

الآية

قال تعالى:



(وَهُوَ الَّذِي أَنْزَلَ مِنَ السَّمَاءِ مَاءً فَأَخْرَجْنَا بِهِ نَبَاتَ
كُلِّ شَيْءٍ فَأَخْرَجْنَا مِنْهُ خَضِرًا نُخْرِجُ مِنْهُ حَبًّا
مُتْرَاكِبًا وَمِنَ النَّخْلِ مِنَ النَّخْلِ مِنْ طَلْعِهَا قِنْوَانٌ دَانِيَةٌ وَجَنَّاتٍ
مِّنْ أَعْنَابٍ وَالزَّيْتُونَ وَالرُّمَّانَ مُشْتَبِهًا وَغَيْرَ
مُتَشَابِهٍ انظُرُوا إِلَى ثَمَرِهِ إِذَا أَثْمَرَ وَيَنْعِهِ إِنَّ فِي
ذَلِكَ لَآيَاتٍ لِّقَوْمٍ يُؤْمِنُونَ).

[الأنعام: 99]



فقه وأقوال

الغنم بالغرم...

(أصول فقه)

السوق مرج والجمهور روافده...

(د.علي الونداوي)

الإهداء

إلى روح الرجل الذي علمني كيف أكون

والدي

إلى المرأة التي وهبتني كل شي لأكون

والدتي

فائقة

الشكر والتقدير

الشكر أولاً وأخيراً لله عز وجل على كريم نعمه عليّ والتي منها نسج هذه

الدراسة.

الشكر إلى المشرف الرئيس د. علي فاطن الوندأوي على توجيهه وجهده

وصبره المقدر.

والشكر أجزله إلى كافة أساتذة كلية الدراسات التجارية لجميل تعاونهم،

وأخص بالشكر الدكتور عبد العظيم والدكتور أحمد علي والدكتور عبد الرحمن

الزاهي.

ولا يفوتني الشناء على إدارة كلية الطب البيطري والإنتاج الحيواني

بجامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا لترشيحي لهذا العمل وصبرهم عليّ.

والشكر موصول إلى إدارة سوق الخرطوم للأوراق المالية لما يبذلونه من

جهد من أجل الارتقاء بالسوق وأخص بالشكر دائرة الدراسات والإعلام الأساتذة

عبد الرحمن عبد المجيد (نادر)، جمال قريب الله الطيب والأساتذة إخلاص

الباقوت المهدي.

وأقدر للدكتور فتح الرحمن علي صالح ببنك الاستثمار المالي مجهوداته في
تحكيم الاستبانة وفي غيرها.

التقدير للأستاذ مصطفى الطيب السعيد بشركة مسقط للأوراق المالية لمدة
لي بالمراجع، والأستاذة سمية محمد بن خرشوش بجامعة مانشستر ببريطانيا
لمدها لي بالمراجع.

وأخص بالشكر الإخوة بمركز I.T.Zone الذين قاموا بإخراج هذه الدراسة
في صورتها النهائية على صبرهم وكريم أخلاقهم.

والتقدير والحب لأسرتي الكريمة والدتي الكبرى والصغرى، أخواني
وأخواتي وأبنائي وكل أهلي، ولا أنسى صديقتي وزملائي وكل من أحبني ودعى
لي صادقاً بالتوفيق.

