



مستخلص

هدفت الدراسة إلى تحليل أثر السياسة النقدية على أداء سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة (02:2020-03:2007م) باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع ARDL، وذلك لقياس طبيعة العلاقة بين أدوات السياسة النقدية والسوق المالي في السودان، حيث أعتمدت الدراسة على بيانات شهرية لمتغيرات عرض النقود وسعر الصرف ومؤشر سوق الخرطوم للأوراق المالية. حيث تم إجراء اختبارات جزور الوحدة للتحقق من تكامل المتغيرات وتم تقدير نموذج ARDL وتحديد الفترات المثلى باستخدام معايير الاختبار (BIC,AIC)، وإجراء اختبار الحدود (Bound Test) لفحص التكامل المشترك. وتقدير العلاقات قصيرة وطويلة الأجل واستخراج معامل التصحيح (ECM) باستخدام نموذج تصحيح الخطأ، حيث أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة، كما بينت النتائج أن عرض النقود يؤثر إيجاباً وبشكل معنوي على أداء السوق المالي وعلى مستوى الأجل القصير وجود تأثيرات ديناميكية للمتغيرات المستقلة، كما أكد نموذج تصحيح الخطأ وجود سرعة في عودة النظام للتوازن بعد حدوث أي اختلال، وتوصي الدراسة بضرورة التنسيق الفعال بين السياسة المالية والنقدية، إلى جانب تطوير الأسواق المالية وتحسين كفاءة السوق المالي.

كلمات مفتاحية: السياسة النقدية ، السوق المالي، الانحدار الذاتي، الإبطاء الموزع.

Abstract

The study aimed to analyze the impact of monetary policy on the performance of the Khartoum Stock Exchange during the study period 02:2020-03:2007, using the Autoregressive Distributed Lag (ARDL) model. and to examine the nature of the relationship between monetary policy instruments and the financial in Sudan. The study relied on monthly data for the variables of

money supply. Exchange rate, and the Khartoum Stock index. unit root tests were conducted to examine the stationary of the variables. The ARDL model was then estimated, and the optimal lag lengths were selected using the BIC and AIC criteria. The Bounds test was applied to assess cointegration, followed by the estimation of both short-run and long-run relationships, and the extraction of the error correction term (ECM) using the error correction model. The results of the study revealed the existence of a long-run equilibrium relationship among the study variables. The findings showed that money supply has a positive and statistically significant effect on financial market performance. in the short run, the results indicated dynamic effects of the independent variables. Furthermore, the error correction model confirmed a relatively rapid adjustment of the system back to equilibrium after any short-term disequilibrium. The study recommends the need for effective coordination between monetary and fiscal policies in addition to developing financial markets and improving the efficiency of the financial market.

Keywords: Monetary Supply, financial market, Autoregressive, Distributed Lag.

تمهيد

يعد سوق الأوراق المالية من الركائز الأساسية في تطوير الاقتصاد الوطني، إذ يوفر آلية فعالة لتعبئة الموارد المالية وتحويل المدخرات إلى استثمارات منتجة، كما يسهم في تعزيز الشفافية والكفاءة في تخصيص رؤوس الأموال وفي البلدان النامية مثل السودان، ويلعب سوق الأوراق المالية دوراً متزايد الأهمية في دعم التنمية الاقتصادية رغم التحديات الهيكلية والسياسية التي تواجهها. وتعتبر السياسة النقدية أحد الأدوات الرئيسية التي تستخدمها السلطات النقدية لتحقيق الاستقرار الاقتصادي، سواء من خلال التحكم في التضخم وتنظيم السيولة أو توجيه تكلفة التمويل، وتشمل أدوات السياسة النقدية الرئيسية عرض النقود، سعر الفائدة ومتطلبات الاحتياطي لدى البنوك التجارية، وتأثير هذه الأدوات لا يقتصر على القطاع المصرفي فحسب بل يمتد إلى الأسواق المالية، حيث يمكن أن تؤثر بشكل مباشر أو غير مباشر على أسعار الأسهم، حجم التداول، وقيمة السوق الكلية للأوراق المالية. على الرغم من الأهمية الاقتصادية والسياسية لهذه العلاقة فإن الدراسات المتعلقة بتأثير السياسة النقدية على سوق الخرطوم للأوراق المالية محدودة خاصة الدراسات القياسية التي تستخدم النماذج الحديثة. يعد نموذج الانحدار الذاتي ذو الابطاء الموزع (ARDL) أحد النماذج القياسية المرنة التي تتيح تحليل العلاقة بين المتغيرات قصيرة وطويلة الأجل، كما تسمح بفحص وجود تكامل بين السلاسل الاقتصادية حتى لو اختلف ترتيب التكامل بينها $I(0)$ و $I(1)$. تسعى

140 د.محمد خلف الله أحمد محمد، د. ميادة محمد عثمان الفكي ، تأثير السياسة النقدية على سوق الخرطوم للأوراق المالية باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للابطاء الزمني الموزع ARDL في الفترة من (2007-03-2020:02) مجلة البطانة للعلوم الإنسانية والاجتماعية ، العدد الواحد والثلاثون (خاص) ، يونيو 2026 - ص(139-163).

هذه الدراسة إلى تقديم فهم علمي معمق حول كيفية تأثير أدوات السياسة النقدية على أداء سوق الخرطوم للأوراق المالية من خلال تقدير العلاقة بين المتغيرات النقدية الرئيسية ومؤشرات السوق سواء على المدى القصير أو الطويل، كما تهدف إلى تزويد صانعي القرار بمعلومات كمية تساعد على تحسين تصميم وتنفيذ السياسة النقدية بما يدعم نمو السوق واستقرار الاسعار وتقديم قاعدة معلومات للمستثمرين والمحللين الماليين لفهم استجابة السوق للتغيرات النقدية خصوصاً في ظل الظروف الاقتصادية السودانية الراهنة والتي تتسم بالتقلبات النقدية والتحديات الهيكلية.

مشكلة الدراسة:

- هل توجد علاقة توازن طويلة الأجل بين مؤشر السوق والمتغيرات النقدية؟
- ما أثر تغيرات عرض النقود وسعر الصرف على مؤشر السوق في المدى القصير والطويل؟
- كم يستغرق السوق للتصحيح نحو التوازن (قيمة معامل ECM)؟

فرضيات الدراسة:

- عرض النقود له تأثير إيجابي على مؤشر سوق الخرطوم في المدى الطويل.
- توجد علاقة توازنية بين مؤشر السوق والمتغيرات النقدية.
- توجد سرعة تصحيح معنوية تعيد العلاقة بين السياسة النقدية وسوق الخرطوم إلى مسارها التوازني بعد التعرض لصدمة قصيرة الأجل.

الدراسات السابقة

1. دراسة مراد وقارة (2022م) دراسة بعنوان: تأثير السياسة النقدية على النمو الاقتصادي في الجزائر في الفترة (1980-2017م) باستخدام نموذج ARDL هدفت هذه الدراسة إلى دراسة تأثير السياسة النقدية على النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة 1980 إلى 2017م، وتتمثل مشكلة الدراسة في ما مدى تأثير متغيرات السياسة النقدية على النمو الاقتصادي ، افترضت الدراسة ان هنالك علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات السياسة النقدية ومعدل النمو الاقتصادي مستخدماً المنهج القياسي من خلال استخدام نماذج الانحدار الموزع ARDL ، وتوصلت الدراسة إلى أن هناك تأثير إيجابي لنمو العرض النقدي بالمفهوم الواسع على النمو الاقتصادي، وتوصي الدراسة بتفعيل دور السياسة النقدية في تحديد وتنظيم العرض النقدي.

141 د.محمد خلف الله أحمد محمد، د. ميادة محمد عثمان الفكي ، تأثير السياسة النقدية على سوق الخرطوم للأوراق المالية باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع ARDL في الفترة من (2007-03-2020:02م) مجلة البطانة للعلوم الإنسانية والاجتماعية ، العدد الواحد والثلاثون (خاص) ، يونيو 2026 - ص(139-163).

