

Khartoum Stock Exchange: The Reality and the Requirements of Improvement Comparative study of the stock markets of some Arab countries

Abdelrahman Musa Ali Mohamed

Faculty of Economics and Administration || Qassim University || KSA

Abstract: The study aimed to identify the reality of Khartoum Stock Exchange (KSE) compared to stock markets in some Arab countries, by evaluating and comparing the factors of measuring the efficiency of the market. The study followed two methodologies; the first is a descriptive methodology by reviewing previous studies, discussing the experts' opinions and the statistics provided by the Arab Monetary Fund on the performance of (KSE) and summarizing it scientifically. The second approach is the comparative approach between the financial market of Khartoum, Saudi Arabia and Egypt by conduct statistical tests to test the convergence of the indicators of the efficiency of the (KSE) with the indicators of measuring the efficiency of the Arab stock markets. The study reached a number of results which are expected to have a negative impact on the possibility of improving the future efficiency of the market if they are not remedied. These include the small number of companies of (KSE), the small size of (KSE) to the Sudanese economy, poor indicators of measuring liquidity of the market, weak correlation between indicators measuring the efficiency of (KSE) and economic growth, no effect of economic growth to enhance and increase investments in the market.

Keywords: Khartoum stock exchange, measurement, efficiency, evaluation, comparison.

سوق الخرطوم للأوراق المالية: الواقع ومتطلبات التحسين دراسة مقارنة لأسواق الأوراق المالية في بعض الدول العربية

عبد الرحمن موسى علي محمد

كلية الاقتصاد والإدارة || جامعة القصيم || المملكة العربية السعودية

الملخص: هدفت الدراسة إلى التعرف على واقع سوق الخرطوم للأوراق المالية بالمقارنة مع أسواق الأوراق المالية في بعض الدول العربية، وذلك من خلال تقييم ومقارنة عوامل قياس كفاءة السوق، اتبعت الدراسة منهجيتين المنهج الوصفي بمراجعة الدراسات السابقة ومناقشة آراء الخبراء واحصاءات صندوق النقد العربي حول أداء سوق الخرطوم للأوراق المالية وتلخيصها بشكل علمي، أما المنهج الثاني فهو المنهج المقارن بين السوق المالي للخرطوم والسعودية ومصر وذلك بإجراء اختبارات إحصائية لاختبار مدى تقارب مؤشرات قياس كفاءة بورصة الخرطوم مع مؤشرات قياس كفاءة بورصات الأسواق العربية، ومدى وجود ارتباط بين مؤشرات قياس كفاءة بورصة الخرطوم التي تمكن من الحكم على واقع سوق الخرطوم للأوراق المالية والنمو الاقتصادي. توصلت الدراسة لعدد من النتائج التي يتوقع أن يكون لها أثر سلبي على إمكانية تحسين الكفاءة المستقبلية للسوق إذا لم يتم تداركها منها قلة عدد شركات سوق الخرطوم للأوراق المالية: غر حجم بورصة الخرطوم إلى الاقتصاد السوداني، تواضع مؤشرات قياس سيولة السوق، ضعف ارتباط مؤشرات قياس كفاءة بورصة الخرطوم بالنمو الاقتصادي، عدم تأثير النمو الاقتصادي على تشجيع وزيادة الاستثمارات بالسوق.

الكلمات المفتاحية: سوق الخرطوم للأوراق المالية، قياس، كفاءة، تقييم، مقارنة.

المقدمة:

تعمل أسواق المال كحلقة وصل ذات أهمية كبيرة بين المدخرين والمستثمرين وهي من أهم وسائل التخصيص الكفء للموارد والمدخرات المالية الأمر الذي يتطلب أن تتوفر تلك الأسواق قدر من المعلومات المالية الكافية والصحيحة. ويعتبر قيام سوق للأوراق المالية في أي بلد من أهم مراحل تطور الاقتصادي لذلك البلد. يمر الاقتصاد السوداني بفترات عصيبة من العام 2012م بعد انفصال جنوب السودان والتي بدأت تداعياتها تظهر بشكل واضح منذ العام 2015م ادت مشاكل اقتصادية جمة ومشكلة سيولة عانت منها قطاعات الاقتصاد السوداني. بشكل عام تعاني مظم الأسواق المالية العربية من اوجه قصور عدة من أهمها عدم تنوع الأدوات الاستثمارية، ضيق او انعدام الأسواق الثانوية لتداول الأوراق المالية مما يحد من سيولتها واقبال المستثمرين عليها، تدني الوعي الاستثماري وقصور الجهود المبذولة لتطوير هذا الوعي، ضعف دور القطاع الخاص، قلة عدد الشركات المدرجة، عدم تنوع الادوات الاستثمارية، ندرة مؤسسات الوساطة المالية، وغيرها(صندوق النقد العربي، (2003): 4-6). بالإضافة معاناتها من عدد من العوامل السلبية التي تؤدي تغيرات غير مبررة في أسعار الأسهم مثل وجود بعض الحالات الشاذة في السوق المالية والتي تشير إلى حالة من عدم الكفاءة، ويطبق ذلك على سوق الخرطوم للأوراق المالية، على الرغم من أن كثير من المحللين والخبراء الاقتصاديين والباحثين ذهبوا إلى أن سوق الخرطوم للأوراق المالية يعاني الكثير من الاشكالات ولم يحقق معظم أهدافه، منهم على سبيل المثال لا الحصر محدودية التعاملات وانحصارها باسهم محددة، وفي هذا يقول وزير المالية الأسبق د. عبد الرحيم حمدي مبيناً أنه لا يمثل الاقتصاد السوداني، وأنه لايزال سطحيًا ومحلياً فقط، ويعاني من مشكلة في السيولة وضعيف ورهين بورقة واحدة وغير ممثل للقاعدة الإنتاجية (كمال، 2017، حمدي يقر بفشل فكرة سوق الخرطوم للأوراق المالية) <https://www.alnilin.com/12901477.htm>، بالإضافة إلى ما توصلت عدة دراسات من ضعف الرقابة على المتعاملين في سوق الخرطوم للأوراق المالية (اسحق، 2016) ومحدودية التعامل وانحصاره في عدد محدود من الأسهم(عثمان، 2004: 72)، وبالمقابل تدعي كلمات رؤساء ادارات السوق تحقيق تقدم وتطور ملحوظ (يس، (2017): 11) من هنا كان من الضروري الوقوف على واقع حال سوق الخرطوم للأوراق المالية وامكانية تطويره وتحسينه.

