



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة جيلالي لياس - سيدي بلعباس
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
مخبر إدارة الابتكار والتسويق



أطروحة دكتوراه ل.م.د. شعبة علوم التسيير تخصص مالية ونقود

بعنوان:

قياس أثر الصكوك الإسلامية على الأسواق المالية الناشئة بتطبيق نموذج NARDL - دراسة قياسية لبورصة ماليزيا -

تحت إشراف:
د. قادري علاء الدين

من إعداد الطالبة:
✓ متاجر ويداد

أجيزت ونوقشت علنا بتاريخ:
أمام لجنة المناقشة المكونة من السادة:

الصفة	الجامعة	الدرجة العلمية	الإسم واللقب
رئيسا	جامعة سيدي بلعباس	أستاذ	أ.د. فيلاي بومدين
مشرفا ومقررا	جامعة سيدي بلعباس	أستاذ محاضر أ	د. قادري علاء الدين
ممتحنا	جامعة سيدي بلعباس	أستاذ محاضر أ	د. بلقرريصات رشيد
ممتحنا	جامعة سيدي بلعباس	أستاذ محاضر أ	د. يحيوي سليمان
ممتحنا	المركز الجامعي - مغنية	أستاذ محاضر أ	د. شبيبي عبد الرحيم
ممتحنا	المركز الجامعي - مغنية	أستاذ محاضر أ	د. بلحسن محمد

السنة الجامعية: 2019 - 2020

إهداء

أهدي هذا العمل المتواضع إلى:

❖ من تمنيت من كل فؤادي حضورهما هذا اليوم ورؤية نظرة الافتخار بعيونهما:

جدتي متاجر عبد القادر الذي طالما رافقتني دعواته، وجدي كبير علي رحمها الله تعالى برحمته
الواسعة.

❖ جدتي جميلة و جدتي بختة أطال الله في عمرهما و حفظهما من كل بلاء.

❖ والدي الكريمين اللذان دعماني طوال حياتي و مشواري الدراسي، أبي قرّة عيني ونور
بصيرتي، وأمي نبع الحنان والركيزة التي جعلت اللجنة تحت أقدامها، حفظها الله تعالى و
أطال في عمرهما و حفظ لهما جناح الذل من المغفرة.

❖ زوجي العزيز الذي طالما شجعني خلال مشواري الدراسي بكل افتخار حفظه رب العالمين
وأدامه سند لي.

❖ ابنائي فلذة كبدي و ينبوع قوتي محمد بشير و وسام.

❖ إخوتي كل باسمه و زملائي خاصة صديقتي العزيزة بوليلة هاجر.

وكل عائلة متاجر و لواتي.

إلى كل من حفظهم قلبي ولم يكتبهم قلبي.

شكر وتقدير

أحمد الله العلي القدير على توفيقه لي في إعداد هذه الأطروحة فله

الحمد والشكر لجلال وجهه وعظيم سلطانه

أتقدم بخالص عبارات الشكر والعرفان إلى الأستاذ المشرف

"قادري علاء الدين"

على إشرافه وملاحظاته القيمة ومساهمته في إخراج هذه الأطروحة.

كما لا يفوتني أن أتقدم بالشكر لأعضاء لجنة المناقشة على قبولهم

مناقشة هذه الأطروحة وعلى التوجيهات والتصويبات التي قدموها.

كما أوجه شكري الجزيل لكل من وقف معي ودعمني من بعيد أو

قريب، بجهد، ووقته، ودعائه.

—بارك الله فيكم جميعاً.

❖ قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	رقم الجدول
15	قائمة الأسواق الناشئة في العالم	جدول رقم 1-1
34	العلاقة البنينة بين أطراف عملية التصكيك	جدول رقم 2-1
75	الأهداف الأساسية و المبادرات الاستراتيجية لخطة سوق رأس المال الماليزي	جدول رقم 1-2
79	فترات تطبيق خطة سوق راس المال خلال الفترة الممتدة من 2001 إلى 2010	جدول رقم 2-2
115	اختبار الاستقرارية ADF	جدول رقم 3-2
116	اختبار وجود تكامل مشترك	جدول رقم 4-2
117	اختبار WARD للتماثل	جدول رقم 5-2
118	نتائج تقدير نموذج NARDL	جدول رقم 6-2

❖ قائمة الأشكال:

الصفحة	العنوان	رقم الشكل
04	آلية عمل الأسواق المالية	شكل رقم 1-1
06	تقسيم السوق المالي	شكل رقم 2-1
16	مراحل تطور الأسواق المالية الناشئة	شكل رقم 3-1
22	مصادر الأموال المشروعة للمالية الإسلامية	شكل رقم 4-1
38	تكور إجمالي الصكوك الإسلامية في العالم خلال الفترة (2001-2017)	شكل رقم 5-1
39	إصدار الصكوك الإسلامية في العالم من 2010 إلى 2015	شكل رقم 6-1
40	إصدار الصكوك الإسلامية العالمي حسب صيغة التمويل سنة 2016	شكل رقم 7-1
40	إصدار الصكوك الإسلامية العالمي حسب صيغة التمويل سنة 2017	شكل رقم 8-1
41	نموذج إصدار الصكوك عامة	شكل رقم 9-1
71	مراحل تطور المالية الإسلامية في ماليزيا	شكل رقم 1-2
74	العناصر الأساسية لخطة رأس المال الماليزي CMP	شكل رقم 2-2
80	الخطة التنفيذية لخطة رأس المال الماليزي CMP	شكل رقم 3-2
86	نمو بورصة ماليزيا خلال الفترة الممتدة من 2007 إلى 2013	شكل رقم 4-2
87	نمو بورصة ماليزيا خلال الفترة الممتدة من 2010 إلى 2016	شكل رقم 5-2

89	تطور مجموع الأوراق المالية المدارة في البورصة للفترة (2009 - 2017)	شكل رقم 2-6
90	تطور سوق المالية الإسلامية بين 2016 و 2017	شكل رقم 2-7
97	خطوات تقدير نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المتباطئة الموزعة	شكل رقم 2-8
102	مقارنة نتائج F المحسوبة بالقيم الحرجة لمنهج الحدود	شكل رقم 2-9
103	خطوات تقدير نموذج NARDL	شكل رقم 2-10
105	هيكل مؤشر الأسهم FTSE	شكل رقم 2-11
110	تطور أسعار مؤشر الصكوك الإسلامية أسبوعياً للفترة (2009 - 2017)	شكل رقم 2-12
111	تطور أسعار مؤشر الأسهم أسبوعياً للفترة (2009 - 2017)	شكل رقم 2-13
112	تطور أسعار النفط أسبوعياً للفترة (2009 - 2017)	شكل رقم 2-14
113	تطور أسعار معدلات الربح ما بين البنوك الإسلامية أسبوعياً للفترة (2009 - 2017)	شكل رقم 2-15
114	تطور أسعار الصرف لعملة الرجنت مقابل الدولار الأمريكي أسبوعياً للفترة (2009 - 2017)	شكل رقم 2-16
114	تطور أسعار التضخم أسبوعياً للفترة (2009 - 2017)	شكل رقم 2-17
122	المجموع التراكمي للبواقي المعاودة	شكل رقم 2-18
122	المجموع التراكمي لمربعات البواقي المعاودة	شكل رقم 2-19

❖ قائمة الرموز والاختصارات

باللغة الأجنبية	باللغة العربية	الرمز
Non linear Auto-Regressive Distributed Lags	نموذج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة غير الخطي	NARDL
Auto-Regressive Distributed Lags	نموذج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة	ARDL
Capital market plan	خطة سوق راس المال	CMP
Islamic Finance	المالية الاسلامية	IF
Islamic financial market	السوق المالي الإسلامي	IFM
International islamic financial market	السوق المالي الإسلامي الدولي	IIFM
Islamic financial service board	مجلس الخدمات المالية الاسلامية	IFSB
Securities comission	لجنة الأوراق المالية	SC

❖ قائمة الملاحق

الصفحة	العنوان	الرقم
148	اختبارات جدر الوحدة	ملحق رقم 01
149	اختبار Bound	ملحق رقم 02
151	اختبار wald للتكامل المشترك	ملحق رقم 03
152	اختبار wald للتماثل	ملحق رقم 04
153	تقدير نموذج Ardl	ملحق رقم 05
154	تقدير نموذج Nardl	ملحق رقم 06
156	اختبار Heteroskedasticity	ملحق رقم 07
157	اختبار Breusch-Godfrey	ملحق رقم 08

مقدمة عامة:

إن الرهانات الاقتصادية الحاضرة والتطور الهائل في القطاع المالي والمصرفي دولياً، إلى جانب الأزمات المالية المتتالية التي مست الاقتصاد العالمي ككل، جعلت من الهندسة المالية الإسلامية حتمية لا مفر منها من أجل استمرار نشاط المؤسسات المالية بشتى أنواعها، وكذا سيرورة نشاط الأسواق المالية.

ففي ظل الطلب المتزايد على منتجات مالية جديدة ودائمة أصبحت المالية الإسلامية ملجأ العديد من المؤسسات التي تسعى إلى تحقيق أعلى الأرباح الممكنة، مع قبول تحمل أدنى معدل ممكن من الخسارة، مما جعل من الصكوك الإسلامية بشتى أنواعها منتجات رائجة دولياً، تحظى بطلب كبير من قبل العديد من الدول المسلمة وغير المسلمة على حد سواء.

فبالرغم من اعتبار ظهور سوق رأس المال الإسلامي حديث نسبياً مقارنة بالسوق التقليدي، إلا أنه لعبت الابتكارات المالية دوراً حاسماً في زيادة ديناميكية صناعة التمويل الإسلامي، حيث انتقل نمو الصكوك عالمياً من عدم وجودها، إلى كونها رمز التمويل الإسلامي في العديد من الدول على رأسها ماليزيا.

تسارعت العديد من الدول بتكليف النصوص التشريعية والقيام بالإصلاحات الاقتصادية اللازمة من أجل تهيئة أسواقها لاستقبال هذه المنتجات المالية الموافقة لأحكام الشريعة الإسلامية، وفي هذا السياق قامت الحكومة الماليزية بمجموعة من الاستراتيجيات المسطرة خصيصاً ضمن جهودها لتصبح مركز مالي إسلامي دولي، إلى جانب مبادرة بريطانيا العظمى بتقنين خاص بالتعاملات المالية الإسلامية، ضمنها الإعفاءات الضريبية على إصدارات الصكوك ببورصة لندن وغيرها من الإصلاحات من طرف مختلف الاقتصاديات القوية. ذلك من أجل التركيز على استقطاب تدفقات الأموال من جهات مختلفة امتنعت قبل ذلك بالاستثمار في الأدوات المالية الربوية، إلى جانب مستثمرين آخرين يسعون إلى تنويع المحافظ الاستثمارية والتحوط من المخاطر المالية.

الملاحظ أن هذا التضافر نحو تهيئة الأسواق العالمية لجعلها قابلة للتعامل بصكوك الإسلامية لا بد من أن له تأثير على هذه الأسواق. وفي هذا الصدد أخذ الباحث بورصة كوالالمبور كسوق مالي ناشئ - رائد، وكذا معدلات نمو هائلة كعينة لقيام دراسته القياسية من أجل محاولة تحليل هذه السوق، ومحاولة إلقاء الضوء على أثر تداول الصكوك الإسلامية على مؤشر كوالالمبور المركب، وبالتالي معرفة ما إذا كانت الصكوك الإسلامية توفر تنويع جيد للمستثمر بهذه السوق.

على ضوء ما سبق جاءت هذه الدراسة كمحاولة لتفسير علاقة الصكوك الإسلامية بالأسواق المالية الناشئة، وتأثير تغيرات أسعارها على بورصة كوالالمبور، وعلى هذا الأساس جاءت إشكالية الدراسة على النحو الآتي: ما مدى تأثير أسعار الصكوك الإسلامية على سوق كوالالمبور للأوراق المالية كسوق ناشئ؟

وحتى يمكننا الاجابة على هذه الاشكالية الرئيسية، وقصد توجيه الدراسة تم صياغة فرضيتي الدراسة على النحو الآتي:

● الفرضية الأولى H1: يوجد أثر معنوي غير متماثل للصدمات الموجبة والسالبة للصكوك الإسلامية على سوق كوالالمبور للأوراق المالية.

● الفرضية الثانية H2: لا يوجد أثر معنوي غير متماثل للصدمات الموجبة والسالبة للصكوك الإسلامية على سوق كوالالمبور للأوراق المالية.

وتكتسب الدراسة أهميتها من كونها دراسة قياسية لأثر الصكوك الإسلامية على بورصة ماليزيا بتطبيق نموذج NARDL، وتبرز أهميتها بالنظر للدور المهم الذي تلعبه الأسواق المالية الناشئة، باعتبارها مصدر من مصادر التمويل، والتي أصبحت تستقطب عدد كبير من المستثمرين الأجانب الذين يرغبون في تنويع محافظتهم المالية. لذا جاءت دراستنا لتسلط الضوء على أثر هذه التقلبات في محاولة لتوضيح طبيعة تأثير التغيرات الموجبة والسالبة في أسعار الصكوك على سوق كوالالمبور لتحديد نوع العلاقة بين الصكوك والأسهم المتداولة بالسوق. أما عن أهدافها، فتمثل في:

● الامام بالجانب النظري للأسواق المالية ومنتجات المالية الربوية والإسلامية، مع الإشارة الواضحة ضمن الجزء النظري من الدراسة إلى أحكام وضوابط التعامل في المالية الإسلامية.

● إلقاء الضوء على آلية عمل الصكوك الإسلامية وهيكلها.

● تحليل طبيعة العلاقة بين الصكوك الإسلامية والأسواق المالية الناشئة.

● معرفة كيفية استجابة الأسواق المالية الناشئة إلى الصدمات الموجبة والسالبة في أسعار الصكوك الإسلامية، وما إذا كانت هذه الاستجابة متماثلة أم لا.

- تحليل العلاقة بين متغيرات الدراسة سوف يعطي رؤية واضحة للمستثمر في بورصة كوالالمبور عن ما إذا كانت الصكوك الإسلامية توفر له التنوع في المحفظة الاستثمارية أم لا.

وتتجسد حدود الدراسة في محاولة قياس أثر الصكوك الإسلامية على الأسواق المالية الناشئة بتطبيق نموذج NARDL في بورصة ماليزيا خلال الفترة الممتدة من سنة 2009 إلى غاية سنة 2017.

ومن أجل الإلمام بالموضوع بكل جوانبه، والإجابة عن إشكالية البحث تم اعتماد طريقة IMRAD لمعالجة هذا الموضوع، واتبعنا معها المنهج الوصفي في الجانب النظري الذي يوضح المبادئ العلمية والمفاهيم الأساسية لمكونات الدراسة، فيما كان المنهج التحليلي من خلال استخدام نموذج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة غير الخطي (NARDL)، ومجموعة من الأدوات والمقاييس أساس الجانب التطبيقي.

وبغية التحكم بالبحث، تم تقسيمه إلى فصلين وفق طريقة IMRAD، أحدهما نظري والآخر تطبيقي.

حيث يأتي الفصل الأول لتوضيح الجانب النظري من الدراسة والإلمام بكل المفاهيم النظرية، تم تقسيم الفصل الأول من دراستنا إلى ثلاثة مباحث، يضم المبحث الأول تحت عنوان الأسواق المالية، كل من الجانب النظري المتعلقة بالأسواق المالية بصفة عامة من تقسيمات وأنواع، وكذا مختلف الأدوات والأوراق المالية المتداولة بها، إضافة إلى التطرق إلى الأسواق المالية الناشئة ومميزاتها، أما المبحث الثاني فهو حول المالية الإسلامية فتناول الباحث من خلاله مفهوم ومبادئ المالية الإسلامية، ومختلف مصادر الأموال في الإسلام، إضافة إلى القاء الضوء على الصكوك الإسلامية كبديل شرعي للسندات التقليدية، وآلية التعامل بهذه الورقة المالية منذ انشائها إلى غاية اطفائها، وأخيرا بالنسبة للمبحث الثالث من الفصل الأول فيتناول أهم الدراسات السابقة التي اعتمد عليها الباحث في دراسته.

أما الفصل الثاني من الدراسة اهتم بالدراسة القياسية، وقد تم التطرق من خلال هذا الفصل إلى ثلاثة محاور رئيسية، تم تقسيمها وفق ثلاثة مباحث، حيث نتناول من خلال المبحث الأول مدخل إلى الاقتصاد الماليزي مع التركيز على السوق المالية الإسلامية بماليزيا، ومختلف الخطط التي اتعتها دولة ماليزيا لتنشيط سوقها المالي، وقيام سوق مالي إسلامي فعال والتوجه نحو كون ماليزيا مركز مالي دولي، وفي المبحث الثاني تم التطرق إلى تحليل وضعية السوق المالي الماليزي خلال الفترة الممتدة من (2007 - 2017)، أما المبحث الثالث والأخير فتم التطرق من خلاله إلى منهج الدراسة القياسية لأثر الصكوك الإسلامية على بورصة ماليزيا كسوق مالي ناشئ.

وككل طالب علم وباحث واجهت الباحث عدة صعوبات خاصة في المجال القياسي، وذلك عند محاولة الربط بين الجانب النظري للدراسة ومخرجات الدراسة القياسية من أجل إعطاء نتائج موافقة بأقرب حد لواقع سوق الأوراق المالية الماليزي، إلا أن مشكلة المعطيات هي أبرز صعوبة واجهتنا، وكانت بمثابة تحد كبير للباحث، حيث تطلب صبر وجهد في البحث عن مصدر موثوق لجمع المعطيات اللازمة لقيام الدراسة القياسية والمتمثلة في الأسعار الأسبوعية لمتغيرات الدراسة.

الفصل الأول
الأدبيات النظرية للأسواق
المالية والتمويل الإسلامي

مقدمة الفصل الأول:

عرف القطاع المالي اهتماما كبيرا من قبل ذوي الاختصاص، وذلك منذ القدم نظرا للدور الهام الذي تلعبه المؤسسات والأسواق المالية المختلفة في اقتصاد الدولة، فازدهار اقتصاد ما ورقيه يرتبط ارتباطا وطيدا بالحالة العامة للقطاع المالي من مدى تطور وكفاءة كلا من المؤسسات والأسواق المالية والنقدية على حد سواء، حيث لا يخفى عنا أنه السوق المالية بمثابة المرآة العاكسة لاقتصاد الدولة ومؤشرا قويا عن الاستقرار والتطور المالي للدولة. وبالتالي لا بد من تحليل عن قرب الية عمل هذه الأسواق المالية ومكوناتها والتعرف على مختلف الأدوات المتداولة بها من أجل القدرة على تحليل مختلف التغيرات التي تطرأ عليها بكفاءة من أجل العمل على رقي الاقتصاد ودفع عجلات النمو والتنمية.

يسعى الباحث من خلال هذا الفصل إلى التطرق إلى مختلف الجوانب النظرية المتعلقة بالأسواق المالية بصفة عامة وبالأسواق المالية الناشئة بصفة أدق، إضافة إلى الإحاطة بالجوانب النظرية المتعلقة بالمالية الإسلامية وآليات الاستثمار عن طريق أدوات وعقود مطابقة لأحكام الشريعة الإسلامية، ومميزات هذه الأدوات مع التركيز على الصكوك الإسلامية وآلية إصدارها، والتعامل بها على مستوى سوق الأوراق المالية.

ومن هنا تم تقسيم الفصل الأول من دراستنا إلى ثلاثة مباحث، حيث يضم المبحث الأول تحت عنوان الأسواق المالية، كل من الجانب النظري المتعلقة بالأسواق المالية بصفة عامة من تقسيمات وأنواع، وكذا مختلف الأدوات والأوراق المالية المتداولة بها، إضافة إلى التطرق إلى الأسواق المالية الناشئة ومميزاتها. أما المبحث الثاني فهو حول المالية الإسلامية فتناول الباحث من خلاله مفهوم ومبادئ المالية الإسلامية ومختلف مصادر الأموال في الإسلام، إضافة إلى القاء الضوء على الصكوك الإسلامية كبديل شرعي للسندات التقليدية وآلية التعامل بهذه الورقة المالية منذ انشائها إلى غاية اطفائها، وأخيرا بالنسبة للمبحث الثالث من الفصل الأول فيتناول أهم الدراسات السابقة التي اعتمد عليها الباحث في دراسته.

