

بِسْمِ اللّٰهِ الرَّحْمٰنِ الرَّحِیْمِ

“ وَيَسْأَلُونَكَ عَنِ الْقُرْآنِ قُلْ سَأَتْلُوهُ لَكُمْ مِنْهُ نَكْرًا (83) إِنَّا مَكِّنَّا لَهُ فِي الْأَرْضِ وَآتَيْنَاهُ مِنْ كُلِّ شَيْءٍ سَيًّا (84) أَتَتَّبِعُ سَيًّا (85) حَتَّىٰ إِذَا بَلَغَ مَغْرِبَ الشَّمْسِ وَجْهًا تَغُوبُ فِي عَنَانٍ جَمَّةٍ وَوَجَدَ عِنْدَهَا قَوْمًا قُلْنَا يَا ذَا الْقُرْآنِ إِنَّمَا أَنْتَ مُبَشِّرٌ وَإِنَّمَا أَنْتَ تَتَّخِذُ فِيهِمْ حُسْنًا (86) أَلَمْ يَأْمُرْ بِالْعَدْلِ وَالْإِيمَانِ أَتَمَارِدُ عَلَىٰ أَمْرِ اللَّهِ وَالرَّسُولِ لَنْ يُغْنِيَ عَنْكَ الْإِيمَانُ إِذَا كُنْتَ تَتَّبِعُ الْأَهْلِيَّةَ الْفَاسِقِينَ (87) وَأَمَّا مَنْ آمَنَ وَعَمِلَ صَالِحًا فَلَهُ جَزَاءُ الْحُسْنَىٰ وَسَاقِلُ لَهُ مِنْ أَمُونًا يَسَّرًا (88) ثُمَّ أَتَّبِعُ سَيًّا (89) حَتَّىٰ إِذَا بَلَغَ مَطْلِعَ الشَّمْسِ وَجْهًا تَطَّلِعُ عَلَىٰ قَوْمٍ لَمْ يَجْعَلْ لَهُمْ مِنْ نُورِهِ إِسْتِرَافًا (90) كَذَلِكَ وَقَدْ أَحَطْنَا بِمَا لَدَيْهِ خُبْرًا (91) ثُمَّ أَتَّبِعُ سَيًّا (92) ”.

سورة الكهف، (الآيات 83-92)

الإهداء

إلى روح استاذي الجليل، الدكتور: علي الجيلاني فضل الله، بإهدائك لي كتاباً كانت الفكرة،
احسبك عند الله شهيداً.

إلى وألديّ أطال الله عمرهما

إلى شقيقتي وشقيقي

إليكِ زهرتي،،

أهديتموني الحب، فبكل الحب أهديكم هذا الجهد، دمتم لي.

الشكر والعرفان

الشكر أجزله لاستاذي الجليل الدكتور: **خالد حسن البيلي**، الذي كانت أبواب صروح علمه مشرعة أمامي في كل الأوقات، على الرغم من أعبائه الأكاديمية والإدارية. وكذلك الشكر لأستاذي الدكتور: **علم الدين عبد الله بانقا**، والذي كان خير عون لي في هذا البحث. لكما مني كل الشكر والتقدير على كل المعلومات والملاحظات القيمة التي أبديتموها.

الشكر موصول أيضاً لاسرة مكتبة كلية التجارة بجامعة السودان ومكتبة الدراسات العليا بالكلية، دائرة البحوث والدراسات بسوق الخرطوم للأوراق المالية، الجهاز المركزي للإحصاء، الإدارة العامة للإحصاء والبحوث بينك السودان المركزي، ولكل من ساهم في إخراج هذه الدراسة.

لكم مني فائق الود والإحترام والتقدير

قائمة المحتويات:

م	الموضوع	الصفحة
الفصل الأول: الإطار المنهجي والدراسات السابقة		
	المقدمة	2
	1.1 الإطار المنهجي	2
	1.1.1 مشكلة البحث	3
	2.1.1 أهداف البحث	3
	3.1.1 أهمية البحث	4
	4.1.1 فروض البحث	4
	5.1.1 منهجية البحث	5
	6.1.1 هيكل البحث	6
	2.1 الدراسات السابقة	7
	1.2.1 الدراسات التي تناولت علاقة عرض النقود بأسعار الأسهم	8
	2.2.1 الدراسات التي تناولت علاقة التضخم بأسعار الأسهم	16
	3.2.1 الدراسات التي تناولت علاقة معدلات الصرف بأسعار الأسهم	18
	4.2.1 الدراسات التي تناولت علاقة معدلات الفائدة بأسعار الأسهم	24
	الخلاصة	29
الفصل الثاني: الإطار النظري		
	المقدمة	32
	1.2 علاقة أسعار الأسهم بعرض النقود	33
	2.2 علاقة أسعار الأسهم بمعدلات التضخم	42
	3.2 علاقة أسعار الأسهم بمعدلات الفائدة	47
	4.2 علاقة أسعار الأسهم بمعدلات سعر الصرف	53
	الخلاصة	58