مشكلة الدراسة:

على الرغم من محاولات الاصلاح والتطوير العديدة لسوق الخرطوم للأوراق المالية الا أن كثير من المحللين والخبراء الاقتصاديين والباحثين يرون أن السوق يعاني الكثير من الاشكالات ولم يحقق معظم أهدافه، وعليه فان مشكلة الدراسة يمكن تلخيصها في التساؤل ما مدى نجاح برامج وخطط تطوير سوق الخرطوم للأوراق المالية في تحسين مؤشرات كفاءته؟ وهذا التساؤل يمكن قياسه من خلال التساؤلات الفرعية التالية:

- 1- هل نجحت محاولات الاصلاح والتطوير في زيادة عدد الشركات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية ومدى ملاءمة نموها.
- 2- هل نجحت محاولات الاصلاح والتطوير في تحسين مؤشرات السوق التي تمكن من الحكم على واقع سوق الخرطوم للأوراق المالية ومدى ملاءمة تطورها في اطار النمو الاقتصادي.

فرضيات الدراسة:

ستعمل الدراسة على اختبار فرضيتين هما:

- 1- تتقارب مؤشرات قياس كفاءة بورصة الخرطوم مع مؤشرات قياس كفاءة بورصات الأسواق الإقليمية

2- يوجد ارتباط بين مؤشرات قياس كفاءة بورصة الخرطوم التي تمكن من الحكم على واقع سوق الخرطوم للأوراق المالية والنمو الاقتصادي

اهداف الدراسة:

التعرف على واقع سوق الخرطوم للأوراق المالية بمقارنة ببعض الأسواق الإقليمية من خلال تقييم ومقارنة عوامل قياس كفاءة السوق والتي يمكن تلخيصها في الآتي:

1. تقييم واقع عدد الشركات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية ومدى ملاءمة نموها.
2. تقييم واقع سيولة سوق الخرطوم للأوراق المالية ومدى تطورها.
3. التعرف على العلاقة بين مؤشرات السوق التي تمكن من الحكم على واقع سوق الخرطوم للأوراق المالية والنمو الاقتصادي

أهمية الدراسة:

إن التعرف على واقع سوق الخرطوم للأوراق المالية بمقارنته ببعض الأسواق الإقليمية يساعد القائمين على ادارة السوق في تقييم السوق وتحديد مواطن الضعف التي حالات دون تحقيق معظم الأهداف التي إنشاء السوق لأجلها، بالإضافة لتحديد اولويات التحسين لتمكين السوق من القيام بأهم وظائفه كوسيلة للتخصيص الكفاء للموارد والمدخرات المالية.

2. الإطار النظري والدراسات السابقة

أولاً- الإطار النظري

أسباب انخفاض كفاءة الأسواق المالية:

- توجد العديد من الأسباب تؤدي إلى انخفاض كفاءة الأسواق المالية يمكن تلخيص أهمها في:
1. ضعف مستويات الوعي الاستثماري (عتر، وعتر، 2010: 19)
 2. عدم تماثل المعلومات
 3. عدم كفاءة نظم المعلومات
 4. عدم تطبيق حوكمة الشركات (الداوي، وغريب، 2017: 161-162)
 5. مدى توافر نوعيات مختلفة من الأوراق المالية القابلة للتداول لتلبية احتياجات المستثمرين (بن حاسين، وآخرون، 2012: 244).
 6. الاعتماد على استراتيجية الاستثمار العشوائي مما يؤدي بالمستثمرين الجري وراء الشائعات والسعي إلى المضاربة دون اتباع للطرق السليمة في التحليل الفني والمالي (شاهين، 2007: 4).

التباينات بين الأسواق المالية المتقدمة والناشئة:

قد يتفق كثير من المهتمين بالأسواق المالية على أن الأسواق المتقدمة أكثر كفاءة واستخدام للمعلومات من الأسواق المالية الناشئة، وقد لخص البعض أسباب التباين بين الأسواق المتقدمة والأسواق المالية الناشئة في الآتي (عتر، وهمر، 2010: 18):

1. من حيث مدخلات القرارات الاستثمارية: بالأسواق الناشئة جزء منها علمي والآخر يعتمد على الاشاعات أما بالأسواق المتقدمة علمية تعتمد على التقارير المالية والمحللين الماليين.
2. من حيث وضعية المضاربين: بالأسواق الناشئة العربية المضاربون قليلي الوعي الاستثماري أما بالأسواق المتقدمة المضاربون يتصفون بالرشد ويساهمون في حفظ توازن السوق وتوفير السيولة.
3. من حيث المخاطر المرتبطة بالسوق: بالأسواق الناشئة ارتفاع المخاطر وعدم الشفافية أما بالأسواق المتقدمة مخاطر اقل ومستويات الشفافية اعلى.
4. من حيث تنظيم السوق والانظمة الرقابية: بالأسواق الناشئة يوجد قصور بالأنظمة الرقابية وحماية صغار المستثمرين أما بالأسواق المتقدمة توجد إجراءات صارمة في الرقابة وردع المتلاعبين.
5. من حيث نوعية المستثمرين: بالأسواق الناشئة الغالبية افراد قد تصل النسبة إلى 90% مما ينتج العشوائية في تحركاتهم أما بالأسواق المتقدمة فالغالبية مؤسسات قد تصل النسبة إلى 70% مما ينتج عنه الرشد في تحركاتهم.