المبحث الأول: الأسواق المالية

تعتبر الأسواق المالية القلب النابض ومرآة الاقتصاد الكلي للدولة، بحيث تعكس مستويات تطور القطاع المالي وتحريره، وكذا مستويات الانفتاح الاقتصادي، إذ تعتبر المكان الأمثل لتلافي أصحاب الفوائض المالية وأصحاب العجز من أجل قيام بمبادلات مالية في شكل استثمارات ذات صيغ وأشكال مختلفة.

المطلب الأول: الأسواق المالية وأدواتها:

1- تعريف السوق المالي:

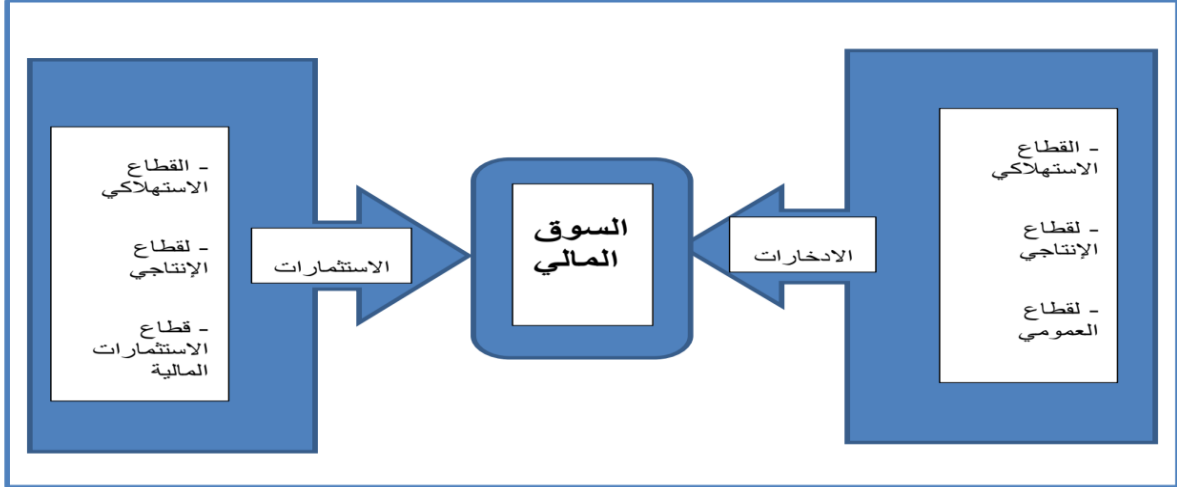
يعرف السوق المالي بأنه الإطار الذي تلتقي فيه طلبات الشراء والبيع لمختلف الأدوات المالية، حيث تؤدي عمليات الشراء والبيع إلى تحريك عمليات التداول في السوق المالي لإتمام المبادلات المالية (Cooper & Fraser, 2000, p. 120).

وتنقسم السوق المالية إلى قسمان رئيسيان: سوق النقد وسوق رأس المال، حيث يعرف سوق النقد على أنه سوق العمليات الائتمانية قصيرة الأجل، والتي تسمح بتدخل مختلف المتعاملين من المؤسسات النقدية كالبنوك، إلى جانب بعض المؤسسات المالية غير البنكية مثل شركات التأمين، الخزينة العمومية، مؤسسات التوفير والاحتياط (رايس، 2008، صفحة 9). أما سوق رأس المال فيعرف بأنه: سوق تداول الأدوات المالية متوسطة وطويلة الأجل، إذ يتعامل على مستواه مختلف المتدخلين من مؤسسات مالية وغير مالية بحثا عن فرص تمويل أو استثمار كل حسب حاجاته (حنفي و قرياص، 2001، صفحة 41).

ويتجسد الاختلاف المحوري بين السوقين في أجال استحقاق الأدوات المالية المتداولة فيهما، إذ تتواجد الأدوات قصيرة الأجل على مستوى سوق النقد، بينما تتواجد الأدوات متوسطة وطويلة الأجل في سوق رأس المال (Cooper & Fraser, 2000, p. 124).

من خلال تعريفنا للسوق المالي، تضح آلية عمل هذه الأسواق وفق الشكل الآتي:

شكل 1-1: آلية عمل الأسواق المالية



المصدر: (مطر، 2013، صفحة 185).

حيث تمثل وحدات العجز المالي عامل الطلب على الأموال، وتكون سواء منشآت أعمال أو أفراد، إذ يتركز طلبها في عمليات استثمار جديدة أو توسعات لنشاطها المالي، وتعد منشآت الأعمال الأوسع طلباً للأموال بسبب طبيعتها الاستثمارية. أما وحدات الفائض فهي تمثل جهة عرض الأموال، وتأخذ شكل أفراد، حكومة، منشآت أعمال، وهي وحدات ادخارية تسعى إلى تعظيم عائد الفرصة البديلة أو تضحية الاستهلاك الحاضر، وادخار جزء من دخلها، ويعد الأفراد الأكثر عرضاً للأموال (الداغر، 2005، صفحة 36).

2- تقسيمات سوق رأس المال:

تنقسم أسواق رأس المال إلى عدة أسواق، تختلف كل سوق عن الأخرى من حيث مجموعة من الخصائص والمميزات، إذ تنقسم إلى أسواق حاضرة وأخرى مستقبلية كما يلي:

1.2 الأسواق الحاضرة:

هي الأسواق التي تتعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل، وهي تنقسم بدورها إلى أسواق منظمة وأسواق غير منظمة، وتفصيلها كالآتي:

2-1-1 الأسواق المنظمة:

تعمل هذه الأسواق وفق إطار منظم من القوانين والتشريعات، وتخضع لرقابة جهاز خاص بها ينظم التعامل فيها. ويتم فيها تداول الأوراق المالية بعد إصدارها، حيث تعتبر الأسواق المنظمة المكان الذي يلتقي فيه المتعاملين لبيع أو شراء الأوراق المالية، وتنقسم إلى أسواق أولية وأسواق الثانوية (Morvan, 2007, p. 38).

تعرف الأسواق الأولية بأنها سوق الإصدار، أين تقوم المؤسسات العامة والخاصة بإصدار أوراقها المالية لأول مرة من أجل الحصول على التمويل لعملياتها الاستثمارية، هذه الأوراق المالية يتم شراؤها مباشرة من طرف المنشأة المالية أو المستثمرين الآخرين الذين تتوفر لديهم رؤوس الأموال.

أما الأسواق الثانوية فهي عبارة عن سوق التداول، أين يتم التعامل بالأوراق المالية يبيعا وشراء، حيث تزيد من تعزيز الورقة المالية عندما يكون السوق نشطا (Morvan, 2007, p. 39).

2-1-2 الأسواق غير المنظمة:

يقصد بالأسواق المنظمة تلك الأسواق التي لا تتعامل طبقا لمجموعة من القوانين المنظمة لعملها ولالية التداول فيها. إضافة إلى ذلك هي أسواق ليس لها مكان محدد كما هو الحال بالنسبة للبورصة، ويتم التعامل على مستوى هذه الأسواق بالأوراق المالية غير المسجلة في البورصة (هندي، 1993، صفحة 76).

تنقسم السوق غير المنظمة إلى ثلاثة أسواق فرعية هي: السوق الثانية، السوق الثالثة والسوق الرابعة.

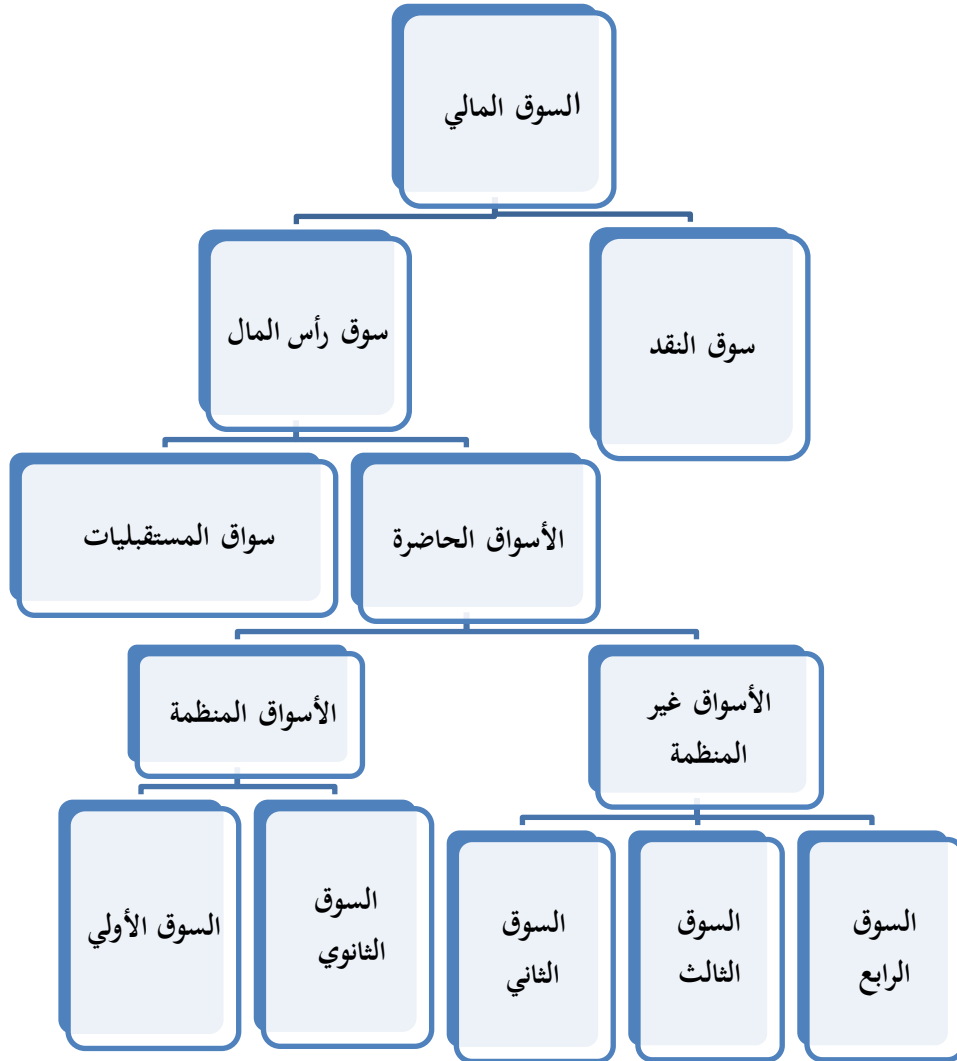
تعرف السوق الثانية بأنها سوق التعامل بين السماسرة غير العاملين في الأسواق المنظمة مهما اختلفت المناطق الجغرافية أو الافتراضية الذي يعملون فيها (نصار، 2006، صفحة 36)، أما السوق الثالثة فيمثل بيوت السمسرة المتعاملون الأساسيون بها غير المسجلون بالبورصة (نصار، 2006، صفحة 37)، في حين أن السوق الرابع على مستواها لا يوجد أي سمسار أو بيوت السمسرة، بل يتم التعامل مباشرة بين الشركات الكبرى والأفراد عن طريق قنوات اتصال فعالة (نصار، 2006، صفحة 38).

2.2 الأسواق المستقبلية:

تمثل سوق المستقبلات مكان تداول الأوراق المالية المختلفة التي تبرم عقودها في التاريخ الحاضر على أن يتم تنفيذها مستقبلا في تاريخ محدد ضمن شروط العقد (حنفي و قرياص، 2001، صفحة 256).

فيما يلي شكل توضيحي لتقسيمات السوق المالي.

شكل 1-2: تقسيم السوق المالي



المصدر: (Morvan, 2007, p. 40) ;(Cooper & Fraser, 2000, p. 62)

3- الأدوات المالية التقليدية المتداولة في سوق رأس المال طويل ومتوسط الأجل:

تجمع بورصة الأوراق المالية أنواع عديدة من الأوراق المالية المختلفة من حيث خصائصها التمويلية وثنائية العائد والمخاطر المرتقبة لكل أداة مالية.

تحاول الباحثة من خلال هذا الفرع التطرق لأهم الأوراق المالية المتداولة على مستوى سوق الأوراق المالية،

وكالاتي.

1.3 الأسهم:

يعرف السهم بأنه ورقة مالية صادرة عن شركة مساهمة، وتعطي حق الملكية لحاملها لتمثل حصته في رأس مال الشركة، حيث تعتبر الأسهم من أهم الأدوات المالية لتكوين رأس المال في شركات المساهمة، بعد طرحها للاكتتاب العام في سوق التداول على مستوى بورصة الأوراق المالية (مطر و تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، 2005، صفحة 77).

تعدد الأسهم بأنواعها وأشكالها، ويمكن تقسيمها كما يلي:

أ- من حيث طبيعة الحصة التي يقدمها الشريك: تنقسم إلى أسهم عينية وأسهم نقدية (مطر و تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، 2005، صفحة 81):

- أسهم عينية: تدفع حصص حاملي الأسهم العينية في شكل موجودات عينية.
- أسهم نقدية: يتلقى أصحاب الأسهم النقدية مدفوعاتهم في شكل نقد.

ب- من حيث الحقوق الممنوحة لحاملها: تنقسم إلى أسهم عادية، أسهم ممتازة، وأسهم مؤجلة.

- أسهم عادية: تعتبر الأسهم العادية الأكثر شيوعاً على مستوى السوق الثانوية، وهي عبارة عن أسهم متساوية القيمة تعطي المساهمين حقوق متساوية، كما يترتب على أصحابها تحمل الخسارة بقدر نسبة مساهمتهم في رأس المال (البرواري، 2002، صفحة 92).
- أسهم ممتازة (أسهم الأولوية): تمنح الأسهم الممتازة حاملها الحق في الحصول على الأرباح التي تريد الشركة توزيعها على الأسهم في الأولوية، وحق الأولوية عند تصفية الشركة. كما أنه لا يجوز تسديد قيمة السهم الممتاز من رأس مال الشركة بل من أرباحها (مجيد، 2008، صفحة 34).
- أسهم مؤجلة: وهي أسهم مؤجلة لأنها تسدد مستحقاتها لأصحابها بعد سداد مستحقات باقي حاملي الأسهم (سمور، 2007، صفحة 48)، وتمنح هذه الأنواع من الأسهم للمؤسسين، ومن يقومون بالترويج للأسهم الجديدة للمؤسسة عند إنشائها.

ج- من حيث طريقة التداول: وتنقسم إلى أسهم اسمية، أسهم لحاملها، وأسهم لأمر.

- أسهم اسمية: تتميز هذه الأسهم بأنها تحمل اسم صاحبها وتتداول في سوق الأوراق المالية عن طريقة التسجيل، بحيث تسجل باسم صاحبها الجديد كلما انتقلت الملكية من حامل لآخر (مطر و تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، 2005، صفحة 79).
- أسهم لحاملها: أما هذا النوع من الأسهم فلا تسجل باسم صاحبها الجديد، بل تنتقل ملكيتها من حامل لآخر (مطر و تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، 2005، صفحة 79).
- أسهم لأمر: هي أسهم يكتب عليها عبارة لأمر، وتتداول بطريقة التظهير دون الرجوع إلى الشركة. ويعرف التظهير بأنه البيان الذي يدون على ظهر الورقة بقصد نقل الملكية من المظهر إلى المظهر إليه (هارون، 1999، صفحة 226).

د- من حيث الاستهلاك: وتنقسم إلى أسهم رأس المال، وأسهم التمتع (هارون، 1999، صفحة 227):

- أسهم رأس المال: تتميز هذه الأسهم بأنه لا يستطيع حاملها استرجاع قيمتها إلا عند تصفية الشركة.
- أسهم التمتع: هي تلك الأسهم التي تسمح لأصحابها باسترداد قيمتها قبل تصفية الشركة، في حالة ما إذا استهلكت الشركة هذه الأسهم، ويكون ذلك إما عن طريق سحبها من التداول عن طريق القرعة سنويا، أو عن طريق شرائها من أصحابها مباشرة.

2.3 السندات:

يعرف السند بأنه ورقة مالية ذات قيمة اسمية قابلة للتداول، تصدرها مؤسسة عامة أو خاصة للحصول على قرض تلتزم بموجبه بسداد القرض، إضافة إلى عوائد متفق عليها عند الإصدار (سمور، 2007، صفحة 33).

ونجد عدة أنواع من السندات المالية، تقسم حسب جملة من المعايير إلى الآتي:

أ- حسب جهة الإصدار: وتنقسم إلى سندات حكومية، سندات حكومية بالعملة الأجنبية، وسندات خاصة.

- سندات حكومية: هي عبارة عن تمويل تحصل عليه المؤسسة مقابل إصدار السند من أجل تمويل عمليات القطاع التموي أو نفقاتها الخاصة، وهي سندات تصدرها الدولة ومؤسساتها للاكتتاب

العام (تعتبر السندات التي تصدرها الدولة أكثر أماناً وأقل مخاطرة من السندات الخاصة)، كما تتميز هذه السندات بالسيولة واعفائها من الضرائب (Brigham & Ehrhardt, 2014, p. 131).
تتفرع السندات الحكومية إلى عدة أنواع (Brigham & Ehrhardt, 2014, p. 132) أهمها:
سندات الخزينة التي تتراوح مدتها من 3 أشهر إلى سنة، وهي سندات لا تحمل معدل فائدة بل تباع بخصم معين من قيمتها الإسمية. وشهادات الخزينة التي هي عبارة عن تعهد بدفع مبلغ معين من المال، إضافة إلى فائدة محددة في تاريخ معين ولا تتجاوز مدتها سنة وسندات البلدية، وهي عبارة عن سندات مالية تصدرها البلديات وهي معفاة من الضرائب.

- **سندات حكومية بالعملة الأجنبية:** تصدر هذه الفئة من السندات عن البنك المركزي وتباع في الأسواق الدولية، كما تسمى بسندات التنمية الوطنية.
- **سندات خاصة:** هي السندات الصادرة عن الشركات أو المؤسسات المالية الناشطة في القطاع الخاص، إذ تتسم هذه السندات بمعدلات فائدة مرتفعة.

ب- حسب الشكل: وتنقسم إلى سندات إسمية، وسندات لحاملها (سمور، 2007، صفحة 59):

- **سندات إسمية:** تحمل اسم صاحبها وتنتقل ملكيتها من شخص لآخر عن طريق التسجيل من خلال عملية التداول في سوق الأوراق المالية.
- **سندات لحاملها:** هذه السندات لا تحمل اسم صاحبها، بل تنتقل ملكيتها من حامل لآخر.

ج- حسب الأجل: تنقسم إلى سندات قصيرة الأجل، سندات متوسطة الأجل، وسندات طويلة الأجل.

- **سندات قصيرة الأجل:** لا تتجاوز آجال هذه السندات سنة واحدة، إذ تتمتع بدرجة عالية من السيولة وتداول في سوق النقد.
- **سندات متوسطة الأجل:** هي التي تتراوح آجالها من سنة واحدة إلى سبع سنوات، تتميز بارتفاع معدلات الفائدة مقارنة مع السندات قصيرة الأجل، إلا أنها تنطوي على قدر أعلى من المخاطر.
- **سندات طويلة الأجل:** هي سندات تزيد آجال استحقاقها عن سبعة سنوات، وهي تتداول في سوق رأس المال، وتكون معدلات فوائدها أعلى من السندات قصيرة ومتوسطة الأجل.

ح- حسب طريقة سداد العوائد: وتنقسم إلى سندات عادية، سندات المشاركة في الأرباح، سندات ذات عائد معوم، سندات ذات عائد متزايد لأجل، وسندات الدخل (Azmat, Skully, & Brown, 2014, pp. 124-126):

- سندات عادية: تتيح لصاحبها الحصول على فائدة ثابتة خلال مدة القرض.
- سندات المشاركة في الأرباح: تسمح لصاحبها بالحصول على نسبة معينة من الأرباح المحققة من طرف المؤسسة المصدرة للسند.
- سندات ذات عائد معوم: هذه السندات تعتمد على معدل فائدة الليبور، والذي يعبر عن معدل الفائدة بودائع بنوك لندن.
- سندات ذات عائد متزايد لأجل: تعتمد أسعار فائدة هذه السندات على أسعار الفائدة السائدة بالسوق، وتتغير صعودا أو هبوطا حسب حالة السوق.
- سندات الدخل: تسمح هذه السندات لصاحبها بالحصول على فائدة ثابتة بشرط تحقيق فائض في الأرباح من طرف المؤسسة المصدرة للصك.

