي لم تذكر لعدم توفر المعلومات الموثقة عنها.

## المبحث الثالث

### دور السياسة المالية في تطور سوق الخرطوم للأوراق المالية

شهد الاقتصاد السوداني، منذ مطلع السبعينات من القرن الماضي، تدهوراً اقتصادياً مستمراً ونموً إنتاجياً متدنياً مع تزايد في معدلات نمو السكان مما أدى إلي التدهور المستمر في مستوى الدخل الحقيقية رغم أن السودان يعد أكبر دولة أفريقية من حيث المساحة والأراضي الزراعية الخصبة والمساكن المالية المتعددة كما يعد من أعظم دول القارة الأفريقية من حيث، الثروات البترولية، والمعدنية الأخرى؛ كالذهب، والحديد، وخام الأسمنت، كما يعد ثاني أكبر دولة أفريقية من حيث الثروات الحيوانية، كما تتعدد الأقاليم المناخية، ويمتاز السودان أيضاً بأن أجزاءً كبيرةً من أراضيه تقع في مناطق السافانا والمدار الإستوائي، غزيرة الأمطار، كما أنه يكتنز في أعماق أراضيه في شماله الغربي أكبر كتلة مياه جوفية في العالم<sup>(1)</sup>، ويعتبر أكبر دولة في العالم تصدر محصول الصمغ العربي... الخ.

رغم كل هذه الإمتيازات إلا أن السودان ظل يعاني من التدهور الاقتصادي المستمر والذي يرجع إلي عوامل خارجية وأخرى داخلية . تتمثل العوامل الخارجية في الحرب الأهلية التي إندلعت في الجنوب مرةً أخرى في العام (1983م)، بعد أن توقفت عام (1972م)، بعد انعقاد اتفاقية أديس أبابا في العام (1972م)، وإستمرت زهاء ربيع قرنٍ من الزمان، حتى توقفت، بحمد الله، بعد إنعقاد إتفاقية السلام الشامل (في نيفاشا عام 2005م) كما تتمثل العوامل الخارجية أيضاً في الكوارث الطبيعية؛ كالجفاف، والتصحر، والأمطار، والسيول، والفيضانات التي ضربت أجزاءً كبيرةً من السودان، والتي أدت إلي تدمير البنيات الإنتاجية، والخدمية، فضلاً عن عدم الإستقرار السياسي والذي يشكل عاملاً أساسياً من عوامل التدهور الاقتصادي حيث أنه أثر علي عمل الجهاز التنفيذي، وأقعه عن وضع البرامج، ورسم السياسات الإقتصادية، التي تؤدي إلي الاستقرار الاقتصادي، كما أن عدم الاستقرار السياسي أفقد الدولة المقدرة علي إدارة الكوارث الطبيعية، والتنبؤ بحدوثها كما امتاز السودان كغيره من الدول النامية بعدم الإستقرار الاقتصادي؛ حيث تعدد وتغيير الأنظمة السياسية أضر كثيراً بالاقتصاد السوداني، فقد شهد السودان تعاقب الحكومات الديمقراطية، والعسكرية، والإنتقالية... الخ. فمنذ الإستقلال شهد السودان قيام

(1) د. عبد الوهاب عثمان مرجع سابق ص 25.

عدد (50) خمسين حكومة، إما عسكرية أو إنتقاليةً أو ديمقراطية<sup>(1)</sup>، كما أن فترة السبعينيات شهدت تحولاً في النظام السياسي إلي النظام الاشتراكي والذي ترك بصماته السالبة علي الاقتصاد السوداني إلي يومنا هذا، فكان لقرار التأميم للمؤسسات الإقتصادية، والذي صدر عام (1970م)، أثراً سالباً علي الاقتصاد السوداني، حيث فرضت الدولة هيمنتها الكاملة علي كل الجوانب الاقتصادية، وتمت مصادرة مؤسسات القطاع الخاص وآلت ملكيتها للقطاع العام، كما شهدت تلك الفترة هجرات الخبرات والأيدي العاملة المؤهلة، فضلاً عن إنحسار الإستثمار الأجنبي وتلاشي دور القطاع الخاص تماماً.

لقد ثبت في السودان عدم قدرة القطاع العام علي تحريك الموارد المالية والبشرية بكفاءةٍ عاليةٍ وذلك لأن معظم المشاريع الكبيرة، التي تديرها الدولة، تعتمد علي القدرة الاحتكارية وبالتالي إنعدام عنصر المنافسة ومبدأ المخاطرة؛ الذين يدفعان القطاع الخاص نحو إستحداث طرقٍ وأساليبٍ حديثةٍ للإدارة، وتحديث أداء ما هو قائم<sup>(2)</sup>.

كما أن هيمنة القطاع العام علي الحياة الاقتصادية أدت إلي تدني موارد الدولة، وأصبحت الميزانية السنوية تسجل عجزاً مستمراً، بسبب الدعم المقدم لكثيرٍ من مؤسسات، وهيئات الدولة الخدمية، والإنتاجية الخاسرة، وحتى الأرباح المتحققة من بعض المؤسسات والهيئات العامة، لا تتناسب مع الاستثمارات الضخمة التي أنفقت فيها<sup>(3)</sup>.

كما أثبتت الدراسة أن هنالك عمالةً فائضةً في كثيرٍ من الشركات العامة في السودان (عطالةٌ مقنعةٌ) مما أدي إلي إرتفاع بند الأجر والمصروفات الإدارية، فضلاً عن تدني درجة الكفاءة الإنتاجية لهذه المؤسسات والهيئات العامة وبالتالي تدهور مستوى الدخل للعاملين بهذه الشركات مما أدي إلي إنهيار كثيرٍ من المبادئ الفنية والأخلاقية والمهنية والسلوك الديني مما إضطر بالكوادر الفنية المؤهلة إلي الهجرة بحثاً عن الوضع الأفضل والبديل المناسب مما إنعكس سلباً علي نشاط هذه المؤسسات والهيئات العامة وأدي إلي تدهورٍ مريعٍ في عائداتها وإنهيارٍ معظمها.

(1) عبد الباسط صالح سبدرات "حكومات السودان، خمسون عاماً من التملل والقلق الوزاري. (1954م-2004م)، ص15.

(2) فؤاد راشد، مجلة اتحاد المصارف العربية، فبراير 2001م ص 45.

(3) محمد عبد الرحمن أبو شورة، سياسة الإستخصاص : سوق الخرطوم للأوراق المالية، 1996م، ص2.

## الخصخصة وتطور سوق الخرطوم للأوراق المالية :-

إن الدول التي حققت تطوراً في مجالات التنمية والعلوم وتفوقت على قريناتها قد وصلت إلى مكان الصدارة وذلك بحسن استخدامها لمواردها وإمكانياتها وحشد مواردها المادية والبشرية لتحقيق أعلى معدل للنمو. ومن الأساليب التي إتبعها هذه الدول، إنشاء بنوكٍ متخصصةٍ تعمل في مجال الإستثمار المالي، وذلك بهدف جذب الأموال من المدخرين والمستثمرين وتوظيفها في مناحي الحياة المختلفة لخدمة الأهداف الكلية للتنمية الإقتصادية.

ظلت السياسات الإقتصادية في السودان تنتقل من بين الإقتصاد الحر، القائم على الحركة التجارية، والإقتصاد المغلق، القائم على الإحتكار، رداً من الزمن الذي يمكن أن يؤدي إلى تطوير الدول.

لقد أدت هيمنة القطاع العام على الحياة الإقتصادية في السودان منذ مطلع السبعينات من القرن الماضي إلى كثيرٍ من المشاكل، نذكر منها الآتي :-

- i. إنعدام عنصر المنافسة، ومبدأ المخاطرة بين المشاريع الكبيرة التي تديرها الدولة، وذلك لاعتمادها على القدرة الإحتكارية.
- ii. تدني موارد الدولة وبالرغم من ذلك تزايد دعم الدولة لعددٍ كبيرٍ من المؤسسات والهيئات الحكومية الخاسرة مما أدى إلى حدوث عجزٍ مستمرٍ في ميزانية الدولة.
- iii. ظهور مشكلة العمالة الفائضة في كثيرٍ من الشركات العامة. الأمر الذي يؤدي إلى إرتفاع بند المصروفات الإدارية وازدياد عجز هذه الشركات الخاسرة ومن ثم تدهور مستوى دخول العاملين بهذه الشركات.

iv. هجرة كثيرٍ من الكوادر المؤهلة مما خلق مشاكل عديدةٍ لمؤسسات القطاع العام، وزاد الأمر سوءاً.

v. تفشي ظاهرة البطالة المقنعة، والعمالة المترهلة.

ونتيجةً لسياسة التحرير الإقتصادي التي أنتهجت في العام (1992م)، فقد استحدثت هذه السياسة أدواتٍ ماليةٍ جديدةٍ ساهمت بصورةٍ فعالةٍ في تجميع المدخرات، وتوظيفها مصلحة الوطن . تتمثل أهم

هذه الأدوات في الآتي :-

1- إنشاء الصناديق الإستثمارية لإصدار صكوك تمويل بأجالٍ مختلفةٍ. إدارة المحــــــــــــــــافــــــــــــــــظ الإستثمارية.

2- إعادة هيكلة الشركات وإتباع أسلوب الخصخصة لغرض زيادة رأس الأموال من خلال الإصدارات الجديدة لتوسيع نطاق الملكية.  
أ/ فلسفة وماهية الخصخصة:

مفهوم الخصخصة من المفاهيم التي دخلت حديثاً على قاموس اللغة الإقتصادية وتبناه، تبعاً لذلك الباحثون والدارسون، وإستعارها منهم رجال السياسة في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء.