بعض العوامل السلبية التي تؤدي تغيرات أسعار الأسهم:

إن الارتفاعات الكبيرة او الانخفاض الحاد في أسعار الأسهم في بعض الاحوال يعتبر غير مبرر او عامل سلبي ومن أهم الأسباب التي تؤدي لذلك (عاكوم، 2009: 2-22):

1. سيطرة المضاربين على حركات الأسهم.
2. ضعف الوعي الاستثماري
3. توفر الائتمان المصرفي المفرط لشراء الأسهم
4. ممارسات غير سليمة من الشركات العاملة في الأسواق المالية
5. عدم توفر وتطبيق نظم رقابية مناسبة
6. ممارسة المضاربين والتي يترتب عليها حدوث خلل بالأسعار (فقاعة سعرية) والمتمثلة في بيع وشراء كميات ضخمة من الاصول المالية بأسعار تزيد عن كثيراً عن أسعارها الحقيقية ويحدث هذا بسبب أن البيع والشراء يتم بقصد المتاجرة وليس بقصد الاستخدام وتوليد الدخل (سهو، 2010: 669).
7. وجود الحالات الشاذة في السوق المالية أو ما يعرف بشذوذ السوق، والتي تشير إلى حالة من عدم الكفاءة او وجه من اوجه القصور في نماذج تسعير الأصول، ومنها حدث او فترة زمنية يمكن أن تستخدم لجني ارباح غير عادية، وتسمى ايضا أثر التقويم وتشير إلى وجود أنماط منهجية في عوائد الأسهم حول نقاط معينة من التقويم السنوي تحدث هذه الانماط في فترات منتظمة او في وقت معين من السنة مثل حركة أسعار الاسهم في يوم او شهر محدد (البي، 2016: 56-70).

متغيرات الدراسة:

1. عدد الشركات المدرجة: يقيس مدى اتساع السوق وتنوع الشركات المدرجة وحجم الاستثمارات.
2. سيولة السوق: تقيس حجم التداول واحد سمات تطور السوق وتعكس إسهام السوق في الناتج المحلي الاجمالي. تعتبر السيولة سمة اساسية لتطوير سوق الأوراق المالية وعامل مهم يؤثر على كفاءة السوق، فكفاءة السوق تتحسن بزيادة سيولته (المولى، 2011: 120).

3. راس المال السوقي (رسملة السوق): اجمالي القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها للشركات المدرجة بالسوق وقياس قدرة السوق على جذب مدخرات المواطنين وزيادة الاستثمار بالإضافة لقياسه لاتساع السوق عبر السنوات ما يؤدي لتحسين كفاءة السوق المستقبلية
4. حجم التداول: وهي القيمة السوقية لجميع الأسهم المتداولة بالسوق المالية.

ثانياً- الدراسات السابقة:

دراسة Bolar وآخرون (2017):

هدفت الدراسة للتحقق من وجود تأثير نصف شهري في المؤشرات القطاعية ببورصة بومباي، لم تجد الدراسة التطبيقية أي دليل على وجود تأثير نصف شهري في المؤشرات القطاعية ما عدا مؤشر BSE للسيارات حيث اظهر اختلافاً كبيراً في متوسط العوائد للنصف الأول والنصف الثاني من شهر التداول خلال فترة الدراسة.

دراسة حامد و ابراهيم (2016):

هدفت الدراسة إلى معرفة أثر التداول الالكتروني على حجم التداول وعلى قرارات المتعاملين بسوق الخرطوم للأوراق المالية، ومن نتائج الدراسة حدث ارتفاع ملحوظ في مستويات حجم التداول وزيادة ثقة المتعاملين بسوق الخرطوم للأوراق المالية في المعلومات المنشورة عن الشركات المدرجة.

دراسة البني (2016):

هدفت الدراسة اختبار وجود أثر التقويم في الأسواق المالية لكل من سورية، الاردن، فلسطين، العراق، مصر والكويت، أظهرت الدراسة عدم كفاءة الأسواق المالية للدول الستة على المستوى الضعيف لوجود ظاهرة أثر يوم في الاسبوع وأثر شهر في السنة.

دراسة Robiyanto (2015):

عملت الدراسة لدراسة العديد من مؤشرات الإغلاق الشهري لسوق جنوب شرق آسيا والعديد من أسعار الإغلاق الشهري للمنتجات السلعية مثل الذهب والفضة والبلاتين والبلاديوم لاختبار مدى وجود تأثير شهر من الشهر وهو حدوث نمط شهري معين في عائد سوق رأس المال خلال سنوات التداول، اظهرت الدراسة وجود تأثير شهر من العام في سوق رأس المال في جنوب شرق آسيا وسوق السلع الأساسية خلال فترة البحث مع مختلف الأحداث.

دراسة بن حاسين (2013):

هدفت الدراسة إلى تسليط الضوء على أدبيات كفاءة أسواق رأس المال في عدد من الدول العربية واساليب قياس السوق الكفاء، ومن نتائج الدراسة ضعف الأسواق المالية في الدول النامية نظرا لعدم توفر كفاءتي التشغيل وهي قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون تحمل اطراف السوق لتكاليف مرتفعة، وكفاءة التسعير وهي صول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين بدون فاصل زمني كبير، بالإضافة إلى العشوائية في حركة الأسعار

دراسة Debasish (2012):

هدفت الدراسة للتحقق من وجود موسمية في سلوك أسعار الأسهم في سوق الأسهم الهندي في قطاع الغاز والنفط والمصافي، أثبتت الدراسة تأثير شهر من السنة ومعظمها أما في سبتمبر أو أغسطس أو فبراير.

دراسة Abu-Rub and Sharba (2011):

هدفت الدراسة إلى التحقق من تأثير العطلات الوطنية والدينية وعطلة نهاية الأسبوع على أسعار تداول أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، ومن نتائج الدراسة وجود إيجابي لليوم السابق على أسعار أسهم الشركات ولكن دون دلالة إحصائية، بالإضافة إلى أن أسعار التداول في الأيام السابقة للعطلات الدينية أعلى من أيام العطلات الرسمية وعطلة نهاية الأسبوع.