الفهرست

رقم الصفحة	اسم الموضوع	رقم
I	الآية	1
II	فقه وأقوال	2
III	الإهداء	3
IV	الشكر والتقدير	4

V-XVIII	الفهرست (الجداول – المعادلات- الأشكال التوضيحية- الملاحق)	5
XX	ملخص الدراسة	6
XXI	Abstract	7

المقدمة

- 1 • المقدمة
- 1 • طبيعية الاستثمار في الأوراق المالية
- 2 • سوق الأوراق المالية في السودان
- 2 • نموذج تقويم الأصول المالية (CAPM)
- 3 • أهمية البحث
- 4 • مشكلة البحث
- 4 • ادعاءات البحث
- 4 • أهداف البحث
- 4 • منهج البحث
- 4 • الحدود الزمانية والمكانية للبحث
- 4 • الإطار العام للبحث
- 5 • المصطلحات
- 8 • تعريف المتغيرات

الفصل الأول: سوق الخرطوم للأوراق المالية (النشأة

والنكوين)

10	نشأة وتطور سوق الخرطوم للأوراق المالية.	1-1
----	---	-----

11	أهداف إنشاء سوق الخرطوم للأوراق المالية	2-1
12	الهيكل التنظيمي لسوق الخرطوم للأوراق المالية	3-1
13	الجمعية العمومية لسوق الخرطوم للأوراق المالية	1-3-1
13	مجلس الإدارة	2-3-1
15	المدير العام	3-3-1
15	تنظيم السوق	4-3-1
16	الأوراق المالية التي يتم إصدارها وتداولها في سوق	4-1
	الخرطوم للأوراق المالية	
17	الأسهم ومؤشرات قياسها	1-4-1
22	الصكوك	2-4-1
23	الوكلاء وأعمالهم	5-1
23	أعمال الوكالة	1-5-1
23	أعمال الوكلاء	2-5-1
24	الوكلاء المعتمدون في سوق الخرطوم للأوراق المالية	3-5-1
	الفصل الثاني: سوق الخرطوم للأوراق المالية 1995-2003م	
	(التعامل)	
25	نشاط سوق الخرطوم للأوراق المالية 1995-2003م	1-2
	القيمة السوقية للشركات المدرجة.	
32	السوق الأولية في سوق الخرطوم للأوراق المالية 1995-	2-2

2003م

- 37 3-2 السوق الثانوية في سوق الخرطوم الأولية 1995-2003م
- 38 1-3-2 السوق الثانوية في سوق الخرطوم للأوراق المالية - خلفية

تاريخية

1995 - 2003م

- 41 2-3-2 طريقة التداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية
- 43 3-3-2 السوق الثانوية في سوق الخرطوم للأوراق المالية مصنفة

قطاعياً

الفصل الثالث: المخاطرة والعائد والتنويع في اقتناء

الأصول وإدارة المخاطر و نموذج تقويم الأصول المالية)

(CAPM

- 64 المقدمة- المخاطرة والعائد
- 65 العائد 1-3
- 65 العائد وقياسه 1-1-3
- 66 عائد محفظة السوق 2-1-3
- 68 العلاقة بين العائد والأوراق المالية 3-1-3
- 69 المخاطر أنواعها وقياسها 2-3
- 69 تفضيلات الخطر 1-2-3

72	أنواع المخاطر	2-2-3
79	قياس المخاطر	3-2-3
80	التنوع في اقتناء الأصول وإدارة المخاطر	3-3
83	العلاقة بين عائد المحفظة ودرجة المخاطر	1-3-3
84	التنوع في العلاقة الخطية بين المخاطر والعائدات	2-3-3
89	نموذج تقويم الأصول المالية (CAPM)	4-3
89	نشأة نظرية المحفظة المالية	1-4-3
90	تعريف نموذج تقويم الأصول المالية	2-4-3
92	أهمية استخدام نموذج تقويم الأصول المالية	3-4-3
93	قيمة معاملات Beta	5-3
94	نموذج تقويم الأصل المالي وخط سوق الورقة المالية	6-3
95	تطبيقات على CAPM والعلاقة الخطية بين المخاطرة	7-3
	والعائد	
97	استخدامات الاقتصاد القياسي في تطبيقات نموذج تقويم	8-3