الفصل الثالث: مؤشر سوق الخرطوم للأوراق المالية

60	المقدمة
61	1.3 خلفية تاريخية عن نشأة وتطور سوق الأوراق المالية في السودان
68	2.3 التطور الكمي لسوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة 2003 - 2011م
77	3.3 تقييم أداء سوق الخرطوم للأوراق المالية
79	4.3 مؤشر أسعار الأسهم بسوق الخرطوم للأوراق المالية
89	5.3 كفاءة سوق الخرطوم للأوراق المالية
90	الخلاصة

الفصل الرابع: المتغيرات الإقتصادية الكلية " للفترة 2003 - 2012م "

92	المقدمة
93	1.4 عرض النقود في الإقتصاد السوداني
108	2.4 التضخم في الإقتصاد السوداني
115	3.4 تكلفة التمويل (هوامش أرباح المرابحة)
122	4.4 معدلات سعر الصرف في الإقتصاد السوداني
133	الخلاصة

الفصل الخامس: الإرتباط والسببية بين مؤشر أسواق الأسهم والمتغيرات الإقتصادية الكلية

135	المقدمة
136	1.5 السببية في الإقتصاد
141	2.5 النموذج القياسي
147	3.5 إختبار إستقرارية السلاسل الزمنية
162	4.5 إختبار التكامل المشترك
170	5.5 نتائج إختبارات السببية بين مؤشر أسعار الأسهم والمتغيرات الإقتصادية الكلية
189	الخلاصة

190	مناقشة النتائج	
194	النتائج	
195	التوصيات	
197	قائمة المراجع	
I	الملاحق	

قائمة الجداول

الصفحة	الجدول	م
39	جدول رقم (1-2): أنواع صيغ الكفاءة	1
68	جدول رقم (1-3): إصدارات السوق الأولية للفترة من (2003 - 2011م)، (بملايين الجنيهات)	2
72	جدول رقم (2-3): تصنيف طرح الأسهم في السوق الأولية (ملايين الجنيهات)	3
74	جدول رقم (3-3): نشاط السوق الثانوية للفترة من (2003 - 2011م)	4
85	جدول رقم (4-3): مؤشر سوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة من (2003:9 - 2012:12م)	5
86	جدول رقم (5-3): النسب المئوية لمعدلات التغير في مؤشر أسعار الأسهم للفترة (2003:9-2012:12)	6
94	جدول رقم (1-4): عرض النقود (M2) للفترة من (2003:9 - 2012:12م)	7
102	جدول رقم (2-4): القاعدة النقدية خلال الفترة من (2003 - 2012م)	8
105	جدول رقم (3-4): المضاعف النقدي وسرعة دوران النقود للفترة من (2003 - 2012م)	9
109	جدول رقم (4-4): معدلات التضخم في السودان للفترة من (2003:9 - 2012:12م)	10
111	جدول رقم (5-4): المتوسط السنوي للتضخم للفترة من (2003 - 2012م)	11
117	جدول رقم (6-4): تكلفة التمويل في الإقتصاد السوداني للفترة من (2003:9 - 2012:12)	12
129	جدول رقم (7-4): أسعار صرف الدولار الأمريكي مقابل الجنيه السوداني خلال الفترة (2003:09 - 2012:12م)	13
148	جدول رقم (1-5): نتيجة إختبار ديكي فولر الموسع عند المستوى (دون قاطع أو إتجاه زمني)	14
150	جدول رقم (2-5): نتائج إختبار ديكي فولر الموسع عند المستوى (بقاطع وبدون إتجاه زمني)	15
153	جدول رقم (3-5): نتائج إختبار ديكي فولر الموسع عند المستوى (بقاطع و إتجاه زمني)	16
155	جدول رقم (4-5): نتائج إختبار ديكي فولر الموسع عند الفرق الأول (بدون قاطع وبدون إتجاه زمني)	17
156	جدول رقم (5-5): نتائج إختبار ديكي فولر الموسع عند الفرق الأول (بقاطع وبدون إتجاه زمني)	18
157	جدول رقم (6-5): نتائج إختبار ديكي فولر الموسع عند الفرق الأول (بقاطع وإتجاه زمني)	19
164	جدول رقم (7-5): نتيجة إختبار التكامل المشترك بين مؤشر أسعار الأسهم وعرض النقود بالمفهوم الواسع	20
165	جدول رقم (8-5): نتيجة إختبار التكامل المشترك بين مؤشر أسعار الأسهم ومعدلات التضخم	21
167	جدول رقم (9-5): نتيجة إختبار التكامل المشترك بين مؤشر أسعار الأسهم وهوامش أرباح المربحات	22
168	جدول رقم (10-5): نتيجة إختبار التكامل المشترك بين مؤشر أسعار الأسهم ومعدلات الصرف	23