دراسة قبلان (2011):

هدفت الدراسة إلى توضيح دور المؤشرات المستخدمة في أسواق الأوراق المالية وتوضيح كيفية تشكل مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، ومن نتائج الدراسة أن مؤشرات أسعار الأوراق المالية تعكس الحالة الاقتصادية العامة في الدولة واداة للتنبؤ بالحالة الاقتصادية المستقبلية.

دراسة عتر وعتر (2010):

سعت الدراسة للتعرف على التباين بين القرارات الاستثمارية للمتعاملين في أسواق المال العربية وأسباب انخفاض كفاءة تلك القرارات، ومن نتائج الدراسة يختلف أثر معلومات القوائم المالية باختلاف نوع السوق ففي الأسواق المتقدمة للمعلومات أثر كبير بينما يخف هذا الأثر في الأسواق المالية الناشئة، وينتج عن ذلك ضعف كفاءة الأسواق الناشئة ومنها العربية، ارتفاع مخاطر الاستثمار، عدم ثقة المستثمرين بالسوق المالية، ومن أسباب انخفاض أثر معلومات القوائم المالية على قرارات المستثمرين المخاطر والتحديات الهيكلية التي تواجه تلك الأسواق ومستويات وعي المستثمرين.

دراسة سهو (2010):

من اهداف الدراسة تحديد اثار الازمة الاقتصادية والمالية العالمية التي طالت أسواق الأوراق المالية، ومن نتائج الدراسة من أسباب الازمة الاقتصادية والمالية العالمية ممارسة المضاربين والتي يترتب عليها حدوث خلل بالأسعار (فقاعة سعرية)، هشاشة القطاع المصرفي له أثر كبير على أسواق الأوراق المالية، غياب او ضعف آليات الرقابة والمتابعة للأسواق المالية العالمية ومحدودية دور البنوك المركزية في تنظيم أسواق الأوراق المالية والمقتصر في ضبط نسب الفائدة.

دراسة شبو (2007):

تناولت الدراسة أهمية القوائم والتقارير المالية المنشورة في توفير المعلومات والمؤشرات المالية للمتعاملين في أسواق المال، ودورها في اتخاذ وترشيد القرارات التمويلية والاستثمارية، من نتائج الدراسة أن الأدوات التمويلية تختلف تبعاً للأنظمة القانونية والمالية في الدولة وبالتالي يتأثر حجم التداول في أسهم الشركات المدرجة بسوقي الخرطوم وأبوظبي للأوراق المالية بالبيئة القانونية والاقتصادية المحيطة بهذه الشركات.

دراسة احمد وشموط (2005):

هدفت الدراسة إلى معرفة وجهة نظر الوسطاء الماليين من خلال استبانتهم في كيفية تقويم فعالية بورصة عمان للأوراق المالية، توصلت الدراسة إلى وجود فروق في وجهة الوسطاء الماليين في كيفية تقويم فعالية البورصة حسب النشاط الاستثماري، حيث يرى الوسطاء الماليين الذين يمثلون البنك تقويم فعالية البورصة يتم من خلال

توفير الثقة بين البائع والمشتري، نشر المعلومات الحقيقية عن التداول في السوق للمتعاملين، وتقديم النصائح للمديرين الماليين عند الشراء، التعاون الفعال بين الوسطاء ومسؤولي التداول والاتصالات الفعالة مع الأسواق المالية الدولية. أما الوسطاء الماليين الذين يمثلون شركات التوصية بالأسهم يعتقدون أن تقويم فعالية البورصة يقوم فقط على أساس وضوح العلاقات التنظيمية للقائمين على السوق ونشر تقارير الأداء في الصحف والمجلات المحلية.

دراسة عثمان (2004):

سعت الدراسة إلى قياس الأداء في أن سوق الخرطوم للأوراق المالية لتوضيح أسباب الخلل في أداء السوق، ومن أهم نتائج الدراسة ضعف أداء أن سوق الخرطوم للأوراق المالية ومحدودية التعاملات وانحصارها بأسهم محددة.

يلاحظ الباحث من الدراسات السابقة أن معظم الدراسة التي تمت بالأسواق العربية تتفق على انخفاض كفاءة بإشارتها لواحدة من أسباب انخفاض الكفاءة، من قلة أثر المعلومات في الأسواق المالية العربية، غياب أو ضعف آليات الرقابة والمتابعة، محدودية التعاملات وانحصارها بأسهم محددة، وغيرها من الأسباب.

3. منهجية الدراسة:

اتبعت الدراسة منهجيتين المنهج الوصفي بمراجعة الدراسات السابقة ومناقشة آراء الخبراء واحصاءات صندوق النقد العربي حول أداء سوق الخرطوم للأوراق المالية وتلخيصها بشكل علمي، أما المنهج الثاني اجراء اختبارات إحصائية لاختبار مدى تقارب مؤشرات قياس كفاءة بورصة الخرطوم مع مؤشرات قياس كفاءة بورصات الأسواق العربية، ومدى وجود ارتباط بين مؤشرات قياس كفاءة بورصة الخرطوم التي تمكن من الحكم على واقع سوق الخرطوم للأوراق المالية والنمو الاقتصادي.

4. عرض نتائج الدراسة وتفسيرها:

في هذه الجزئية يختبر الباحث مؤشرات السوق التي تمكن من الحكم على واقع سوق الخرطوم للأوراق المالية مقارنة ببعض البورصات العربية، والتي تتمثل في مؤشر عدد الشركات المدرجة، مؤشرات قياس سيولة السوق ومن ثم القياس والتحليل الإحصائي للعلاقة بين عدد الشركات المدرجة، سيولة السوق والنمو الاقتصادي.