2. دراسة محمد وعيسى (2025م) دراسة بعنوان: أثر السياسات المالية والنقدية على ظاهرة الفقر في الجزائر في الفترة (1991-2022م) دراسة قياسية باستخدام نموذج ARDL هدفت هذه الدراسة إلى تقييم أثر السياسة المالية والنقدية على ظاهرة الفقر في الجزائر خلال الفترة 1991 إلى 2022م، وتتمثل مشكلة الدراسة في كيف تؤثر السياسة المالية والنقدية على معدلات الفقر وما هي طبيعة العلاقات قصيرة وطويلة الأجل بين هذه السياسات ومستويات الفقر ، افترضت الدراسة أن السياسات النقدية المتشددة المتمثلة في ارتفاع أسعار الفائدة وتذبذب سعر الصرف تؤدي إلى ارتفاع معدلات الفقر ، مستخدماً المنهج القياسي من خلال استخدام نماذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL، وتوصلت الدراسة إلى أن الانفاق الحكومي يسهم في تقليل الفقر على المدى القصير ، وتوصي الدراسة بتحقيق استقرار في السياسة النقدية عبر خفض تدريجي لأسعار الفائدة بهدف تعزيز فرص الاستثمار وتقليل التكلفة.
3. دراسة زرووق (2013م) دراسة بعنوان: السياسة النقدية وأثرها في معالجة مشكلة التضخم في السودان خلال الفترة (1990-2011م) هدفت هذه الدراسة إلى إظهار دور السياسة النقدية في علاج مشكلة التضخم وتتمثل مشكلة الدراسة في ما الدور الذي تلعبه السياسة النقدية في معالجة مشكلة التضخم ، افترضت الدراسة ان معدل عرض النقود له علاقة طردية مع معدل التضخم مستخدماً المنهج القياسي من خلال استخدام نماذج الانحدار الذاتي لاختلاف التباين الشرطي العام GARCH، وتوصلت الدراسة إلى أن ارتفاع معدلات التضخم تشير إلى التدهور المتسارع والمستمر في الاقتصاد السوداني ، وتوصي الدراسة بتبني سياسات رشيدة وعقلانية لمواجهة هذه المشكلة ويتم ذلك عن طريق الاستقلال الأمثل للموارد المتاحة.
4. دراسة عيسى (2023م) دراسة بعنوان: أثر السياسة النقدية على اسعر الصرف في السودان خلال الفترة (2000-2016م) هدفت هذه الدراسة للتعرف على السياسة النقدية والتحديات والمشاكل التي تواجهها ، وتتمثل مشكلة الدراسة في ما مدى تأثير متغيرات السياسة النقدية على سعر الصرف، افترضت الدراسة ان ضعف الانتاج في السودان يساهم باستمرار في تراجع عملتها الوطنية ، مستخدماً المنهج القياسي من خلال استخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد، وتوصلت الدراسة إلى أن سياسات سعر الصرف مؤثرة وتلعب دور مهم ومقدر في الاقتصاد السوداني بصفة كبيرة ينعكس أثرها على كفاءة القطاعات الانتاجية والخدمية ، وتوصي الدراسة بالأخذ بالاعتبار سياسات سعر الصرف عند رسم السياسات.

5. دراسة علي وخضر (2015م) دراسة بعنوان: نمذجة أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الخرطوم للأوراق المالية باستخدام تحليل المتغيرات الصورية للفترة من 2003-2013م ، هدفت هذه الدراسة إلى نمذجة أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الخرطوم للأوراق المالية، افترضت الدراسة معنوية تأثير هذه المتغيرات على أداء سوق الخرطوم للأوراق المالية مستخدماً المنهج القياسي من خلال استخدام المتغيرات الصورية ، وتوصلت الدراسة إلى أن أفضل نموذج تم توقيه لتمثيل بيانات الدراسة يضم متغير عرض النقود ومتغيري قبل الانفصال وبعد التداول الالكتروني، وتوصي الدراسة بضرورة اجراء المزيد من الدراسات التطبيقية من أجل قياس المتطلبات التي تحدث في أداء السوق.

الاطار النظري

أولاً: مفهوم السياسة النقدية:

تعرف السياسة النقدية بأنها مجموعة الاجراءات التي يتخذها البنك المركزي للتحكم في كمية النقود وتكلفة الائتمان بهدف تحقيق الاستقرار الاقتصادي، وخاصة استقرار الاسعار والنمو الاقتصادي. وتسعى السياسة النقدية إلى تحقيق أهداف عديدة رئيسية مثل السيطرة على التضخم، وتحقيق الاستقرار الاقتصادي في سعر الصرف ودعم النمو الاقتصادي (داؤود، 2019م).

كما تنقسم السياسة النقدية إلى نوعين رئيسين :

- سياسة نقدية توسعية: تهدف إلى زيادة عرض النقود وتحفيز النمو الاقتصادي.
- سياسة نقدية انكماشية: تهدف إلى تقليل عرض النقود للحد من التضخم (عبدالمجيد ، 2017م)

ثانياً: أدوات السياسة النقدية:

تعتمد السياسة النقدية على عدة أدوات أهمها:

1. عرض النقود: التحكم في كمية النقود المتداولة في الاقتصاد.
 2. سعر الفائدة: تكلفة الاقتراض التي تؤثر على الاستثمار والاستهلاك.
 3. عمليات السوق المفتوحة: بيع وشراء السندات الحكومية.
 4. نسبة الاحتياطي القانوني: الجزء الذي يجب على البنوك الاحتفاظ به. (Walsh, 2010)
- وتستخدم هذه الادوات للتأثير على النشاط الاقتصادي والاستقرار المالي.

143 د.محمد خلف الله أحمد محمد، د. ميادة محمد عثمان الفكي ، تأثير السياسة النقدية على سوق الخرطوم للأوراق المالية باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع ARDL في الفترة من (2007:03-2020:02م) مجلة البطانة للعلوم الإنسانية والاجتماعية ، العدد الواحد والثلاثون (خاص) ، يونيو 2026 - ص(139-163).

ثالثاً: سوق الأوراق المالية:

سوق الأوراق المالية هو المكان الذي يتم فيه تداول الأسهم والسندات والأدوات المالية الأخرى، ويعد قناة رئيسية لتعبئة المدخرات وتمويل الاستثمار.

ويؤدي السوق المالي دوراً مهماً في:

• تعبئة الموارد المالية.

• تحسين كفاءة تخصيص رأس المال.

• دعم النمو الاقتصادي.(الطاهر،2020م)

سوق الخرطوم للأوراق المالية

يعد سوق الخرطوم للأوراق المالية السوق الرسمي لتداول الأسهم في السودان، وقد أنشئ بهدف تنظيم وتطوير التداول المالي. ويتميز السوق بما يلي:

• محدودية عدد الشركات المدرجة.

• ضعف السيولة مقارنة بالأسواق العالمية.

• تأثيره الكبير بالظروف الاقتصادية والسياسية في السودان.

رابعاً: العلاقة بين السياسة النقدية وسوق الأوراق المالية:

تشير الأدبيات الاقتصادية إلى وجود علاقة قوية بين السياسة النقدية وأسواق الأسهم. مثلاً:

• زيادة عرض النقود تؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم نتيجة زيادة السيولة.

• ارتفاع سعر الفائدة يؤدي غالباً إلى انخفاض أسعار الاسهم بسبب ارتفاع تكلفة التمويل.

• التضخم يؤثر سلباً على القيمة الحقيقية للأرباح وبالتالي على أسعار الاسهم(محمود،2018م).

سادساً: النظريات المفسرة للعلاقة:

1. النظرية الكينزية:

وذلك من خلال السياسة النقدية التوسعية فعندما يقوم البنك المركزي بزيادة عرض النقود يؤدي ذلك لإنخفاض أسعار الفائدة في السوق ، هذا الإنخفاض يقلل من تكلفة الاقتراض للشركات ، مما يشجعها على التوسع في الاستثمار ، وعندما تنخفض الفائدة على السندات والودائع البنكية يحول المستثمرون أموالهم من السندات إلى الأسهم.