إن الفلسفة الأساسية وراء إستراتيجية الخصخصة، تتمثل في أن إدارة الأعمال، لفلسفة وأسلوب القطاع الخاص، يحكمها مبدأً أساسيّ، هو إزدياد عنصر المخاطرة، وعنصر العائد، أي أن هنالك علاقةً طرديةً بين هذين العنصرين، مما يؤدي إلى تفجير الطاقات الإبداعية لدى أرباب العمل والمستثمرين مما يزيد من القوة التنافسية من خلال البحث عن وسائل التفوق والمحافظة عليها.

إن التنافس المحتدم بين عنصري المخاطرة والعائد يؤدي إلى تطورٍ مضطربٍ في ديناميكية الإقتصاد نحو المزيد من التقدم والنمو والإزدهار مما ينعكس إيجاباً على الخدمات المتطورة وازدياد دخول المواطنين من خلال تملكهم لأسهم في هذه المؤسسات.

يقصد بالخصخصة تحويلاً جزئياً أو كاملاً للمشروعات العامة التي تديرها، أو تملكها الدولة، إلى مشروعاتٍ خاصةٍ تؤول ملكيتها إلى القطاع الخاص، وهذا ما يرتبط بتغيراتٍ إقتصادية، أو إجتماعيةٍ سابقةٍ، أو لاحقةٍ في مجال الإدارة، وذلك بإستخدام الأساليب الملائمة لها.

نخلص مما ذكر، إلى أن الخصخصة أداة هامة من أدوات الإصلاح الإقتصادي، يستعيد للإقتصاد حيويته من خلال إحياء دور المبادرة الفردية.

إن عملية الخصخصة تهتم بالشركات الناجحة من خلال تسويق أسهم هذه الشركات لمزيد من التطور والنمو الإقتصادي، كما تهتم بعملية الخصخصة أيضاً بالشركات الخاسرة، وذلك من خلال



تحسين البيئة الإستثمارية لها بإجراء عملية مراجعةٍ شاملةٍ لكي ما يتمكن المستثمرون الجدد من تطويرها وتحريك القوة الكامنة فيها.

## ب/ ظهور برامج الخصخصة:

ظهرت برامج الخصخصة في أعقاب الحرب العالمية الثانية، عام (1945م)، في دول غرب أوروبا، التي كانت قد إجتاحتها قبل ذلك موجةٌ من التأميم خصوصاً في بريطانيا، والتي شملت السكك الحديدية، والنقل الجوي، ومناجم الفحم، وإنتاج الصلب، وتوزيع الكهرباء، فضلاً عن موجةٍ من التأميم التي فرضتها الأحزاب الإشتراكية في الدول الأوروبية، والتي تتمثل في هيئة الدولة، وسيطرتها على القطاع الإقتصادي، وأدوات الإنتاج، ومركزية التخطيط الشامل، ثم إتجهت موجة الخصخصة، بعد ذلك إلى الدول النامية، وكانت معظم الدول تضع شيئين؛ لا بد من السعي لتحقيقهما، وهما :

- 1- توطيد أركان وهياكل البناء الوطني.
- 2- تطوير وتحسين إقتصاديات الدولة، نفسها، لتحقيق النمو والإزدهار للدولة المعنية.

## ج/ أهداف الخصخصة: إن عملية الخصخصة تهدف إلى الآتي :-

1. جذب رؤوس الأموال المحلية، والأجنبية.
  2. زيادة تركيبة المساهمين في الشركات العامة، مما يؤدي إلى زيادة حجم التعامل في الأوراق المالية؛ سواءً في السوق الأولي عند الإصدار، أو السوق الثانوي عند تداول الأوراق المالية بين المستثمرين.
  3. الحد من الإنفاق العام وسوء إستخدام الموارد.
  4. المساهمة في دعم الخزينة العامة.
  5. توسيع وتنويع قاعدة الملكية<sup>(1)</sup>
  6. توفير موارد إضافية للخزينة العامة.
- إن الصناديق الإستثمارية، والمحافظ الإستثمارية، وشركات المساهمة العامة، حققت عائداً مجزيً للمستثمرين فيها، الأمر الذي أدى إلى تفعيل وتنشيط التداول بالبورصة.

(1) وزارة المالية والإقتصاد الوطني، أداء الإقتصاد السوداني، خلال الفترة 2000-2005م، ص 77 "

إن المحفظة الإستثمارية، والتي تشتمل على توليفة من الأسهم، والصكوك، والشهادات، وتدار بأمانة ومسئولية، بغرض تحقيق أفضل عائد للمستثمر وبراعى فيها التكلفة، والمخاطر، نجدها تسهم في زيادة حجم التداول بسوق الخرطوم للأوراق المالية، وبما أن شركات الوساطة المالية تدير هذه المحافظ نجدها تقوم بعملية تنفيذ عمليات بيع وشراء الأوراق المالية مما يؤدي إلى زيادة حجم التعامل فيه.

#### د/ سلبيات الخصخصة:-

تتمثل سلبيات الخصخصة في الآتي:-

- 1/ إن بعض الخدمات مرتبطة بحياة الناس ولا بد أن تكون بيد الدولة.
- 2/ إن إطلاق يد القطاع الخاص في إدارة المرافق الحيوية يكون وفقاً لمعايير الربح والخسارة دون أي اعتبار للجوانب الإنسانية أو الإجتماعية.
- 3/ إن عملية الخصخصة تؤدي إلى إحتكار وإستغلال القطاع الخاص لإرادة المواطن وحرية.
- 4/ إن عملية الخصخصة تفتح الباب واسعاً للنشاط الهامشي "النشاط التجاري، دون الإنتاجي، لغرض تعظيم الربح" مما يضعف من هيبة الدولة في كثير من الأنشطة الإقتصادية الحيوية، وبالتالي يقلل من فرص النمو والتطور الإقتصادي.
- 5/ سيطرة الحكومات الأجنبية على نسبة كبيرة من المشروعات المهمة أو الصناعات الوطنية الإستراتيجية الضرورية.
- 6/ البيع بأقل من القيمة الحقيقية للمرافق العامة، لأسباب سياسية، أو إقتصادية... الخ.

#### هـ/ إيجابيات الخصخصة:-

تتمثل إيجابيات الخصخصة في الآتي :-

- i. التخلص من الأعباء الإدارية والمالية الواقعة على عاتق الدولة.
- ii. زيادة الإنتاجية في المؤسسات العامة المراد خصصتها.
- iii. تحريك النشاط الإقتصادي وتخلصه من الركود وذلك بإشراك القطاع الخاص.
- iv. إستعمال الموارد المالية الناتجة عن عملية الخصخصة لزيادة معدلات النمو الإقتصادي.

v. جذب رؤوس أموال أجنبية تساهم في زيادة ازدهار النشاط الإقتصادي.

vi. المساهمة في تطوير سوق الخرطوم للأوراق المالية.

إن إدارة المحافظ والصناديق الإستثمارية تعتبر إستثماراً ممتازاً، حيث أنها تحقق عائداً كبيراً لحملة صكوكها كما تعد أيضاً إستثماراً جيداً يحقق عائداً جيداً للمستثمرين.

#### و/ معوقات أداء الخصخصة :-

لقد واجهت عملية الخصخصة، الكثير من المعوقات الإدارية والقانونية والفنية التشغيلية، وذلك نسبةً لحدثة التجربة كما أن الإجراءات التي تم إتباعها تعتبر جديدة وتحتاج إلى مزيد من الفحص والدراسة حتى تتوافق مع نظم الإدارة وأنماط هيكله الإقتصاد السوداني.

#### ز/ التحولات اللازمة لعملية الخصخصة:-

لقد ترتبت على عملية الخصخصة كثيرٌ من الآثار الجانبية السالبة على مستوى الدولة وعلى مستوى الأفراد، وبناءً على ذلك فقد إتخذت الدولة العديد من المعالجات بهدف تخفيف حدة الآثار الجانبية السالبة والناجمة عن عملية تطبيق الخصخصة تتمثل في الآتي:-

1. يجب أن لا تتناول عملية الخصخصة عدداً كبيراً من المرافق العامة في وقتٍ واحدٍ، ولا بد أن تمتد عملية الخصخصة عبر فترةٍ طويلةٍ من الزمن، بحيث يأخذ في الإعتبار القدرة الإستيعابية للأسواق المحلية.

2. وضع الإحتياجات اللازمة لمشكلة العمالة الفائضة بسبب تطبيق عملية الخصخصة. وحتى لا يقع عبء برنامج الخصخصة على العمالة؛ يجب الإهتمام بالآتي:-

أ/ إعداد برنامج موازنة لمساعدة العمالة الفائضة على وجود وظائف بديلة تستوعب تلك العمالة الفائضة. ب/ إقتصار عملية الخصخصة في مراحلها الأولية على المرافق العامة ذات العمالة الفائضة.

ج/ إعداد برنامج تدريبي لمساعدة العمالة الفائضة على إكساب المهارات المطلوبة مجالات الأعمال المختلفة.

د/ تعويض أولئك الأفراد من العمالة الفائضة، الذين لا يصلحون إلى أي وظائف أو مشروعاتٍ بديلةٍ، وتحفيزهم على التقاعد المبكر، وذلك على أساس شروطٍ تفضيليةٍ.

و/ تقييم أداء الخصخصة للفترة، 1995م-2015م:-

إنتهجت الدولة سياسة الإستخصاص، كأحد الأدوات الهامة لسياسة التحرير الإقتصادي، وإعادة هيكلة الإقتصاد السوداني. حيث كانت إحدى موجات المؤتمرات القومي للإنقاذ الإقتصادي الذي عقد في أكتوبر 1990م، والذي كانت أبرز نتائجه إتاحة الفرصة للقطاع الخاص، بالدخول، والمساهمة في الأنشطة الإقتصادية المختلفة، وتحقيق الرفاهية الإقتصادية المنشودة لكافة قطاعات المجتمع. لقد قامت الدولة بوضع الإطار القانوني، والفني، والذي من خلاله تم تنفيذ وتطبيق سياسة الخصخصة، والتي شملت حوالي (81) مرفقاً من المرافق العامة على مستوى القطاعات الإقتصادية الهامة.