الأصول المالية

الفصل الرابع: نموذج تقويم الأصول المالية (CAPM) في

سوق الأوراق المالية في السودان 1995-2002م

103 المقدمة

108 تحليل الانحدار Regression Analysis 1-4

115	تقدير قيمة معامل المخاطرة Beta	1-1-4
133	تقدير مؤشرات معادلة نموذج (CAPM)	2-1-4
140	تقدير مكافئات المخاطرة	3-1-4
141	التعليق علي نموذج (CAPM)	4-1-4
143	العلاقة البيانية بين العائد والمخاطرة (SML)	2-4
144	طريقة هاري ماركوفتز في حساب عائد المحفظة	3-4
147	معييار قياس مخاطر المحفظة المالية σ_{kv}^2	4-4
150	أثر التباين المشترك	1-4-4
159	معادلة Gitman لتقدير معادلة Beta المحفظة المالية β_v	5-4
165	النتائج	
169	التوصيات	
أ- ب	ملاحظات خاصة بالفصل الخامس	
ج- ز	المراجع	
ح	الملاحق	

فهرس الجداول

رقم الصفحة	اسم الجدول	رقم الجدول
31	نشاط سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة من 1995-2003م	1-2
33	عمليات التحويل التي تمت خارج قاعة التداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية 1999-2003م.	2-2
35	إصدارات السوق الأولية في سوق الخرطوم للأوراق المالية 1995- 2003م.	3-2
40	النسبة المئوية لرأس المال السوقي للشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية 1995-2003م.	4-2
46	الشركات المدرجة أسهمها في السوق الثانوية في سوق الخرطوم للأوراق المالية مصنفة قطاعياً 1995-2003م	5-2
48	أعداد الشركات المتداولة أسهمها في السوق الثانوية في سوق الخرطوم للأوراق المالية مصنفة قطاعياً 1995-2003م.	6-2
49	عدد الأسهم وعدد الصكوك والشهادات الحكومية المتداولة في السوق الثانوية في سوق الخرطوم للأوراق المالية مصنفة قطاعياً 1995-2003م.	7-2
53	معدل دوران السهم (%) في السوق الثانوية - سوق الخرطوم	8-2

	للأوراق المالية مصنفة قطاعياً 1995-2003م.	
56	عدد العقود المنفذة في السوق الثانوية – سوق الخرطوم للأوراق المالية مصنفة قطاعياً 1995-2003م.	9-2
57	حركة التداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية (السوق الثانوية) قطاع البنوك – الفترة من 1995-2003	10-2
58	حركة التداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية (السوق الثانوية) قطاع التأمين الفترة من 1995-2003م.	11-2
59	حركة التداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية (السوق الثانوية) القطاع التجاري الفترة من 1995-2003م.	12-2
60	حركة التداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية (السوق الثانوية) القطاع الصناعي الفترة من 1995-2003م.	13-2
61	حركة التداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية (السوق الثانوية) القطاع الزراعي الفترة من 1995-2003م.	14-2
62	حركة التداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية (السوق الثانوية) قطاع القطاعات الأخرى الفترة من 1995-2003م.	15-2
63	حركة التداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية (السوق الثانوية) صناديق الاستثمار وشهادات المشاركة الحكومية الفترة من 1995-	16-3
	2003م.	
112	بيانات الأرباح الموزعة بالدينار السوداني وأسعار الأصول في	1-4

بداية الفترة ونهاية الفترة للأصول المختارة في سوق الخرطوم

للأوراق المالية خلال الفترة 1995-2002م.