2. النظرية النقدية:

تركز على أن التغير في عرض النقود هو العامل الأساسي في تحديد النشاط الاقتصادي والأسواق المالية (Friedman,1970)، فعندما يضخ البنك المركزي سيولة، يجد الأفراد والمؤسسات يمتلكون أرصدة نقدية سائلة تزيد عن حاجتهم اليومية (فائض سيولة)، ولأعادة توازن المحفظة الاستثمارية يقوم المستثمرون بشراء أصول مالية ومن ثم الانتقال إلى شراء الأسهم.

3. نظرية تفضيل السيولة:

تفترض أن الأفراد يفضلون السيولة لثلاث دوافع: المعاملات، الاحتياط، والمضاربة. وبالتالي اللاقة عكسية مع أسعار الفائدة فعندما تكون أسعار الفائدة منخفضة تكون تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالنقد ضعيفة أي أن الأفراد يفضلون الاحتفاظ بالسيولة بدلاً من شراء الأسهم التي يخشون انخفاض أسعارها مستقبلاً (Keynes,1936).

4. فرضية كفاءة السوق:

تشير إلى أن الأسعار تعكس جميع المعلومات بما فيها السياسات النقدية فعندما يعلن البنك عن سياسة نقدية جديدة (كخفض الفائدة أو زيادة عرض النقود) تتعدل أسعار الأسهم لتصل لقيمتها الجديدة (Fama1970).

مؤشر سوق الخرطوم للأوراق المالية

يتناول هذا الجزء اتجاهات حركة مؤشر أسعار الأسهم في سوق الخرطوم للأوراق المالية سياسات سعر الصرف في السودان. أضف إليه تحليل أسباب تدهور صرف الجنيه السوداني خلال فترة الدراسة الممتدة من (2007م) إلى (2020م)، كما يتناول عرض النقود، وتطورات خلال فترة الدراسة. واستعراض أهم العوامل المؤثرة فيه.

اتجاهات حركة مؤشر أسعار الاسهم في سوق الخرطوم للأوراق المالية:

السنة	قيمة المؤشر	السنة	قيمة المؤشر	السنة	قيمة المؤشر	السنة	قيمة المؤشر
01:2007	2714.62	05:2010	2361.8	01:2013	2625.79	05:2015	2912.24
11:2007	2789.01	09:2010	2362.36	12:2013	3178.07	11:2015	2897.742
12:2007	2962.10	12:2010	2367.92	01:2014	3488.58	04:2016	2680.46
01:2008	2776.40	02:2011	2376.37	07:2014	2808.13	12:2016	3118.93
04:2008	2860.97	05:2011	2464.10	12:2014	3162.62	01:2017	3251.960
08:2008	2564.79	01:2012	2322.17	01:2015	2859.39	06:2017	3361.017

المصدر: تقارير سوق الخرطوم للأوراق المالية، سنوات مختلفة

تراوحت القيمة في مؤشر أسعار الأسهم في سوق الخرطوم للأوراق المالية في العام (2007م) ما بين (2714.62) نقطة في يناير إلى (2962.10) نقطة في ديسمبر. تم تسجيل انخفاض في مايو ويونيو إلى أكتوبر ثم بعد ذلك تم تسجيل ارتفاع في شهري نوفمبر وديسمبر بلغ حوالي (2789.01) و(2962.10) نقطة على التوالي. وفي العام (2008م) تراوحت قيمة المؤشر في شهر يناير بواقع (2776.40) نقطة إلى ديسمبر بواقع (2745.85) نقطة. سجل المؤشر أعلى قيمة في أبريل بواقع (2860.97) نقطة، كما كانت أقل قيمة في ذات العام بواقع (2564.79) نقطة وكان ذلك في أغسطس من ذات العام. أما الاتجاه العام للتغير في مؤشر أسعار الأسهم في العام (2009م) كان منخفضاً. سجلت الأشهر المكونة لكل من الربع الأول والربع من العام انخفاضاً مستمراً بقيم متفاوتة، بينما تباينت المعدلات ما بين الزيادة والانخفاض في الأشهر المكونة لكل من الربع الثاني والثالث من العام (2009م). أما العام (2010م) شهد استقراراً في أسعار الأسهم،

تراوحت قيمة المؤشر طول العام ما بين (2362.36) إلى (2367.92) نقطة. سجل المؤشر أقل قيمة في مايو بلغت قيمته (2361.8) نقطة، كما سجل أعلى قيمة في ديسمبر من ذات العام. ظلت قيمة المؤشر في شهر يوليو وأغسطس وسبتمبر كما هي بواقع (2365.29). لم يختلف العام (2011م) كثيراً عن العام (2010م)، وذلك من ناحيتين: تتعلق الأولى باستقرار مؤشر أسعار الأسهم بسوق الخرطوم للأوراق المالية، والناحية الأخرى في عدم تخطي نسب التغيرات النقطة المئوية الواحدة على الإطلاق. تراوحت قيمة المؤشر طوال أشهر العام ما بين (2367.37) إلى (2368.46) نقطة. سجل المؤشر أقل قيمة له في

فبراير حيث بلغت قيمته (2367.37) نقطة، وكانت أعلى نسبة ارتفاع في المؤشر وهي (2464.10) نقطة في مايو من ذات العام. شهد العام (2012م) تذبذب في مؤشر أسعار الأسهم، وتم تسجيل أقل قيمة بواقع (2322.17) نقطة في يناير. أما العام (2013م) سجل في يناير (2625.79) نقطة، و(3178.07) نقطة في ديسمبر. يلاحظ أن الاتجاه العام فيه الارتفاع المستمر. شهد العام (2014م) تذبذباً واضحاً، وفي يناير سجل المؤشر (3488.58) نقطة ثم بدأ في الانخفاض في بقية الأشهر إلى أن وصل (3162.62) نقطة في ديسمبر، وكانت أقل قيمة لهذا العام في يوليو بواقع (2859.39) نقطة. أما العام (2015م) كان الاتجاه العام فيه الارتفاع من يناير بواقع (2808.13) نقطة إلى مايو بواقع (2912.24) نقطة. ثم بدأ في الانخفاض بقيم متفاوتة إلى نهاية العام، وكانت أقل قيمة هي (2697.742) نقطة في نوفمبر. وفي عام (2016م) سجل أقل قيمة في أبريل وأعلى قيمة في ديسمبر وبلغت القيم (2680.46)، و(3118.93) نقطة على التوالي. بلغ متوسط القيم حوالي (2834.01) نقطة. يناير من العام (2017م) بلغت قيمة المؤشر (3251.960) وتوالت في الارتفاع حيث وصلت في مايو إلى (3392.576) ثم انخفضت في يونيو إلى (3361.017) نقطة.

العوامل المؤثرة علي عرض النقود: أكثر العوامل تأثيراً على عرض النقود في العام (2003م) الإرتفاع في صافي الأصول المحلية الذي ارتفع بنسبة (23.80%)، نتج عن هذا الإرتفاع في صافي مستحقات الجهاز المصرفي على القطاع الخاص. بينما تأثر عرض النقود سلباً بصافي الأصول الخارجية، حيث كان هذا الأثر الانكماشى على الرغم من إرتفاع صافي الأصول الخارجية بنسبة تقدر (8.73%). كما أن عملية إعادة تقييم الأرصدة الخارجية نتيجة التغيرات في سعر الصرف أدت إلى زيادة العرض النقدي بنسبة (2.11%). في العام (2004م) تأثر عرض النقود في الاقتصاد السوداني أيضاً بصافي الأصول المحلية توسعياً بنسبة (4.8%)، والذي نتج عن زيادة مستحقات الجهاز المصرفي على القطاع الخاص والذي فاقت الانخفاض في استحقاقات الجهاز المصرفي على القطاع العام والمؤسسات غير المصرفية، كما استمر الأثر الانكماشى لصافي الأصول الخارجية على عرض النقود. كما تأثر عرض النقود في العام (2004م) بعملية التقييم التي حدثت في سعر الصرف والتي أدت إلى زيادة سعر الصرف بنسبة (2.11%). في العام (2005م) جاء تأثير صافي الأصول المحلية توسعياً، حيث ارتفع صافي الأصول المحلية بمعدل زيادة (34.3%) نتج بصفة أساسية من زيادة استحقاق الجهاز المصرفي على كل من القطاع الخاص والمؤسسات غير المصرفية، بالإضافة إلى استحقاقات الجهاز المصرفي على القطاع العام. كما ارتفع

صافي الأصول الخارجية بمعدل (79.6%)، وهو الأمر الذي أدى إلى تقليص الأثر الانكماشى لصافي الأصول الخارجية على العرض النقدي عما كان عليه الأمر في الأعوام السابقة (بنك السودان المركزي، تقارير مختلفة).