جدول رقم (35)

المرافق التي تم التصرف فيها وتوزيعها حسب القطاعات للفترة (1995م-2015م).

القطاع	عدد المرافق التي تم التصرف فيها
القطاع الصناعي	22
قطاع المصارف	6
قطاع السياحة	10
القطاع الزراعي	21
قطاع الطاقة والتعدين	1
قطاع النقل والمواصلات	4
قطاعات متنوعة	17
<b>الجملة</b>	<b>81</b>

المصدر:وزارة المالية والإقتصاد الوطني

نلاحظ من الجدول رقم (35)، أنه وطيلة فترة الدراسة؛ "1995م-2015م"، تم التصرف في المرافق العامة، خاصة تلك التي تشمل القطاعات الإقتصادية الحيوية، مثل القطاع الزراعي، القطاع الصناعي، قطاع النقل والمواصلات، قطاع الإتصالات... الخ.

لقد تم إستخدام معايير محددة للتصرف في هذه المرافق المهمة، تتمثل أهم هذه المعايير في الآتي:-

1- معيار الإستراتيجية.

2- معيار الكفاءة الإقتصادية.

3- معيار البعد الإجتماعي.

لقد تم تطبيق العديد من الآليات المتعلقة بعملية الخصخصة، مثل البيع المشاركة، الإيجار، الدمج، الأيلولة، التصفية، التحويل لشركات عامة.

كما نلاحظ من الجدول رقم "41"، أيضاً، أنه قد تم التصرف في عدد "81" مرفقاً في الفترة المذكورة. وقد بلغ العائد، من التصرف في هذه المرافق العامة، حوالي "33" مليار دينار سوداني.

## المبحث الرابع

### دراسة السلاسل الزمنية وتحليلها وتقدير النموذج وتحديد النتائج

جدول رقم (36)

من خلال الجدول رقم (36) سوف يتم إجراء تحليل للبيانات المذكورة الموضحة وفق البرامج الإحصائية للوصول لتقدير النموذج وتحديد النتائج

متوسط سعر الصرف والنتائج المحلي وحجم التداول في سوق الخرطوم خلال الفترة (2000 - 2015م)

السنة	متوسط سعر الصرف (جنيه/دولار)	النتائج المحلي الإجمالي بالاسعار الجارية	حجم التداول في سوق الخرطوم (مليون جنيه)
2000	2.57	33770.6	59.14
2001	2.59	40658.6	168.36
2002	2.63	47756.1	249.05
2003	2.61	55733.8	244.10
2004	2.58	68721.4	447.72
2005	2.44	86298.0	1216.83
2006	2.16	96611.5	2068.05
2007	2.02	106527.0	1799.63
2008	2.09	124609.1	1879.41
2009	2.30	135659.0	2246.6
2010	2.31	162203.9	2422.3
2011	2.66	186689.9	2562.6
2012	3.56	243412.8	3073.6
2013	4.75	342803.3	3885.4
2014	5.71	471295.5	5762.7
2015	6.01	582936.7	6250.4

المصدر: بنك السودان ، التقارير السنوية (2000 م-2015م)

(A)

Model Summary<sup>b</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					Durbin-Watson
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	
1	.988 <sup>a</sup>	.976	.972	313.32052	.976	265.982	2	13	.000	1.963

a. Predictors: (Constant), الناتج المحلي, سعر الصرف

b. Dependent Variable: حجم التداول

(B)

ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	52222701.242	2	26111350.621	265.982	.000 <sup>a</sup>
	Residual	1276206.733	13	98169.749		
	Total	53498907.976	15			

a. Predictors: (Constant), الناتج المحلي, سعر الصرف

b. Dependent Variable: حجم التداول

(C)

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.	Correlations		
		B	Std. Error	Beta			Zero-order	Partial	Part
1	(Constant)	1504.759	333.879		4.507	.001			
	سعر الصرف	-753.781-	175.982	-.509-	-4.283-	.001	.840	-.765-	-.183-
	الناتج المحلي	.017	.001	1.446	12.160	.000	.971	.959	.521

a. Dependent Variable: حجم التداول

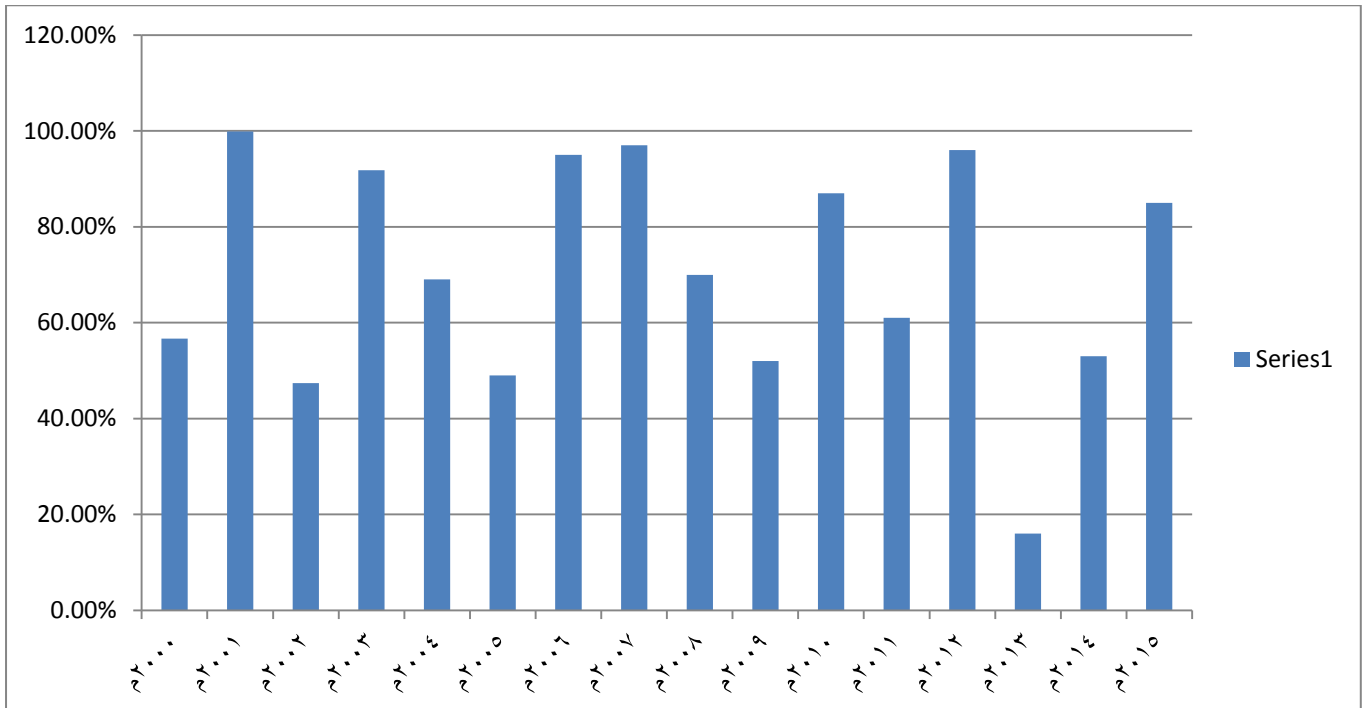
(D)

Dependent Variable: MU  
 Method: Least Squares  
 Date: 03/20/17 Time: 17:21  
 Sample: 2000 2015  
 Included observations: 16  
 VD=C(1)+C(2)\*EXT+C(3)\*GDP

	Coefficien t	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	1504.759	333.8790	4.506897	0.0006
C(2)	-753.7814	175.9818	-4.283292	0.0009
C(3)	0.016939	0.001393	12.15979	0.0000
R-squared	0.976145	Mean dependent var	2145.993	
Adjusted R-squared	0.972475	S.D. dependent var	1888.543	
S.E. of regression	313.3205	Akaike info criterion	14.49969	
Sum squared resid	1276207.	Schwarz criterion	14.64455	
Log likelihood	-112.9975	Durbin-Watson stat	1.962533	

شكل رقم ( 11 )

الشكل رقم (11) يوضح حجم التداول في سوق الخرطوم (مليون جنيه) خلال الفترة (2000 – 2015م)



المصدر: الباحث



من الشكل رقم (11) نجد أن حجم التداول عموماً يحقق نتائج عالية خلال فترة الدراسة وذلك يرجع لإدراج العديد من الشركات داخل سوق الخرطوم الأمر الذي زاد من حجم التداول وانعكس ذلك إيجاباً علي تعبئة المدخرات وزيادة الإستثمارات. باستثناء السنوات (2002م، 2005م، 2009م، 2013م، 2014م) وذلك لعوامل عديدة منها التأثير بعوامل سعر الصرف والتضخم مما ترتب علي ذلك عدم دخول بعض الشركات في التداول خلال السنوات المشار إليها بالإضافة إلي تصفية بعض الشركات.