4- الأدوات المالية المشتقة المتداولة في سوق رأس المال طويل و متوسط الأجل:

في ظل التطورات المالية والابتكارات المتتالية عرفت منتجات الهندسة المالية رواجاً كبيراً، إذ تعتبر المشتقات المالية والعقود المركبة من العقود الحديثة المتداولة في سوق الأوراق المالية، والتي أصبحت تكتسي حيزاً كبيراً من سوق التداول عالمياً لاسيما في ظل انفتاح الأسواق وارتباطها دولياً.

1.4 المشتقات المالية:

تعتبر المشتقات المالية من أهم الأدوات المتداولة في السوق، وقد ساعدت العولمة المالية على انتشارها وزيادة أهميتها، ورافق هذه الظهور زيادة تقلب أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية كأدوات جديدة غير الأدوات التقليدية السائدة لغرض تيسير عملية نقل وتوزيع المخاطر المالية، إضافة إلى استعمالها كأدوات للمضاربة والتحوط (الجبوري، 2010، صفحة 9).

تعرف المشتقات المالية بأنها عقود مالية تتعلق بفقرات خارج الميزانية، وتتحدد قيمتها بقيمة واحدة أو أكثر من الموجودات أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها، كما تعرف بأنها عقود ثانوية تستمد قيمتها من قيمة عقود أولية (مطر، 2013، صفحة 61).

للمشتقات المالية عدة أنواع، نذكر أهمها فيما يلي:

4-1-1 العقود الآجلة (Forward contracts):

يعرف العقد الآجل على أنه اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع أصل محل العقد في وقت مستقبلي بسعر آجل، حيث يتخذ أحد الطرفين في العقد الآجل مركزا طويلا ويوافق على شراء الأصل محل العقد في تاريخ مستقبلي محدد بسعر محدد يتم الاتفاق عليه مع البائع (صاحب المركز القصير)، حيث يتفق على بيع الأصل في نفس التاريخ مقابل نفس السعر (حماد، 2001، صفحة 12).

يشار إلى السعر المحدد في العقد بسعر التسليم، وقت الدخول في العقد تكون قيمة العقد بالنسبة لكل من البائع والشاري صفرا إلى أن يتم تداول العقد، وتأخذ قيمته قيمة موجبة أو سالبة حسب الفرق بين سعره السوقي وسعره الاسمي (حماد، 2001، صفحة 14).

يتميز العقد الآجل بعدد من الخصائص، نذكر أهمها فيما يلي (Chisholm, 2004, p. 11):

- يتحدد السعر وفقا للقدرة التفاوضية للطرفين، فهي ليست عقود معيارية مما يعطيها مرونة أكثر من العقود المشتقة الأخرى.
- يتضمن التعامل بالعقود الآجلة مخاطر الائتمان، ومخاطر العجز عن السداد (أي عدم قدرة أحد الطرفين على الوفاء بالالتزامات).
- نظرا لكون العقود الآجلة عقود غير معيارية، فهي صعبة التسييل مقارنة بالعقود الأخرى.
- تتحدد قيمة العقد عند الاستحقاق.

4-1-2 العقود المستقبلية (Futures contracts):

يعود ظهور العقود المستقبلية إلى زمن بعيد، حيث كان يتم التداول على السلع الطبيعية كالقمح والذرة ليتطور الأمر إلى السلع الأخرى، ففي بداية الأمر كان الإقطاعيون يعملون على جمع الضرائب على شكل أرز، ومن ثمة تحرير قسائم تسمح بتسييل الأرز إلى نقود، إذ تم لاحقا تداول هذه القسائم والمتاجرة بها لتصبح عقود معيارية على الأرز، وهي تشبه إلى حد كبير العقود المستقبلية (Chisholm, 2004, p. 40).

والعقود المستقبلية عبارة عن اتفاق بين طرفين على شراء أو بيع أصل ما في أجل معين مستقبلياً بسعر فائدة متفق عليه مسبقاً، ويتم تداول العقود المستقبلية في البورصات، بحيث تعد أكبر المراكز لتداول العقود المستقبلية مجلس شيكاغو للتجارة، وبورصة شيكاغو ميركانتيل (جباري و نميلي، 2010، صفحة 9).

من أهم خصائص العقود المستقبلية، مايلي (Peterson & Fabozzi, 2003, p. 88):

- عقود نمطية، حيث تكون فيها نوع السلعة محل العقد والكميات وطريقة التسليم والسداد محددة مسبقاً.
- العقود المستقبلية عقود قانونية ملزمة للطرفين، ويتم تداولها في الأسواق المنظمة (البورصة).
- بمجرد دخول المستثمر السوق واتخاذ مركزا (طويل أو قصير) عن طريق السمسار الذي يمثله في البورصة (تاجر المستقبلات بالعمولة)، تتدخل بيت المقاصة باعتبارها الطرف الثاني للعقد لحماية حقوق المتعاملين من خطر عدم السداد.

3-1-4 عقود الخيارات (Options contracts):

يعود التعامل بعقود الخيار منذ القدم، حيث أول من تعامل بهذه العقود هم الإغريق حين تنبأ الفيلسوف طاليس بندرة الحبوب في بلاده، وأبرم عقود تشبه إلى حد كبير عقود الخيار، حيث اشتراها بسعرها الحالي ليكون التسليم مستقبلاً مع دفع عربون للتجار. أما في أمريكا فكان التعامل بعقود الخيار يتجسد في تداول عقود الامتياز ببورصة نيويورك بعد اتفاقية شجرة الدلب، حيث في نهاية القرن التاسع عشر قام مخترع عقود الخيار كما نعرفها بتداول هذه العقود في السوق غير النظامية لتعرف رواجاً كبيراً إلى أن أسست بورصة شيكاغو سوقاً منظمة لتداول خيارات الشراء سنة 1973، في حين تم السماح بالتعامل بخيارات البيع إلى غاية 1977 (ابراهيم غيا، 2013، صفحة 68).

يمثل عقد الخيار العقد الذي يعطي حامله الحق في بيع أو شراء أصول بثمن محدد مسبقاً في تاريخ أو خلال فترة معينة، فعقود الخيار تبرم بين طرفين أحدهما مشتري (حق الخيار) بصرف النظر عن كونه بائعاً أو مشترياً للأصل محل عقد الخيار، وبين بائع الخيار (محرر العقد)، حيث يتم دفع جزء من المبلغ المتفق عليه فوراً (يمثل هذا المبلغ العلاوة)، ويتم إتمام الدفع والتسليم في المستقبل، وتعطي هذه العقود لمشتريها الحق في إلغاء صفقة بيع أو شراء السلعة المتفق عليها في أي وقت مقابل التنازل عن العلاوة المدفوعة، لذلك إذا كان الخيار أمريكياً فإنه يتم ممارسة حق الخيار خلال أي فترة من سريان العقد، بخلاف الخيار الأوروبي الذي لا يمكن ممارسة حق البيع أو الشراء إلا عند تاريخ الاستحقاق (رضوان، 2005، صفحة 32).

4-1-4 عقود المبادلات (swaps contracts):

يعود ظهور عقود المبادلة إلى سبعينيات القرن الماضي، حيث وجد التجار في عمولات هذه العقود أفضل وسيلة للتهرب الضريبي في بريطانيا، حيث وقع أول عقد مبادلة سنة 1830 بين شركة IBM والبنك الدولي (Overdah, 2003, p. 86).

تعرف عقود المبادلة بأنها سلسلة من التدفقات يدفعها أحد الطرفين إلى الطرف الثاني في تواريخ محددة مسبقاً، مقابل سلسلة من التدفقات يتلقاها الطرف الأول من الطرف الثاني وفق تواريخ محددة أيضاً في مشن العقد، كما تسمى أيضاً هذه العقود بالمقايضات وهي التزام تعاقدية يتضمن مبادلة نوع معين من تدفق نقدي أو موجودات معينة مقابل تدفق نقدي أو موجود آخر، بموجب شروط محددة في العقد.

لعقود المبادلة عدد من الخصائص، نذكر أهمها فيما يلي (Overdah, 2003, p. 87):

- عقود ملزمة لكلا الطرفين.
- يتضمن تحديد قيمة التدفقات بالرجوع إلى قيمة الأصل محل العقد.
- يجب تحديد تاريخ ونوع عملة دفع التدفقات النقدية ضمن العقد.
- لعقد المبادلة تاريخ استحقاق.

2.4 العقود المالية المركبة (مشتقات المشتقات المالية):

تعتبر العقود المالية المركبة من العقود المستحدثة المتداولة في سوق رأس المال متوسط وطويل الأجل، والتي تعرف باسم مشتقات المشتقات المالية، حيث يكون الأصل محل العقد عدة منتجات مالية سواء أوراق مالية تقليدية أو مشتقات مالية، إذ توفر هذه العقود المالية مرونة للمستثمر وتركب وفق احتياجاته، حيث تضم العقود المهجنة في أغلب الأحيان نوعان من العقود المالية، يوفر العقد الأول حماية رأس المال للمستثمر، بينما يختلف عنه العقد الثاني إذ يوفر للمستثمر احتمال زيادة أرباحه في حالة اختلاف أوضاع السوق. وبالتالي امكانية الاستفادة من فروقات الأسعار، ويجدر الإشارة إلى أنه تنطوي هذه العقود على معدلات مخاطرة أعلى من العقود المشتقة العادية

1-2-4 عقود الخيار المزدوجة:

في هذا النوع من العقود المركبة يجمع الشخص بين نوعين من الخيار (خيار البيع وخيار الشراء) فيشتري المستثمر خيار الشراء صادر من شركة أسهم معينة مثلاً، وخيار بيع صادر عن نفس الشركة، إلا أنه لا يحق

للمشتري في هذا النوع من العقود المالية تنفيذ عقدي الخيار، ويدفع مشتري الخيار المزوج ضعف ثمن الخيار الواحد (حمامي، 1995، صفحة 41).

يلجأ المستثمر إلى هذا النوع من التعامل عندما يتوقع حدوث تغير كبير في أسعار الأسهم دون معرفة اتجاه هذا التغير، حيث إذا ارتفعت الأسعار فإن المستثمر يقوم بعملية تنفيذ خيار الشراء بسعر التنفيذ لبيعه في السوق بالسعر المرتفع، وبالتالي يستفيد المستثمر بالفرق بين السعرين، أما في حالة انخفاض الأسعار فإن المستثمر ينفذ عقد الخيار بسعر التنفيذ.

المطلب الثاني: الأسواق المالية الناشئة

خلال العشريتين الماضيتين عرفت الأسواق المالية الناشئة صدى على مستوى الساحة الدولية، حيث برزت هذه الأخيرة كأحد أهم الأقطاب الجاذبة للمستثمر وتدفق رؤوس الأموال نظرا لخصائصها وميزاتها، إذ نجحت الأسواق الناشئة إلى حد بعيد في عملية تعبئة المدخرات.

1- تعريف الأسواق المالية الناشئة:

تمت صياغة مصطلح الأسواق الناشئة سنة 1981 من طرف العالم الاقتصادي وخبير الاقتصاد في البنك الدولي آنذاك أنتوان فان أجتمليليل (Antoine Van Agtamael) خلال عملية الترويج لصناديق الاستثمار المشتركة بالدول النامية، وكان Agtamael يعني بالاقتصاديات الناشئة البلدان المتواجدة في مرحلة انتقالية بين الدول المتقدمة و الدول النامية (Kvint, 2009, p. 77).

كما تعرف الأسواق المالية الناشئة بأنها تلك الأسواق التي توجد خارج الدول الأكثر تقدما وتنتمي إلى الدول النامية التي تتجه إلى اقتصاد السوق، وأهم ما تتميز به هذه الأسواق هو تزايد حجم الإصدارات الجديدة (الصافي، 2003، صفحة 91).

أما بالنسبة لشركة ستاندر و بورس (Standars and Poors) فالأسواق المالية الناشئة هي الأسواق التي تتوفر فيها شرطين أساسيين، وهما على التوالي: أن تنتمي لاقتصاديات ذات دخل متوسط أو منخفض، أن يكون رأس المال القابل للاستثمار أقل مقارنة بالنتائج المحلي الخام (زيطاوي، 2004، الصفحات 44-45).

حيث اعتمد شركة ستاندر و بورس على تصنيف البنك الدولي للاقتصاديات المتوسطة و الضعيفة إلى غاية سنة 1995، لتعتمد بعد ذلك على مقارنة الناتج المحلي الخام للفرد خلال 3 سنوات الماضية بالعينة التي يحددها البنك

الدولي. أما بالنسبة للشرط الآخر و المتمثل في انخفاض رأس المال القابل للاستثمار بالنسبة للنتائج المحلي الخام، حيث يعرف رأس المال القابل للاستثمار برأس مال السوق بعد خصم رأس المال الذي لا يسمح للأجانب بالاستثمار فيه، ويجدر الإشارة إلى أنه هذا المعيار يركز على مدى تحرير وانفتاح السوق، إذ تكون الأسواق الناشئة أكثر الأسواق قيوداً على الاستثمار .

ورغم عدم وجود قائمة موحدة للأسواق الناشئة، فإن مصادر معلومات الاستثمار المعتمد عليه الأكثر هو مؤشر مورجان ستانلي لرأس المال الدولي (MSCI)، يتضمن مؤشر مورغان وستانلي المؤشرات الخمسة والعشرين التالية لدول الأسواق الناشئة: الأرجنتين، البرازيل، شيلي، الصين، كولومبيا، جمهورية التشيك، مصر، المجر، الهند، أندونيسيا، الأردن، كوريا، ماليزيا، المكسيك، المغرب، باكستان، بيرو، فيليبين، بولندا، روسيا، جنوب افريقيا، تايوان، تايلاند، تركيا، إسرائيل بالإضافة إلى ذلك إلى ذلك، تعتبر الأسواق الأخرى الأصغر حجماً، بما في ذلك إستونيا ولاتفيا وليتوانيا ورومانيا وسلوفاكيا وكوستاريكا وبنما وأوروغواي وفنزويلا وكازاخستان وفيتنام ونيجيريا، أسواقاً ناشئة (Gainster, 2007, p. 8) .

جدول رقم 1-1: قائمة الأسواق الناشئة في العالم

أمريكا اللاتينية	شرق آسيا	جنوب آسيا	أوروبا	إفريقيا	الشرق الأوسط
الأرجنتين	الصين الشعبية	الهند	روسيا	جنوب إفريقيا	إسرائيل
البرازيل	كوريا الجنوبية	إندونيسيا	المجر	نيجيريا	مصر
الشيلي	الفلبين	ماليزيا	بولونيا	تونس	
كولومبيا	تايوان	باكستان	جمهورية التشيك		
المكسيك	سيريلنكا	الأردن	اليونان		
البيرو	تايلاند		فنزويلا		

المصدر: (مرابط و بلميهوب، 2006، صفحة 25)

2- مراحل تطور الأسواق المالية الناشئة:

حسب كل من درجة تطور السوق وموقعها الجغرافي، يمكن حصر مراحل تطور الأسواق المالية الناشئة كما يلي (بوكساني، 2006، صفحة ص163):

• المرحلة الأولى:

خلال هذه المرحلة يكون اللجوء إلى السوق المالي الناشئ بغرض تدعيم النمو الاقتصادي للبلاد، إذ يميل المستثمرون المحليون إلى التوجه نحو هذا النوع من الاستثمار بدلا من الودائع البنكية التقليدية أو سندات الخزينة قصيرة الأجل، خلال هذه المرحلة تكون أسعار الأوراق المالية مرتفعة نظرا لانخفاض العرض وصغر حجم الأسواق، كما أنه تتميز السوق في الأول بقلّة عدد الشركات المسجلة، وتعرض الأوراق المالية فيها لتقلبات شديدة في الأسعار، إضافة إلى ارتفاع درجة التركيز وقلة السيولة.

• المرحلة الثانية:

تتميز هذه المرحلة بالنشاط والتطير، حيث تتسم السوق بانخفاض رأس المال، وإعادة النظر في مجموعة القوانين المتعلقة بالاستثمار فيها، خاصة الاستثمار الأجنبي وأنظمة المقاصة والتسوية، إضافة إلى زيادة حجم الأوراق المالية المتداولة، وبالتالي ارتفاع السيولة وجذب الاستثمار الأجنبي.

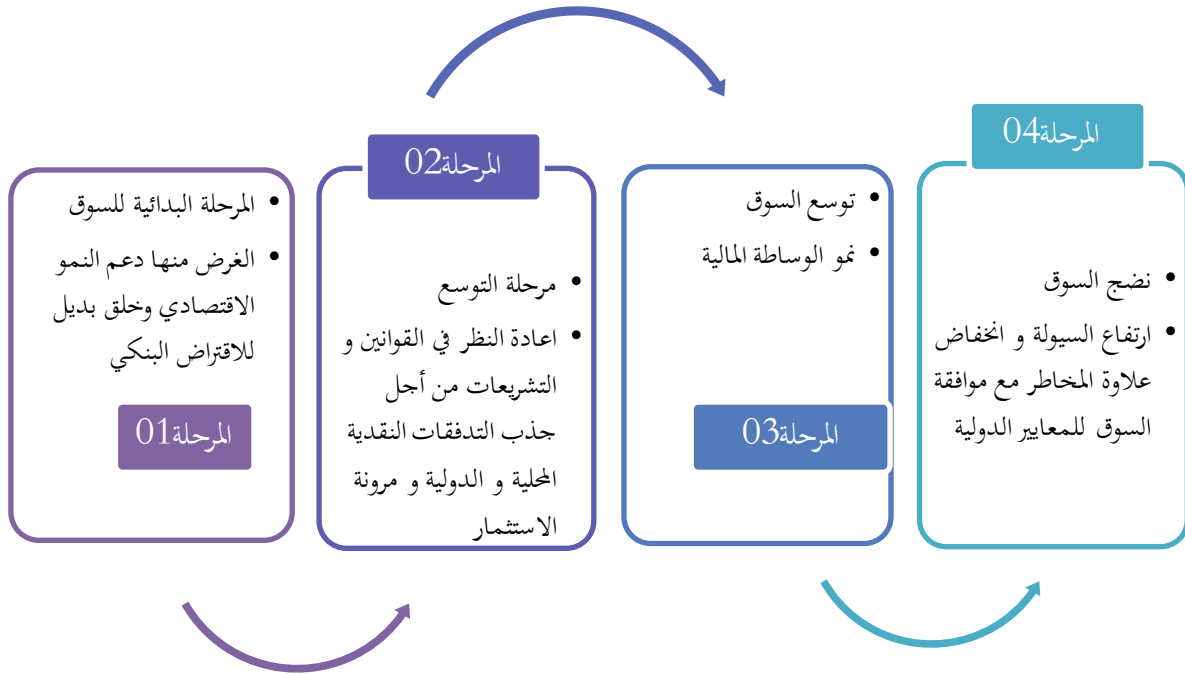
• المرحلة الثالثة:

تعرف هذه المرحلة بمرحلة التوسع إذ تقدم السوق عوائد أكثر ارتفاع أقل تذبذب، وحصول المستثمرون على الإصدارات الجديدة بأكثر سهولة من المراحل السابقة، إضافة إلى نمو وساطة مالية فعالة.

• المرحلة الرابعة:

في هذه الفترة تعرف السوق نوعا من الاستقرار والنضج، إذ تتميز السوق الناشئة خلال هذه المرحلة باحترام المعايير الدولية المعترف، وتطور استراتيجيات التسويق والاتصال، مما يجعل السوق أكثر جاذبية بالنسبة للمستثمرين الأجانب. إضافة إلى ذلك تتسم السوق هنا بارتفاع السيولة مع انخفاض علاوة المخاطر. ويؤشر ذلك على الحالة الاقتصادية للدولة بصفة عامة، مما يزيد من ثقة المستثمر الأجنبي في اقتصاد الدولة.