سياسات سعر الصرف في السودان

تدرجت أنظمة وسياسات سعر الصرف في السودان من ترتيبات سعر الصرف الثابتة، مروراً بالترتيبات الوسيطة، إنتهاءاً بترتيبات التعويم المدار (Managed Float). ومن ثم نجد أنه ونتيجة لانتهاج سياسات التحرير الاقتصادي في السودان في فبراير من العام (1992م). تم إلغاء نظام السوق الرسمي والسوق المصرفية الحرة ليستعاض عنها بنظام السوق الحر الموحد للتعامل بالنقد الأجنبي. كما تم توحيد وتعويم سعر الصرف للجنيه السوداني مقابل العملات الحرة، على أن يحدد سعره بواسطة لجنة من البنوك على ضوء معطيات العرض والطلب. في العام (2003م) استهدفت سياسات النقد الأجنبي المحافظة على سعر الصرف والاستمرار في تحرير التعامل في النقد الأجنبي، بالإضافة إلى تعزيز موارد النقد الأجنبي بالمصارف والصرافات من خلال توفيرها عبر نافذة البنك المركزي.

أسباب تدهور سعر صرف الجنيه السوداني: يمكن إرجاع أسباب تدهور أسعار سعر صرف الجنيه السوداني في السنوات الأخيرة من فترة إلى مجموعة من العوامل أهمها: انفصال الجنوب أفضى هذا من خروج جزء كبير من موارد البترول السوداني من مفاصل الاقتصاد الوطني، وهو الأمر الذي قد شكل صدمة مالية كبرى في جانب الحسابين الداخلي والخارجي. حيث أن البيانات المتوفرة مثلاً في يوليو من العام (2011م) تشير إلى أن الانفصال أدى لإنخفاض الاحتياطيات الرسمية بنسبة (17%) يقابل (0.5) مليار دولار). وذلك من رصيد البنوك للقطاع الخاص بنسبة (7%) مقابل (0.9) من الناتج المحلي الإجمالي (تقرير صندوق النقد الدولي، 2012م). كما كان هنالك انكماش في ميزان المدفوعات مع إنخفاض في الصادرات بنسبة (13%)، وهو ما يعكس الانخفاض في الصادرات النفطية والذي تم موازنة أثره جزئياً عبر الزيادة في صادرات الذهب. كما انخفض الاستيراد بنسبة (8%)، حيث أن هذا الوضع في بنية الميزان التجاري أدت إلى عجز في الحساب الجاري بنسبة (0.5%) من الناتج المحلي الإجمالي.

نموذج الدراسة:

نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL):

يُعرف نموذج **ARDL** (Auto Regressive Distributed Lag) بأنه نموذج قياسي يجمع بين:

- القيم المتأخرة للمتغير التابع (Auto Regressive).
 - القيم الحالية والمتأخرة للمتغيرات المستقلة (Distributed Lag).
- ويستخدم هذا النموذج لتحليل العلاقة الديناميكية بين المتغيرات في الأجلين القصير والطويل.

الخصائص الأساسية لنموذج ARDL:

- إمكانية استخدامه مع متغيرات من درجة تكامل مختلفة $I(0)$ و $I(1)$.
- مناسب مع العينات الصغيرة نسبياً.
- القدرة على التمييز بين الأجل القصير والطويل.
- يوفر تقديرات غير متحيزة وكفؤة.

الصياغة الرياضية لنموذج ARDL:

يمكن التعبير عن النموذج العام كمايلي:

معادلة اختبار الحدود للتكامل المشترك

$$\Delta KSE_t = c + \lambda_1 KSE_{t-1} + \lambda_2 MS_{t-1} + \lambda_3 EX_{t-1} + \sum_{i=1}^{p-1} \gamma_i \Delta KSE_{t-i} + \sum_{j=0}^{q_1-1} \delta_{1j} \Delta MS_{t-j} + \sum_{j=0}^{q_2-1} \delta_{2j} \Delta EX_{t-j} + \varphi ECT_{t-1} + \epsilon_t$$

حيث

KSE : مؤشر سوق الخرطوم للأوراق المالية.

MS : عرض النقود.

EX : سعر الصرف.

ECT_{t-1} : حد تصحيح الخطأ المتباطئ بفترة واحدة

λ : معاملات الأجل الطويل

$\gamma\delta$: معاملات امدى القصير التي تقيس الأثر الفوري لأدوات السياسة النقدية على سوق الخرطوم.

ϵ_t : الخطأ العشوائي.

معادلة المدى القصير ونموذج تصحيح الخطأ

$$\Delta KSE_t = c + \sum_{i=1}^{p-1} \gamma_i \Delta KSE_{t-1} + \sum_{j=0}^{q_1-1} \delta_{1j} \Delta MS_{t-j} + \sum_{j=0}^{q_2-1} \delta_{2j} \Delta EX_{t-j} + \varphi ECT_{t-1} + \epsilon_t$$

معادلة المدى الطويل

$$KSE_t = c + \sum_{i=1}^p \alpha_i KSE_{t-1} + \sum_{j=0}^{q_1} \beta_{1j} MS_{t-j} + \sum_{j=0}^{q_2} \beta_{2j} EX_{t-j} + \epsilon_t$$

اختبارات جذور الوحدة:

تعد خطوة فحص خصائص السلاسل الزمنية والتحقق من درجة سكونها مرحلة تمهيدية مهمة في الاقتصاد القياسي الحديث ، والهدف الأساسي من هذه الاختبارات هو تجنب الوقوع في مشكلة الانحدار الزائف.

مفهوم التكامل المشترك:

يشير التكامل المشترك إلى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات الاقتصادية، حتى وإن كانت غير مستقرة في المستوى. ويعتمد نموذج **ARDL** على اختبار الحدود (Bound Test) لتحديد وجود هذه العلاقة.

نموذج تصحيح الخطأ (ECM):

في حالة وجود تكامل مشترك يتم استخدام نموذج تصحيح الخطأ لقياس سرعة العودة إلى التوازن، ومعامل تصحيح الخطأ λ يجب أن سالباً ومعنوياً، ويعبر عن سرعة التكيف نحو التوازن.

مميزات وعيوب نموذج **ARDL**:

يتميز نموذج **ARDL** بأنه لا يشترط أن تكون جميع المتغيرات من نفس درجة التكامل، ويستطيع التمييز بين التأثيرات قصيرة وطويلة الأجل، كما يقلل من مشكلة الارتباط الذاتي. أما ما يعاب عليه لا يمكن استخدام إذا كانت المتغيرات من الدرجة الثانية $I(2)$. كما يعتمد على فترات الابطاء بشكل دقيق. (بيساران واخرون، 2001م)

يُعد نموذج **ARDL** من أهم الادوات القياسية الحديثة المستخدمة في تحليل العلاقات الاقتصادية، حيث يتيح فهماً متكاملاً للتأثيرات الديناميكية بين المتغيرات، مما يجعله مناسباً لدراسة أثر السياسة النقدية على سوق الخرطوم للأوراق المالية.

النتائج التطبيقية

أولاً: اختبارات جذور الوحدة

جدول رقم (2)

اختبارات جذور الوحدة لديكي فولر (ADF)

Variable	ADF	Probability	ADF	Probability	ADF	Probability	Order
	Level		First Difference		2nd Difference		
MS	-2.471503	0.1246	-4.498591	0.0003			II(1)
1%	-3.476143		-3.476143				
5%	-2.881541		-2.881541				
10%	-2.577514		-2.577514				
EX	1.176296	0.9979	-12.11163	0.0000			II(1)
1%	-3.472259		-3.472534				
5%	-2.879846		-2.879966				
10%	-2.576610		-2.576674				
kse	1.699771	0.9996	-12.25929	0.0000			II(1)
1%	-3.472259		-3.472534				
5%	-2.879846		-2.879966				
10%	-2.576610		-2.576674				

المصدر: من اعداد الباحثين من نتائج الملاحق ببرنامج Eviews12.