1- مؤشر عدد الشركات المدرجة: لتقييم واقع عدد الشركات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية ومدى ملاءمة نموها اتبع الباحث الخطوات التالية:

أ- مقارنة عدد الشركات المدرجة بالأسواق الإقليمية

ب- مدى نمو عدد الشركات المدرجة لتقييم سمة اتساع السوق عبر السنوات كمؤشر لتحسين كفاءة السوق المستقبلية

2- مؤشرات قياس سيولة السوق: لتقييم واقع سيولة سوق الخرطوم للأوراق المالية ومدى تطورها يستخدم الباحث المقاييس الثلاثة لسيولة السوق وهي (المولى، 2011: 120-123):

أ- القيمة السوقية للسوق إلى الناتج المحلي MV/GDP : القيمة السوقية للسوق وتعرف برسمة السوق هي إجمالي القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها لكافة الشركات المدرجة بالسوق، ويعتبر مؤشر جيد لقياس حجم السوق إلى الاقتصاد، وتعتبر القيمة السوقية مؤشر جيد لقياس سيولة البورصة عند اخذ نسبتها إلى الناتج المحلي الإجمالي، فارتفاع النسبة يعني ارتفاع سيولة السوق والعكس صحيح.

- ب- نسبة حجم التداول إلى الناتج المحلي TV/GDP: حجم التداول يحسب بجمع حاصل ضرب الاسهم المتداولة بمختلف الأسعار خلال الفترة، ونسبة حجم التداول مؤشر جيد لقياس النشاط السوقي وسيولته، فالاتجاه التصاعدي لهذه النسبة يعتبر امر جيد.
- ج- معدل الدوان TRN: وهو نسبة القيمة السوقية للأسهم المتداولة من اجمالي القيمة السوقية للسوق، وقياس سيولة السوق، وكلفة الصفقات والمعاملات بالسوق.

3- تقييم ومقارنة مؤشر عدد الشركات المدرجة CN

يقيس مدى اتساع السوق وتنوع الشركات المدرجة وحجم الاستثمارات ويمثل احد السمات الاساسية لكفاءة السوق فكبر عدد الشركات والنمو الايجابي لعددتها يدل على زيادة حجم الاستثمارات وبالتبعية زيادة كفاءة السوق والعكس صحيح (عيسى، ويحي، 2016: 62).

الجدول رقم (1) واقع عدد الشركات بسوق الخرطوم للأوراق المالية

نهاية السنة	بورصة الخرطوم		البورصة السعودية		البورصة المصرية	
	عدد الشركات	معدل النمو	عدد الشركات	معدل النمو	عدد الشركات	معدل النمو
2010	53	-	146	-	212	-
2011	56	%5.6604	150	%2.7397	214	%0.9434
2012	57	%1.7857	156	%4.0000	213	%0.4673-
2013	59	%3.5088	163	%4.4872	212	%0.4695-
2014	58	%1.6949-	166	%1.8405	215	%1.4151
2015	58	%0.0000	172	%3.6145	222	%3.2558
2016	67	%15.5172	176	%2.3256	222	%0.0000
2017	67	%0.0000	188	%6.8182	257	%15.7658

المصدر: بيانات النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي

بالنظر لعدد شركات سوق الخرطوم للأوراق المالية ومقارنته بعدد شركات البورصات الأخرى يلاحظ قلة عددها بفارق كبير جدا، فعدد شركات البورصة السعودية يعادل قرابة الثلاث اضعاف شركات بورصة الخرطوم خلال فترة الدراسة، أما عدد شركات البورصة المصرية فيعادل اربعة اضعاف شركات بورصة الخرطوم خلال فترة الدراسة، وهذا مؤشر لعدم اتساع وتنوع الشركات المدرجة ببورصة الخرطوم بالإضافة لقلّة حجم الاستثمارات خصوصا وأن كل من البورصتين السعودية والمصرية ينظر لهما على أنها من البورصات الناشئة، أما بالنسبة لنمو عدد الشركات فيلاحظ تواضع نسب النمو ببورصات الدراسة وبالأخص شركات بورصة الخرطوم حيث تراوحت نسب النمو بين صفر إلى 5.67% ما عدا العام 2016م الذي شهد نسبة نمو بلغت 15% ومن جانب آخر شهد العام 2014م تراجع عدد الشركات بمعدل 1.69%، وهذا مؤشر لعدم اتساع السوق عبر السنوات ما ينعكس سلباً على امكانية تحسين الكفاءة المستقبلية للسوق حيث تمثل سمة الاتساع متطلب اساسي لكفاءة السوق.

إن قلة عدد شركات سوق الخرطوم للأوراق المالية وتواضع نسب النمو ببورصات الدراسة يعتبر سمة لمعظم البورصات العربية ويتفق هذا مع ما توصلت إليه دراسة (سميرة، 2010: 257)

4- تقييم ومقارنة مؤشرات سيولة السوق:

ويتم قياسها على النحو التالي:

أ- مؤشر القيمة السوقية للسوق إلى الناتج المحلي MV/GDP: يحسب بقسمة إجمالي القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها للشركات المدرجة بالسوق على الناتج المحلي،

الجدول رقم (2) نسبة القيمة السوقية للسوق إلى الناتج المحلي MV/GDP

نهاية السنة	بورصة الخرطوم	البورصة السعودية	البورصة المصرية
2010	%3.0635	%66.9056	%38.5137
2011	%3.8522	%50.6153	%20.6736
2012	%3.2176	%52.5090	%24.0080
2013	%3.4535	%62.5920	%21.3199
2014	%2.3667	%63.8456	%22.8754
2015	%1.6918	%64.2940	%17.3313
2016	%2.1586	%69.5116	%12.8088
2017	%2.4949	%65.6946	%22.8184

المصدر: بيانات النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي، 2018م

يلاحظ الباحث من قياس نسبة القيمة السوقية لبورصة الخرطوم إلى الناتج المحلي أنها تراوحت بين 1 إلى 3.8% في احسن الاحوال خلال فترة الدراسة، وهذه النسبة متدنية جدا سواء بالمقارنة مع البورصتين السعوديتين (تراوحت بين 50 إلى 69.5%) والبورصة المصرية (تراوحت بين 12.8 إلى 38.5%)، او بالمقارنة بعدد من البورصات العربية كما في دراسة المولى (2011)، وكنتيجة نهائية يعتبر هذا مؤشر لصغر حجم بورصة الخرطوم إلى الاقتصاد وانخفاض سيولة السوق وهو ما يعكس ضعف اسهام سوق الخرطوم للأوراق المالية في الناتج المحلي الاجمالي، وعدم توفر السيولة فيه الامر الذي ينعكس سلبا في على تنشيط السوق.