ووفقاً للجدول رقم (36) وبناء علي التحليل الإحصائي المشار إليه في بيانات جداول النتائج الإحصائية (A)، (B)، (C)، (D) فإن النموذج التالي يوضح العلاقة بين حجم التداول (VD) في الطرف الأيسر، و الناتج المحلي الإجمالي (GDP)، ومعدل سعر الصرف (EXT) في الطرف الأيمن، حسب المعادلة أدناه:

VD =

$$VD = 1505.759 - 753.7814(EXT) + 0.016939(GDP)$$

$$T = 4.506897 \quad -4.283292 \quad 12.15979$$

$$R^2 = 0.78$$

$$R = .988 \quad \text{قيمة معامل الارتباط}$$

$$D.W = 2 \quad \text{النموذج لا يعاني من مشكلة إرتباط ذاتي}$$

$$F = 265.982$$

حيث:

VD = حجم التداول في سوق الخرطوم ( Volume of Dealing )

EXT = معدل سعر الصرف

GDP = الناتج المحلي الإجمالي

- تحليل ومناقشة النتائج: تم تحليل البيانات المذكورة أعلاه وفق البرامج الإحصائية

- SPSS والذي كانت مخرجاته الجداول (A)، (B)، (C)

- Eviews والذي كانت مخرجاته في الجدول (D)

الجدول (A) : بعنوان Model Summary يحتوي علي بعض المقاييس التي تم حسابها للنموذج وهي

1- قيمة معامل الارتباط  $R=0.988$  وهو عالي جدا ( مهمته قياس قوة العلاقة بين المتغيرات)

2- معامل التحديد المتعدد (يستخدم لتحديد معرفة القوة التفسيرية لنموذج الانحدار الخطي المتعدد ) بمعنى اخر يحدد مدى فاعلية البيانات المستخدمة من المتغيرات المستقلة في تقدير المتغير التابع ونلاحظ أن النموذج يعبر عن (المتغيرين المستقلين معا) 97% من البيانات. وزيادة قيمة هذا المقياس يفسر أن النموذج المقترح ملائم.

3- تعيين خطأ التقدير Std. Error of the Estimate وكانت قيمته 313.32052 فكلما قل دل علي خطأ أقل للنموذج.

الجدول (B) بعنوان: ANOVA يحتوي علي نتائج تحليل التباين لاختيار معنوية الانحدار

الفرض الصفري: الانحدار غير معنوي (لا يختلف عن الصفر)

الفرض البديل: الانحدار معنوي (يختلف عن الصفر)

ومن الجدول نجد أن  $Sig=000$  وهي أقل من مستوي المعنوية 0.05 لذا سوف نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل لأن الانحدار معنوي وبالتالي توجد علاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع

الجدول (C) بعنوان: Coefficients يساعد هذا الجدول في الحصول علي كلا من

1- معادلة خط الانحدار المقدرة والخطأ في التقدير لكل معامل وذلك من العمود Unstandardized Coefficients حيث

VD =

$$VD=1505.759-753.7814(EXT)+0.016939(GDP)$$

$$T= 4.506897 \quad -4.283292 \quad 12.15979$$

$$R^2=0.78$$

$$R=0.988$$

$$D.W=2$$

$$F= 265.982$$

إن المعادلة أعلاه توضح العلاقة بين حجم التداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية والعوامل المؤثرة عليه . حيث يقاس حجم التداول بمليون جنيه. ووفقا للمعادلة سوف يتم التعامل معه كمتغير تابع.

2- لتعيين أي من المعاملات يكون معنويًا وسببًا في معنوية تحليل التباين للانحدار وذلك من خلال الرجوع للعمود الثالث من اليسار الذي يعطي قيمة sig لاختبار معنوية كل معامل علي حده نجد أنه في حالة Constant فإن قيمة الناتج الاجمالي المحلي وكذلك عرض النقود كانتا أقل من 0.05 لذا فإن الثابت ومعامل السنوات معنوي .

3- أما الجدول (D) فإنه يوضح تحليل النموذج أعلاه بالبرنامج الإحصائي Eviews والذي توصلنا من خلاله لنفس النتائج ولكن بصورة مختصرة.

4- من المعلوم أن معامل التحديد يقيس درجة التباين الكلي في المتغيرات المستقلة علي المتغير التابع وبما أن قيمته بلغت 97% هذا يعني أن حجم التداول في سوق الخرطوم يعطي قدرة تنبؤية عالية في الناتج الاجمالي المحلي وسعر الصرف وتعطي نسبة 3% لقياس المتغيرات التي لم تضمن بالنموذج. وهذه النتيجة تثبت صحة الفرضية الأولى بهذه الدراسة.

5- إن العلاقة بين حجم التداول (vm) وعرض النقود (m) طردية فكلما كانت هناك زيادة في عرض النقود كلما كان هناك انخفاض في معدلات التضخم يعني أن هناك مدخرات وبالتالي سوف تتحول إلي استثمارات ماليه وغير ماليه.

6- إن العلاقة بين معدل نمو الناتج المحلي (GDP) ومعدل نمو الكتلة النقدية (M) تأخذ الإيجابية تارةً وتأخذ السلبية تارةً أخرى، ويعني ذلك أنه في بعض الحالات فإن إستراتيجية زيادة معدل نمو الناتج المحلي تتطلب زيادة في الكتلة النقدية خاصة في حالة الركود الاقتصادي (الكساد)، ويكون بالتالي البنك المركزي قد استخدم السياسة التوسعية كسياسة نقدية لمعالجة هذا الكساد. أما في حالة التضخم فإن زيادة معدل الناتج المحلي تتطلب سياسة انكماشية من خلال تخفيض حجم الكتلة النقدية لمعالجة مشكلة التضخم.

## الفصل الرابع

### مناقشة فرضيات البحث

## مناقشة فرضيات البحث

### 1/ هنالك علاقة طردية بين السياسة المالية وتطور السوق المالي:

من خلال دراستنا للفصل الثاني، المبحثين الأول والثالث؛ ومن خلال دراستنا للفصل الثالث، المبحث الأول والمبحث الثاني والمبحث الثالث نلاحظ التطور الكبير الذي طرأ على السياسة المالية منذ فترة ما قبل الميلاد (الفلاسفة اليونان)، حيث كان نظام الطبقات، فقد إهتموا بالتدريب، وإهتموا أيضاً بالتعليم، بتقسيم العمل، والتخصص، وتنظيم الأسواق، وإهتموا كذلك بالصادرات والواردات ثم كان عهد العصور الوسطى، التي سيطرت فيها الكنيسة على الحياة الإقتصادية مما أدى إلى إحداث ركود في الحياة الإقتصادية، فكانت ما تسمى بعصور الظلام في الغرب، ثم جاء الإسلام بتعاليمه السمة، حيث تطورت الحياة الإقتصادية، وتطورت موارد الدولة الإسلامية، مما ساعدها في التوسع العظيم في كل أرجاء المعمورة، فازدهرت وتطورت الحياة الإقتصادية في الشرق، وغزت كثيراً من أنحاء العالم من خلال الفتوحات الإسلامية التي حدثت في تلك الفترة، ثم جاء العصر التجاري، فتوسع النشاط التجاري في أوروبا، وازدهرت الإختراعات، وتطور النظام المصرفي، وتطور النظام النقدي، وتطور النظام الضريبي، وتحولت المجتمعات من الإعتماد الأساسي على الزراعة إلى الإهتمام بالنشاط التجاري. ثم جاء نظام الإقتصاد الكلاسيكي، فكانت الحرية الإقتصادية، وتقليل دور الدولة في التدخل في الحياة الإقتصادية، وتطور النشاط الضريبي، وازدهر النشاط الإستثماري، وتطورت الصناعة، وازداد البحث عن المواد الخام لتشغيل المصانع، فاتجهت الدول الأوروبية إلى إستعمار دول العالم الثالث، خاصةً الأفريقية والآسيوية، ثم جاءت الثورة الكنزيرة، في القرن العشرين، والتي أمنت على نظام الحرية الإقتصادية مع ضرورة تدخل الدولة لإعادة التوازن الإقتصادي.

رغم هذا التطور الذي شهده العالم في الحياة الإقتصادية إلا أن الأسواق المالية لم تظهر إلا في القرن العشرين، خاصةً بعد إنتهاء الحرب العالمية الأولى (1914م-1917م)، فبدأت الدول الرأسمالية "خاصةً تلك التي تضررت من جراء هذه الحرب" البحث عن موارد مالية لمعالجة الإنهيار الكبير الذي حدث لإقتصادياتها، خاصةً بعد إنهيار الإقتصاد العالمي وحدث أزمة الكساد العظيم، (1929م-1933م)، فتنبتت الدول كثيراً من السياسات المالية لجذب الإستثمارات المحلية والأجنبية.

إجتهدت الدول في وضع السياسات المالية، والتشريعات، والقوانين، المشجعة للإستثمار، فقامت السياسات المالية بالإتجاه إلى استخدام الأوراق المالية؛ كوسائل للإقتراض ومن ثم قيام الشركات المختلفة وفقاً للأموال التي يتم الحصول عليها بواسطة الأسواق المالية.

لقد أدى قيام الثورة الصناعية، في القرن التاسع عشر، إلى إحداث تطورٍ هائلٍ في وسائل وأساليب التمويل.

فقد شهدت طرق التمويل المختلفة تطوراً ملحوظاً، وذلك من جراء السياسات المالية التي إبتدعتها الدول الصناعية لغرض الحصول على التمويل اللازم لقيام الصناعات المختلفة، خاصةً في الدول الأوروبية، فقد شهدت طرق التمويل نمواً سريعاً، بعد أن كان بطيئاً، كما إزدادت أهمية التمويل، خاصةً بعد التطور الكبير الذي شهده الإقتصاد العالمي، في القرن الثامن عشر والقرن التاسع عشر الميلادي، وبالتحديد ذلك التطور الذي شهده الإقتصاد الرأسمالي القائم على مبدأ التحرير الإقتصادي الذي يعتمد على سياسة الخصخصة والتخصص.

شهدت الأسواق المالية تطوراً سريعاً، وذلك نسبةً لإهتمام السياسات المالية والتشريعات الإقتصادية المختلفة بها، حيث وضعت لها اللوائح، والأسس، والضوابط القانونية التي تتناسب مع التوجهات الإقتصادية للدولة.

إن الأسواق المالية نتاجٌ طبيعيٌّ لسياسات التحرير الإقتصادي التي إنتهجتها الدول المختلفة، ومنها السودان الذي إنتهج هذه السياسة منذ مطلع التسعينات من القرن الماضي.