من الجدول رقم (2). نجد أن قيمة الاحتمال لعرض النقود أقل من مستوى المعنوية (5%)، عليه نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل بأنه لا يوجد جذر وحده وبالتالي فإن السلسلة ساكنه عند الفرق الاول. كما نجد أن قيمة الاحتمال لسعر الصرف أقل من مستوى المعنوية (5%)، عليه نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل بأنه لا يوجد جذر وحده وبالتالي فإن السلسلة ساكنه عند الفرق الاول وايضاً نجد قيمة الاحتمال لمؤشر سوق الخرطوم للأوراق المالية أقل من مستوى المعنوية (5%)، عليه نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل بأنه لا يوجد جذر وحده وبالتالي فإن السلسلة ساكنه عند الفرق الاول . من خلال النتائج أعلاه نجد أن كل المتغيرات مستقرة عند الفرق الأول ، كما لا يوجد أي من المتغيرات التي تستقر عند الفرق الثاني ، مما يسمح لنا تطبيق منهجية (ARDL) .



النموذج المختار

Dependent Variable: KSE

Method: ARDL

Date: 02/01/23 Time: 13:19

Sample (adjusted): 2007M03 2020M02

Included observations: 156 after adjustments

Maximum dependent lags: 2 (Automatic selection)

Model selection method: Akaike info criterion (AIC)

Dynamic regressors (2 lags, automatic): MS EX

Fixed regressors: C

Number of models evaluated: 18

Selected Model: ARDL(1, 2, 0)

Prob.*	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	15.13531	0.055469	0.839542	KSE(-1)
0.7009	0.384823	0.000991	0.000382	MS
0.7385	-0.334509	0.000975	-0.000326	MS(-1)
0.0516	1.962180	0.001597	0.003133	MS(-2)
0.3446	0.948013	16.89684	16.01842	EX
0.0368	2.107223	105.0180	221.2963	C
4284.635	Mean dependent var	0.976664	R-squared	
3879.022	S.D. dependent var	0.975886	Adjusted R-squared	
15.67728	Akaike info criterion	602.3569	S.E. of regression	
15.79458	Schwarz criterion	54425069	Sum squared resid	
15.72492	Hannan-Quinn criter.	-1216.828	Log likelihood	
1.877924	Durbin-Watson stat	1255.578	F-statistic	
		0.000000	Prob(F-statistic)	

*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model

النموذج الذي تم إختياره هو $ARDL(1, 2, 0)$

تم اختيار هذا النموذج بناءً على معيار المعلوماتية مع تحديد فترات الإبطاء 2 كحد أعلى ، وأختير نموذج $ARDL(1, 2, 0)$ كأفضل نموذج من بين 18 نموذج تم تقييمه ، وسيتم إجراء اختبار الحدود أنطلاقاً من هذا النموذج .

ثالثاً: إختبار التكامل المشترك (اختبار الحدود F)

جدول رقم (4)

نتائج اختبار التكامل المشترك (اختبار الحدود F)

Null Hypothesis: No levels relationship			F-Bounds Test	
I(1)	I(0)	Signif.	Value	Test Statistic
Asymptotic: n=1000				
3.35	2.63	10%	6.247935	F-statistic
3.87	3.1	5%	2	K
4.38	3.55	2.5%		
5	4.13	1%		
Finite Sample: n=80			148	Actual Sample Size
3.453	2.713	10%		
4.053	3.235	5%		
5.393	4.358	1%		

المصدر: من اعداد الباحثين من نتائج الملاحق ببرنامج Eviews12.

تشير نتائج الاختبار أعلاه إلى رفض فرض العدم عند مستوى معنوية 1% لأن قيمة F المحسوبة أكبر من القيم الحرجة والموضحة أعلاه ، حيث بلغت 6.2479 وهي أكبر من كل القيم الحرجة العظمي وبالتالي نستنتج أنه توجد علاقة تكامل مشترك ما بين المتغيرات قيد الدراسة.

تقدير معاملات الأجل الطويل:

Long Run Coefficient

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob
EX	234.8217	26.17293	8.971928	0.0000
MS	0.008331	0.002105	3.956957	0.0001

المصدر: من اعداد الباحثين من نتائج الملاحق ببرنامج Eviews12

153 د.محمد خلف الله أحمد محمد، د. ميادة محمد عثمان الفكي ، تأثير السياسة النقدية على سوق الخرطوم للأوراق المالية باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع $ARDL$ في الفترة من (2007-03-2020:02) مجلة البطانة للعلوم الإنسانية والاجتماعية ، العدد الواحد والثلاثون (خاص) ، يونيو 2026 - ص(163-139).

بما القيمة الاحتمالية $pro = 0.000$ لكل من سعر الصرف وعرض النقود وهي أقل من 5% مما يعني أن المتغيرين معنويان إحصائياً في الأجل الطويل ، حيث توجد علاقة طردية بين سعر الصرف و مؤشر سوق الخرطوم للأوراق المالية ، وهذا يعني ارتفاع سعر الصرف بوحدة واحدة يؤدي الى ارتفاع مؤشر سوق الخرطوم للأوراق المالية بمقدار 234.8217 في الأجل الطويل ، تتوافق هذه النتيجة مع الواقع الاقتصادي السوداني ، حيث يدفع تدهور العملة المحلية بالمستثمرين إلى التخلص من الأصول النقدية والتوجه نحو شراء الاسهم كأداة تحوط ضد التضخم وتآكل القوة الشرائية، مما يرفع الطلب عليها ويقود المؤشر للارتفاع . علاوة على ذلك، فإن انخفاض قيمة العملة يؤدي تلقائياً إلى إعادة تقييم الأصول الحقيقية والدفترية للشركات المدرجة بقيم أعلى بالعملة المحلية، مما ينعكس إيجاباً على قيمة أسهمها ومؤشرها العام .

وايضاً هنالك علاقة طردية بين عرض النقود و مؤشر سوق الخرطوم للأوراق المالية وهذا يعني ذلك أن زيادة عرض النقود بوحدة واحدة تؤدي إلى ارتفاع مؤشر البورصة بمقدار 0.00083 وحدة في الأجل الطويل.

تعود هذه العلاقة الطردية إلى " أثر السيولة (Liquidity Effect) "؛ حيث إن التوسع النقدي وزيادة الكتلة النقدية في الاقتصاد يتسبب في وفرة السيولة لدى الأفراد والمؤسسات المالية، مما يدفع بجزء من هذه الفوائض النقدية نحو القنوات الاستثمارية البديلة ومن أهمها سوق الأوراق المالية، مسبباً زيادة في أحجام التداول وأسعار الأسهم.

رابعاً: نموذج تصحيح الخطأ:

ARDL Error Correction Regression				
Dependent Variable: D(KS)				
Selected Model: ARDL(10, 9, 10)				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Sample: 2007M01 2020M02				
Included observations: 148				
ECM Regression				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	.Prob
D(KSE(-1))	-0.194779	0.052289	-3.725073	0.0003
D(MS)	-0.003302	0.000728	-4.536761	0.0000
D(MS(-1))	-0.007599	0.001326	-5.732656	0.0000
D(EX)	53.55218	27.60382	1.940028	0.0548
D(EX(-1))	47.30400	26.88382	1.759571	0.0811
CointEq(-1)*	-0.199240	0.039349	-5.063406	0.0000

المصدر: من اعداد الباحثين من نتائج الملاحق ببرنامج Eviews12

154 د.محمد خلف الله أحمد محمد، د. ميادة محمد عثمان الفكي ، تأثير السياسة النقدية على سوق الخرطوم للأوراق المالية باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع ARDL في الفترة من (02:2020-03:2007) مجلة البطانة للعلوم الإنسانية والاجتماعية ، العدد الواحد والثلاثون (خاص) ، يونيو 2026 - ص(139-163).