ب- نسبة حجم التداول إلى الناتج المحلي TV/GDP: تحسب بقسمة حجم التداول بالسوق على الناتج المحلي وتقيس السيولة التي يوفرها السوق للاقتصاد، فالاتجاه التصاعدي لهذه النسبة مؤشر جيد لمستوى النشاط السوقي وسيولته.

الجدول رقم (3) نسبة حجم التداول إلى الناتج المحلي TV/GDP

نهاية السنة	بورصة الخرطوم	البورصة السعودية	البورصة المصرية
2010	%0.2993	%8.6067	%5.7146
2011	%0.3316	%12.8436	%1.9731
2012	%0.1622	%11.7245	%2.5448
2013	%0.2976	%10.5179	%1.8888
2014	%0.3387	%17.2776	%2.9320
2015	%0.2431	%13.7122	%2.1476
2016	%0.1286	%12.3828	%2.2584
2017	%0.5750	%8.9051	%2.4953

المصدر: بيانات النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي، 2018م

يلاحظ الباحث من قياس نسبة حجم التداول لبورصة الخرطوم إلى الناتج المحلي أنها تراوحت بين 0.2 إلى 0.6% في احسن الاحوال خلال فترة الدراسة، وهذه النسبة متدنية جدا سواء بالمقارنة مع البورصتين السعوديه (تراوحت بين 8.6 إلى 17.2%) والبورصة المصرية (تراوحت بين 1.8 إلى 5.7%)، او بالمقارنة بعدد من البورصات العربية (المولى، 2011)، بالإضافة إلى أن اتجاه هذه النسبة جاء متذبذباً صعوداً ونزولاً مع صغر قيمة الصعود، خصوصا وان غالبية الأسواق العربية تعتبر أسواق نامية تواجهها عدد من المعوقات تحول دون تحقيق الكفاءة والفعالية المطلوبة (صالح، وفريده، 2010، 187).

وكنتيجة نهائية يعتبر هذا مؤشر لضعف مستوى نشاط سوق الخرطوم للأوراق المالية

ج- معدل الدوان TRN: يحسب بقسمة حجم التداول على القيمة السوقية للسوق، ويقيس سيولة السوق نفسه وانسب المؤشرات لقياس السيولة لان قيمة التداول تنسب إلى القيمة السوقية، فالمعدل العالي مؤشر على انخفاض كلفة الصفقات والمعاملات بالسوق.

الجدول رقم (4) معدل الدوان TRN

نهاية السنة	بورصة الخرطوم	البورصة السعودية	البورصة المصرية
2010	%9.7711	%12.8639	%14.8379
2011	%8.6085	%25.3750	%9.5442
2012	%5.0411	%22.3285	%10.6000
2013	%8.6185	%16.8039	%8.8592
2014	%14.3131	%27.0615	%12.8172
2015	%14.3693	%21.3274	%12.3916
2016	%5.9569	%17.8141	%17.6320
2017	%23.0459	%13.5553	%10.9353

المصدر: بيانات النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي، 2018م

يلاحظ الباحث من قياس معدل الدوران لبورصة الخرطوم تراوح بين 5 إلى 23% يعتبر هذا المعدل متواضع مقارنة بالبورصة السعودية والتي لم تقل عن 12.8% في اسوأ الاحوال، وقد يتقارب مع معدل دوران البورصة المصرية والذي لم يقل عن 8.8% في اسوأ احواله.

القياس والتحليل الاحصائي للعلاقة بين مؤشرات السوق والنمو الاقتصادي:

سيتم قياس وتحليل مدى وجود ارتباط بين مؤشرات السوق التي تمكن من الحكم على واقع سوق الخرطوم للأوراق المالية والنمو الاقتصادي المتمثل في نمو الناتج المحلي الاجمالي (GGDP).

تحليل الارتباط لمتغيرات الدراسة:

تحت فرضية وجود ارتباط بين كل من مؤشرات السوق والنمو الاقتصادي ببورصة الخرطوم يمكن اختبار علاقة الارتباط على النحو التالي:

فرضية العدم: لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المدروسة

الفرضية البديلة: توجد علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين زوج واحد على الأقل من المتغيرات

المدروسة.

جدول رقم (5) اختبار الارتباط بين مؤشرات السوق والنمو الاقتصادي

البورصة المصرية		البورصة السعودية		بورصة الخرطوم		مؤشرات السوق
معامل الارتباط (r)	درجة المعنوية (sig)	معامل الارتباط (r)	درجة المعنوية (sig)	معامل الارتباط (r)	درجة المعنوية (sig)	
-0.679	0.064	-0.728	0.041	-0.213	0.613	عدد الشركات المدرجة CN
-0.828	0.011	-0.771	0.025	-0.275	0.509	مؤشر القيمة السوقية للسوق MV
0.556	0.152	-0.564	0.145	0.044	0.918	حجم التداول TV
-0.266	0.523	-0.271	0.516	0.215	0.609	معدل الدوان TRN

المصدر: إعداد الباحث من واقع بيانات عينة الدراسة، 2018م

5- القياس والتحليل الاحصائي للعلاقة بين عدد الشركات المدرجة السوق والنمو الاقتصادي:

جاءت نتائج قياس العلاقة بين عدد الشركات المدرجة والنمو الاقتصادي ببورصات الدراسة الموضحة بالجدول رقم (5) على النحو التالي:

عدم وجود علاقة ارتباط بين عدد الشركات المدرجة والنمو الاقتصادي ببورصة الخرطوم حيث كان معامل الارتباط سلبى (-0.213) وبمستوى معنوية (0.613) ما يعنى قبول فرضية العدم، بعكس البورصتين المصرية السعودية والبورصة المصرية اللتان اظهرت وجود ارتباط سلبى بين عدد الشركات المدرجة والنمو الاقتصادي بمعامل ارتباط سلبى (-0.728) وبمستوى معنوية (0.041) للبورصة السعودية ومعامل ارتباط سلبى (-0.679) وبمستوى معنوية (0.064) للبورصة المصرية، العلاقة السلبية بالبورصات الثلاث تعتبر نتيجة معاكسة لما يفترض أن يكون الحال حيث أن النمو الاقتصادي مفترض أن يؤدي إلى نمو وزيادة عدد الشركات المدرجة بتشجيع وزيادة الاستثمارات.