شكل رقم 1-3: مراحل تطور الأسواق المالية الناشئة



المصدر: من إعداد الباحثة

3- خصائص الأسواق الناشئة:

تختلف خصائص الأسواق الناشئة حسب درجة تطورها، إلا أنها تشترك في أهم الميزات، والتي يمكن تلخيصها كما يلي (الفيومي، 2003، صفحة 324):

- عدم استقرار الأسعار في هذه الأسواق، إذ تتراوح التقلبات في الأسعار بين 30% و70% مقارنة بـ 15% في أسعار الأوراق المالية الكبرى.
- ارتفاع معدلات العوائد السنوية على الأوراق المالية المتداولة في هذه الأسواق مقارنة بالأسواق المتقدمة.
- ارتفاع مخاطر تقلبات العملة في الكثير من الأسواق المالية الناشئة، ذلك بسبب عدم الاستقرار الاقتصادي خاصة عند ارتفاع معدلات التضخم المحلية، والذي يؤدي إلى انخفاض قيمة العملات المحلية.
- كثيرا ما تكون الشئانية العائد/المخاطرة من أهم العوامل التي تميز الأسواق الناشئة، إذ تكون معدلات الخطر مرتفعة، مما يصاحبها معدلات مردودية مرتفعة أيضا.

- ارتفاع السيولة المالية وتركز السوق يتضح من خلال عوامل عدة أهمها: حجم التبادلات، قيمة العمليات، الرسمة في البورصة، والحيز الذي تشغله الشركات العشر أو العشرين الأكبر حجما.

المبحث الثاني: الصناعة المالية الإسلامية:

تعد الهندسة المالية الاسلامية من المواضيع التي لقت صدى دولي خلال العشرية الأخيرة، خاصة بعد الأزمة المالية العالمية، أين أكدت منتجات المالية الاسلامية كفاءتها مقارنة بنظيرتها التقليدية، حيث أدينت المشتقات المالية بأنواعها كأهم عنصر أدى إلى تضخيم وتفاقم أزمة الرهن العقاري، لتنتشر وتصبح أزمة مالية خانقة أدت إلى انهيار أكبر المؤسسات المالية والمصرفية وانخفاض حاد لأسعار الأوراق المالية، والمؤشرات العالمية. من هنا التفتت الأنظار إلى منتجات التمويل الاسلامي نظرا لثباتها وقت انهيار الأسواق.

المطلب الأول: المالية الإسلامية المفهوم والأسس

تحتل المالية الاسلامية في وقتنا هذا حيزا كبيرا من الساحة المالية الدولية والاقليمية، بحيث استطاعت هذه المالية البديلة القائمة على معايير دقيقة، صارمة ومتماشية ومقاصد الشريعة الإسلامية أن تفرض نفسها كمالية دائمة مبنية على أسس حقيقية تهدف إلى إضافة قيمة جديدة إلى الاقتصاد الحقيقي، وتفادي أي معاملات مشكوك فيها قد تضر بالفرد والمجتمع والاقتصاد عامة.

1- تعريف المالية الإسلامية:

تعرف المالية الاسلامية بأنها عملية تطويرية وإبداعية وإنتاجية لأدوات التمويل في الأسواق المالية، والتي تأخذ بعين الاعتبار المشاكل التمويلية وإدارة المخاطر مع ضرورة المطابقة للشرع الإسلامي، والعمل بمبدأ مشاركة الربح والخسارة وتفادي المعاملات الربوية مهما كانت أنواعها، كل ذلك بهدف توفير الحلول التمويلية ودفع الإنتاج والاقتصاد عامة، وخلق قيمة مضافة من خلال الاستثمار الحقيقي الذي يخدم الفرد و المجتمع و الاقتصاد الكلي للدولة (بلعزوز و قندوز، 2018، صفحة 03).

اضافة إلى ذلك يكون توجيه النبي ﷺ لبال المازيني حين أراد أن يقتني تمرا جيدا، وذلك عن طريق مبادلة التمر الرديء بأخر جيد، من أحسن الأمثلة التي تؤكد ضرورة الابتكار والتجديد لإيجاد الحلول في الحياة

الاقتصادية مع ضرورة مراعاة مقاصد الشريعة الاسلامية والدين الحنيف، حيث جاء في قوله صلى الله عليه وسلم لبلال: ((لا تفعل بع الجمع بالدرهم واشتري بالدرهم جنيبا)) (رواه البخاري)¹.

2- مصادر الأموال في الإسلام:

قد نظم الإسلام المال تنظيماً دقيقاً و جعله من مقاصد الشريعة الإسلامية الخمسة (الدين النفس العقل العرض المال)، والمال في الفكر المالي الإسلامي هو وسيلة لا غاية، يكون أداة المسلم للقيام بواجبه نحو ربه والمجتمع الذي يعيش فيه، وبذلك نظمت الشريعة الإسلامية الطرق المباحة لمصادر المال، والتي هي الزكاة، العشور، الخراج، الغنائم والجزية، نشرحها فيما يلي:

1.2 الزكاة:

الزكاة لغة هي الزيادة والنماء، تقول زكى الزرع، يزكو زكاة، كما تطلق على الطهارة، حيث المزكي يطهر نفسه من أدران الشح والبخل (الصحاح، 1981، صفحة 236).

والزكاة شرعاً ركن من أركان الإسلام الخمسة، وهي مفروضة بقوله تعالى: ((وَمَا أُمِرُوا إِلَّا لِيَعْبُدُوا اللَّهَ مُخْلِصِينَ لَهُ الدِّينَ حُنَفَاءً وَيُقِيمُوا الصَّلَاةَ وَيُؤْتُوا الزَّكَاةَ وَذَلِكَ دِينُ الْقَيِّمَةِ)) (الآية 05، سورة البينة).

وعن أبو هريرة رضي الله عنه أن أعرابياً أتى إلى رسول الله صلى الله عليه وسلم فقال: ((دلي على عمل إذا عملته دخلت الجنة، فقال صلى الله عليه وسلم: تعبد الله لا تشرك به شيئاً، وتقيم الصلاة المكتوبة، وتؤدي الزكاة المفروضة، وتصوم رمضان. قال: والذي نفسي بيده لا أزيد على هذا، فلما ولى، قال النبي صلى الله عليه وسلم: من سره أن ينظر إلى رجل من أهل الجنة فلينظر إلى هذا)) (البخاري، صفحة حديث رقم 1310، 2/506).

يتضح وجوب الزكاة مما سبق فقد راعى الدين الإسلامي جانب الأغنياء والفقراء معاً، ذلك بأن يخرج الأغنياء مقداراً معنياً من ثروتهم لصالح الفقراء، إذ يكون مقدار الزكاة ربع العشر من مقدار النقد والتجارة، أو العشر في زكاة الزرع والثمار، أو إخراج شاة من أربعين إلى مائة عشرين في الغنم، وكلها مبالغ وهيدة تقتطع من ثروة الغني بمقابل تسديد حاجة الفقير.

¹ كل لون من النخيل لا يعرف اسمه فهو جمع، وقيل الجمع: تمر مختلط من أنواع متفرقة، وليس مرغوباً فيه، وما يخلط إلا لردائه، أما الجنيب فهو التمر الجيد.

2.2 العشور:

يعرف العشور على أنه الضريبة التي تؤخذ من أموال وعروض تجار أهل الحرب وأهل الذمة المارين بها على ثغور الإسلام، أي أنها الضريبة غير مباشرة تفرض على أموال التجارة الصادرة من الدولة المسلمة والواردة إليها، حيث أقرب مثال في الفكر المالي الحديث للعشور هي الضريبة الجمركية (النعيم، 1974، صفحة 280).

قد ورد عن عمر ابن الخطاب أنه لا عشور على مسلم ولا على صاحب ذمة إذا أدى المسلم زكاة ماله، وأدى أهل الذمة الجزية، إنما العشور لأصحاب الحرب إذا كان لهم الحق في المتاجرة بالدولة المسلمة، أي أنه يكون المكلفون بالعشور كما يلي (الجرف، 1970، صفحة 210):

- المسلمون: تؤخذ منهم على سبيل الصدقة عن أموال تجارتهم ويكون مقدارها كمقدار الزكاة أي 2.5%، إلا أنها غير مفروضة في القرآن الكريم مثل الزكاة فهي وليدة الاجتهاد.
- أهل الذمة: تؤخذ منهم العشور على سبيل الجزية أي بنفس مقدارها وهو 5% من أموال التجارة.
- أهل الحرب: تتمثل هذه الفئة في تجار البلاد التي بينها وبين الدولة المسلمة حرباً، ويكون مقدار هذه الضريبة 10%، حيث يمكن أن تزيد أو تنقص هذه الضريبة استناداً إلى أساس المعاملة بالمثل بين الطرفين.

3.2 الخراج:

يعرف الخراج على أنه ما يفرض على الأرض التي فتحها المسلمون عنوة أو صلحا، فهو ما يؤخذ منه السلطان من وظيفة الأرض أي ما وضع على رقاب الأرض من حقوق قد تؤدي عنها (النعيم، 1974، صفحة 387).

أول من فرض الخراج هو عمر ابن الخطاب رضي الله عنه عندما لم تقسم أرض بالعراق بين من افتتحها وتركها لأصحابها، حيث يجدر الإشارة إلى أنه هناك فرق بين الخراج الذي تجب الأرض وبين الجزية التي هي ضريبة الرأس، ففرض الخراج هو ثمرة الاجتهاد، ولا يوجد نص تشريعي من القرآن الكريم ينص على وجوبها ماعدا ما ورد عن عمر رضي الله عنه وأقره الصحابة رضي الله عنهم (النعيم، 1974، صفحة 390).

كما أنه يجب الخراج على كل من لديه أرض تجب عليها ضريبة الخراج، سواء كان رجلاً أو امرأة أو صبي أو عبد فهم متساوون، والمقصود بأرض تخضع إلى ضريبة الخراج هي الأراضي الفلاحية التي فتحت صلحا أو عنوة، حيث تضم الأراضي المفتوحة صلحا كل من الأراضي المملوكة للدولة المسلمة وسكانها الأصليين من غير

المسلمين، إضافة إلى الأراضي التي تبقى بأيدي أصحابها غير المسلمين، أما الجزء الثاني فهو الأراضي المفتوحة عنوة (الدحلة، 2016، صفحة 97).

أما بالنسبة لتقدير وعاء الخراج، فيكون لولي الأمر الجزية في تقدير مقاديرها بما يتناسب ومصصلحة المسلمين عامة، نظرا لغياب نص تشريعي يحدد مقاديرها (زلوم، 1983، صفحة 53).

4.2 الغنائم:

الغنيمة من الغنم وهي الفوز بالشيء (ابن منظور، صفحة 366)، أما اصطلاحا تعرف الغنيمة بأنها اسم المال الذي يظفر به المسلمون من الكفار بالقتال ويأخذونه عنوة (ابن تيمية، 1988، صفحة 32).

تأخذ الغنيمة مشروعيتها من الكتاب والسنة، قال الله تعالى: ((فَكُلُوا مِمَّا غَنِمْتُمْ حَلَالًا طَيِّبًا ۚ وَاتَّقُوا اللَّهَ ۚ إِنَّ اللَّهَ شَدِيدُ الْعِقَابِ)) (الآية 69، سورة الأنفال).

وقال النبي ﷺ: ((أعطيت خمسا لم يعطهن أحد قبلي، نصرت بالرعب مسيرة شهر، وجعلت لي الأرض مسجدا وطهورا، فأينما رجل من أمي أدركته الصلاة فليصل، وأحلت لي المغنم ولم تحل لأحد قبلي، واعطيت الشفاعة، وكان النبي يبعث إلى قوم خاصة، وبعثت إلى الناس عامة)) (رواه البخاري، حديث رقم 323، 1/125).

مما سبق يتضح أنه الثروة المتحصل عليها من الغنيمة هي مشروعة، وتعد موردا من موارد بيت المال، ومورد مدعما لخزينة الدولة الإسلامية، حيث تقسم الغنيمة خمسا منها على المسلمين وأربعة أخماس على من حضر الواقعة التي تم إثرها تحصيل أموال الغنيمة.

5.2 الجزية:

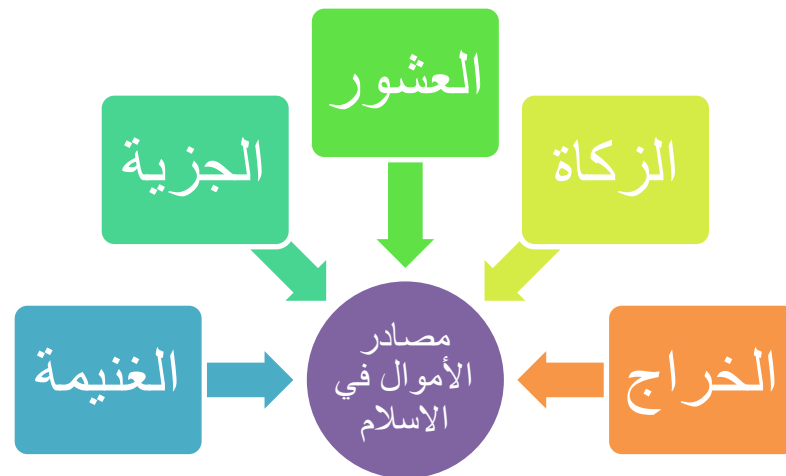
تعرف الجزية على أنها مبلغ من المال يفرض على فئات معينة من الناس هم أهل الذمة إما صلحا وإما قهرا، وهي كلمة تأتي من الجزاء، أي تكون الجزية مقابل توفير الأمن لهؤلاء الناس من طرف الدولة الإسلامية، إذ لا يطلب من هذه الفئة الدفاع عن الدولة الإسلامية (ريان، 1999، صفحة 25).

تفرض الجزية شرعا، حيث يكون دليل شرعيتها في القرآن والسنة، فنذكر قول الله تعالى: ((قَاتِلُوا الَّذِينَ لَا يُؤْمِنُونَ بِاللَّهِ وَلَا بِالْيَوْمِ الْآخِرِ وَلَا يُحَرِّمُونَ مَا حَرَّمَ اللَّهُ وَرَسُولُهُ وَلَا يَدِينُونَ دِينَ الْحَقِّ مِنَ الَّذِينَ أُوتُوا الْكِتَابَ حَتَّى يُعْطُوا الْجِزْيَةَ عَنْ يَدٍ وَهُمْ صَاغِرُونَ)) (الآية 29، سورة التوبة)، حيث المعنيون بدفع هذه الضريبة هم اليهود

والنصارى من أهل الكتاب، ومن غير أهل الكتاب من المشركين، ولا تجب إلا على الرجل الجر العاقل (الدحلة، 2016، صفحة 103).

أما بالنسبة لوعاء الجزية فقد اختلف في مقدارها، فقد ورد عن النبي ﷺ أنه فرضها بقيمة دينار واحد على كل حالم، وأنه عمر ابن الخطاب رضي الله عنه كان يفرضها بمقادير عدة تختلف باختلاف المقدرة التكليفية للمكلف بها، إلا أنه مقدارها غير محدد شرعا بنص من القرآن الكريم، وبذلك يعود تقديرها إلى ولي الأمر المكلف بتحصيلها والذي يأخذ بعين الاعتبار احتياجات الدولة الإسلامية والحالة المادية للمكلفين بتقديمها (النعيم، 1974، صفحة 375).

شكل رقم 1-4: مصادر الأموال المشروعة للمالية الإسلامية



المصدر: من إعداد الباحثة

3- أسس قيام المالية الإسلامية المطابقة لمقاصد الشريعة:

1.3 تحريم الربا والغرر:

يقصد بالربا الزيادة على رأس المال (قندوز، 2007)، حيث الربا محرم شرعا، لما يترتب عنه من أذى للفرد والمجتمع والاقتصاد ككل، فالنقود لا تخلق النقود، وهذا مبدأ من مبادئ المالية التقليدية الربوية الذي يعطل ويشبط الإنتاج، وهو مناف لهدف خلق الثروة الحقيقية من صناعة وزراعة، قال تعالى: ((يَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا، أَتَّوُوا اللَّهَ وَذَرُّوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنْتُمْ مُؤْمِنِينَ)) (الآية 278، سورة البقرة).

أما الغرر فهو الخطر في اكتمال البيعة، أي احتمال عدم الحصول السلعة وفيه ظلم لحق أحد طرفا العقد، وقد حذرنا منه نبينا ﷺ لما فيه من أكل أموال الناس بالباطل وهضم لحقوق أحد المتعاقدين (جدي، 2015، صفحة 123).

2.3 حرية التعاقد:

يقصد بهذا المبدأ عدم إكراه الناس على التعاقد، وترك شروط العقد فيما يرضيهم ما اتفقوا عليه بينهم، فقد جعل الله تعالى باب التعاقد مفتوحا بين العباد. والأصل في ذلك الإباحة مع مراعاة حدود الله وعدم أكل مال الناس بالباطل والظلم. قال الله تعالى: ((لَا يُكَلِّفُ اللَّهُ نَفْسًا إِلَّا وُسْعَهَا لَهَا مَا كَسَبَتْ وَعَلَيْهَا مَا اكْتَسَبَتْ)) (الآية 286، سورة البقرة).

3.3 التيسير:

قد تواردت الأدلة على أن التيسير من المقاصد القاطعة المأخوذة من متكرر القرآن تكرارا ينفي احتمال قصد المجاز والمبالغة (بن عاشور، 2004، صفحة 235).

والتيسير هو الالتزام بأحكام الدين الإسلامي كما أراه رب العالمين، ثم التعامل مع هذه الأحكام وفق منهج اليسر الذي بينه لنا رسول الله ﷺ وأطر معاملة من خلال المنهج النبوي الشريف (الأشقر، 1982، صفحة 70)، والأدلة على مشروعية التيسير في الدين الإسلامي عديدة نذكر منها قوله تعالى: ((يُرِيدُ اللَّهُ بِكُمُ الْيُسْرَ وَلَا يُرِيدُ بِكُمُ الْعُسْرَ)) (الآية 186، سورة البقرة).

4.3 المصالح المرسلة:

المصالح المرسلة في الشريعة الاسلامية هي الأخذ بكل أمر في المصلحة العامة، شريطة أن لا تكون في الأمور التي فيها المفسد و المخلة بأسس الشريعة الاسلامية، وأن لا تتخطى حدود الله تعالى، والمصالح التي عليها مدار التشريع السماوي ثلاث، وهي (الشنقيطي، 1989، الصفحات 10 - 12):

- رداء المفساد، وهي المعروف عند الأصوليين بالضروريات.
- جلب المصالح وهو المعروف عند الأصوليين بالحاجيات.
- الجري على مكارم الأخلاق، وأحسن العادات، وهو المعروف عند الأصوليين بالتحسينيات والتمميميات.

3.5 تفادي بيعتين في بيعة واحدة:

معناه أن يبيع الرجل السلعة فيقول: هي نقداً بكذا، ونسيئةً بكذا، أي بضمن أكثر من الثمن الأول، وقد فسره بهذا ابن مسعود رضي الله عنه عند الإمام أحمد (صباح، 2007، صفحة 17).

إن الدليل على النهي عن بيعتين في بيعة واحدة (أو بالأحرى عن صفقتين ضمن العقد الواحد) من السنة النبوية الشريفة ما روى عن أبي هريرة رضي الله عنه قال: نهى النبي ﷺ عن بيعتين في بيعة (النسائي، 1999، صفحة 43). إضافة إلى ذلك هناك رواية لعبد الله بن عمرو بن العاص (رضي الله عنهما) قال: "نهى رسول الله ﷺ عن سلف وبيع، وعن بيعتين في بيعة، وعن بيع ما ليس عندك، وعن ربح ما لم يضمن" (الأحدب، صفحة 36).

المطلب الثاني: الصكوك الإسلامية كبديل اسلامي للسندات التقليدية:

تشكل الصكوك الاسلامية فرعاً مهماً من المالية الاسلامية لما تقدمه هذه الأداة من خصائص تمويلية، تجعلها أفضل بديل للسندات التقليدية، إذ تحمي حقوق كل من المصدر و حامل الصك من جهة، ومن جهة أخرى نظراً لسمات وطبيعة الورقة المالية في حد ذاتها، فهي تنطوي على العديد من المواضيع التي يمكن دراستها ومناقشتها من أجل إفادة المتدخلين في سوق الأوراق المالية.

1- ظهور الصكوك الاسلامية:

إن الصحوة التي شهدتها العالم في النصف الثاني من القرن الماضي بالنسبة لأهمية المالية الاسلامية، وضرورة استحداث وابتكار أدوات تمويلية واستثمارية مطابقة لمبادئ الدين الاسلامي، أدت إلى ظهور مؤسسات مالية إسلامية كانت بمثابة الفرصة الثانية للعالم الاسلامي للتخلص من وزر الربا، والتوجه نحو مالية متوافقة ودينهم ومبادئهم، وكذا للعالم الغربي للاستثمار في الاقتصاد الحقيقي والابتعاد عن أوهام المشتقات المالية التقليدية.