يتضح من النتائج أعلاه أن معامل التصحيح سلبي ومعنوي إحصائياً وهذا ما يؤكد وجود علاقة على المدى الطويل ما بين المتغيرات قيد الدراسة ، ويشير هذا المعامل إلى العلاقة ما بين المدى البعيد وال المدى القصير ، حيث يهدف إلى تعديل العلاقة في المدى القصير حتى تبقى متوازنة على المدى الطويل ، وبلغت سرعة التعديل -0.199.

مناقشة النتائج

توضح النتائج وجود تأثير معنوي وطردى لكل من سعر الصرف وعرض النقود على مؤشر سوق الخرطوم للأوراق المالية في الأجل الطويل.

تظهر ديناميكية الأجل القصير تبايناً في سلوك المتغيرات مقارنة بالأجل الطويل، نظراً لطبيعة الصدمات المؤقتة وهيكلية الاقتصاد حيث أن معامل عرض النقود في الأجل القصير تساوي: $D(MS) = -0.003302$ على العكس في الأجل الطويل، جاءت إشارة معامل عرض النقود الحالي $D(MS)$ والمبطل $D(MS(-1))$ سالبة ومعنوية إحصائياً عند مستوى أقل من 5%، ويعزى هذا الأثر العكسي المؤقت إلى أن الزيادات المفاجئة والسريعة في الكتلة النقدية تفرز ضغوطاً تضخمية فورية وحالة من عدم اليقين في بيئة الأعمال، مما قد يدفع السيولة في الأجل القصير جداً للهروب نحو أسواق أخرى أكثر سرعة في جني الأرباح مثل سوق العملات الأجنبية الموازي أو العقارات (على حساب سوق الأسهم، قبل أن تعود وتستقر في البورصة في الأجل الطويل).

معامل سعر الصرف في الأجل القصير: $D(EX) = 53.55218$ حيث حافظ سعر الصرف على إشارته الموجبة في الأجل القصير، ولكنه ظهر بمعنوية إحصائية أضعف مقارنة بالأجل الطويل) حيث القيمة الاحتمالية 0.0548 وهي معنوية عند مستوى 10%، ويشير ذلك إلى أن الصدمات المفاجئة في سعر الصرف تحدث إرباكاً مؤقتاً في اتخاذ القرار الاستثماري داخل البورصة في الأجل القصير، مما يجعل الأثر الطردى يستغرق بعض الوقت ليصبح مستقراً وذو معنوية عالية كما ظهر في الأجل الطويل.

تُظهر نتائج معامل التصحيح أنه سلبي ومعنوي إحصائياً وهذا ما يؤكد وجود علاقة على المدى الطويل ما بين المتغيرات قيد الدراسة ، ويشير هذا المعامل إلى العلاقة ما بين المدى البعيد وال المدى القصير ، حيث يهدف إلى تعديل العلاقة في المدى القصير حتى تبقى متوازنة على المدى الطويل ، وبلغت سرعة التعديل -0.199.

اختبارات التشخيص

(أ) اختبار الارتباط الذاتي

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:
Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

155 د.محمد خلف الله أحمد محمد، د. ميادة محمد عثمان الفكي ، تأثير السياسة النقدية على سوق الخرطوم للأوراق المالية باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع ARDL في الفترة من (02:2020-03:2007) مجلة البطانة للعلوم الإنسانية والاجتماعية ، العدد الواحد والثلاثون (خاص) ، يونيو 2026 - ص(139-163).

0.2804	Prob. F(2,148)	1.282699	F-statistic
0.2647	Prob. Chi-Square(2)	2.657996	Obs*R-squared

المصدر: من اعداد الباحثين من نتائج الملاحق ببرنامج Eviews12

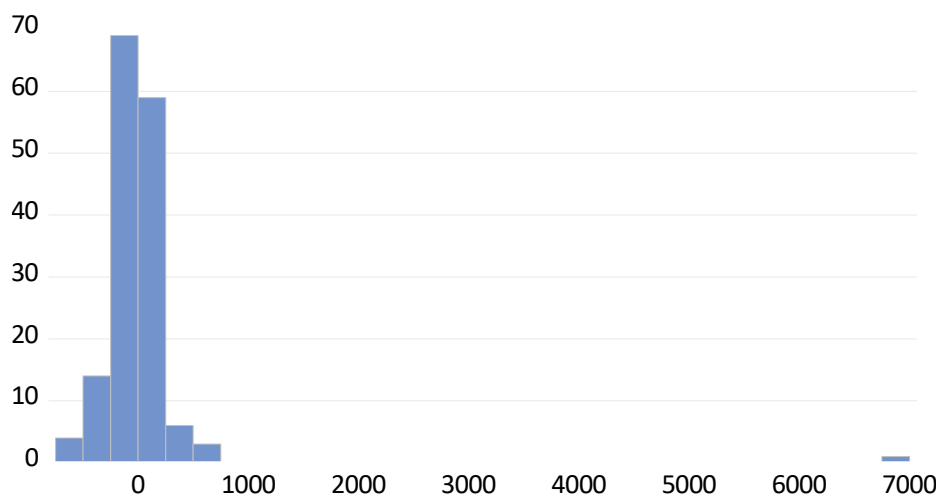
من خلال الاختبار أعلاه يتضح أن النموذج خالي من مشكلة الارتباط الذاتي حيث أن القيمة الاحتمالية المصاحبة لأختباري F وكاي تربيع أكبر من 5% وهذا يعني قبول فرض العدم الذي يفيد بعدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي.

(ب) اختبار عدم ثبات التباين

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey			
Null hypothesis: Homoskedasticity			
0.0357	Prob. F(5,150)	2.459533	F-statistic
0.0373	Prob. Chi-Square(5)	11.82048	Obs*R-squared
0.0000	Prob. Chi-Square(5)	637.8734	Scaled explained SS

من خلال الاختبار أعلاه يتضح أن النموذج يعاني من مشكلة عدم ثبات التباين حيث أن القيمة الاحتمالية المصاحبة لأختباري F وكاي تربيع أقل من 5% وهذا يعني رفض فرض العدم الذي يفيد بوجود مشكلة عدم ثبات تباين

(ج) اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي



Series: Residuals	
Sample 2007M03 2020M02	
Observations 156	
Mean	-1.66e-12
Median	-22.88531
Maximum	6874.801
Minimum	-694.7825
Std. Dev.	592.5618
Skewness	10.08216
Kurtosis	117.7337
Jarque-Bera	88207.71
Probability	0.000000

من خلال النتيجة أعلاه يتضح أن النموذج يتبع للتوزيع الطبيعي حيث أن القيمة الاحتمالية المصاحبة لاختبار جاك بيررا (0.0000) وهي أقل من 5% بمعنى ان البيانات تتبع للتوزيع الطبيعي.

156 د.محمد خلف الله أحمد محمد، د. ميادة محمد عثمان الفكي ، تأثير السياسة النقدية على سوق الخرطوم للأوراق المالية باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع ARDL في الفترة من (2007-03-2020م) مجلة البطانة للعلوم الإنسانية والاجتماعية ، العدد الواحد والثلاثون (خاص) ، يونيو 2026 - ص(163-139).