لقد ركزت سياسة التحرير الإقتصادي على ضرورة إستقطاب رأس المال المحلي والأجنبي لتنفيذ وتفعيل سياسة التحرير الإقتصادي من خلال تطبيق سياسة الخصخصة، لإشراك القطاع الخاص في إدارة العملية الإقتصادية.

إن إنشاء سوق الخرطوم للأوراق المالية في العام (1994م) لهو مؤشرٌ حقيقيٌّ للأثر الكبير الذي لعبه تطور السياسات المالية في السودان في ذلك الوقت. فقد ركزت السياسات الإقتصادية، بصفةٍ

عامة، والسياسات المالية، بصفة خاصة، على ضرورة تطبيق، وتفعيل، سياسات التحرير الإقتصادي وذلك لإشراك القطاع الخاص في المنافسة الإقتصادية النزيهة ومن ثم إستقطاب رأس المال الخاص، المحلي، والأجنبي، مما أستدعى الأمر قيام مؤسسة مالية، تلعب دور الوسيط بين أرباب الأموال (أصحاب الأموال الفائضة) ورجال الأعمال (خاصة أولئك الذين يعوذهم المال) ومن ثم جاء دور وأهمية شركات المساهمة العامة التي لعبت أيضاً دور الوعاء المالي، الجامع، المنسق بين أرباب الأموال بمختلف مقدراتهم المالية.

إن إستقطاب الموارد المحلية، والأجنبية، وإعادة استثمارها في مشاريع ضخمة؛ لتحقيق النمو الإقتصادي، والإجتماعي، يحتاج إلى وجود أسواق مالية منظمة ونشطة حتى تستطيع الدولة مواكبة وتوفير متطلبات العصر والإفتتاح والتطور التكنولوجي وكذلك تداخل المصالح المشتركة وإزالة التداخل بين الدول.

نخلص، مما ذكر، إلى أن هنالك توافقاً تاماً بين السياسات المالية التي تنتهجها الدولة، وضرورة مواءمة أسواق المال وذلك لتوفير التمويل اللازم لتنفيذ هذه السياسات التي ترمي لها الدولة.

**2/ كلما كانت هنالك سياسات مالية تستوعب الأسواق المالية كلما أدى ذلك إلى وجود نظام تمويلي للتنمية :**

إن أسواق الأوراق المالية، بحكم أنها أداة ضرورية لتعبئة المدخرات الوطنية، وجذب الموارد الخارجية، قد إكتسبت أهمية عظيمة، وذلك من خلال الدور الذي تقوم به في تمويل الأنشطة التنموية بصفة خاصة، والأنشطة الإقتصادية بصفة عامة.

لقد شهد العالم أحداثاً عظيمة في الربع الأخير من القرن العشرين، فقد كان إنهيار منظومة الدول الإشتراكية وسيادة النظام الرأسمالي، وما صاحبه من تقدم في تكنولوجيا الإتصالات، والمعلومات، وتحرير حركة رؤوس الأموال وزيادة دور القطاع الخاص، الأمر الذي أدى إلى ظهور أدوات مالية جديدة ومتنوعة.

تعتبر الأسواق المالية المرآة الشفافة التي تعكس الوضع الحقيقي للإقتصاد. فقد كان تأثيرها على النشاط الإقتصادي من خلال دورها الرائد وتأثيرها على القطاعات الإقتصادية المختلفة، فمن خلال دراستنا للفصل الرابع "دراسة تطبيقية على سوق الخرطوم للأوراق المالية" لاحظنا الدور الكبير الذي لعبه

سوق الخرطوم للأوراق المالية في تنشيط القطاعات الإقتصادية المختلفة من خلال إستقطاب المدخرات وتسخيرها للعملية التنموية، فلاحظنا التطور الكبير الذي شهدته تلك القطاعات المذكورة.

عند استعراضنا لتلك القطاعات، الجداول (1-17)، فقد شهدت هذه القطاعات إقبالاً كبيراً من قِبَل المستثمرين، فبالنسبة لقطاع المصارف، على سبيل المثال نلاحظ أن إجمالي حجم التداول فيه للفترة (1995م-2005م)، بلغ (137,976) جنيهاً سودانياً.

أما بالنسبة لقطاع التأمين، فقد بلغ إجمالي حجم التداول للفترة المذكورة (1,685) جنيهاً سودانياً. أما بالنسبة للقطاعين الزراعي والصناعي فقد بلغ إجمالي حجم التداول للفترة المذكورة (88,051) جنيهاً سودانياً.

أما بالنسبة للقطاع التجاري فقد بلغ إجمالي حجم التداول لنفس الفترة (70,002) جنيهاً سودانياً. أما بالنسبة لقطاع الشركات غير المصنفة قطاعياً (قطاع أخرى) فقد بلغ حجم التداول (518,709) جنيهاً سودانياً.

أما بالنسبة لشهادات المشاركة الحكومية (شهادة)، فنلاحظ أن التطور الكبير الذي شهده نشاط شهادات المشاركة الحكومية، فقد بلغ إجمالي حجم التداول للفترة (2001م-2005م)، فترة بداية الإصدارات لشهادات المشاركة الحكومية حتى نهاية فترة الدراسة"، فقد بلغ حجم التداول (482,667) جنيهاً سودانياً. ونلاحظ أنه قد سجل ارتفاعاً مقدراً في معدلات التداول والعقود المنفذة، منذ العام (2001م)، فقد بلغت الزيادة أضعافاً مضاعفةً في بداية فترة التداول (2002م-2005م) وحتى الإنخفاض، الذي حدث في بعض الفترات، لا يعتبر مؤشراً سالباً، ولكن وبسبب الإرتفاع الضخم في معدلات التداول للأعوام السابقة، كما نلاحظ أن شهادات شهادة حققت عائداتٍ ضخمةً بلغت في مجملها (6,560,000,000) جنيهاً سودانياً.

إن هذا التطور الكبير، الذي تحققه شهادات شهادة، يعد إنجازاً ضخماً، فقد كان له أثراً مقدراً في توفير الموارد المالية الضخمة للمساعدة في تمويل عجز الموازنة من مواردٍ حقيقيةٍ، إلى جانب تحريك السوق الثانوية، من خلال تداول شهادات (شهادة)، حيث مكن هذا النظام عدداً كبيراً من المؤسسات والمصارف والأفراد من إستثمار فوائضها المالية ومدخراتها في مجالٍ مجزٍ.



من خلال هذه المؤشرات الإيجابية فقد نال نظام الأسواق المالية قبول ورضاء كثير من الدول العربية والدول الإسلامية والمؤسسات المالية والتي بدأت الإتصال بالجهات المختصة للحصول على معلومات ونظم تطبيق إيجاباً في خلق مواعين إيرادية لها القدرة على توفير الموارد المالية المناسبة لتفعيل وتحريك المشاريع التنموية من خلال الكم الهائل من مشاريع التنمية التي توالى تنفيذها منذ تطبيق هذه السياسات وقيام سوق الخرطوم للأوراق المالية، في منتصف التسعينات من القرن الماضي .

### 13 / هنالك علاقة عكسية بين تطور الأسواق المالية و إنحسار التنمية.

تهدف الدولة إلى تهيئة الأوضاع المتعلقة بعملية التنمية من خلال تفعيل العملية الإستثمارية لأجل إحداث إستقرار في مختلف الأوضاع الإقتصادية والسياسية فضلاً عن الإهتمام بكافة الظروف التي تؤثر إيجاباً أو سلباً في إنجاح العملية الإستثمارية سواء كانت هذه الأوضاع سياسية أو إقتصادية أو إجتماعية أو أمنية... الخ. إن الإهتمام والإستقرار في التنظيمات الإدارية وما تتميز به من كفاءة وفاعلية وثبات السياسات الإقتصادية وتناغمها مع طبيعة الأسواق وآلياته تمثل المناخ الملائم للإستثمار. إن التنمية الإقتصادية لا تتحقق إلا بتجميع الموارد البشرية والمادية والفنية والطبيعية، وذلك من خلال تشغيل الوحدة الإنتاجية، وتتبع أهمية الأوراق المالية من ضرورة إيجاد مصادر لتمويل هذه الوحدات الإنتاجية. إن قيام سوق الخرطوم للأوراق المالية ساهم بشكل فعال في إستقطاب المدخرات وتوظيفها في كافة المجالات الإقتصادية.

إن شراء الأوراق المالية يمثل توظيفاً للأموال في المشروعات التنموية المختلفة، حيث لاحظنا من خلال الدراسة التطبيقية لنشاطات سوق الخرطوم للأوراق المالية (الفصل الرابع)،

أن سوق الخرطوم للأوراق المالية لعب دوراً مقدراً في التطور الإقتصادي على وجه العموم، والتطور في مجال مشاريع التنمية، على وجه الخصوص، فقد توسعت الدولة في إنشاء المشروعات التنموية، وركزت في المقام الأول على مشاريع البني التحتية، فإستطاعت الدولة تنفيذ برامج الطرق والجسور، وفق نهج تخطيطي، ومواصفات دقيقة، وكفاءة عالية، ووصولاً لبناء شبكة طرقٍ شاملة، حتى تتمكن من الإسهام في مقابلة الإحتياجات والمتطلبات التنموية، وذلك من خلال تشجيع القطاع الخاص للإستثمار عبر وسائل التمويل الحديثة، مثل نظام البناء والتشغيل، ونقل الملكية بمختلف أنواعه.

كما قامت الدولة، وبعد ربط أرجائها المختلفة بشبكة من الطرق والجسور، بإنشاء العديد من المشروعات الإنتاجية والخدمية، وكان أهمها مشروع إستخراج وإستغلال البترول السوداني، والذي ساهم وبرجة عالية في توطيد أركان الإقتصاد، ومنفتح الباب على مصراعيه لمزيد من النجاحات وخاصة في إنشاء المشروعات التنموية.

خلاصة القول في هذا السياق، أن سوق الخرطوم للأوراق المالية لعب دوراً مقدراً في إنعاش التنمية الإقتصادية في السودان.