1.1 نشأة وتعريف الصكوك الاسلامية:

كلمة الصكوك بالعربية هي جمع لكلمة صك، بمعنى شهادة أو طلب الدفع، استناداً إلى آدم وتوماس خناك العجيج من الأدلة على استعمال الصكوك في عهد الخلفاء المسلمين الأوائل، حيث استخدمت المجتمعات المسلمة في الفترات السابقة من التاريخ الصكوك كأشكال من الأوراق للتعبير عن التزامات مالية ناشئة عن المبادلات التجارية المختلفة ومختلف الأنشطة التجارية (Adam & Thomas, 2004, p. 62).

كما أنه هناك أدلة عن استعمال الصكوك كورقة ائتمانية مكتوبة في القرن الثاني عشر، وكثيرا ما تصادف هذه الصكوك المكتوبة في وثائق جينيزاه (GENIZAH Documents)، حيث أن وثائق جينيزاه عبارة عن وثائق مخزنة في مساجد ومعابد الشرق الأوسط، وذلك لأن كلمة ((الله)) كتبت إما باللغة العربية أو العبرية، وبالتالي فإن التجار كانوا عازفين عن تدمير مثل هذه الوثائق، وهذه الأوامر المالية تشبه بشكل ملحوظ شيكات اليوم الحديث، إذ يتم الإشارة في الصك إلى المبلغ الذي يتعين دفعه، والأمر، والتاريخ، واسم المصدر خلال العصور الوسطى، كان الصك تعهدا كتابيا بدفع ثمن البضائع عندما يتم تسليمها، وكان يستخدم لتجنب تحويل الأموال عبر الأراضي الخطرة، وبالتالي نجد العديد من هذه الصكوك في بلدان أخرى إلى جانب مصر، حيث تم نقل صكوك الاستثمار هذه وانتشرت في مختلف أنحاء العالم.

إضافة إلى ذلك قد ساهم التجار اليهود في نقل هذه صكوك الجينيزاه من العالم الإسلامي إلى أوروبا، ونذكر من بين أهم النتائج المثيرة التي ترتبت عنها تجارة هذه الصكوك ونقلها أنها تعمل كمصدر إلهام لعملية الفحص الحديثة (Ahmed, Islam, & Hashim, 2020, p. 710).

ثم تأتي أول مرحلة فعلية لبروز الصكوك الإسلامية كما نعرفها في يومنا هذا عام 1983م، وذلك بعد إنشاء أول بنك إسلامي بماليزيا ز مباشرته لعمله، وهو بنك إسلام ماليزيا، حيث اتضح لمسؤولي البنك المركزي الماليزي عزوف بنك إسلام ماليزيا عن تملك السندات الحكومية أو سندات الخزنة التقليدية أو الربوية و غير المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، حيث لجأ البنك المركزي الماليزي لمعالجة هذه الإشكالية عن طريق إصدار أول شهادات استثمار لا تحتوي في آلياتها على ربا، ثم بعد ذلك كان قرار مجمع الفقه الإسلامي إشارة خضراء بالنسبة للمؤسسات المالية للعمل بالمالية الإسلامية (الصكوك الإسلامية)، حيث أصدر مجمع الفقه الإسلامي القرار رقم 5 بتاريخ 4 أوت 1988م، بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار ليفتح بذلك الباب أمام الشركات الإسلامية لتبني هذه الصيغ الجديدة، ومنه انطلقت التجربة الخليجية في التمويل الإسلامي، لتليه بعد ذلك مبادرة إصدار مؤسسة نقد البحرين سنة 2001 سندات اسلامية حكومية بقيمة 25 مليون دولار أمريكي، إذ اعتمدت المؤسسة على صيغة بيع السلم عند إصدار هذه السندات (الموسى و سيلا، 2016، الصفحات 74-76).

الصكوك لغة: الصكوك جمع صك، وتلاقي حرفي الصاد والكاف يعني اندماج الشئيين وبشدة، مثل قول الشخص أنه صك الشيء صكا (ابن منظور، صفحة 112).

أما الصكوك الإسلامية فقد عرفت لها هيئة المحاسبة والمراجعات للمؤسسات المالية الإسلامية بأنها: وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً معروفة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو موجودات مشروع محدد، أو نشاط استثماري معين، وذلك بعد تحصيل قيمة الأوراق المالية، وانتهاء عملية الاكتتاب، وبدء استعمالها (هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، 2014، صفحة 288).

كما ورد في تعريف مجلس الخدمات المالية الإسلامية للصكوك الإسلامية أنها: حقوق ملكية لنسب مئوية معروفة في موجودات عينية أو مختلطة، حيث تكون هذه الموجودات تمثل جزءاً من رأس مال مشروع مباحاً شرعاً (مجلس الخدمات المالية الإسلامية، 2009، صفحة 3).

بناءً على ما سبق من تعريف الجهات الرسمية للصكوك الإسلامية، يمكن تعريف الصكوك على أنها: أوراق مالية استحدثت كبديل للسندات التقليدية، مع احتفاظها ببعض صفات نظيرها التقليدي، إذ لا تخرج عن نطاق كونها ورقة مالية تمثل حصصاً شائعة في ملكية أو نشاط استثماري، إلا أنها تنفرد عن السندات العادية في حتمية مطابقة هذا النشاط الاستثماري أو رأس المال الأولي لأحكام، ومقاصد الشريعة الإسلامية (صالح، صالح، 2006، صفحة 29).

2- أنواع الصكوك الإسلامية:

يوجد عدة تقسيمات للصكوك الإسلامية من حيث مجموعة من المعايير المختلفة، ولعل تقسيم الصكوك من حيث صيغة التمويل المستخدمة هو التقسيم الأكثر شيوعاً والمستخدم من طرف الباحثين في هذا المجال. نحدد فيما يلي أنواع الصكوك الإسلامية وفقاً لطبيعة صيغة التمويل المستخدمة:

1.2. صكوك الإجارة:

تجسد صكوك الإجارة عملية توريق أو تصكيك لصيغة التأجير التمويلي، حيث تعرف الإجارة في حد ذاتها أنها عقد يؤجر فيه المؤجر معدات أو أصول إلى مستأجر مقابل الحصول على مبلغ محدد، ضمن شروط العقد، خلال مدة محددة، مع بقاء ملكية العين المؤجرة لصاحبها (مجمع الفقه الإسلامي الدولي، 2004، صفحة 309).

كما تعرف لجنة معايير المحاسبة الدولية عقد الإجارة بأنه اتفاقية يعطي المؤجر بموجبها للمستأجر حق استخدام موجودات معينة، خلال فترة زمنية متفق عليها، مقابل إيجار معين (هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الدولية، 2003، صفحة 310).

تعرف صكوك الإجارة أيضا بأنها: صكوك متساوية القيمة تمثل حصة معروفة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات في مشروع استثمار يولد عائد، بهدف تحويل الأصول محل العقد إلى أوراق مالية قابلة للتداول على مستوى الأسواق الثانوية (مجمع الفقه الإسلامي الدولي، 2004، صفحة 310).

وتنقسم صكوك الإجارة إلى ثلاثة أنواع حسب طبيعة العقد، وكالتالي:

أ- صكوك إجارة الأعيان:

تعتبر هذه الصكوك وثائق متساوية القيمة صادرة عن مالك عين مؤجرة أو موعود باستئجارها أو وسيط ينوب عن مالكيها الشرعي، من أجل بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها، وبذلك تصبح العين ملك لحملة الصكوك (Naifar, 2016, p. 10).

ب- صكوك إجارة المنافع:

هي الصكوك الصادرة عن مالك منفعة عين موجودة، من أجل تأجير العين محل العقد أو إعادة تأجيرها والاستفادة من أجرتها من وراء الاكتتاب فيها، بحيث نميز بين صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة سواء من خلال إجارة منافع العين واستفاء أجرتها من خلال الاكتتاب فيها، أو من خلال إعادة إيجارها (يكون المكتتب هو المستأجر لإعادة استئجار العين). ونميز صكوك منافع الأعيان الموصوفة في الذمة وهي تتميز بكون العين محل العقد غير محددة أو معينة بل هي موصوفة (مجمع الفقه الإسلامي الدولي، 2004، الصفحات 309-310).

ج- صكوك إجارة الخدمات:

تصدر هذه الصكوك من أجل تقديم الخدمة من مصدر معين، والاستفادة من عوائد حصيلة الاكتتاب بحيث نميز بين صكوك ملكية الخدمات من طرف محدد من جهة، وصكوك ملكية الخدمات من طرف موصوف في الذمة من جهة أخرى، مثلا كمنفعة التعليم من طرف مؤسسة تعليم يتم ذكر مواصفاتها دون ذكر اسمها (هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الدولية، 2003، صفحة 312).

2.1.2 صكوك المشاركة:

يعرف مجلس الخدمات المالية الاسلامية عقد المشاركة على أنه: عقد يتفق فيه الأطراف على المساهمة في رأس مال مشروع ما، أو المساهمة في تملك أصل ما، ويتم المشاركة في الأرباح التي يحققها ذلك المشروع أو الأصل وفق نسبة مئوية محددة ضمن العقد، كما يتم المشاركة في الخسائر إذا وجدت (IFSB).

كذلك تعرف صكوك المشاركة بأنها: صكوك متساوية القيمة يتم اصدارها من أجل إنشاء مشروع جديد أو توسيع مشروع قائم، ويتم إدارة الصكوك عن طريق تعيين أحد الشركاء حملة الصكوك لإدارتها بصيغة معروفة بالوكالات بالاستثمار (شيخون، 2002، صفحة 120).

2.2 صكوك السلم:

يعرف بيع السلم أنه العملية التي يقوم من خلالها المشتري بدفع السعر الكامل المقابل لمشترياته إلى البائع على أن يتم تسليم المشتريات في وقت لاحق، بحيث تكون المشتريات في نطاق السلع التي يمكن معرفة كميتها ونوعيتها وقت التعاقد (ضياء، 1993، صفحة 52).

تمثل صكوك السلم ملكية شائعة في رأس مال السلم لتمويل عملية شراء الأصول محل عقد السلم، ليتم استلامها لاحقاً، بحيث يكون العائد على الصكوك هو الربح الناتج عن عملية البيع، إلا أنه لا تتداول صكوك السلم بعد الاكتتاب فيها إلا عند استلام السلع و قبل بيعها (بدران، 2014، صفحة 33).

3.2 صكوك الاستصناع:

يعد عقد الاستصناع أحد العقود المالية الإسلامية، إذ يقوم من خلاله الزبون بطلب من صانع ما أن ينتج له سلعة أو خدمة معينة مقابل استيفاء أجره (يسري، 2001، صفحة 65).

ويمكن تعريف صكوك الاستصناع على أنها: أوراق متساوية القيمة يتم اصدارها من أجل الاستفادة من عوائد الاكتتاب فيها لتصنيع سلعة أو خدمة معينة، لتصبح ملكية السلعة أو الخدمة المنتجة لحملة الصكوك.

كما يمكن للصانع والمتعهد الاتفاق على صيغة تمويلية مختلفة مثل البيع بالتقسيط (Mansour,

.Karimirizi, & Mostafavisani, 2017, p. 74).

4.2 صكوك المراجعة:

تعرف المراجعة على أنها: بيع برأس مال و ربح معلوم، مع ضرورة إعلام المشتري بالثمن الأولي للسلعة، إضافة إلى مقدار من الربح، على أن يكون ثمن البيع الإجمالي أعلى من التكلفة، ويحدد السعر حسب اتفاق بين طرفي البيع (بوجلال، 1990، صفحة 38).

يكون عقد المراجعة جائزاً شرعاً إذا تم من خلال إحدى الطريقتين: الأولى هي أن يتم البيع من خلال المساومة (بمعنى عدم ذكر تكلفة المنتج للمشتري، بل يتم الاتفاق على سعر البيع من خلال المساومة). أما الطريقة الثانية

فتكون من خلال بيع الأمانة، حيث هنا يثق المشتري بالبائع في الكشف عن التكلفة الحقيقية للمنتج، ويقوم باقتراح سعر للبائع بالارتكاز على تكلفة المنتج (Saad, Ibrahim, & Napiah, 2016, p. 03) .

يمكن أيضاً أن تعرف صكوك المراجعة بأنها: وثائق متساوية القيمة تصدر من أجل تمويل عملية شراء وفق لصيغة المراجعة، بحيث يصبح حملة الصكوك ملاك السلعة المشتراة.

وتستمد المراجعة لكونها نوع من البيوع مشروعيتها من الكتاب والسنة النبوية، حيث نستدل بقوله تعالى: ((وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا)) (الآية 275، سورة البقرة).

5.2 صكوك المضاربة:

تعرف المضاربة على أنها: صيغة تمويل إسلامية أين يقوم بمقتضاها أحد الشركاء بتوفير رأس المال (رب المال) بينما يستثمره الشريك الآخر (المضارب) في مشروع تجاري، على أن يتم تقاسم الأرباح وفقاً لنسبة مئوية محددة مسبقاً.

يتألف عقد المضاربة من طرفين أو أكثر، على أن تحمل مقدم رأس المال الخسارة إن وجدت. كما أنه في حالة عدم تحقيق الربح لصاحب المال رأس ماله ويضيق جهد المضارب (Bhalti, 2011, p. 03) .

تعرف أيضاً صكوك المضاربة على أنها: أوراق مالية تمثل حصصاً شائعة من مال جمع من أجل استثماره والحصول على عوائد، تصدر هذه السندات من طرف المضارب أو شخص يعمل لحسابه، تكون هذه الأوراق قابلة للتداول والتحويل إلى سيولة (بدران، 2014، صفحة 36) .

هناك أنواع عديدة من صكوك المضاربة، تتمثل أهمها في صكوك المضاربة المطلقة وصكوك المضاربة المقيدة.

أ- صكوك المضاربة المطلقة:

تتميز هذه الصكوك بأنها لا يخصص فيها حملة الصكوك مشروعاً معيناً، وإنما يكون المضارب حر في اختيار المشروع المناسب حسب خبرته، فهذه الصكوك لا تكون مقيدة بزمن ولا مكان ولا نوع الاستثمار. (قحف، 1989، صفحة 44).

ب- صكوك المضاربة المقيدة:

صكوك المضاربة المقيدة هي التي يخصص فيها حملة الصكوك مشروعاً معيناً أو مجالاً معيناً يستثمر فيه المضارب أموال المضاربة، ولا يحق له الخروج عن حدود العقد وإلا كان باطلاً، إضافة إلى ذلك تكون هذه الصكوك محددة بمدة معينة ضمن العقد (قحف، 1989، صفحة 45).

تستمد المضاربة مشروعيتها من القرآن و السنة، بحيث نستدل من قوله تعالى: ((وآخرون يضربون في الأرض يبتغون من فضل الله)) (الآية 20، سورة المزمل).

كما جاء في حديث صهيب رضي الله عنه أن النبي ﷺ قال: ((ثلاث فيهن البركة: البيع لأجل والمقارضة وخلق البر بالشعير للبيت لا للبيع))، كما تعامل الصحابة رضي الله عنهم بالمضاربة، ولم يكن فيهم مخالف في ذلك، والأمة أجمعت من بعدهم جيلاً بعد جيل على جوازها.

6.2 صكوك المزارعة:

تعني المزارعة كنشاط عقد شراكة بين طرفين على أن يمتلك أحدهما الأرض ورأس المال، ويكون للطرف الآخر مهمة القيام بالعمل أي الزراعة، حيث يتفق الطرفان بموجب العقد على اقتسام المحصول بنسب محددة مسبقاً في حدود العقد المبرم بينهما.

مما سبق يمكن أن تعرف صكوك المزارعة بأنها: وثائق ذات حصص شائعة يتم إصدارها في سبيل استخدام الحويلة من الاكتتاب فيها في تمويل مشاريع على أساس صيغة المزارعة، بحث يكون مصدر الصك هو صاحب الأرض، ويصبح بذلك حملة الصكوك هم المزارعين أو أصحاب العمل الذين تكون لهم حصة معروفة من المحصول الزراعي، ويتم تحديد في نشرة إصدار الصكوك كافة التفاصيل الخاصة بالأرض وتكلفتها (بدران، 2014، صفحة 40).

شروط المزارعة عند المالكية (النفاوي، 1995، صفحة 127):

- سلامة من كراء الأرض بأجر ممنوع كرائها به.
- عدم مقابلة الأرض بعضها لبذر، أو طعام ولو لم تنبت الأرض مثل العسل، أو لما تنبت الأرض، وليس بطعام مثل القطن إلا الخشب.
- لا بد من كراء الأرض بالذهب أو الفضة أو عقد تجاري أو حيوان.
- لا بد من كزن البذر من صاحب العمل والأرض معاً، وإلا فسدت المزارعة شرعاً.

7.2 صكوك المساقاة:

يعني عقد المساقاة شكل من أشكال المشاركة بين الذي يمتلك الزرع والعامل العارف بشؤون الزراعة، حيث يلتزم العامل بالقيام بعمليات السقي والتأبير والتسميد الذي يحتاجها الزرع، وكذا المحافظة والعناية به، ذلك خلال مدة معلومة بين المتعاقدين مقابل جزء من الغلة، بما هو متفق عليه عند الإكتتاب (الغريب، 1991، صفحة 181).

تعرف صكوك المساقاة بأنها: وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في العناية بالزراع والإنفاق عليه على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من الغلة وفق العقد (خوني و حساني، 2011، صفحة 16).

8.2 صكوك المغارسة:

عرف ابن رشد المغارسة على أنها: أن يعطي الرجل أرضه لرجل على أن يغرس فيه عدد من الثمار معلوما، فإذا استحق الشريكان للغراس جزء من الأرض متفق عليه (ناصر، تطوير صيغ التمويل قصيرة الأجل للبنوك الإسلامية مع دراسة تطبيقية حول مجموعة من البنوك الإسلامية، 2002، صفحة 121).

ولجواز المغارسة شرعا يجب مراعاة توفر العوامل التالية: أن يغرس العامل في الأرض أشجارا ثابتة الأصول دون زرع أو بقول، أن تتفق أصناف الشجر أو تتقارب في مدة إطعامها، وأن لا يكون أجلها إلى سنوات كثيرة، وأخيرا أن لا تكون المغارسة في أرض موقوفة (ناصر، 2011، صفحة 3).

وبالتالي صكوك المغارسة عبارة عن شهادات متساوية القيمة يتم إصدارها من أجل استعمال حصيلتها في غرس أشجار و الحرص على توفير كل ما يتطلبه الغرس من نفقات على أساس ما ينص عليه عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حق في الأرض والغرس، على أن يكون الشخص المصدر للصكوك مالك لأرض صالحة لغرس الأشجار ويكون المكتتبون فيها هم المغارسون، أما حصيلة الاكتتاب فهي تمثل تكلفة الغرس (Azmat, Skully, & Brown, 2014, p. 126).

أما بالنسبة لمشروعيتها فهي جائزة شرعا عند المذهب المالكي بشروط، ومن شروطها أن يكون الشجر من صنف واحد أو متقارب و ليس لمدة طويلة (المصري، 2007، صفحة 232).

9.2 صكوك الوكالة:

تعرف صكوك الوكالة على أنها: سندات متساوية القيمة تمثل مشروعات أو أنشطة استثمارية أو مشاريع يديرها وكيل معين من طرف حملة الصكوك على أساس الوكالة بالاستثمار. وتشبه هذه الصكوك صكوك المضاربة، إلا أنه ضمن صيغة الوكالة يتحصل الوكيل على أجر ثابت مقابلة إدارته للصكوك دون أن يكون له حصة محددة من ربح السندات إلا ما ترتب عن اتفاق أولي مع حملة الصكوك (Lackmann, 2015, p. 13).