- 116 عائدات الأوراق المالية المختارة من سوق الأوراق المالية خلال
الفترة 1955-2002م. 2-4
- 117 ملخص نتائج معادلات خط الانحدار 3-4
- 119 تفسير قيم معادلات (β_i) لبعض الأوراق المالية المختارة في سوق
الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة 1995-2002م. 4-4
- 136 نسبة عائدات شهادات شهامة المصدرة في عام 2001م. 5-4
- 142 مكافئات مخاطرة الاستثمار للأصول المختارة من سوق الخرطوم
للأوراق المالية خلال الفترة 1995-2002م. 6-4
- 148 عائد المحافظ المالية وتبايناتها وعدد تبايناتها المشتركة للمحافظ
المالية المكونة من أوراق مختارة من سوق الخرطوم للأوراق المالية. 7-4
- 151 التباين المشترك لبعض الأوراق المالية المختارة من سوق الخرطوم
للأوراق المالية 1995-2002م. 8-4
- 158 القيم المتوقعة للعائدات والتباين ووحدة الانحراف للأصول المختارة
بنسب استثمارية متساوية 9-4
- 161 معاملات Beta للمحافظ المالية من 1-20 المكونة من أوراق مالية
مختارة من سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة 1995- 10-4

2002م

وحتى العشرين

فهرس الأشكال

رقم الشكل	عنوان الشكل التوضيحي أو الرسم البياني	رقم الصفحة
1-1	الهيكل التنظيمي لسوق الخرطوم للأوراق المالية	14
1-2	عدد الأسهم المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية (داخل وخارج قاعة التداول) خلال الفترة 1995-2003م.	31
2-2	النسبة المئوية لرأس مال السوق لكل القطاعات في سوق الخرطوم للأوراق المالية 1995-2003م.	45
3-2	عدد الأسهم المتداولة في السوق الثانوية للأوراق المالية مصنفة قطاعياً للفترة 1995-2002م.	50
1-3	السلوك التفضيلي للمستثمرين للمخاطرة.	71
2-3	المخاطر التي تتعرض لها الاستثمارات في الأوراق المالية	73
3-3	مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية التقليدية	75
4-3	المخاطر التي تتعرض لها المحفظة المالية والتنوع بيانياً.	78
5-3	العلاقة الخطية بين المخاطر والعائدات.	85
6-3	علاقة بين أصلين ماليين أحدهما منخفض المخاطرة والثاني ذو مخاطرة كبيرة.	87
7-3	التوليفات المختلفة لأصلين ماليين أحدهما منخفضة المخاطرة والثاني ذو مخاطرة كبيرة.	87

96	العلاقة الخطية بين المخاطر والعائدات.	8-3
145	العلاقة البيانية بين المخاطر والعائد	1-4
152	العلاقة بين عدد الأوراق المالية في المحفظة وعائد المحفظة	2-4
155	العلاقة بين عدد الأوراق المالية في المحفظة وتباين المحفظة	3-4
156	العلاقة بين عدد الأوراق المالية في المحفظة والتباينات المشتركة	4-4
157	أثر التباينات المشتركة في محفظة مالية على التباين	5-4
163	العلاقة بين معامل خطر السوق ومعامل خطر المحافظ المالية	6-4

فهرس المعادلات

رقم الصفحة	عنوان المعادلة	رقم المعادلة
65	معدل العائد على الاستثمار لفترة زمنية محددة.	1-3
66	معدل العائد المتوقع لـ وينستون	2-3
66	التباين لوينستون	3-3
67	عائد محفظة السوق (هاري ماركوفيتز)	4-3
68	مكافئ المخاطرة	5-3
68	سعر الأصل	6-3
79	التباين الكلي للمحفظة المالية σ_{kv}^2	7-3
80	عائد محفظة السوق لـ (Brendt وفاطن)	8-3
81	تباين محفظة σ_v^2	9-3
82	مجموع عائد المحفظة المتوقع	10-3
82	تباين محفظة متنوعة الأصول	11-3
83	عائد محفظة الأصلين	12-3
83	تباين والتباين المشترك للمحفظة	13-3
84	تباين محفظة الأصول خالية المخاطرة وليس لها ارتباط ببقية	14-3
	الأصول	
84	الانحراف المعياري للمحفظة	15-3
84	العلاقة بين عائد المحفظة ومعامل المخاطرة	16-3
84	عائد محفظة تحتوي فقط على أصل عديم المخاطرة	17-3