خاتمة:

تناولت هذه الدراسة تحليل أثر السياسة النقدية على أداء سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة (2.2020-3.2007) باستخدام نموذج ARDL حيث أظهرت نتائج التحليل أن عرض النقود له تأثير إيجابي على مؤشر سوق الخرطوم في المدى الطويل، مما يعني أن التوسع النقدي يحفز السوق لكن زيادته المفرطة قد تؤدي إلى تضخم يضر السوق لاحقاً. وهناك علاقة توازنه بين مؤشر السوق والمتغيرات النقدية كما أن سرعة تصحيح معنوية وهي تعيد العلاقة بين السياسة النقدية وسوق الخرطوم إلى مسارها التوازني بعد التعرض لصدمة قصيرة الأجل. ومعامل ECM يعبر عن سرعة عودة النظام إلى التوازن بعد حدوث صدمة وكونه سالباً و معنوياً يعني أن هنالك استقراراً في العلاقة وأن الاختلالات قصيرة الأجل يتم تصحيحها مع مرور الوقت، ورغم وجود علاقة طويلة الأجل إلا أن ضعف الاستجابة في الأجل القصير يعكس انخفاض كفاءة السوق مما يقلل من سرعة انتقال أثر السياسة النقدية، ولتحسين كفاءة سوق الخرطوم للأوراق المالية من خلال زيادة عدد الشركات المدرجة وتحسين الشفافية ورفع مستوى السيولة، وتؤكد الدراسة أن تحقيق الاستقرار النقدي في السودان يتطلب تنسيقاً فعالاً بين السياسة المالية والنقدية، إلى جانب تطوير الأسواق المالية بما يساهم في دعم النمو الاقتصادي وتحقيق التنمية المستدامة

قائمة المراجع

1. محمد الأمين داوود (2019م)، التحليل الاقتصادي الكلي، دار جامعة الخرطوم للطباعة والنشر، الخرطوم، السودان.
2. عبدالمجيد عبدالله (2017م)، أساسيات الاقتصاد النقدي، دار الفكر العربي، القاهرة.
3. محمود أبوزر (2018)، النقود والبنوك والأسواق المالية، دار الميسرة للنشر والتوزيع، عمان.
4. الطاهر حسن (2020م)، أسواق المال والبورصات العربية، دار اليازوري العلمية، عمان.
5. بيساران وآخرون (2001م) ، اختبار الحدود لتحليل العلاقات طويلة الأجل بين المتغيرات الاقتصادية.
6. مراد وقارة بنياني وإبراهيم (2022م): تأثير السياسة النقدية على النمو الاقتصادي في الجزائر دراسة قياسية خلال الفترة 1980 إلى 2017م باستخدام نموذج ARDL، جامعة غليزان، مجلة مجاميع المعرفة، المجلد 7، العدد 3.

157 د.محمد خلف الله أحمد محمد، د. ميادة محمد عثمان الفكي ، تأثير السياسة النقدية على سوق الخرطوم للأوراق المالية باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع ARDL في الفترة من (02:2020-03:2007م) مجلة البطانة للعلوم الإنسانية والاجتماعية ، العدد الواحد والثلاثون (خاص) ، يونيو 2026 - ص(163-139).

7. بوزيني محمد ودراجي عيسى (2025م)، أثر السياسة المالية والنقدية على ظاهرة الفقر في الجزائر دراسة قياسية باستخدام نموذج ARDL ، جامعة أحمد بن يحيى، الجزائر، مجلة المنهل الاقتصادي، المجلد 8 العدد1.
8. زرووق، علي الحسن محمد نور (2013م): السياسة النقدية واثرها في معالجة مشكلة التضخم في السودان الفترة من 1990-2011م". دراسة مقدمة إلى كلية الاقتصاد والعلوم الادارية، جامعة بخت الرضا، مجلة جامعة بخت الرضا العلمية، العدد السابع.
9. عيسى، اسحاق أحمد محمد (2023م): أثر السياسات النقدية على سعر الصرف في السودان خلال الفترة 2000 إلى 2016م، جامعة الضعين، كلية الاقتصاد والدراسات التنموية، المجلة العربية للعلوم الانسانية والاجتماعية، العدد 19 المجلد 1.
10. علي وخضر، خالد أحمد عوض الكريم وخالد رحمة خضر (2015م): نمذجة أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على اداء سوق الخرطوم للأوراق المالية باستخدام تحليل المتغيرات الصورية، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، مجلة الطبيعة والعلوم الاجتماعية، العدد 16 المجلد 1.
11. جمهورية السودان، سوق الخرطوم للأوراق المالية، نشرات مختلفة (2007-2020)، الخرطوم
12. جمهورية السودان، بنك السودان المركزي، تقارير بنك السودان للسنوات (2007-2020م)، الخرطوم.

13. Walsh(2010),monetary theory and policy.
14. Fried man . M (1970),monetary theory.
15. Keynes .J.M(1936),the general theory of employment.
16. Fama(1970)E. Efficient capital market.

الملاحق

ملحق رقم(2)- بيانات الدراسة

KSE	EX	MS	
2714.62	2.0104	17580	2007M01
2715.01	2.0068	17979	2007M02
2717.05	2.0055	17684	2007M03
2724.48	2.0052	17906	2007M04
2644.93	2.0057	17797	2007M05

158 د.محمد خلف الله أحمد محمد، د. ميادة محمد عثمان الفكي ، تأثير السياسة النقدية على سوق الخرطوم للأوراق المالية باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع ARDL في الفترة من (2007-03-2020:02م) مجلة البطانة للعلوم الانسانية والاجتماعية ، العدد الواحد والثلاثون (خاص) ، يونيو 2026 - ص(139-163).



2539.36	2.0056	17869	2007M06
2551.17	2.0052	17725	2007M07
2474.51	2.0056	17985	2007M08
2488.19	2.0268	18279	2007M09
2542.46	2.0517	18755	2007M10
2789.01	2.0311	18861	2007M11
2962.1	2.0336	19715	2007M12
2776.4	2.0355	19742	2008M01
2674.73	2.0142	19922	2008M02
2859.02	2.0301	20287	2008M03
2860.97	2.0381	20381	2008M04
2744.35	2.0301	20899	2008M05
2824.98	2.0571	21039	2008M06
2826.81	2.0698	21462	2008M07
2564.79	2.0953	21698	2008M08
2723	2.1434	22493	2008M09
2650	2.2134	22273	2008M10
2720.65	2.2036	22321	2008M11
2745.85	2.184	22933	2008M12
2710.02	2.2217	22624	2009M01
2696.78	2.2477	22732	2009M02
2652.55	2.2924	23716	2009M03
2659.52	2.3256	24195	2009M04
2616.37	2.3559	24257	2009M05
2531.87	2.3727	25004	2009M06
2589.33	2.3915	25517	2009M07
2539.52	2.4521	25330	2009M08
2555.52	2.3576	26337	2009M09
2396.46	2.1986	26507	2009M10
2363.47	2.2609	27271	2009M11
2363.35	2.2413	28314	2009M12
2362.36	2.2385	29056	2010M01
2361.86	2.236	29431	2010M02
2361.85	2.2336	30156	2010M03
2362.78	2.2311	31121	2010M04
2361.81	2.2317	31066	2010M05
2363.12	2.3171	32084	2010M06
2365.29	2.3709	32084	2010M07
2365.29	2.3727	32742	2010M08
2365.29	2.3727	33311	2010M09
2365.25	2.3725	33339	2010M10
2365.67	2.1982	34561	2010M11
2367.92	2.4857	35395	2010M12
2367.55	2.5067	36388	2011M01

159 د.محمد خلف الله أحمد محمد، د. ميادة محمد عثمان الفكي ، تأثير السياسة النقدية على سوق الخرطوم للأوراق المالية باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع ARDL في الفترة من (2007-03-2020:02م) مجلة البطانة للعلوم الإنسانية والاجتماعية ، العدد الواحد والثلاثون (خاص) ، يونيو 2026 - ص(163-139).