3- آلية إصدار الصكوك الإسلامية و تداولها في سوق الأوراق المالية:

تقع على عاتق المهندسين الماليين مسؤولية ابتكار أدوات مالية اسلامية، تجمع ما بين تحقيق مقاصد الشريعة الإسلامية المثالية، وقابلية هذه الأدوات المالية للعمل بما على أرض الواقع، مع مراعاة جانب المخاطر المرتبط بالورقة المالية المبتكرة، وذلك من خلال انتهاج استراتيجيات دقيقة، تطبق وفق مراحل معينة. نتطرق لها من خلال ما يلي:

1.3 الجهات المتدخلة في عملية اصدار الصكوك الإسلامية:

تمر مرحلة التصكيك بجملة من الإجراءات والمراحل بداية من مرحلة تجميع الأصول المالية إلى مرحلة إصدار ورقة مالية مطابقة لمعايير الشريعة الإسلامية، وقابلة للتداول على مستوى السوق الثانوي.

نذكر فيما يلي الجهات المتدخلة في عملية الإصدار وهي (Hassan, 2012, pp. 7-9):

- **مصدر الصك (The issuer of Sukuk):** وهو من يستخدم حصيلة الاكتتاب، ومصدر الصك قد يكون شخص أو شركة أو حكومة أو مؤسسة مالية. المصدر هو الذي يقوم بعملية البيع للشركة ذات الغرض الخاص
- **الشركة ذات الغرض الخاص (The Special Purpose Vehicle):** هي مؤسسة منشأة خصيصا لعملية التصكيك (Securitisation) وإدارة الإصدارات، تقوم المؤسسة ذات الغرض الخاص بشراء الأصول من المصدر، وفي بعض الأحيان تكون الشركة هي نفسها المصدر. إذ يمكن أن تنوب المؤسسة عن المصدر الأصلي مقابل عمولة تحددها نشرة الإصدار.
- **بنوك الاستثمار (Investment banks):** تتصرف هذه المؤسسات المالية مثل وكلاء الإصدار لخدمات الاكتتاب، ويتم توفير هذه الخدمات من طرف نقابات البنوك الإسلامية، أو البنوك التقليدية التي تمتلك نوافذ تمويل إسلامي.
- **مشترى الصكوك (The Suscribers of Sukuk):** يمكن أن يكون مشتري الصك مجموعة من الأفراد، بنك، مؤسسات محلية أو عالمية، من خصائص مشتري الصك أنه يتمتع بسيولة مرتفعة غير مستغلة، مما قد يجعله إلى الاستثمار عن طريق شراء صكوك إسلامية، وذلك من أجل تحقيق عوائد مالية مرتفعة نسبيا مقارنة مع فرص الاستثمار العادية، ومن جهة أخرى الحرص على الاستثمار في أوراق مالية سهلة البيع على مستوى السوق الثانوية.
- **المتعهد بالدفع (The Obligator):** هو المدين التعاقدى الذي يتعهد بدفع التدفقات النقدية المترتبة عن الأصول المورقة.
- **مدير الاستثمار (The investment manager):** يعين مدير الاستثمار من طرف المصدرين من أجل إدارة عملية التداول للصكوك الإسلامية، يمكن أن يكون مدير الاستثمار مؤسسة مالية أو فرد.
- **أمين الاستثمار:** هو عبارة عن مؤسسة مالية وسيط بين المصدر والمستثمر في الصكوك، حيث تقوم هذه المؤسسة بحماية حقوق ومصالح حملة الصكوك، والاحتفاظ بالوثائق على أساس عقد وكالة، ويكون الأجر محدد في نشرة الإصدار.
- **مقدم خدمة تحسين الائتمان (The credit enhancement provider):** تقوم هذه الهيئة المالية بتوفير خدمة تحسين الجودة الائتمانية، إما عن طريق الضمانات أو التكافل أو غيرها من الآليات المعتمدة من

طرف هذا النوع من المؤسسات من أجل العمل على تحسين التصنيف الائتماني للورقة المالية، وبالتالي زيادة الطلب عليها.

- **مؤسسات التصنيف الدولية (Rating agencies):** تقوم هذه الوكالات بدور أساسي في عملية التصنيف للإصدارات المالية المتداول على مستوى سوق رأس المال متوسط و طويل الأجل، وبالتالي العمل على تحديد السعر العادل للورقة المالية المصدرة، من أهم الوكالات العالمية Moody's, Standard & Poorsk، Fitsh، إضافة إلى وكالات تصنيف إسلامية. والتي تعمل على تصنيف الجودة الشرعية أيضا، مثل الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف IIRA، الوكالة الماليزية للتصنيف RAM. وفيما يلي جدول يوضح العلاقة البنينة بين أطراف عملية التصكيك.

جدول رقم 1-2: العلاقة البنينة بين أطراف عملية التصكيك

العلاقة البنينة لأطراف عملية التصكيك		
أطراف عملية التصكيك	أطراف عملية التصكيك	طبيعة العلاقة
المصدر الأصلي	شركة ذات الغرض الخاص	بيع فعلي مباشر بأجل
شركة ذات الغرض الخاص	الجهة المسؤولة عن تحصيل محفظة الصكوك	وكالة
شركة ذات الغرض الخاص	الامين	تجارة
شركة ذات الغرض الخاص	المستثمرون (حملة الصكوك)	مضاربة مقيدة/مشاركة/وكالة
شركة ذات الغرض الخاص	المروج	بيع بعمولة (سمسة/وكالة)
شركة ذات الغرض الخاص	المغطي	بيع بخصم مسموح به
شركة ذات الغرض الخاص	الجهة المقدمة للضمان	تبرع
شركة ذات الغرض الخاص	المحاسب	تجارة

المصدر: (غزال، 2013، صفحة 160).

2.3 مراحل عملية اصدار الصكوك الإسلامية:

تعد عملية اصدار الصكوك الإسلامية حلقة الوصل بين المصدرين والمستثمرين، لهذا يتوجب على تقوم هذه العملية بدرجة عالية من الدقة، وتشمل عملية اصدار الصكوك على خطوات محورية يمكن تلخيصها في ثلاثة مراحل وهي: مرحلة تنظيم الاصدار، مرحلة الاكتتاب، ومرحلة ما بعد الاكتتاب.

أ- مرحلة تنظيم الإصدار:

تمثل هذه المرحلة في إعداد التصور الهيكلي الذي يوضح عملية الاستثمار عن طريق الصكوك الإسلامية، والقيام بدراسة دقيقة للجانب القانوني، وإلقاء الضوء على الاجراءات الازمة من أجل تفادي الوقوع في الثغرات القانونية، أو هيكله أوراق مالية فاشلة من جهة، ومنافية لقوانين الشريعة الإسلامية من جهة أخرى.

كما يتم من خلال هذه المرحلة دراسة جدوى الاستثمار، كما يجدر الإشارة إلى أنه يتم إدراج كل هذه التفاصيل ضمن نشرة الإصدار مع تحديد كل الاتفاقيات التي تنص على حقوق حملة الصكوك، وواجبات الجهات المختلفة المتدخلة في عملية الاصدار (أبو غدة، 2005، صفحة 93).

تتم عملية تنظيم الاكتتاب في الصكوك الإسلامية المراد إصدارها من طرف الجهة القائمة بعملية الإصدار، وفي غالبية الأحيان تقوم الجهة الراغبة في الإصدار بالاستعانة بمؤسسة ذات خبرة في عملية تولي تنظيم الاكتتاب. وبالمقابل يتم دفع رسوم في شكل أجل إلى هذه المؤسسة من طرف المصدرين، كما يتم الحرص على الاستعانة ببيئة شرعية خاصة لضمان الانضباط واحترام معايير الشريعة الإسلامية المنظمة للتمويل الإسلامي حسب الأسس المعروفة (الجوادي، 2014، صفحة 54).

تتولى الجهة المنظمة لعملية اصدار الصكوك الإسلامية مجموعة من المهام، سواء كانت هذه الجهة ممثلة من طرف المصدرين كأشخاص، أو من طرف الشركة الخاصة (Special Purpose Vehicle SVP) ذات الخبرة اللازمة:

- ❖ تتولى الجهة المنظمة للاكتتاب مهمة تمثيل حملة الصكوك الإسلامية وحماية حقوقهم.
- ❖ طرح الصكوك من أجل الاكتتاب فيها، وتحصيل أموال الاكتتاب المترتبة عن عملية الإصدار من أجل تمويل موجودات الممثلة بالصكوك.
- ❖ تسويق الصكوك الإسلامية، حيث تميز بين بيع الصكوك مباشرة إلى الجمهور أو بيعها جملة إلى المستثمر الذي يكون في هذه الحالة عبارة عن بنك أو مجموعة من البنوك التي تلعب دور الوسيط.
- ❖ التعهد بتغطية الاكتتاب، حيث أنه قد لا يتم الاكتتاب بكامل الصكوك الإسلامية المصدرة، وهنا يتوجب وجود طرف يلتزم بتغطية الاكتتاب لهذا الجزء غير المكتتب فيه من الأوراق المالية.

ب- مرحلة الاكتتاب:

تقوم الجهة المصدرة بإنشاء شركة ذات الغرض الخاص التي يوكل لها مهمة إعادة تصنيف الأصول، وتقسيمها إلى مجموعات متجانسة تستجيب لرغبات المستثمرين. فعندما تحتاج الجهة المصدرة إلى التمويل، تقوم بتصكيك أصول الشركة من الأصول العينية أو المنافع أو الخدمات تقوم بالمراحل التالية (الشايحي و الحجى، 2005، صفحة 920):

تحويل أحد الأصول المراد تصكيكها إلى الشركة ذات الغرض الخاص من أجل اصدار الأوراق المالية وطرحها للاكتتاب العام، ففي حالة عدم حوزة الجهة المصدرة للصكوك على الأصول الأولية يقومون بشرائها أو بنائها إذا كانت أعيان أم شراء منافع الأصول عن طريق استئجار الموجودات، أو امتلاكها في حالة ما إذا كان التصكيك سوف يتعلق بمنافع، وفي حالة تصكيك الخدمات لا بد على الجهة المصدرة من شراء تلك الخدمات بمواصفات معينة، ولفترة معينة حتى تتمكن من تحويلها إلى صكوك.

المراد بمرحلة الاكتتاب هو مرحلة التعاقد الفعلي بين طرفي العقد، حيث يعرف الاكتتاب على أنه عقد الزامي لجانين، يلتزم بمقتضاه المكتتب بالدخول في شركة بصفة مساهم في رأس المال بنسبة تتحدد بعدد الأسهم المكتتب بها (الجوادي، 2014، صفحة 60).

ولاكتتاب أي عقد يتوجب فيه الايجاب والقبول، بحيث يعني الايجاب الإعلان الصادر عن المؤسسين موجهها للجمهور، ويكون محتوى هذا الإعلان دعوة هؤلاء الجمهور إلى المساهمة في رأس المال، أما القبول فهو فعل توقيع المكتتب لوثيقة الاكتتاب (فرعون، 2000، صفحة 290).

حيث خلال هذه المرحلة يتم التعاقد الفعلي بين طرفي عملية الاكتتاب سواء عامة أين تطرح هذه الصكوك للجمهور ليتم الاكتتاب فيها مباشرة، حيث يحق لأي طرف أم يكتتب بعدد من الأوراق حسب إرادته على ألا يفوق العدد المسموح فيه، كما يمكن أن يتم الاكتتاب بطريقة خاصة أين يقوم المصدرين بالتعامل مع المستثمرين منفردين لتغطية الاكتتاب معهم، إضافة إلى ذلك يتحدد لكل عملية اصدار تاريخ بداية اكتتاب وتاريخ إقفال، كما يكون سعر الاكتتاب محدد وثابت.

ج- مرحلة ما بعد الاكتتاب:

خلال هذه المرحلة يتم تقييم حصيلة مرحلة الاكتتاب، في حالة كون حصيلة الاكتتاب مساوية لقيمة رأس المال فالإشكال غير مطروح، أما في حالة كون حصيلة الاكتتاب أكبر من قيمة رأس المال المتاح للاستثمار يجب

على الجهة المصدرة القيام بتوزيع الوحدات للمكتبتين بنسبة ما اكتتبوا به وإعادة الفوائض إلى أصحابها (اللجنة العامة للرقابة المالية، 2019، صفحة 19).

أما في حالة عدم تغطية الإصدار (بمعنى أن المبالغ المكتتب بها أقل من رأس المال) تنتهج الجهة المصدرة أحد الطرق التالية من أجل حل مشكلة عدم تغطية الإصدار (الجوادي، 2014، صفحة 62):

- ❖ تمديد فترة الاكتتاب.
- ❖ اللجوء على متعهد لتغطية الاكتتاب.
- ❖ تخفيض رأس مال الإصدار إلى الحد الأدنى الذي تم الاكتتاب فيه.
- ❖ العدول عن الاكتتاب في حالة ما إذا كان عدم التغطية 50% من رأس امال المطروح.
- ❖ مشاركة المصدر في الاكتتاب من أجل التغطية ما إذا تم الإشارة على ذلك ضمن نشرة الاكتتاب.

بعد إتمام الإصدار وبيع الصكوك إلى المستثمرين يستمر عمل الجهة المتكفلة بتنظيم والاشراف على الاكتتاب في الصكوك، حيث تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بإدارة محفظة الصكوك (في حالة ما لم يوكل المصدرون الأصليون هذه المهمة إلى طرف آخر)، حيث تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بتجميع العوائد الدورية المترتبة عن الأصول وتوزيعها على المستثمرين (زعتري، 2009، صفحة 29).

د- إطفاء الصكوك الإسلامية:

بالنسبة للسندات التقليدية يقصد بعملية الإطفاء دفع قيمتها الاسمية بالإضافة إلى الفوائد المترتب عنها في التواريخ المحددة في نشرة الإصدار، لكن عندما يتعلق الأمر بالصكوك الإسلامية أو صكوك الاستثمار فيقصد بعملية الإطفاء أو الاسترداد استرداد لمال المضاربة من لدن رب المال في صكوك المقارضة، أو استرجاع قيمة المبلغ المالي المشارك به في المشروع من طرف الوكيل والذي هو مصدر الصك أو الشريك في مختلف صكوك الاستثمار. وبالتالي يمكن تعريف عملية إطفاء الصكوك بالية التي تسمح بتوزيع موجوداتها على حملة الصكوك أو بيعها للمصدر أو غيره، وتوزيع حصيلة بيعها على حملة الصكوك، على أن يتم التقسيم بناء على نسبة ملكية حملة الصكوك (الموسى و سيلا، 2016، صفحة 84).

نميز بين الطرق التالية لعملية إطفاء أو استرداد الصكوك الإسلامية، كالتالي:

- ❖ **طريقة الإطفاء بالتنقيض (التصفية):** من خلال هذه الالية يتم تخصيص مبلغ معين خاص للإطفاء من أجل أن يدفع مرة واحدة للقيمة الفعلية للصك، وعلى أن تدفع أرباحه لحملة الصكوك في تاريخ معين (الجورية، 2009، صفحة 48).

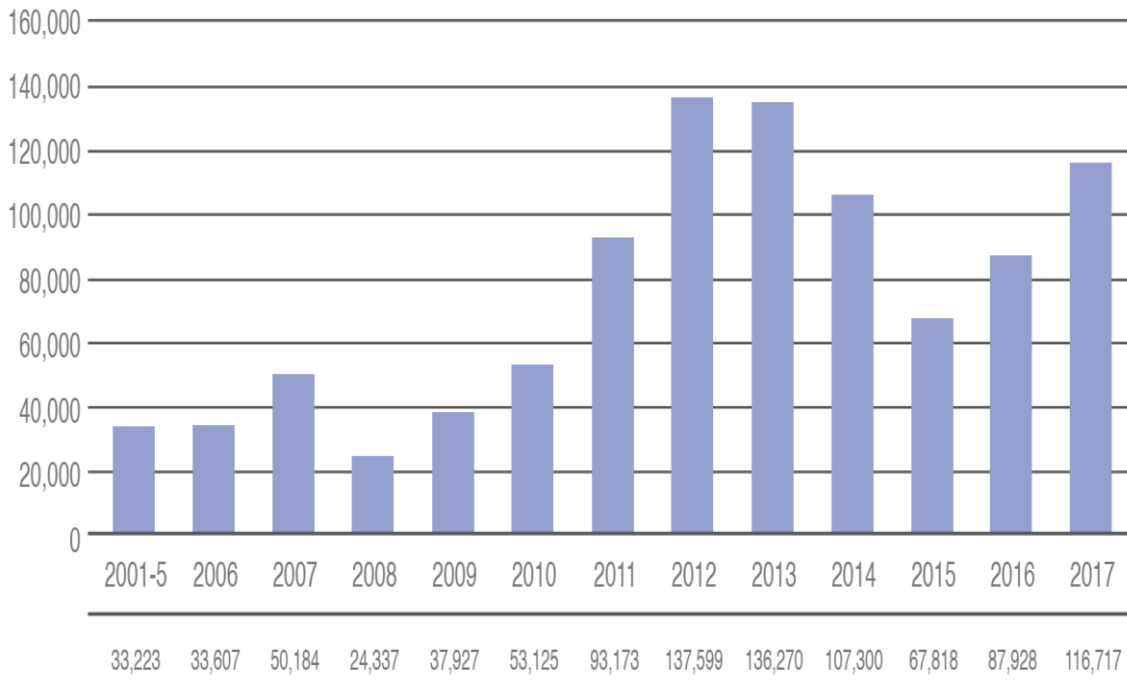
❖ طريقة الإطفاء بالتقويم الدوري: في هذه الحالة يكون الدفع بشكل دوري، وتعد المبالغ المدفوعة دفعات تحت الحساب، حيث تنزل القيمة المطفأة من الصك من أصل قيمته الاسمية، وهنا على عكس الحالة السابقة يقسم العائد إلى قسمين: قسم يوزع على أصحاب الصكوك كأرباح، أما القسم الثاني فيعود إليهم مقابل الإطفاء الجزئي لقيمة الصك، وفي نهاية فترة الإصدار يكون حملة الصكوك قد استردوا أصل قيمة الصك مع أرباحه. (الجورية، 2009، صفحة 48)

❖ تمليك الموجودات: ويكون التمليك بالهبة أو بضمن رمزي، أو بالقيمة المتبقية في صورة صكوك الإجارة التي تنتهي بالتمليك (الموسى و سيلا، 2016، صفحة 85).

3.3 نماذج آلية إصدار الصكوك الإسلامية:

من أجل القاء الضوء على واقع الصكوك الإسلامية، ورسم صورة دقيقة ومعبرة عن مكانة واقع الصكوك كأداة تمويلية و استثمارية بديلة للسندات التقليدية، نتطرق فيما يلي إلى تحليل تطور إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية عالمياً، مع التركيز على صيغة التمويل الإسلامية المنتهجة في هيكله أنواع هذه الصكوك، وهذا ما توضحه الأشكال البيانية الآتية.

شكل رقم 1-5: تطور إجمالي إصدار الصكوك الإسلامية في العالم خلال الفترة (2001-2017)



المصدر: مجمع بيانات السوق المالية الدولية الإسلامية (IIFM, 2018)

في ظل التحديات والظروف العالمية التي شاهدها الأسواق المالية، فقد بلغت الإصدارات الجديدة للصكوك عام 2017 أرقام عالية مقارنة بما سبق من الإصدارات خلال السنوات الماضية خاصة في ظل الظروف العويصة التي مر بها الاقتصاد العالمي نظرا للتضرر العنيف من الأزمة العالمية لسنة 2008.

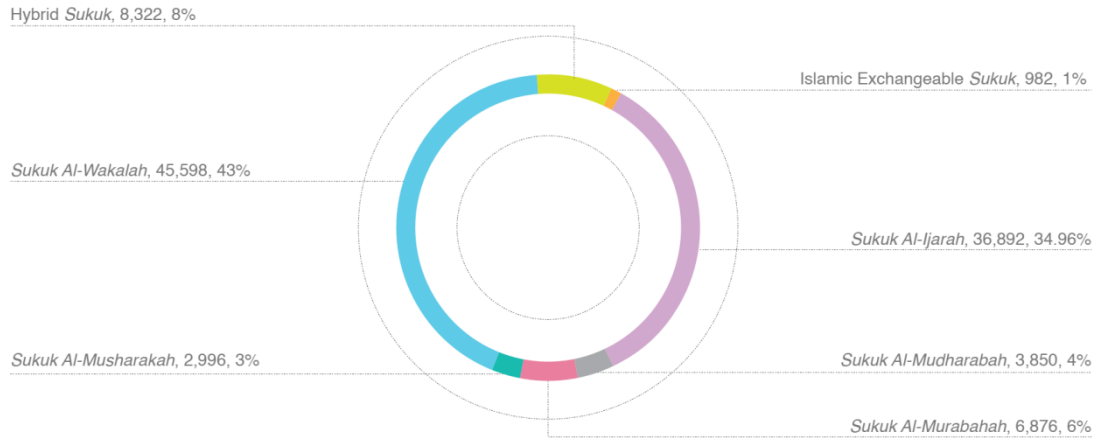
ويوضح الشكل أعلاه تطور إجمالي اصدار الصكوك الإسلامية في العالم خلال الفترة الممتدة من 2001 إلى 2017، وذلك من أجل إعطاء صورة واضحة للإصدارات العالمية. ونلاحظ من خلال الشكل البياني أن إجمالي اصدار الصكوك الإسلامية العالمية في بداية الفترة انحصر بين 24.3 مليار دولار و 53.1 مليار دولار خلال الفترة (2001-2010)، إذ كانت سنة 2008 أقل الإصدارات الدولية بـ 24.3 مليار دولار، ثم انتقلت الإصدارات إلى 93.1 مليار دولار سنة 2011، وهو ارتفاع كبير مقدر بـ 40 مليار دولار خلال سنة واحدة.