#### 4/ كلما كانت الإمكانيات المادية ضخمة، كلما كان لها أثراً إيجابياً على النشاط الإقتصادي.

إستطاع سوق الخرطوم للأوراق المالية أن يوفر حجماً ضخماً من الإمكانيات المادية فاقت كل التصورات، وذلك من خلال نشاطه للفترة (1995م-2005م). فقد بلغ حجم التداول للعام (2005م)، (آخر عام لفترة الدراسة)، حوالي (216,833,004) جنيهاً سودانياً، وهذا يعتبر إنجازاً ضخماً، مقارنة بالظروف الإقتصادية، التي كانت سائدة قبيل إنشاء سوق الخرطوم للأوراق المالية.

الجدول رقم (43) يوضح حجم التداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية، في الفترة (1995م-2005م).

#### جدول رقم (37)

حجم التداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال العشر سنوات الأولى للفترة (1995م-2005م)

السنة	حجم التداول (دينار)
1995م	294,376,506
1996م	99,499,219
1997م	596,692,227
1998م	237,386,913
1999م	1,554,930,104

5,914,350,763	2000م
16,836,747,824	2001م
24,905,536,492	2002م
24,410,401,143	2003م
44,772,292,714,1	2004م
21,683,300,309	2005م
<b>541,256,148,641</b>	<b>الجملة</b>

المصدر: سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقارير السنوية؛ 1995-2005م،

نلاحظ من الجدول رقم (37)، أن سوق الخرطوم للأوراق المالية تمكن خلال فترة الدراسة؛ (1995م-2005م)، توفير أحجاماً من الأموال، فنلاحظ أن حجم التداول تراوح ما بين مبلغ (2,943,765) جنيهاً سودانياً، في العام 1995م، و مبلغ 216,833,003 جنيهاً سودانياً في العام (2005م). كما أن إجمالي حجم التمويل للفترة المذكورة بلغ (( 5,412,561,486 ) جنيهاً سودانياً .

لقد استطاع سوق الخرطوم للأوراق المالية أن يلعب الدور الطبيعي، في توفير التمويل اللازم للنشاط الإقتصادي، الأمر الذي كان له أثره الإيجابي في المساهمة في قيام كثير من المشاريع الإقتصادية، والتي سبق أن أشرنا إلى بعضها في سياق حديثنا عن (الفرض الثالث).

لقد إنتهجت الدولة، ومن خلال تطبيق سياسات التحرير الإقتصادي في مطلع التسعينات من القرن الماضي، نهجاً جديداً يمثل تطوراً كميّاً ونوعياً في إستقطاب المدخرات المحلية، والأجنبية، وذلك من خلال تشجيع إنشاء شركات المساهمة العامة، والصناديق الإستثمارية، وشهادات المشاركة الحكومية (شهادة)، وشهادات المشاركة للبنك المركزي(شمم)، وذلك من خلال التخفيض في رسوم الضرائب، أو التمتع بالمزايا المختلفة. كما أن سياسة الخصخصة، التي توافقت مع سياسة التحرير الإقتصادي، أدت إلى خروج

المؤسسة من بيروقراطية الحكومة إلى إبداعات وجدية القطاع الخاص مما نتج عنه جذب رؤوس أموالٍ ضخمةٍ ساهمت في تنويع وتوسيع دائرة النشاط الإقتصادي.

نخلص مما ذكر، إلى أن التمويل الضخم، الذي تم إستقطابه بواسطة السياسات الإقتصادية، التي تم تطبيقها مؤخراً، ساهمت بشكلٍ فعالٍ وملموسٍ في إزدهار النشاط الإقتصادي.

## الخاتمة

إن التطور الذي شهده العالم لقرونٍ عديدةٍ، أثر بصورةٍ مباشرةٍ وقويةٍ على النشاط الإقتصادي لتلك الدول. فقد حدث تطورٌ لجميع الأنظمة الإقتصادية، وفي كافة الأصعدة فالتطور الذي شهده النظام الرأسمالي على سبيل المثال منذ العصور الوسطى مروراً بعصر الإقطاع، ثم المدارس الإقتصادية الرأسمالية المختلفة، مثل المدرسة الرأسمالية التجارية، والتي تطورت إلى المدرسة الرأسمالية، والتي هي نفسها تخللتها عدة مدارس؛ فكانت المدرسة الكلاسيكية، والتي شهدت أحداثاً عالميةً عظيمةً؛ فكان ظهور الآلة، وتفجر الثورة الصناعية، ثم إندلاع الحرب العالمية الأولى، وإنتهت هذه المدرسة بأزمة الكساد العظيم، والذي إنتهت عليه هذه الحقبة الزمنية، لتبدأ حقبةً جديدةً، وهي المدرسة الكنزوية، والمدرسة الحديثة واللذان أحدثتا تطوراً مشهوداً في الإقتصاد العالمي، وأخيراً شهد العالم تفكك منظومة الدول الإشتراكية، والتي تركت آثارها السالبة، أو الموجبة على كثيرٍ من دول العالم، ليدخل العالم مرحلةً جديدةً من مراحل التطور؛ وهي مرحلة العولمة.

إن التطور الذي شهده العالم، خاصةً، في القرن التاسع عشر، والقرن العشرين، كان بمثابة نقطة تحولٍ كبرى في الإقتصاد العالمي. كما إن تفجر الثورة الصناعية في أوروبا في القرن التاسع عشر أحدث نقلةً نوعيةً في الإقتصاد العالمي، فكانت الحاجة الماسة للموارد المالية اللازمة لتحريك الصناعات الضخمة، فتطورت السياسات المالية، تبعاً لهذا التطور، وإزدادت أهمية السياسات المالية عقب الحرب العالمية الثانية، أي في النصف الثاني من القرن العشرين، لتوفير الأموال اللازمة لإصلاح الدمار الهائل الذي أحدثته آلة الحرب، خاصةً في الدول الأوروبية.

إن الحاجة الماسة للموارد المالية فتحت الأبواب، واسعةً، أمام الإقتصاديين، لإيجاد وسائلٍ ماليةٍ جديدةٍ، فكانت ظاهرة الإقتراض من المصارف، والتي سرعان ما تطورت باستخدام التعامل بالأوراق المالية، الأمر الذي إستدعى قيام أسواق المال، لتنظيم، وتقنين هذه الآلية، فتطورت الأسواق المالية، بصورةٍ توافقت مع تطور الإقتصاد العالمي.

أما بالنسبة للوضع في السودان، فقد ظل الوضع الإقتصادي في تدهورٍ مستمر، خاصة منذ عقد السبعينات من القرن الماضي. فقد شهد الإقتصاد السوداني تدهوراً إقتصادياً مستمراً، ونموً متدنياً، بل أنه وفي بعض الأحيان سجل الإقتصاد السوداني معدلات نموّاً سالباً، متزامنةً مع معدلات نمو متزايدةً في حجم السكان، مما أدى إلى تدهورٍ متسارعٍ في مستوى الدخل الحقيقية، ومع تزامنه مع تدني الأداء في الناتج المحلي الإجمالي، (تدني الأداء في النمو الإقتصادي)، تسارعت معدلات التضخم، مما أدى إلى تدهورٍ في مستوى المدخرات المحلية، والقومية. وهكذا دوامة الحاققة المفرغة.

إن السبب الرئيسي للتطورات السالبة للإقتصاد السوداني تعزى إلى قصور وفشل السياسات المالية.

إن طبيعة العلاقات المتحركة التي تنشأ بين عناصر الطلب الكلي، وسرعة التفاعل بينها، تؤكد أهمية معالجة الخلل في الطلب الكلي بوعي، وحكمة؛ خاصة فيما يختص بالسياسات المالية التي تشكل أهم عاملٍ يؤثر في الطلب الكلي.

إن تمويل عجز الموازنة العامة، عن طريق الإستدانة من الجهاز المصرفي، يعتبر المصدر الرئيس للتوسع في حجم السيولة النقدية المتولدة؛ خاصة في ظل غياب الأسواق المالية النشطة التي توفر مصدراً إضافياً مهماً من الموارد المالية خارج الجهاز المصرفي.

إن التطور الكبير الذي شهده الإقتصاد السوداني في العقد الأخير من القرن العشرين، خاصة بعد إنتهاج سياسة التحرير الإقتصادي، والتي تمخض عنها إنشاء سوق الخرطوم للأوراق المالية في العام (1994م)، والذي إستطاع، وفي فترةٍ وجيزةٍ أن يلعب الدور الرائد في تعبئة المدخرات الوطنية، وجذب الإستثمارات، والموارد الخارجية، والذي إستطاع أن يفر قدرًا كبيراً من التمويل للأنشطة الإقتصادية المختلفة. كما أن السياسات المالية، المصاحبة لسياسات التحرير الإقتصادي، خاصة سياسة الخصخصة لعبت دوراً مقدراً في تنشيط السوق المالي، وذلك من خلال تنشيط التداول في سوق الأسهم، وكذلك تفعيل دور مؤسسات القطاع العام من خلال البيع المباشر "المرافق العامة الخاسرة"، أو المشاركة في الملكية "تفعيل الإدارة".

خلصت هذه الدراسة إلى أن السياسات المالية لعبت دوراً متعاضداً في تطوير سوق الخرطوم للأوراق المالية حتى تتمكن هذه السوق من خلق مواعين إيرادية، لمقابلة الحاجة المتزايدة للتمويل اللازم لمسايرة التنمية الإقتصادية، والإجتماعية، والتطور السياسي الذي شهدته البلاد في الفترة الأخيرة.