86	تباين محفظة عندما σ_v تساوي الصفر	18-3
90	نموذج تقويم الأصول المالية (CAPM)	19-3
91	معادلة خط الانحدار بطريقة (OLSM)	20-3
93	معامل المخاطرة للأصل B_j	21-3
94	العلاقة بين نموذج تقويم الأصول المالية وخط سوق الورقة المالية	22-3
97	معادلة نموذج (CAPM) ذات العلاقة الخطية	23-3
98	العلاقة بين مكافئ المخاطرة بالنسبة للأصل Z ومكافئ مخاطرة	24-3
	السوق	
98	تقدير B_j باستخدام معادلة خط الانحدار	25-3
99	نموذج انحدار خطي ثنائي	26-3
99	تقدير B_j باستخدام التباين المشترك	27-3
101	معامل الخطر السوقي	28-3
101	معامل جودة التوفيق R^2	29-3
102	معامل الارتباط بين الأصل Z والسوق m	30-3
102	التباين S^2 لحساب الخطأ المعياري	31-3
105	تقدير عائد الاستثمار في الأصول المدرجة في السوق	1-4
108	معادلة تحليل خط الانحدار (OLSM)	2-4
120	معادلة خط انحدار عائدات الأصل الأول S_{c_1}	1-2-4
121	معادلة خط انحدار عائدات الأصل الثاني S_{c_2}	2-2-4
121	معادلة خط انحدار عائدات الأصل الثالث S_{c_3}	3-2-4
122	معادلة خط انحدار عائدات الأصل الرابع S_{c_4}	4-2-4
122	معادلة خط انحدار عائدات الأصل الخامس S_{c_5}	5-2-4
123	معادلة خط انحدار عائدات الأصل السادس S_{c_6}	6-2-4

124	S_{c_7} معادلة خط انحدار عائدات الأصل السابع	7-2-4
124	S_{c_8} معادلة خط انحدار عائدات الأصل الثامن	8-2-4
125	S_{c_9} معادلة خط انحدار عائدات الأصل التاسع	9-2-4
126	$S_{c_{10}}$ معادلة خط انحدار عائدات الأصل العاشر	10-2-4
126	$S_{c_{11}}$ معادلة خط انحدار عائدات الأصل الحادي عشر	11-2-4
127	$S_{c_{12}}$ معادلة خط انحدار عائدات الأصل الثاني عشر	12-2-4
128	$S_{c_{13}}$ معادلة خط انحدار عائدات الأصل الثالث عشر	13-2-4
128	$S_{c_{14}}$ معادلة خط انحدار عائدات الأصل الرابع عشر	14-2-4
129	$S_{c_{15}}$ معادلة خط انحدار عائدات الأصل الخامس عشر	15-2-4
129	$S_{c_{16}}$ معادلة خط انحدار عائدات الأصل السادس عشر	16-2-4
130	$S_{c_{17}}$ معادلة خط انحدار عائدات الأصل السابع عشر	17-2-4
131	$S_{c_{18}}$ معادلة خط انحدار عائدات الأصل الثامن عشر	18-2-4
131	$S_{c_{19}}$ معادلة خط انحدار عائدات الأصل التاسع عشر	19-2-4
132	$S_{c_{20}}$ معادلة خط انحدار عائدات الأصل العشرين	20-2-4
133	$S_{c_{21}}$ معادلة خط انحدار عائدات الأصل الحادي والعشرين	21-2-4
134	معادلة نموذج (CAPM)	3-4
135	نموذج Gujarti لتقدير مؤشرات معادلة خط الانحدار	4-4
137	النموذج البديل لنموذج (CAPM) لـ Gujarti	5-4
146	طريقة هاري ماركوفيتز لحساب عائد المحفظة	6-4
147	التباين الكلي للمحفظة σ_{kv}^2	7-4
152	تباين محفظة مالية ذات ثلاث متغيرات	1-7-4
152	تباين محفظة مالية ذات أربع متغيرات	2-7-4
149	التباين المشترك	8-4