كما يشير الشكل البياني إلى كون سنة 2012 و 2013 سنوات أعلى الإصدارات بما يقدر بحوالي 140 مليار دولار أمريكي، و 107 مليار دولار سنة 2014، وهو رقم جيد نسبيا مقارنة بالانخفاض الكبير في أسعار النفط. كما نلاحظ انهيار حجم الإصدارات سنة 2015 وهو ما يتزامن مع توقف البنك المركزي الماليزي (Negara Bank) عن اصدار الصكوك ما أثر عالميا على سوق الصكوك الإسلامية.

بلغ إجمالي الإصدار العالمي 116.7 مليار دولار أمريكي في عام 2017، فارتفع إصدار الصكوك العالمية من 87.9 مليار دولار أمريكي في عام 2016 إلى 116.7 مليار دولار أمريكي في عام 2017، وهي قفزة مثيرة للإعجاب بحوالي 32% في حجم الاصدارات.

وقد تعود الزيادة في الحجم خلال عام 2017 بشكل رئيسي إلى إصدارات الصكوك السيادية من المملكة العربية السعودية إلى جانب الإصدارات الثابتة من آسيا ودول مجلس التعاون الخليجي وأفريقيا وبعض السلطات القضائية الأخرى، إلا أنه تواصل ماليزيا بالسيطرة على سوق الصكوك، على الرغم من تواجد صكوك في السوق عالميا مصدرة من دول أخرى مثل إندونيسيا والإمارات وإلى حد ما من تركيا (IIFM, 2018, p. 23).

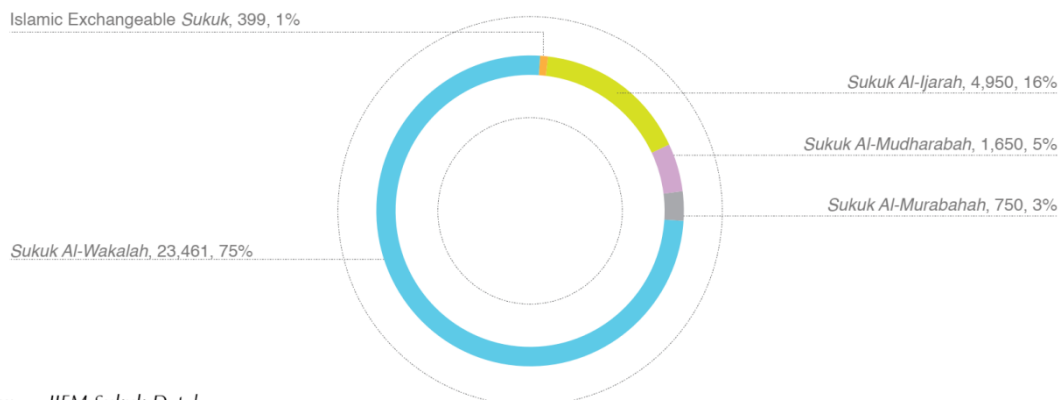
شكل رقم 1-6: اصدار الصكوك الإسلامية العالمي حسب صيغة التمويل المعتمدة من 2010-2015:



المصدر: مجمع بيانات السوق المالية الإسلامية الدولية (IIFM, 2018, p. 48)

يوضح الشكل رقم 1-6 حصة كل نوع من أنواع الصكوك الإسلامية في العالم خلال الفترة 2010-2015، حيث يتضح أنه حصة صكوك الوكالة من إجمالي الاصدارات شكلت حوالي 64٪، لتليها صكوك الاجارة بـ 34٪، ثم الصكوك الهجينة، صكوك المرابحة، صكوك المضاربة، صكوك المشاركة بـ 8٪، 6٪، 4٪، 3٪ على التوالي لتليها أخيرا الصكوك القابلة للتحويل بـ 1٪ من إجمالي الاصدار العالمي.

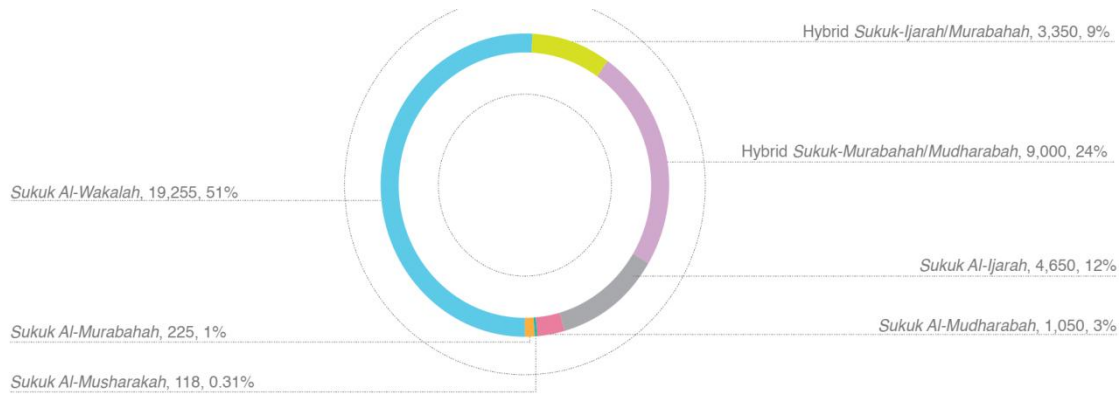
شكل رقم 1-7: اصدار الصكوك العالمي حسب صيغة التمويل خلال سنة 2016



المصدر: مجمع بيانات السوق المالية الإسلامية الدولية (IIFM, 2018, p. 49)

يوضح الشكل رقم 1-7 أنه سيطرت صكوك الوكالة على سوق الصكوك العالمي بـ 75٪ وبقيمة 23.4 مليار دولار أمريكي، ثم تلتها صكوك الاجارة بنسبة 16٪ وما يقارب 5 مليار دولار، أما صكوك المضاربة والمرابحة فبلغت 5٪ و 3٪ على الترتيب من الاصدارات العالمية، كما نلاحظ غياب أي اصدار للصكوك الهجينة في السوق سنة 2016.

شكل رقم 1-8: اصدارات الصكوك العالمية حسب صيغة التمويل خلال سنة 2017

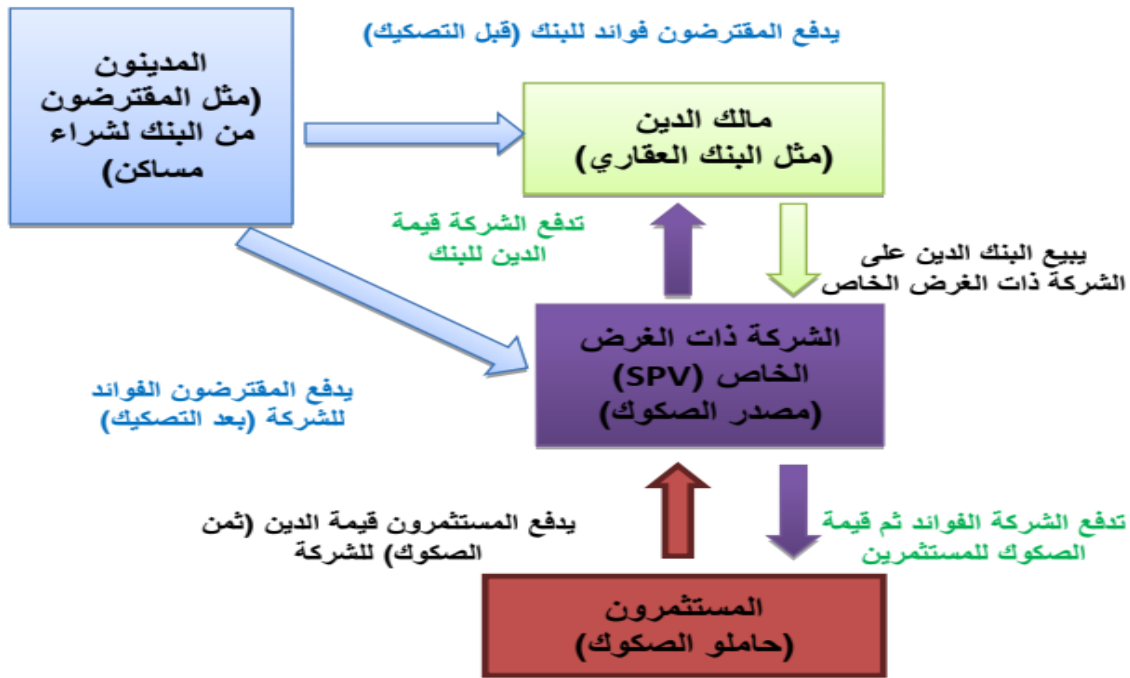


المصدر: مجمع بيانات السوق المالية الدولية الاسلامية (IIFM, 2018, p. 49)

من خلال الشكل رقم 1-8 الذي يمثل اجمالي اصدارات الصكوك حسب صيغة التمويل في العالم خلال سنة 2017 نلاحظ أنه استمرت صكوك الوكالة بصدارة اجمالي الاصدارات العالمية خلال هذه الفترة، حيث بلغت حصة صكوك الوكالة 19.2 مليار دولار أمريكي أي ما يقابل 51% من إجمالي الإصدارات الدولية، لتليها الصكوك الهجينة، حيث وضحت هيئة السوق المالية الدولية الاسلامية من خلال تقاريرها السنوية أنه أدى إصدار صكوك المملكة العربية السعودية البالغة 9.00 مليار دولار أمريكي إلى طرح نوع جديد من الصكوك المتمثل في هيكل هجين يتكون من المضاربة والمراجحة بحصة 24% من إجمالي الصكوك الإصدارات (IIFM, 2018, p. 51). أما الصكوك الهجينة بين المراجحة والاجارة فبلغت 9 من الاصدارات الكلية، إضافة إلى 3% و1% من المضاربة والمراجحة على الترتيب.

فيما يتعلق بإصدار الصكوك وفق الصيغة التمويلية المتبعة، فنجد صكوك الاجارة في الصدارة دولياً، فالاجارة تعد أكثر الهياكل الشعبية المتبعة لإصدار الصكوك.

شكل رقم 1-9: نموذج اصدار الصكوك عامة



المصدر: (العمراني و السحيباني، 2013، صفحة 12)

4.3 ضوابط اصدار الصكوك الإسلامية كما حددها مجمع الفقه الإسلامي:

قام مجمع الفقه الإسلامي بوضع مجموعة من المعايير والتوضيحات المنظمة لعملية اصدار الصكوك الإسلامية، حتى تتم الآلية بصفة ناجحة وموافقة لمعايير الشريعة الإسلامية وتجنب الوقوع في الالتباس، نذكر أهم التوصيات التي أفضت إليها الدورة الخامسة والمذكورة في القرار رقم 30 كالتالي (مجمع الفقه الإسلامي الدولي، 1988):

الضابط الأول:

- يمثل الصك ملكية معلومة ومعروفة في المشروع الذي أصدرت الصكوك لتمويله.
- ملكية حامل الصك ملكية شائعة محددة، وتستمر هذه الملكية مدة تواجد المشروع، كما يترتب على ملكية حامل الصك جميع الحقوق والواجبات المشروعة في الدين الإسلامي والتي تختلف من بيع وهبة ورهن وإرث ووقف.

الضابط الثاني:

- أن يكون إصدار الصكوك الإسلامية وفق صيغة من صيغ التمويل الإسلامية.

الضابط الثالث:

- تحدد نشرة الإصدار جميع التفاصيل المتعلقة بالاكْتتاب، حيث يجب توفر عنصري الإيجاب والقبول.

المبحث الثالث: الدراسات السابقة

اعتمدت الباحثة في انتاجها العلمي هذا على العديد من الدراسات التي اهتمت بالصكوك الاسلامية وعلاقتها بالأسواق المالية. ومهما اختلفت هذه الدراسات من حيث المنهج، إلا أنها تشترك في كونها تهدف إلى البحث عن طبيعة العلاقة بين الأوراق المالية الإسلامية ونظيرتها التقليدية، ومحاولة تحليل أثر الواحدة على الأخرى. مع التركيز على دراسة نوع التأثير وكيفية استجابة أسواق الأوراق المالية التقليدية إلى التطاير، الصدمات، التغيرات السعرية التي تطرأ على الصكوك الإسلامية في ظل تغيرات البيئة الاقتصادية عامة من أزمات مالية، إلى تأثير أبسط المتغيرات الاقتصادية.

اضافة إلى ذلك تهدف الدراسات المعتمد عليها في أغلبها إلى الكشف عن ما مدى كون الصكوك الاسلامية ورقة تحقق التنوع الجيد لمحفظة المستثمر.

ونظرا لاختلاف أوجه النظر إلى الموضوع من طرف الباحثين وذوي الاختصاص من حيث اختيار المؤشرات الممثلة للسوق المالي، وكذا نوع الدراسة القياسية المعتمدة. ارتأت الباحثة ضرورة تقسيم الدراسات السابقة المعتمد عليها في دراستنا إلى دراسات اعتمدت على تحليل طبيعة العلاقة بين الصكوك الاسلامية و الصكوك التقليدية، ودراسات بحثت في العلاقة بين الصكوك الاسلامية و الأسهم .

- **a study of Cevik & Bugan (2018), Regime dependent relation between islamic and conventional financial markets, borsa istanbul review.**

قام الباحثان بدراسة الارتباط و تحليل طبيعة العلاقة بين الأسواق المالية الاسلامية و نظيرها التقليدي من خلال دراسة تحت عنوان Regime dependent relation between islamic and conventional financial markets، وذلك بتطبيق نموذج MS-VAR markov switching auto regressive model، خلال الفترة الممتدة 1999 - 2016.

استعمل الباحثان مؤشر داوجونز الاسلامي العام (Dow Jones Islamic Market Index) لتمثيل السوق المالي الاسلامي، ومؤشران آخران لمورغان وستانلي (Morgan & Stanley CapitalInternational) MSCI لتمثيل كل من الأسواق المالية التقليدية المتطورة و الأسواق المالية التقليدية الناشئة، حيث أخذت المعطيات اللازمة للدراسة من أسعار شهرية للأوراق المالية محل الدراسة من منصة مورغان وستانلي MSCI data base، وكذا منصة Google Finane.

ومن أهم نتائج الدراسة نذكر ما يلي:

- تشير سببية غرانجر و دوال الاستجابة الدفعية إلى وجود تأثير قوي لكل من الأسواق المالية التقليدية المتطورة والناشئة على السوق المالي الاسلامي.
- تكون استجابة السوق المالي الاسلامي للصدمات في السوق المالي التقليدي المتطور أقوى خلال مراحل اتجاه أسعار الأسواق المالية نحو الأسفل بانخفاض عام في الأسعار (Bear market)، مقارنة بمراحل ارتفاع الأسعار (Bull Market).
- استجابة السوق المالي الاسلامي للصدمات في السوق المالي التقليدي الناشئ أقوى خلال مراحل اتجاه أسعار السوق نحو الارتفاع (Bull Market)، مقارنة بمراحل نحو انخفاض عام في الأسعار (Bear market).
- رفض فرضية كون الأوراق المالية الاسلامية توفر الحماية الكاملة للمستثمر، و بالتالي فعلى المستثمر أو مسير المحفظة المالية إضافة أوراق مالية أخرى من أجل تنويع المحفظة.

- **a study of Djedovic & Ergun (2018), Modelling volatility spill over between conventional and islamic stock index in the United Kingdom, Journal of Management, Economics and Industrial Organization.**

قام الباحثون بدراسة التأثير المتبادل بين مؤشرات الأوراق المالية الإسلامية و نظيرتها التقليدية، من خلال بحث بعنوان *Modelling volatility spill over between conventional and islamic stock index in the United Kingdom*، حيث حاول الباحثون تحقيق مبتغى الدراسة من خلال تطبيق نموذج شعاع الانحدار الذاتي و دوال الاستجابة الدفعية التي تسمح بدراسة الأثر المتبادل بين المتغيرات الداخلية و الخارجية للدراسة. لجأ الباحثون إلى مؤشران لتمثيل السوقيين محل الدراسة، وهي: مؤشر داو جونز البريطاني التقليدي (GBDOW)، ومؤشر داو جونز البريطاني الإسلامي، كما أخذت الأسعار الشهرية من قاعدة بيانات Investing.com خلال الفترة الممتدة من 2010 - 2017.

توصل الباحثون إلى جملة من النتائج، نذكر أهمها فيما يلي:

- أشارت نتيجة تحليل VAR إلى وجود تأثير كبير لتقلب عوائد مؤشر داوجونز التقليدي في المملكة المتحدة على تقلب عائد المؤشر الإسلامي.

- أظهر التحليل أن لتقلب عوائد المؤشر الإسلامي تأثير على تقلب عوائد المؤشر التقليدي، مما يعني وجود تأثير ثنائي الاتجاه.
- أشارت النتائج إلى وجود انتقال التطاير بين أسواق الأوراق المالية التقليدية في المملكة المتحدة، وأسواق الأوراق المالية الإسلامية في الاتجاهين.
- تشير النتائج القياسية إلى أنه قد لا تكون أسواق الأوراق المالية الإسلامية طريقة آمنة للاستثمار، مقارنة بالنظير التقليدي، وبالتالي قد لا تحقق مكاسب التنوع المبتغاة من طرف المستثمرين.

- **a study of Shaheen & Shakeel (2018), Dependence of Sukuk index on Conventional Stock market of Pakistan, Paper presented at the 3rd International Conference on Emerging Trends in Engineering, Management and science.**

قام الباحثون بدراسة علاقة وارتباط الأسواق المالية الإسلامية بمؤشرات أسواق الأوراق المالية التقليدية في باكستان من خلال دراسة تحت عنوان Dependence of Sukuk index on Conventional Stock market of Pakistan، حيث استخدم الباحثون برنامج SPSS من أجل تطبيق نموذج الانحدار الخطي المتعدد لاكتشاف وجود ارتباط بين هذه الأسواق وقوة هذا الارتباط، ذلك بالاعتماد على الأسعار اليومية للمؤشرات محل الدراسة، وهي: KMI 30 indexes لتمثيل سوق الصكوك، وكل من KSE 30 و KSE All indices لتمثيل سوق الأوراق المالية التقليدية، ذلك خلال الفترة 2013 - 2018، إذ أخذت المعلومات من منصة ksestocks.com حيث تصل مجموعة الملاحظات إلى ملاحظة خلال فترة الدراسة.

توصل الباحثون من خلال دراستهم أنه هناك ارتباط معنوي موجب بين سوق الصكوك الإسلامية وسوق الأوراق المالية التقليدية، فعند ارتفاع أو انخفاض في مستويات أسعار كل من مؤشر KSE All indices و KSE 30، فيرتقب حدوث نفس التغيير في أسعار مؤشر KMI 30 indexes.

ينسب الباحثون قوة هذا الارتباط وتأثير الصكوك الإسلامية بالأوراق المالية التقليدية إلى كون هذه الأخيرة تمثل 85% من إجمالي الأدوات المالية المتداولة.

- a study Ahmed & Elsayed (2018), are islamic and conventional market decoupled:evidence from stock bond sukuk in malaysia, The Quarterly Review of Economics and Finance .

قام الباحثون بدراسة تحت عنوان are islamic and conventional market decoupled:evidence from stock bond sukuk in malaysia، من أجل الكشف عن مدى الارتباط بين الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية من خلال تحليل الترابط الديناميكي بين الأسهم، السندات والصكوك في ماليزيا خلال الفترة الممتدة من 3 جانفي 2007 إلى 31 مارس 2017.