2367.37	2.608	36810	2011M02
2367.9	2.7816	37799	2011M03
2368.22	2.6881	37736	2011M04
2464.1	2.6769	38427	2011M05
2368.41	2.6769	39013	2011M06
2368.94	2.6769	38984	2011M07
2435.34	2.6769	39788	2011M08
2368.95	2.6769	35498	2011M09
2369.41	2.6769	39327	2011M10
2368.95	2.6769	40102	2011M11
2368.46	2.6769	41853	2011M12
2322.17	2.6769	43930	2012M01
2324.52	2.6769	43700	2012M02
2487.97	2.6769	44709	2012M03
2495.5	2.6769	46187	2012M04
2464	2.6769	46609	2012M05
2440.5	3.0398	51752	2012M06
2391.87	4.4147	52551	2012M07
2435.34	4.409	54053	2012M08
2451.62	4.409	55016	2012M09
2472.09	4.409	57152	2012M10
2577.8	4.409	57373	2012M11
2748.26	4.409	58663	2012M12
2625.79	4.398	60521	2013M01
2690.7	4.398	60943	2013M02
2725.56	5.656	61046	2013M03
2907.19	4.398	61426	2013M04
2710.56	4.398	62055	2013M05
2704.94	4.398	62967	2013M06
2605.1	4.398	63040	2013M07
2617.69	4.398	64345	2013M08
2641.19	5.7043	64790	2013M09
2640.21	5.6717	65023	2013M10
3028.93	5.6814	65043	2013M11
3178.07	5.9687	66445	2013M12
3488.58	5.71	70436	2014M01
3284.4	5.71	70442	2014M02
3241.91	5.71	70881	2014M03
3133.95	5.71	71890	2014M04
3064.23	5.71	73017	2014M05
2989.76	5.71	73823	2014M06
2859.39	5.71	74046	2014M07
2935.95	5.71	74954	2014M08
3011.68	5.7142	75248	2014M09

160 د.محمد خلف الله أحمد محمد، د. ميادة محمد عثمان الفكي ، تأثير السياسة النقدية على سوق الخرطوم للأوراق المالية باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع ARDL في الفترة من (02:2020-03:2007م) مجلة البطانة للعلوم الإنسانية والاجتماعية ، العدد الواحد والثلاثون (خاص) ، يونيو 2026 - ص(163-139).



3020.13	5.7142	75756	2014M10
3017.64	5.889	77000	2014M11
3161.62	5.886	77738	2014M12
2808.13	5.9871	85011	2015M01
2844.1	5.9871	85322	2015M02
2829.94	5.9871	85527	2015M03
2913.47	5.9871	85633	2015M04
2912.24	5.9871	85882	2015M05
2709.78	5.9871	89936	2015M06
2737.37	6.0292	90222	2015M07
2781.73	6.1075	90742	2015M08
2740.03	6.1075	93233	2015M09
2707.29	6.1075	93324	2015M10
2697.74	6.1075	93566	2015M11
2858.53	6.1075	93642	2015M12
2731.93	6.107	100233	2016M01
2725.49	6.107	100542	2016M02
2735.96	6.107	100760	2016M03
2680.46	6.108	100966	2016M04
2687.37	6.108	106000	2016M05
2706.2	6.107	106225	2016M06
2837.97	6.107	106854	2016M07
2910.97	6.107	110301	2016M08
2923.01	6.23	110903	2016M09
2963.01	7.1106	115022	2016M10
2986.86	6.889	115220	2016M11
3118.93	6.8811	120800	2016M12
3251.97	7.1314	130000	2017M01
3236.01	7.0594	134320	2017M02
3497.06	7.1687	135473	2017M03
3493.01	7.264	139322	2017M04
3396.05	7.4492	150000	2017M05
3361.01	7.4485	154713	2017M06
3409.77	7.8224	160011	2017M07
3361.01	7.9824	170790	2017M08
3401.58	7.823	172809	2017M09
3555.4	7.7542	184087	2017M10
3906.79	7.9016	193558	2017M11
4202.42	8.4125	203368	2017M12
4585.46	17.9551	243803	2018M01
4668.78	17.9551	271271	2018M02
4583.5200000000 01	17.9551	278312	2018M03
4585.5200000000	17.9551	287559	2018M04

161 د.محمد خلف الله أحمد محمد، د. ميادة محمد عثمان الفكي ، تأثير السياسة النقدية على سوق الخرطوم للأوراق المالية باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع ARDL في الفترة من (2007-03-2020:02م) مجلة البطانة للعلوم الإنسانية والاجتماعية ، العدد الواحد والثلاثون (خاص) ، يونيو 2026 - ص(139-163).



01			
4555.12	17.9551	296277	2018M05
4620.79	17.9551	296926	2018M06
12209.96	17.9551	302601	2018M07
12209.96	17.9551	314895	2018M08
12371.64	17.9551	326108	2018M09
13097.09	47.5	385006	2018M10
13170.06	47.5	394348	2018M11
13317.41	47.5	430786	2018M12
13436.617	47.5	460610	2019M01
13444.09	47.5	473228	2019M02
13591.24	47.5	493060	2019M03
14501.889	45	551466	2019M04
14504.037	45	566095	2019M05
14510.936	45	571208	2019M06
14470.841	45	606318	2019M07
14518.109	45	619734	2019M08
14572.54	45	626585	2019M09
15232.647	45	631405	2019M10
15985.061	45	658719	2019M11
15964.136	45	689598	2019M12
16186.243	48.8	71072	2020M01
16960.299	54.5	726424	2020M02

ملحق رقم (2) نتائج ال

تحليل E-View

ARDL Long Run Form and Bounds Test

Dependent Variable: D(KSE)

Selected Model: ARDL(10, 9, 10)

Case 2: Restricted Constant and No Trend

Date: 02/01/23 Time: 17:51

Sample: 2007M01 2020M02

162 د.محمد خلف الله أحمد محمد، د. ميادة محمد عثمان الفكي ، تأثير السياسة النقدية على سوق الخرطوم للأوراق المالية باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع ARDL في الفترة من (2007-03:2020-02م) مجلة البطانة للعلوم الإنسانية والاجتماعية ، العدد الواحد والثلاثون (خاص) ، يونيو 2026 - ص(163-139).



Conditional Error Correction Regression

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	452.7575	218.0371	2.076516	0.0401
KSE(-1)*	-0.199240	0.109506	-1.819437	0.0714
MS(-1)	0.000781	0.002266	0.344848	0.7308
EX(-1)	-10.98791	45.38137	-0.242124	0.8091
D(KSE(-1))	-0.194779	0.102877	-1.893313	0.0608
D(KSE(-2))	-0.042952	0.102728	-0.418116	0.6766
D(KSE(-3))	-0.014880	0.147722	-0.100731	0.9199
D(KSE(-4))	0.172585	0.120343	1.434107	0.1542
D(KSE(-5))	0.003810	0.130619	0.029170	0.9768
D(KSE(-6))	0.020341	0.165277	0.123070	0.9023
D(KSE(-7))	0.253523	0.151851	1.669559	0.0977
D(KSE(-8))	0.619074	0.145895	4.243280	0.0000
D(KSE(-9))	-1.362724	0.157510	-8.651677	0.0000
D(MS)	-0.003302	0.000919	-3.594363	0.0005
D(MS(-1))	-0.007599	0.001923	-3.951948	0.0001
D(MS(-2))	-0.031084	0.010508	-2.958033	0.0038
D(MS(-3))	-0.028406	0.011605	-2.447783	0.0159
D(MS(-4))	-0.008995	0.006641	-1.354493	0.1782
D(MS(-5))	0.021581	0.008425	2.561562	0.0117
D(MS(-6))	0.071044	0.008499	8.359466	0.0000
D(MS(-7))	0.043275	0.010189	4.247427	0.0000
D(MS(-8))	0.027348	0.011565	2.364621	0.0197
D(EX)	53.55218	28.98508	1.847577	0.0672
D(EX(-1))	47.30400	39.35372	1.202021	0.2318
D(EX(-2))	136.8563	50.60080	2.704626	0.0079
D(EX(-3))	130.2756	57.82778	2.252821	0.0262
D(EX(-4))	36.21022	41.45676	0.873446	0.3842
D(EX(-5))	-92.23198	41.01426	-2.248778	0.0264
D(EX(-6))	361.1500	41.50001	8.702408	0.0000

163 د.محمد خلف الله أحمد محمد، د. ميادة محمد عثمان الفكي ، تأثير السياسة النقدية على سوق الخرطوم للأوراق المالية باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع ARDL في الفترة من (2007-03-2020:02م) مجلة البطانة للعلوم الإنسانية والاجتماعية ، العدد الواحد والثلاثون (خاص) ، يونيو 2026 - ص(163-139).



D(EX(-7))	-3.048261	19.77664	-0.154134	0.8778
D(EX(-8))	-0.013278	29.41282	-0.000451	0.9996
D(EX(-9))	62.10947	22.69663	2.736506	0.0072

* p-value incompatible with t-Bounds distribution.