107	مخاطر المحفظة σ_v الموزونة	9-4
159	طريقة Gitman لتقدير معامل β_j	10-4
160	طريقة Gitman لتقدير معامل β_j	11-4

الملاحق

رقم الملحق	اسم الملحق	رقم الصفحة
1	استبيان طرق التداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية	ح
2	الانحدار من نقطة الأصل	ل
3	نتائج التوليفات الممكنة المتوافقة مع تفضيلات المستثمر (برنامج	

(Step Wise

الملخص

عمر سوق الأوراق المالية في السودان عقد واحد من الزمن. عمل ويعمل السوق علي توفير أسس التعامل الكفوء ضمن ضوابط التشريعات المحلية . عرض البحث لواقع السوق (بطريق الاستبيان والمقابلات الشخصية وحضور وقائع السوق) وكشف عن الأساليب الموظفة في تكوين محافظ الاستثمار وعن عدم شيوع استخدام الأساليب الإحصائية المتبعة في أسواق المال عالمياً .

عملت الدراسة علي عرض أسلوب إحصائي (نموذج تقويم الأصول المالية CAPM) في انتقاء الأصول وتكوين محفظة كفوءة .

استخدم النموذج المذكور في دراسة واقع الأصول المتداولة محلياً.

أجابت الدراسة علي عدد من التساؤلات حول كيفية التوفيق بين العائد ودرجة المخاطرة وسعر الأصل المالي.

خلصت الدراسة إلي أن تنويع محتويات المحفظة يؤدي إلي التوفيق بين الرغبة في الحصول علي العائد ودرجة المخاطرة المقبولة لدي المستثمر . باستخدام نموذج (CAPM).

-: فيما يتعلق بالعوائد وجد مايلي

1- معامل العائد للأصل عديم المخاطرة يساوي %13 وهو عالي نسبياً.

2- مكافئ مخاطرة السوق يساوي %4.

3- متوسط عائد السوق للعينة خلال الفترة 1995-2002م يساوي %17.

العائد المذكور يقل عن عوائد مضاربات البنوك.

تمثلت التوصيات في المعالجات القانونية ووضع معايير مالية وتوفير

المعلومات (الشفافية) بالإضافة إلى مقترحات حول طبيعة ومحتوي التقرير

السنوي لسوق الأوراق المالية.

Abstract

The Capital Assets Pricing Model (CAPM) In connection with financial Investments in Sudan

Stock market history in Sudan goes back to about one decade. The market operated and still it dose in pursuit of providing the basic principles of efficient dealing (Interaction) within the local legislation context.

Current study presented the state of the market. Questionnaires and interviews revealed that proper statistical methods are not in use the process of portfolio formation.

To set example the available data and the method of Capital Assets Pricing Model (CAPM) has been implemented in selecting assets and establishing an efficient portfolio.

The model of (CAPM) has been used in studying the current status of the local assets Market.

Furthermore, the study provided answers to the many questions raised on the manner of striking a harmony between the return and the degree of risk. It linked capital assets prices to risks.

Through implementing (CAPM) model the study comes to the conclusion that assets diversifying would lead to realizing the compromise between the desire to attain acceptable rate of return and the acceptable degree of risk premium.

Investigating different sort of return and risk premium it has been found that:

1) Risk free assets return coefficient is amounting to 13% which is relatively high.

2) Market risk premium is only 4%.

3) Market average return to the sample assets during the period 1995-2002 amounted to 17% astonishingly this return falls below the return of banks speculations (Mudarabah) .

Recommendations were manifested in:

1) Conducting legal handling.

2) Setting criteria for the accounting system in use.

3) Beside other things: Annual reports should provide enough and accurate data. (Transparency).