# النتائج و التوصيات

## النتائج:

من خلال هذه الدراسة خلص الباحث إلى النتائج الآتية:-

- 1- إن التطور الكبير الذي شهده الإقتصاد العالمي إستدعى تطوراً مماثلاً في السياسات الإقتصادية بصفة عامة، والسياسات المالية على وجه الخصوص، وذلك لمقابلة التوسع الهائل في نفقات الدول.
- 2- لعبت السياسات الإقتصادية ، بصفة عامة، والسياسات المالية ، بصفة خاصة، دوراً مقدراً في تطور الأسواق المالية، خاصة بعد تفجر الثورة الصناعية في أوروبا، في القرن التاسع عشر، والتي أحدثت تطوراً مقدراً في الفكر الرأسمالي، فظهرت الحاجة إلى تمويل المشروعات الضخمة، التي تفوق مقدرة الفرد المستثمر، فكانت الحاجة الملحة إلى قيام شركات المساهمة العامة لتوفير التمويل تلك المشروعات الإقتصادية. فظهرت الأسواق الأولية لتبادل السندات بمختلف أنواعها، ثم ظهرت القيم المنقولة بإستحقاق على الدولة، وهي ما تعرف بالأسهم. وإستمر التطور في الأسواق المالية، مواكباً للتطور في السياسات المالية، التي لم تألو جهداً في البحث عن مصادر التمويل للمشروعات الإقتصادية المتسارعة في التطور، خاصة الصناعية منها. وفي القرن العشرين، وبعد تحرر الدول المستعمرة من قبضة المستعمر، إزدادت الحاجة إلى التمويل للنهوض بالإقتصاد المتدهور واللاحق بركب التطور، فأنشئت أسواق الأوراق المالية.
- 3- ظل الإقتصاد السوداني ، ومنذ الإستقلال متأرجحاً، فتارةً يتبنى آلية السوق وتشجيع القطاع الخاص وتارةً أخرى يطبق سياسة التأميم، والمصادرة، وفرض هيمنة الدولة، ساعد في ذلك عدم الإستقرار السياسي، وإندلاع الحروب في كثير من أجزائه، خاصة في الجنوب. إستمر الوضع هكذا حتى العقد الأخير من القرن العشرين. بعد مجئ حكومة الإنقاذ، التي لم تتوانى في تطبيق سياسة التحرير الإقتصادي، والتي فتحت بموجبها الباب على مصراعيه للقطاع الخاص للإستثمار في كافة الأنشطة الإقتصادية، فكان لا بد من إيجاد آلية الحصول على التمويل المحلي أو الأجنبي، فتم إنشاء سوق الخرطوم للأوراق المالية في العام (1994م).



- 4- سوق الخرطوم للأوراق المالية إتسم، في بدايته، بالضعف في الأنشطة المختلفة، وذلك لمحدودية الأوراق المالية المتداولة (الأسهم فقط)، وضعف، وغياب دور الوساطة المالية المتخصصة في السوق المالي، وأن معظم المشروعات القائمة، هي مشروعات صغيرة الحجم، ويعزى ذلك إلى عدم قبول المواطن السوداني فكرة إنشاء شركات المساهمة العامة، ولكن ومع تطور السياسات المالية، والسياسات النقدية، إزدادت حركة السوق مع زيادة عدد الشركات المدرجة، وارتفاع حجم التداول مما إنعكس ذلك جلياً في أن تجنى ثمار تطور السياسة المالية متمثلاً في تحريك جمود الإقتصاد الوطني، وتثبيت أسعار الصرف، وتقليل حجم الإستدانة من الجهاز المصرفي.
- 5- تمثل دراسة المتغيرات الإقتصادية الكلية أهميةً بالغةً لدراسة سوق الخرطوم للأوراق المالية، لمعرفة الآثار المترتبة على التطور التكنولوجي، أو التغيير السياسي، التغيير الإجتماعي، أو أي متغير آخر، على هذه المتغيرات الكلية، ومن ثم آثارها على سوق الخرطوم للأوراق المالية، من خلال آثارها على الأسعار، وحجم الناتج القومي، ومن ثم الدخل القومي، والذي ينعكس بدوره على دخل الفرد، ومقدرته على الإدخار، ومن ثم إعادة توظيف فوائضه، بالإستثمار في الأوراق المالية.
- 6- إستطاع سوق الخرطوم للأوراق المالية أن يلعب دوره الطبيعي في تعبئة وإستقطاب المدخرات الوطنية، وجذب الإستثمارات المحلية، والأجنبية، وتمويله للأنشطة الإقتصادية المختلفة.
- 7- إستطاعت شهادات المشاركة الحكومية، (شهادة)، تحقيق نجاحاً غير مسبوق في الإستثمارات الحكومية، ويرجع ذلك في مجمله إلى الشفافية، والمصداقية، ودقة الأداء خاصةً في ما يتعلق بدفع المستحقات في مواعيدها، إلى جانب العائد المجزي للمستثمرين. كم إستطاع نظام الشهادات الحكومية، في توفير موارد مالية مقدرة، للمساعدة في تمويل عجز الموازنة من موارد حقيقية، فضلاً عن دور النظام في تحريك السوق الثانوية من خلال تداول شهادات (شهادة). كما استطاعت شهادات مشاركة البنك المركزي، (شمم)، أن تمثل أهميةً خاصةً، وذلك لكونها تعكس تحولاً كبيراً، ونقلةً نوعيةً، في السياسات النقدية، في إدارة السيولة، حيث ساهمت هذه الآلية في جذب قدرٍ من السيولة، الفائضة لدى المصارف التجارية، وفي نفس الوقت ساعدت المصارف التجارية في توظيف مواردها الفائضة في وعاءٍ إستثماريٍ جاذبٍ، ومدرٍ لأرباحٍ عاليةٍ.
- 8- يعاني القطاع الزراعي مشكلات عديدة في البنية التحتية، حيث يعتبر هذا القطاع أقل القطاعات تداولاً في سوق الخرطوم للأوراق المالية، بل لا توجد شركات مساهمة كبيرة تعمل في المجال

الزراعي، الأمر الذي جعل المزارعين يعتمدون على المصارف في تمويل مشروعاتهم الزراعية، مما انعكس سلباً على أداء سوق الخرطوم للأوراق المالية. بينما يعتبر القطاع المصرفي من أفضل القطاعات من حيث التداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية، حيث تعتبر الشركات المنضوية تحت لواء القطاع المصرفي، والمدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية، من أفضل الشركات تداولاً للأوراق المالية على الإطلاق، وذلك بإستثناء بعض الشركات التي سجلت تفوقاً ملحوظاً في التداول، مثل الشركة السودانية للإتصالات "سوداتل"، وذلك لما تتمتع به من رأس مالٍ ضخمٍ، وسمعةٍ ممتازةٍ مكنتها من جذب كثيرٍ من المستثمرين لإستثمار مدخراتهم في أنشطتها المختلفة. كما أن صناديق الإستثمار، والمحافظ الإستثمارية، رغم حداتها وقصر مدتها، تمكنت من جذب كثيرٍ من المستثمرين، ومن ثم توفير أموالٍ ضخمةٍ ساهمت في تسريع عجلة التنمية، والتطور.

9- شهد سوق الخرطوم للأوراق المالية توسعاً كبيراً في إصدارات السوق الأولية، ويعزى ذلك للإعلام والتوسع في نشاط السوق، كما نلاحظ أن هنالك توسعاً في حجم التداول في السوق الثانوية، وذلك نتيجةً لزيادة المدخرات لدى الأفراد، والشركات المختلفة، وإفتتاح السوق على الإقتصاد الخارجي، ونوافذ المستثمرين الأجانب، وإصدارات المصارف الأجنبية، وزيادة شركات الوكالة العامة، للترويج للأوراق المالية.

## التوصيات

من خلال هذه الدراسة توصل الباحث إلى الآتي:-

- 1- أن تكون السياسات المالية مواكبة للتطورات الإقتصادية، المحلية، والإقليمية، والدولية. كما أن التقييم المستمر للسياسات المالية والسياسات النقدية، والسياسات التمويلية يؤدي إلى معالجاتٍ شاملةٍ لإصلاح هيكل الإقتصاد السوداني، ومن ثم تحقيق نموٍ حقيقيٍ في الناتج المحلي الإجمالي، وتحقيق الإستقرار الإقتصادي.
- 2- الدراسة المتأنية للمتغيرات الإقتصادية الكلية، التي تؤثر بصورةٍ مباشرةٍ، أو غير مباشرةٍ، علي الطلب الكلي، والعرض الكلي، للوصول التوازن، والإستقرار الإقتصادي، ومن ثم معالجة أي آثار تضخميةٍ كانت، أو إنكماشيةٍ لغرض الوصول إلى مرحلة الرفاهية الإقتصادية .
- 3- المواصلة في سياسة التحرير الإقتصادي، وإجراء التقييم المستمر لها، وذلك من خلال خلق آلياتٍ فاعلةٍ لمراقبة الأسواق السلعية والخدمية، وأسواق عوامل الإنتاج، حتى لا يحدث أي إنفلاتٍ في الأسعار، و العمل على كبح جماح التضخم، وضمان إنسياب الناتج القومي، وبصورةٍ تحفز المزيد من الإنتاج، وتشجيع الصادرات، وزيادة قوتها التنافسية عالمياً.
- 4- إستخدام عائدات البترول السوداني، وموارد التمويل الخارجي، وأي مواردٍ أخرى جديدةٍ في البرامج ذات الأولوية كأسبقيةٍ، والتي تتمثل في البنيات الأساسية، وبرامج التنمية الإجتماعية، وبرنامج بناء القدرات، وتأهيل مراكز البحوث في البلاد، ودعمها بالمعدات، والمعينات، والكوادر المقنطرة لتقود عملية نقل، وتوطين التكنولوجيا، وإعداد البحوث ذات القيمة العالية، والقادرة على تطوير الإنتاج، والإنتاجية.
- 5- العمل على تطوير سوق الخرطوم للأوراق المالية حتى يتمكن من تجميع المدخرات القومية، وتشجيع الإستثمار في القطاعات الإقتصادية المختلفة (مؤسسات، شركات، مصارف، أفراد، هيئات،... الخ).
- 6- ضرورة تهيئة التشريعات والقوانين المنظمة لسوق الخرطوم للأوراق المالية، بدرجةٍ عاليةٍ من الشفافية، والوضوح.
- 7- العمل على إدراج كافة شركات المساهمة في بورصة سوق الخرطوم للأوراق المالية، وتصفية أي شركةٍ، لا تفصح عن بياناتها المالية، أو تعاني من خلل مالي، يؤثر سلباً على المستثمرين.
- 8- الإهتمام الكبير بتثبيت تجربة شهادات المشاركة الحكومية، (شهادة)، عن طريق إختبار مكون الشراكة، مع المؤسسات الناجحة، والقادرة على الإفصاح بالبيانات المالية.