الصفحة	الجدول	م
172	جدول رقم (5-11): نتائج إختبار السببية بين مؤشر أسعار الأسهم وعرض النقود	24
174	جدول رقم (5-12): نتائج إختبار السببية بين مؤشر أسعار الأسهم ومعدلات التضخم	25
176	جدول رقم (5-13): نتائج إختبار السببية بين مؤشر أسعار الأسهم وهوامش أرباح المربحات	26
178	جدول رقم (5-14): نتائج إختبار السببية بين مؤشر أسعار الأسهم وسعر الصرف	27
179	جدول رقم (5-15): ملخص نتائج إختبار العلاقة السببية بين مؤشر أسعار الأسهم والمتغيرات الإقتصادية الكلية	28
181	جدول رقم (5-16): نتائج إختبار السببية بين تغيرات مؤشر أسعار الأسهم وتغيرات عرض النقود	29
183	جدول رقم (5-17): نتائج إختبار السببية بين تغيرات مؤشر أسعار الأسهم وتغيرات معدلات التضخم	30
185	جدول رقم (5-18): نتائج إختبار السببية بين تغيرات مؤشر أسعار الأسهم وتغيرات هوامش أرباح المربحات	31
187	جدول رقم (5-19): نتائج إختبار السببية بين تغيرات مؤشر أسعار الأسهم وتغيرات سعر الصرف	32
188	جدول رقم (5-20): ملخص نتائج إختبار العلاقة السببية بين تغيرات مؤشر أسعار الأسهم وتغيرات المتغيرات الإقتصادية الكلية	33

قائمة الأشكال:

م	الشكل	الصفحة
1	شكل رقم (2-1): التحول في الحافظة الإستثمارية والانتقال من موجود لآخر في حالتي إنخفاض وزيادة السيولة	36
2	شكل رقم (2-2): منحني (J) للميزان التجاري	56
3	شكل رقم (3-1): إجمالي الإصدارات الأولية بسوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة 2003 - 2011م	70
4	الشكل (3-2): مؤشر أسعار الأسهم بسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة (9:2003-12:2012م)	87
5	شكل رقم (4-1): عرض النقود بمفهومه الواسع للفترة من (09:2003 - 12:2012)	96
6	شكل رقم (4-2): النقود الاحتياطية للفترة من (2003 - 2012م)	103
7	شكل رقم (4-3): المضاعف النقدي للفترة من (2003 - 2012م)	106
8	شكل رقم (4-4): سرعة دوران النقود للفترة من (2003-2012م)	107
9	شكل رقم (4-5): التضخم للفترة من (09:2003 - 12:2012)	110
10	شكل رقم (4-6): تكلفة التمويل للفترة (09:2003 - 12:2012)	116
11	شكل رقم (4-7): أسعار صرف الدولار الأمريكي مقابل الجنيه السوداني خلال الفترة من (09:2003 - 12:2012)	128
12	شكل رقم (5-1): السلسلة الزمنية لمؤشر أسعار الأسهم عند المستوى والفرق الاول	158
13	شكل رقم (5-2): السلسلة الزمنية لعرض النقود عند المستوى والفرق الاول	159
14	شكل رقم (5-3): السلسلة الزمنية للتضخم عند المستوى والفرق الاول	159
15	شكل رقم (5-4): السلسلة الزمنية لهوامش ارباح المربحات عند المستوى والفرق الاول	160
16	شكل رقم (5-5): السلسلة الزمنية لسعر الصرف عند المستوى والفرق الاول	160