6- القياس والتحليل الاحصائي للعلاقة بين مؤشرات سيولة السوق والنمو الاقتصادي:

و يتم قياسها على النحو التالي:

أ- القياس والتحليل الاحصائي للعلاقة بين مؤشر القيمة السوقية للسوق والنمو الاقتصادي MV/GGDP:

اوضحت نتائج قياس العلاقة بين مؤشر القيمة السوقية والنمو الاقتصادي ببورصة الخرطوم عدم وجود علاقة ارتباط بين عدد الشركات المدرجة والنمو الاقتصادي ببورصة الخرطوم حيث كان معامل الارتباط سلبى (-0.275) وبمستوى معنوية (0.509) ما يعنى قبول فرضية العدم خلاف ما أظهرت نتائج قياس البورصتين السعودية والمصرية حيث جاء معامل الارتباط بالبورصة السعودية سلبى (-0.771) وبمستوى معنوية (0.025)، أما البورصة المصرية فكان معامل الارتباط سلبى (-0.828) وبمستوى معنوية (0.011).

ب- القياس والتحليل الاحصائي للعلاقة بين حجم التداول والنمو الاقتصادي TV/GGDP:

أظهرت نتائج قياس العلاقة بين حجم التداول والنمو الاقتصادي عدم وجود علاقة ارتباط معنوية بين حجم التداول والنمو الاقتصادي بالبورصات الثلاث محل الدراسة ما يعنى قبول فرضية العدم، بمعامل ارتباط ايجابي (0.044) وبمستوى معنوية (0.918) لبورصة الخرطوم ومعامل ارتباط سلبى (-0.564) وبمستوى معنوية (0.145) للبورصة السعودية ومعامل ارتباط ايجابي (0.556) وبمستوى معنوية (0.152) للبورصة المصرية.

ج- القياس والتحليل الإحصائي للعلاقة بين معدل الدوان والنمو الاقتصادي TRN/GGDP:

أظهرت نتائج قياس العلاقة بين معدل الدوان والنمو الاقتصادي ببورصة الخرطوم عدم وجود علاقة ارتباط معنوية بين معدل الدوان والنمو الاقتصادي بالبورصات الثلاث محل الدراسة ما يعنى قبول فرضية العدم، بمعامل ارتباط ايجابي (0.215) وبمستوى معنوية (0.609) لبورصة الخرطوم ومعامل ارتباط سلبى (-0.271) وبمستوى معنوية (0.516) للبورصة السعودية ومعامل ارتباط سلبى (-0.266) وبمستوى معنوية (0.523) للبورصة المصرية.

يعتقد الباحث عدم وجود علاقة ارتباط معنوية بين كل من متغيري حجم التداول، معدل الدوران والنمو الاقتصادي بالبورصات الثلاث محل الدراسة يتماشى مع وجهة النظر الناقدة التي ترى أن السوق المالي ليس له أثر ايجابي على النمو الاقتصادي، وذلك لعدة أسباب منها في الدول النامية تمويل حصة محدودة فقط من استثمارات الشركات من خلال اصدار الأسهم والجزء الأكبر يمول من مصادر ذاتية كالأرباح المبقاة أو من مصادر القروض، مساهمة الأسواق المالية في التقلبات الاقتصادية حيث أن تزايد الاستثمارات الأجنبية يؤدي لتقلبات مفرطة في السعر وكذلك تقلبات سعر الصرف وعدم استقرار الاقتصاد الكلي، ومن شأن ذلك أن يؤدي لآثار سلبية على النمو الاقتصادي (شحاتيت، وآخرون، 2014: 23).

الخلاصة:

توصلت الدراسة لعدد من النتائج والتي يتوقع أن يكون لها أثر سلبى على امكانية تحسين الكفاءة المستقبلية للسوق وهي:

- قلة عدد شركات سوق الخرطوم للأوراق المالية بدرجة تحد من زيادة حجم الاستثمارات والأمر الذي سينعكس سلباً على امكانية تحسين الكفاءة المستقبلية للسوق
- صغر حجم بورصة الخرطوم إلى الاقتصاد السوداني وهو ما يعكس ضعف اسهام سوق الخرطوم للأوراق المالية في الناتج المحلي الاجمالي.
- تواضع معدل الدوران السوق والذي يزيد من كلفة الصفقات والمعاملات بالسوق.
- عدم توفر السيولة في بورصة الخرطوم ما ساهم سلباً على تنشيط السوق.
- ضعف مستوى نشاط سوق الخرطوم للأوراق المالية حيث يعتبر حجم التداول لبورصة الخرطوم إلى الناتج المحلي صغير جداً.
- رغم تسجيل فترة الدراسة لنمو اقتصادي الا أنه لم يؤدي إلى نمو وزيادة عدد الشركات المدرجة بالسوق او تحسين مؤشرات سيولة السوق ما يعنى عدم تأثير النمو الاقتصادي على تشجيع وزيادة الاستثمارات.