- 9- التنسيق مع البورصات العربية، والعالمية بإدراج شركات عربية، وعالمية في سوق الخرطوم للأوراق المالية، وإدراج شركات سودانية في البورصات العربية، والعالمية.
- 10- توفير مصادر تمويل إسلامية تناسب التطورات الهيكلية التي طرأت على الإقتصاد السوداني.
- 11- التنسيق مع أدوات السياسة المالية، وأدوات السياسة الإقتصادية الأخرى، وتحريك أسواق المال المحلية لتحقيق أهداف السياسة الإقتصادية الكلية.
- 12- الحد من الإستدانة من النظام المصرفي، وذلك تجنباً لآثاره التضخمية، وتمويل عجز الموازنة من المصادر الآتية:-
- أ/ الأوراق المالية والصكوك.
- ب/ مال تركيز أسعار البترول.
- ج/ القروض والمنح الخارجية.
- 13- إعداد برنامج متكامل يغطي الإصلاح المالي، والإداري، والفني على كل المستويات، ولجميع المؤسسات.
- 14- تحفيز، وتشجيع القطاع الخاص بالتوسع والدخول في إستثماراتٍ مشتركةٍ مع القطاع العام، والدخول في إستثماراتٍ في كافة مشاريع الإنتاج، والإستثمار. والاستمرار في سياسة الإستخصاص، ورفع كفاءة هيئات، وشركات القطاع العام بهدف إعادة هيكلة الإقتصاد، وتوسيع قاعدته الإنتاجية، وذلك لزيادة حجم الإيرادات العامة.
- 15- معالجة الخلل المالي، والإداري بشركات المساهمة العامة، بما يحقق أكبر عائدٍ ممكن.
- 16- تشجيع المصارف على إستثمار نسبة أكبر من محافظها في سوق الخرطوم للأوراق المالية، مع مراعاة شكل تكوين المحفظة لتقليل نسبة المخاطر.
- 17- أن تقوم المصارف بتأسيس شركات وساطة، متطورة، ومتفرغة، للعمل في سوق الخرطوم للأوراق المالية. وأن تسعى أيضاً إلى توريق المديونيات المصرفية عن طريق تحويل هذه الديون إلى صكوكٍ مضمونة، مع مراعاة الجوانب الشرعية.
- 18- تشجيع الإستثمار الأجنبي الخاص، والمحلي، وذلك لما يوفره من إمكانياتٍ مالية، وإدارية، وتنظيمية، وتكنولوجية، وتسويقية هائلة، تسهم في توسيع قاعدة الإقتصاد، وتلبية إحتياجات السوق المحلي، وتنمية الصادرات البترولية، ورفع معدلات النمو.

## قائمة المراجع

(أ) القرآن الكريم

(ب) المراجع العربية:

- 1- زياد رمضان، إدارة الأعمال المصرفية، عمان، 1990م.
- 2- حسن محمد كمال، البنوك التجارية، مكتبة عين شمس، القاهرة، 1976م.
- 3- أحمد جاد عبد الرحمن، المبادئ الأساسية للتأمين، مطبعة أمين عبد الرحمن، 1970م.
- 4- أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، 1994م.
- 5- هشام جبر، المؤسسات المالية، منشورات جامعة القدس المفتوحة، 1998م.
- 6- الهواري، سيد: (1982م)، الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية-الاستثمار، ط: بدون، مصر: الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، ج6/.
- 7- محمود عساف، إدارة المنشآت المالية، ط2، 1975م.
- 8- شوقي عزمي محمود حسنين، الاستثمار في الأوراق المالية والتنمية الاقتصادية في السودان، رسالة ماجستير، الخرطوم، 2005م.
- 9- محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأوراق المالية، كلية التجارة جامعة الإسكندرية، 2001-2002م.
- 10- نادية بنت شاعة، إمكانات وأهداف التعاون في مجال بورصات الأوراق المالية، دراسة حالة البورصات العربية، جامعة حسيبة بن بوعلى (الشلف). 2007.
- 11- محمد عثمان حميد، أسواق المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر التمويل مشروعات الأعمال، القاهرة، 1993م، ص52.
- 12- ادوارد عيد، الشركات التجارية، مطبعة النجدي، بيروت، 1970م.
- 13- يحيى الشاذلي، عمليات البورصة الدولية وقانون سوق الخرطوم للأوراق المالية، مطبوعات جامعة النيلين، الخرطوم، 1996م.
- 14- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1995.
- 15- مروان عوض، دراسات تطبيقية وعملية في التعامل بالعملة الأجنبية وعمليات الاستثمار، مطبعة الصفدي، عمان، 1985م.
- 16- محمد سويلم، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية، الشركة العربية للتوزيع والنشر، القاهرة، 1993م.
- 17- عبد الرسول عبد جاسم، ورقة عمل عن سوق المال العالمية لمركز المستقبل للدراسات والبحوث / 1427هـ / 2006م.
- 18- جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، جامعة البلقاء التطبيقية 2002م.
- 19- محمد، محمد سامي: (1966م)، مبادئ الاستثمار، ط: بدون، المطبعة السلفية، دار المعارف القاهرة.

- 20- حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر، الأردن، 2001م.
- 21- شعبان محمد إسلام البروراي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة تحليلية نقدية، دمشق- دار الفكر، 2008م.
- 22- عبد الغفار حنفي، "البورصات والمؤسسات المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002م.
- 23- حمدي عبد العظيم، السياسات النقدية والمالية، في الميزان ومقارنة إسلامية، مكتبة النهضة المصرية، القاهرة، 1986م..
- 24- 1الببيب شقير تاريخ الفكر الإقتصادي، دار النهضة المصرية، بدون تاريخ.
- 25- أحمد مجذوب أحمد علي، السياسة المالية في الإسلام: دراسة مقابلة مع الإقتصاد الرأسمالي، هيئة الأعمال الفكرية، الطبعة الثانية، 2003م.
- 26- مقبل جميس، الأسواق والبورصات، مدينة النصر للطباعة، الإسكندرية.
- 27- سليمان المنزلي، سوق رأسمال- خصائصه ودوره في التنمية، 1990م.
- 28- فريد نجار، تجارب والبورصات العالمية، منشورات الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، 1994 م.
- 29- محمد صالح جابر، الاستثمار في الأسهم والسندات وتحليل الأوراق المالية، دار الرشيد للنشر، بغداد، 1982م.
- 30- داوود الصعيدي، إدارة المحافظ المالية باستخدام الحاسوب، الأكاديمية العربية، للعلوم المالية والمصرفية، الأردن، 2000م.
- 31- بروفييسور: الصديق محمد الأمين الضرير، مجلة المصارف، بنك السودان، العدد 15، يونيو 1998م.
- 32- عبد الباسط صالح سبدرات "حكومات السودان، خمسون عاماً من التمثل والقلق الوزاري . (1954م-2004م).
- 33- فؤاد راشد، مجلة إتحاد المصارف العربية، فبراير 2001م.
- 34- محمد عبد الرحمن أبو شورة، سياسة الإستخصاص : سوق الخرطوم للأوراق المالية، 1996م.

### (ج) المراجع الأجنبية:

- 1- Henry William Spiegel, The Growth of Economic Thought, Prentice.
- 2- Georg W. Wilson, Classic of Economic Theory.
- 3- Hall, New Jersey, 1971.

### (هـ) الرسائل الجامعية :

- 1- سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية، رسالة ماجستير، جامعة الأزهر، 1992م.
- 2- شوقي عزمي محمود، الاستثمار في الأوراق المالية والتنمية الاقتصادية في السودان، رسالة ماجستير، الخرطوم، 2005م.
- 3- كمال الدين حسن إبراهيم ، الأسواق المالية في ضوء التغيرات المالية، رسالة ماجستير، نوفمبر 2002م.

### (و) الدوريات والتقارير والمنشورات:

- (1) إتحاد البورصات العربية المالية، قاعدة بيانات الأسواق العربية، المشاركة في القاعدة، (نشأتها وتطورها)، الكويت، عدد خاص، ابريل 1997م.
- (2) سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقارير السنوية، 1995م-2005م.
- (3) سوق مسقط للأوراق المالية، نشرات دورية، 1995م.
- (4) صابر محمد الحسن، السياسة النقدية والمصرفية، "ندوة" مؤتمر فروع بنك السودان، الخرطوم، نوفمبر 1999م.
- (5) فريد نجار، تجارب والبورصات العالمية، منشورات الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، 1994م.
- (6) لجنة الإصلاح الضريبي، بحث حول حكم الضريبة في الإسلام، دار جامعة امدرمان الإسلامية، 1994م.
- (7) ملتقى السودان الدولي للاستثمار، الخرطوم، 11 مارس 2002م.
- (8) هشام جبر، المؤسسات المالية، منشورات جامعة القدس المفتوحة، 1998م.
- (9) وزارة المالية والإقتصاد الوطني، أداء القطاع الإقتصادي السوداني خلال الفترة 1995م-2005م.

### (ز) القوانين:

- (1) قانون الإستثمار السوداني لسنة 1994م.
- (2) قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة 1994م