مستخلص الدراسة

وجهت الدراسة إلى بحث العلاقة السببية بين أسواق الأسهم ممثلة في مؤشر سوق الخرطوم للأوراق المالية، وبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية، وهي عرض النقود، التضخم ، هوامش أرباح المربحات، اسعار الصرف، بالإضافة لحساب المدى الزمني الذي تتغير فيه أسعار الأسهم والمتغيرات الاقتصادية الكلية إستجابة لتغيرات بعضها. حيث إفتترضت الدراسة وجود علاقة سببية بين أسعار الأسهم وهذه المتغيرات الاقتصادية الكلية ، وأن التغيرات الحادثة في أسعار الأسهم بسوق الخرطوم للأوراق المالية، تسبق التغيرات الحادثة في هذه المتغيرات الاقتصادية الكلية. حيث تم إجراء العديد من الإختبارات منها إختبار ديكي فولر الموسع لجذور الوحدة، إختبار التكامل المشترك لجوهانسن جلسلس هذا بالإضافة إلى إختبار السببية لجرانجر.

أشارت نتائج إختبار ديكي فولر الموسع إلى أن السلاسل الزمنية لمؤشر أسعار الأسهم بسوق الخرطوم للأوراق المالية، والمتغيرات الاقتصادية الكلية قيد الدراسة مستقرة عند الفرق الأول. بينما أشار إختبار جوهانسون للتكامل المشترك إلى وجود علاقة توازنية طويلة المدى بين مؤشر أسعار الأسهم بسوق الخرطوم للأوراق المالية وكل من عرض النقود بالمفهوم الواسع، هوامش أرباح المربحات واسعار الصرف، في الوقت الذي لا تتوافر ادلة بوجود هذه العلاقة بين كل من مؤشر أسعار الأسهم ومعدلات التضخم.

كما أشارت نتائج الدراسة حسب إختبار جرانجر للسببية إلى وجود علاقة سببية احادية الإتجاه من مؤشر الأسعار بسوق الخرطوم للأوراق المالية إلى عرض النقود بالمفهوم الواسع ، معدلات التضخم، وسعر صرف الدولار مقابل الجنيهات السودانية، بإبطاء زمني قدره (36) شهرا. هذا بالإضافة إلى وجود علاقة سببية احادية الإتجاه من هوامش أرباح المربحات إلى مؤشر أسعار الأسهم بسوق الخرطوم للأوراق المالية ، بإبطاء زمني قدره (36) شهرا.

بالنظر لطول فترة الأثر والإستجابة المتبادلة بين مؤشر أسعار الأسهم والمتغيرات الاقتصادية الكلية فقد أوصت الدراسة بتفعيل دور السوق عبر تشجيع وتسهيل إدراج الشركات بالإضافة إلى التوعية الجماهيرية وتحديث قانون السوق وتهيئة بيئة الإستثمار الحقيقي، هذا بالإضافة إلى الأخذ بالإعتبار علاقات الإرتباط والسببية بين أسعار الأسهم والمتغيرات الاقتصادية الكلية عند وضع وتنفيذ السياسات النقدية، هذا بالإضافة إلى تبني سياسات مستقرة وواضحة تجاه كل من سعر الصرف، هوامش أرباح المربحات، عرض النقود بالصورة التي تتسق والأهداف الاقتصادية الكلية.

Abstract

The purpose of this study is to investigate the causality between stock exchange market presented by Khartoum Stock Exchange Index (KSE Index), and selected macroeconomics variables such as money supply, inflation rate, morabaha profit margin and exchange rate, and to find out the time lag between the changes in the stock prices and the macroeconomic variables.

The study main hypotheses indicated the existence of causality relationship between KSE index and the macroeconomics variables, also the changes in KSE index precede the changes in the macroeconomics variables. To examine the hypotheses the study applied various tests including Augmented Dickey Fuller (ADF) test for the unit roots, Johansen – Juselius cointegration test, and Granger causality test.

ADF test results showed that the time series included in the study were stable at the first difference, while Johansen – Juselius cointegration test suggested the existence of a long equilibrium relationship between all the study variables except inflation rate.

Granger causality test suggested the existence of a unidirectional causality from KSE index to money supply, inflation rate, and exchange rate with 36 months lag. In addition to a unidirectional causality from Morabaha profit margin to KSE index with 36 months lag.

According to the long time lag in the causality between KSE index and the selected macroeconomics variables, the study recommended to activate KSE via encouraging and facilitating the companies' registration process, in addition to raise the public awareness about the stock market, to update KSE law, to improve the real investment environment, and to consider the correlation and causality between the stock prices and the macroeconomics variables in designing and applying the monetary policies. Furthermore to adopt a clear and a stable policy regarding exchange rate, Morabaha profit margin, money supply in a way which is consistent with the macroeconomic policy objectives.