توصيات الدراسة:

لتحسين واقع سوق الخرطوم للأوراق المالية يوصي الباحث بالآتي:

1. وضع خطط وبرامج تعمل على زيادة عدد الشركات المدرجة وتوسيع سوق الشركات الخاصة بالسوق الثالث من خلال خصخصة الشركات.
2. تشجيع قيام شركات المساهمة من خلال توجيه برامج التمويل الاصغر لتكوين شركات مساهمة لتعزيز عدد الشركات ولتحسين وزيادة عرض وتداول الأوراق المالية.

3. تشجيع شركات المساهمة على تمويل استثماراتها من خلال اصدار الأسهم والبعد عن التمويل من المصادر الذاتية أو القروض.

4. إجراء دراسات تكميلية في الموضوع، حول الخصخصة وبرامج التمويل والأسهم وغيرها.

قائمة المراجع:

أولاً- المراجع بالعربية:

- احمد، مروة كامل، وشموط، مروان مصطفى. (2005). "معايير تقويم فعالية بورصة عمان للأوراق المالية". مجلة الزرقاء للبحوث والدراسات: (1): 155 – 176.
- اسحق، ادريس جمعة بحر. 2016م. "تقويم أساليب الرقابة على المتعاملين في سوق الخرطوم للأوراق المالية"، رسالة ماجستير غير منشورة. اكااديمية السودان للعلوم المصرفية، الخرطوم، السودان.
- بن حاسين، بن اممر. (2013). "كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة السعودية. عمان، تونس والمغرب". مجلة أداء المؤسسات الجزائرية: (2): 249 – 263.
- بن حاسين، بن عمر، وآخرون، (2012). "كفاءة الاسوق المالية في الدول النامية- دراسة حالة البورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب". مجلة أداء المؤسسات الجزائرية: (2): 244.
- البني، محمد. 2016م. "أثر اختبار التقويم في الأسواق المالية: دراسة مقارنة بين عدة أسواق مالية ناشئة"، رسالة ماجستير غير منشورة. جامعة دمشق، سوريا.
- حامد، بدرالدين خليل، وإبراهيم، الهادي ادم. (2016). "أثر التداول الالكتروني على قرارات المتعاملين بسوق الخرطوم للأوراق المالية". مجلة مركز المستنصرية للدراسات العربية والدولية: (54): 164 – 192.
- الداوي، خيرة، وغريب، بولرباح. (2017). "علاقة كفاءة سوق الأوراق المالية بالمعلومات المحاسبية في ظل حوكمة الشركات". المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية: (7): 161 – 162.
- سميرة، لطرش، (2010). كفاءة سوق راس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم. رسالة دكتوراة غير منشورة. جامعة منتوري، الجزائر
- سهو، نزهان محمد. (2010). "أسواق الأوراق المالية في ظل تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة". مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية: (2): 651 – 673.
- شاهين، ياسر، (2007). "دور الوعي الاستثماري في كفاءة الأسواق المالية انعكاسات". الملتقى السنوي الأول لسوق راس المال الفلسطيني. ص 4.
- شبو، إسماعيل محمد (2007). "دراسة ميدانية مقارنة لسوقي الخرطوم وأبوظبي للأوراق المالية للفترة 2001-2004م". رسالة ماجستير غير منشورة. جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، كلية الدراسات العليا، الخرطوم، السودان.
- شحاتيت، محمد عيسى، وآخرون. (2014). "أثر نشاط سوق عمان المالي على الاستثمار في الاردن". مجلة دراسات العلوم الادارية: 41 (1): ص 23.
- صالح، مفتاح، وفريدة، معارفي. (2010). "متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها". مجلة الباحث: (8): ص 187.

- صندوق النقد العربي، (2003). مساهمة صندوق النقد العربي في تطوير الأسواق المالية العربية. مطبوعات صندوق النقد العربي
- عاكوم، ابراهيم. (2009). "أسواق الأوراق المالية العربية: انعكاسات وعبر من الأزمة المالية العربية". دراسات اقتصادية: ندوق النقد العربي. ص.
- عتر، همر، عتر، عثمان. (2010). "تباين القرارات الاستثمارية للمتعاملين في أسواق المال باختلاف نوعية هذه الأسواق". مجلة علوم انسانية: (45): 1 - 23.
- عثمان، ابوذر مجذوب. (2004). "تقويم سوق الخرطوم للأوراق المالية من حيث الأداء والفعالية"، رسالة ماجستير غير منشورة. جامعة الخرطوم - السودان.
- عيسى، شقيب، يحي، ازغار. (2016). "محاولة قياس السوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس أعقاب الأزمة المالية العالمية". المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية: (7): ص 62.
- قبيلان، حسين. (2011). "مؤشرات أسواق الأوراق المالية دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية". مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التيسير: (11): 91 - 110.
- كمال، مروة. 2017. حمدي يقر بفشل فكرة سوق الخرطوم للأوراق المالية (المالية) <https://www.alnilin.com/12901477.htm>
- المولى، إيمان عبد المطلب حسن، (2011). "مؤشرات قياس سيولة سوق الأوراق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي". مجلة تكريت: 7 (23).
- يس، مجدي،. (2017). التقرير السنوي لسوق الخرطوم للأوراق المالية. الخرطوم.

ثانياً- المراجع بالإنجليزية:

- Abu-Rub, Nour and Sharba, Tawfeeq. (2011). "Calendar Effects in the Palestine Securities Exchange (PSE): Analysis & Investigation". World Review of Business Research: 1. (5): 52 - 66.
- Bolar, S. and others, (2017), " Semi-monthly effect in stock returns: new evidence from Bombay Stock Exchange ". Investment Management and Financial Innovations. 14.(3): 160-172.
- Debasish, S. S, (2012). " An empirical study on month of the year effect in gas, oil and refineries sectors- evidence from Indian stock market ". Elixir International Journal: 51 (A): 11060 - 11065.
- Robiyanto. (2015). " MONTH OF THE YEAR EFFECT PADA BEBERAPA PASAR MODAL DI ASIA TENGGARA DAN PASAR KOMODITAS". Journal Economy dan Bisnis, XVIII.(2): 53 - 64.