تشير النتائج التحريبية للدراسة إلى مجموعة من النتائج، يتمثل أهمها فيما يلي:

- الأسواق التقليدية والإسلامية مترابطة للغاية، إذ تعتبر أسواق الأوراق المالية والسندات التقليدية هي المصدر الرئيسي المرسل للتدفقات spillover نحو الأسواق الأخرى، في حين أن سوق الصكوك يمثل سوق استلام لمستويات مختلفة من التدفقات والصدمات من سوق الأسهم والسندات خلال فترة الدراسة.
- متواضعة من حيث العائد.
- إن الارتباط بين سوق الصكوك وسوق السندات التقليدية قوي مقارنة بمستويات الارتباط في الأسواق الأخرى.
- ينسب الباحثون الارتباط بين الأسهم والسندات والصكوك وانتقال الصدمات من السوق التقليدي نحو نظيره الإسلامي إلى عوامل خارجية، مثل الأزمة المالية والتغيرات في النظام القانوني والبيئة السياسية المضطربة، إضافة إلى الطبيعة الهيكلية لبناء الصكوك الإسلامية والطبيعة التعاقدية لهذه الأوراق مقارنة بالأسهم و السندات.

- a study Shahzad, Aloui, Jammazi & Shahbaz (2018), Are Islamic bonds a good safe haven for stocks? Implications for portfolio management in a timevarying regime-switching copula framework, journal of Applied Economics.

يقدم الباحثون الدراسة المعنونة بـ Are Islamic bonds a good safe haven for stocks? Implications for portfolio management in a timevarying regime-switching copula framework، والتي تهدف إلى دراسة الآثار المترتبة عن إضافة الصكوك الإسلامية والأسهم الإسلامية إلى

محفظة استثمارية، وذلك عن طريق تطبيق نموذج ARMA-FIGARCH المرن بما فيه الكفاية، و الذي يسمح بنمذجة مثلى لقياس انتقال التطاير (volatility spillover) ما بين سوقي الأسهم والصكوك من جهة، وحساسية الأسهم، إلى إضافة الصكوك إلى المحفظة الإستثمارية المتداولة على مستوى الأسواق التالية: كندا، اليابان، الولايات المتحدة الأمريكية، المملكة المتحدة، حيث يشير الباحثون إلى استعمال مؤشر داوجونز للصكوك الإسلامية و داو جونز للأسهم و الأسهم الإسلامية الخاصة بكل سوق من أجل تمثيل كل من الصكوك، الأسهم الإسلامية وسوق الأوراق المالية عامة على الترتيب.

إضافة إلى ذلك اعتمد الباحثون على الملاحظات اليومية لأسعار الأوراق المالية محل الدراسة خلال الفترة الممتدة من الأول من أكتوبر 2005 إلى غاية 30 أبريل 2015، حيث أخذت المعلومات من موقع داتا ستريم (Data stream).

خلصت الدراسة القياسية بأنه على المستثمر الذي يسعى إلى تقليل المخاطر و زيادة الأرباح إدراج كل من الصكوك و الأسهم الإسلامية إلى المحفظة الإستثمارية من أجل حماية أفضل لإستثماراته، وزيادة درجة التنوع لمحفظته.

- **a study Mohamed, che-yahya, & Ishak (2017), Market Reactions Towards the Announcement of Sukuk Issuance: Evidence from Malaysian Market, Pengurusam Journal.**

قدم الباحثون بحث تحت عنوان Market Reactions Towards the Announcement of Sukuk Issuance: Evidence from Malaysian Market، إذ تهدف هذه الدراسة بالتحديد إلى معرفة ما إذا كانت إعلانات إصدار الصكوك تحمل أي معلومات جديدة يمكن أن تخلق تأثيراً على ردود أفعال السوق، باستخدام منهجية دراسة الأحداث القياسية لـ Brown and Warner (1985) بناءً على 115 إصدار صكوك بين عامي 2002 و 2013 (فترة 12 سنة)، والأسعار اليومية لمؤشر كوالالمبور المركب و الممثل لبورصة ماليزيا، حيث يوضح الباحثون ضمن منهجية الدراسة أنه ينقسم الإطار الزمني للعينة الكلي لهذه الدراسة إلى ثلاث أقسام: قبل و أثناء وبعد الأزمة المالية من أجل التحقق من أي تأثير غير عادي على عوائد السوق خلال الأزمات المالية 2007-2008، حيث تم جمع البيانات من قاعدة بيانات Bursa Malaysia و Bloomberg و Data Stream.

أهم النتائج المتوصل إليها من خلال الدراسة، تنحصر في النقاط التالية:

- تأثير الإعلان عن إصدار الصكوك الإسلامية على سوق الأوراق المالية بماليزيا يكون سلبي بشكل كبير في اليوم السابق وفي تاريخ الإعلان.
- هناك رد فعل إيجابي ملحوظ بعد 30 يوم من إعلان إصدار الصكوك في سوق الأوراق المالية، مما يشير إلى أن المستثمرين يستغرقون وقتاً أطول لاستيعاب المعلومات الناجمة عن إعلان الصكوك.
- يؤدي إصدار الصكوك الإسلامية في بورصة ماليزيا إلى ارتفاع أسعار مؤشر سوق الأوراق المالية على المدى المتوسط والطويل، ويرجع ذلك إلى ثقة المستثمرين أنه اصدار أوراق مالية موافقة للشريعة الإسلامية قد يوفر مصدر تنوع وتحوط ضد تقلبات الأسعار والصدمات الناتجة عن الأزمة المالية.
- المدين المتوسط والطويل أين تصبح الصكوك لا توفر أي تنوع للمستثمر فقي السندات.
- بالنسبة لسوق سندات كوريا الجنوبية، توفر الصكوك الماليزية تنوع جيد على المدى القصير والمتوسط، على عكس المدى الطويل.

- a study Abdi & Masih (2017), Do macroeconomic variables affect stock–sukuk correlation in the regional markets? evidence from the GCC countries based on DOLS and FM-OLS, Munich personel RePEC archive.

من خلال هذه الدراسة المعنونة بـ Do macroeconomic variables affect stock–sukuk correlation in the regional markets? evidence from the GCC countries based on DOLS and FM-OLS يسعى الباحثون إلى تحليل طبيعة الارتباط بين الصكوك الإسلامية و الأسواق المالية الإسلامية في دول مجلس التعاون الخليجي، مع الأخذ بعين الاعتبار متغيرات الاقتصاد الكلي.

من أجل تحقيق أهداف الدراسة لجأ الباحثون إلى تطبيق نموذج GARCH المتعدد بالأخص تطبيق الارتباط الشرطي الديناميكي (Dynamic Conditional Correlation) DDC تحت توزيع ستودنت (student-t distribution) من أجل الحصول على مخرجات الارتباط الديناميكي واستعماله كمتغير تابع في خطوة ثانية وادخال متغيرات الاقتصادية الكلية كمتغيرات مستقلة ضمن نموذج تكامل البانل (panel cointegration)، من أجل الحصول على النموذج الثاني الضروري للدراسة.

إذ اعتمد الباحثون من أجل بناء النموذج القياسي على الأسعار الشهرية لكل من الصكوك والأسهم خلال الفترة الممتدة من سنة 2013 الى غاية سنة 2016 لخمسة دول من مجلس التعاون الخليجي، ما عدا البحرين،

حيث أخذت المعلومات من منصة بلومبرغ (Bloomberg)، كما يشير الباحثون إلى استعمال مؤشر ستاندر وبورس للتعبير عن سوق الأوراق المالية المحلي لدول مجلس التعاون الخليجي (S&P GCC) ومؤشر نازداك دبي لتمثيل سوق الصكوك الإسلامية (Nazdaq Dubai GCC Sukuk Ideal Rating).

أما بالنسبة لمتغيرات الاقتصاد الكلي المختارة من طرف الباحثين (معدلات الفائدة في السوق المالي، معدلات الإنتاج الصناعي، معدلات الفائدة ما بين البنوك) فأخذت من منصة داتا ستريم (Data stream) بصفة شهرية. من أهم النتائج المتوصل إليها من طرف الباحثين ما يلي:

- يوجد ارتباط معنوي بين الصكوك الإسلامية وسوق الأوراق المالية، حيث تعلن نتائج اختبار الارتباط الشرطي الديناميكي عن كون الارتباط مرتفع بين في بداية فترة الدراسة إلى غاية بداية سنة 2015، ثم تنخفض شدة الارتباط من 2015 و تبقى منخفضة مع استقرار نسبي الى غاية نهاية فترة الدراسة.
- لمتغيرات الاقتصاد الكلي أثر معنوي على طبيعة الارتباط بين الصكوك والأسهم (correlation between stock-sukuk).

- **a study Haque, Chowdhury, Buriev, Bacha, & Masih (2017), who drives whom, Sukuk or bonds? a new evidence from Granger causality and Wavelet approach, review of financial economics.**

من أجل الكشف عن الاختلاف الموجود بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية المتداولة في بورصة ماليزيا قام الباحثون بدراسة تحت عنوان *who drives whom, Sukuk or bonds? a new evidence from Granger causality and Wavelet approach.* تمت الدراسة بالاعتماد على الأسعار اليومية للصكوك والسندات التقليدية المتداولة في البورصة خلال الفترة الممتدة من 01 جانفي 2007 إلى غاية 31 ديسمبر 2013، حيث أخذت المعطيات من منصة بلومبرغ (Bloomberg).

لجأ الباحثون إلى استعمال اختبارات قياسية من أجل الوصول إلى أهداف الدراسة، والمتمثلة في اختبار غرانجر (Granger) للكشف عن السببية بين متغيرات الدراسة، ومنهج Wavelete الذي من خصائصه تحديد المتغير الرائد (leader variable)، أو المتغير الأقوى خلال مختلف الفترات ضمن فترة الدراسة المحددة.

تشير نتائج الدراسة إلى أنه بالنسبة للمستثمر تقدم الصكوك الإسلامية بديل أفضل من السندات التقليدية للاستثمار على المدى الطويل في بورصة ماليزيا، أين يكون معدل عائد الصكوك الإسلامية أعلى من متوسط

عائد مقابله التقليدي، اضافة إلى كون الصكوك أقل تطاير من السندات، مما يدل على أنها أقل خطورة بالنسبة للمستثمر.

اضافة إلى ذلك توضح الدراسة أنه على المدى القصير يكون إصدار السندات أقل تكلفة بالنسبة لهيئة بورصة ماليزيا من إصدار الصكوك، والعكس بالنسبة للمدى الطويل. ويشير الباحثون إلى أن هذا الاختلاف قد يعود إلى نسبة تدفقات رؤوس الأموال و سيولة الورقتين الماليتين.

- a study Scip, Derassi, Miani & Paltrinieri (2016), Dynamic correlation and volatility linkages between stocks and Sukuk : evidence from international markets, review of financial economics.

قام الباحثون بدراسة معنونة بـ Dynamic correlation and volatility linkages between stocks and Sukuk : evidence from international markets. من أجل تحليل ارتباط الصكوك الاسلامية بالأسواق المالية التقليدية، في سبيل تحقيق أهداف الدراسة لجأ الباحثون إلى تطبيق نموذج DCC Garch، اعتمادا الأسعار اليومية لـ 68 صك المصنفة عالميا أكثر سيولة والمدرجة بأكبر ثلاثة أسواق للصكوك عالميا (بورصة ماليزيا، نازداك دبي، بورصة لندن)، حيث أخذت الأسعار من منصة بلومبرغ (Bloomberg data base)، اضافة إلى أسعار مؤشرات أسهم خمسة أسواق عامة (Global markets) وخمسة أسواق ناشئة (emergin markets) كالتالي:

- ❖ Global markets : MSCI Europe , MSCI USA, MSCI Emergin markets, MSCI Frontier markets MSCI Asia Pacific
- ❖ emergin markets : MSCI Turkey, MSCI Qatar ,MSCI UAE, MSCI Malaysia, MSCI Indonesia.
- ❖ سوق الصكوك: تم بناء مؤشر لمرجح 68 صك التي صنفت الأكثر سيولة دوليا.

تشير نتائج الدراسة القياسية إلى أنه خلال الأزمات المالية تختبر الأسواق المالية عامة تذبذب وزيادة في التطاير، أين يكون الارتباط بين مؤشر الصكوك الاسلامية والأسهم المتداولة في أسواق USA و Europe أقوى، ينسب الباحثون هذا الارتباط إلى نوع الصكوك (المدرجة بأسواق عالمية والتي تضررت من أزمة الديون السيادية) محل الدراسة وتضرر الأوراق المالية المتداولة في الأسواق العالمية بأزمة الديون السيادية الأوروبية.

اضافة إلى ذلك خلال الأزمات المالية تكون للصكوك ارتباط قوي مع كافة المؤشرات البلدان الناشئة محل الدراسة، ويشير الباحثون على ضرورة التعامل بحذر مع الصكوك الاسلامية كمنوع للمحافظة خلال فترات التذبذب المالي، حين نجد أنه تكون الصكوك قوية الارتباط بالأسهم المتداولة في الأسواق الناشئة.

- **a study Bhuiyan, Rahman, Sait & Ghani (2016), Financial integration between Sukuk and Bond indices of emergin markets: insight from wavelet coherence and multivariate Garch analysis, borsa istanbul review.**

قام الباحثون بدراسة حول ارتباط الصكوك الاسلامية بنظيرتها التقليدية في الأسواق الناشئة من أجل إبراز دورها في تنويع المحفظة المالية، كانت الدراسة تحت عنوان Financial integration between Sukuk and Bond indices of emergin markets : insight from wavelet coherence and multivariate Garch analysis، وذلك عن طريق فحص كل من التطاير و الارتباط بين السندات المتداولة في مجموعة من الأسواق الناشئة، والتي تشمل كل من كوريا الجنوبية، سنغافورة، الصين، الهند، أندونيسيا وماليزيا، ومؤشر Thomson Reuter للصكوك الاسلامية الماليزية، حيث لجأ الباحثون الى تطبيق نموذج wavelet، ونموذج غارش المتعدد. كما اعتمد الباحثون على منصة بلومبرغ و داتا ستريم (Data stream & Bloomberg) من أجل الحصول على البيانات اليومية والمتمثلة في أسعار الاقفال للأوراق المالية محل الدراسة، وذلك خلال الفترة الممتدة من 01 جانفي 2010 إلى 31 ديسمبر 2015.

تمثلت نتائج الدراسة فيما يلي:

- سوق الصكوك الماليزي قد يكون خيار أفضل على المدى القصير و المتوسط للمستثمر في السندات على مستوى السوق الصيني و الهندي، على عكس المدى الطويل.
- على المدى القصير الممتد من يومين إلى 16 يوم يكون سوق الصكوك الماليزي قليل الارتباط بسوق السندات بسنغافورة وأندونيسيا، إلا أنه على المدى الطويل يكون الارتباط بين السوق الماليزي وسوق سنغافورة قوي جدا.
- يشير الباحثون إلى أنه قد يعود هذا الارتباط الى قوة العلاقة التجارية بين البلدين. أما بالنسبة للمستثمر في سوق سندات أندونيسيا يكون الاستثمار في صكوك ماليزيا خيار جيد على المدى الطويل.
- أما محليا، تشير نتائج الدراسة التطبيقية إلى ارتباط سوق الصكوك بسوق السندات، فبالرغم من ضعف الارتباط على المدى القصير.

- **a study Naifar (2016), Modeling dependance structure between sukuk yields and stock market volatility: A nonlinear study in the case of Saudi Arabia, borsa istanbul review.**

من خلال الدراسة المعنونة بـ Modeling dependance structure between sukuk yields and stock market volatility: A nonlinear study in the case of Saudi Arabia، قام الباحث بتحليل نوع العلاقة التي تربط الصكوك الإسلامية بالأسواق المالية في المملكة السعودية عن طريق تطبيق ثلاثة نماذج GARCH ; EGARCH ; TARCH، حيث اعتمد الباحث على أسعار اليومية للصكوك المتداولة في سوق رأس المال السعودي و المستخرجة من منصة طومسون روترز (Thomson Reuters data base)، خلال الفترة الممتدة من 23 نوفمبر 2010 إلى 06 أكتوبر 2014، حيث قام الباحث ببناء مؤشر مرجح لهذه الصكوك من أجل تحقيق أهداف الدراسة.

اضافة إلى ذلك تشير الدراسة إلى أنه يمكن الحصول على تنوع جيد للمحفظة الاستثمارية من خلال الاستثمار في الصكوك السعودية، إلى جانب أسواق الأسهم المحلية والإقليمية. التطاير التقلب المتماثل يعني أن التقلب في عوائد الصكوك والأسهم يزيد بنفس الشدة بعد التعرض لصدمات سالبة أو موجبة من نفس الحجم. تشير نتائج الدراسة القياسية إلى وجود ارتباط متماثل (symmetric dependence) بين الصكوك سوق الأسهم، وتشير هذه النتيجة إلى أن عوائد الصكوك وتطاير سوق الأسهم مرتبطة بنفس الشدة، وأن الارتباط محصن ضد الأحداث المتطرفة (extream events).

وينسب الباحث هذه العلاقة إلى حذر المستثمرين من السوق السعودي بعد 2008 على اقتصاد المملكة.

- **Naifar, Hammoudeh & AL Dihaiman (2016): Dependence structure between sukuk (Islamic bonds) and stock market conditions: An empirical analysis with Archimedean copulas, Journal of International Financial Markets, Institutions and Money:**

يقوم الباحثون من خلال هذه المقالة المعنونة بـ Dependence structure between sukuk (Islamic bonds) and stock market conditions: An empirical analysis with Archimedean copulas بتحليل طبيعة العلاقة التي تربط الصكوك الإسلامية و السهم (سوق الأوراق المالية التقليدية) بتطبيق نموذج Archimedean copulas.

إذ يسعى الباحثون إلى التحقيق في هيكل الاعتماد بين عائدات الصكوك المحلية الرئيسية (السندات الإسلامية) في ثلاث دول إسلامية وظروف سوق الأسهم المختلفة، كما تمثلها عوائد سوق الأسهم الوطنية والإقليمية والعالمية والتقلبات المشروطة. ذلك باعتبار عينة مكونة من أكبر ثلاث أسواق صكوك في العالم لماليزيا والإمارات العربية المتحدة والمملكة العربية السعودية ، بالإضافة إلى أسواق الأوراق المالية ، ومؤشر الأسهم الإسلامية العالمية كمثل عالمي للاستثمار القائم على الدين ، ومؤشر S&P لآسيا كوكيل لسوق الأسهم الإقليمية ومؤشر S&P 500 كعامل الأسهم العالمية.

يقوم الباحثون باستخدام نماذج Gumbel ، copic Archimedean ، Clayton و Frank و AMH التي لها هياكل اعتماد مختلفة على الذيل.

أظهرت النتائج أن مؤشرات الصكوك الثلاثة الأكبر في البلاد تبدي اعتمادًا كبيرًا، ولكن فقط مع تقلبات أسواق الأسهم، علاوة على ذلك فإن هيكل الاعتماد بين عائدات الصكوك المحلية وتقلب أسواق الأوراق المالية المختلفة غير متماثل وموجه نحو الجانب العلوي لماليزيا والإمارات العربية المتحدة، في حين أنه يعتمد بشكل متماثل على سوق المملكة العربية السعودية.

نجد أيضًا أن عائدات صكوك الدولة أكثر حساسية تجاه سوق الأسهم التقليدية العالمية وليس أسواق الأسهم الإسلامية والإقليمية والمحلية العالمية

- a study El Alaoui, Dewandarau, Rosly & Masih (2015), Linkages and co-movement between international stock market returns: Case of Dow Jones Islamic Dubai, journal of International Financial Markets Institutions and Money.

قام الباحثون بدراسة موسومة بـ Linkages and co-movement between international stock market returns: Case of Dow Jones Islamic Dubai Financial Market index من أجل محاولة الكشف عن الحركة الديناميكية المشتركة بمقاييس زمنية مختلفة بين مؤشر سوق دبي المالي الإسلامي (DFM-UAE)، ومؤشرات الأسواق المالية الإقليمية الإسلامية مثل مؤشر دول مجلس التعاون الخليجي، مؤشر الآسيان، مؤشر البلدان النامية، مؤشر البلدان الناشئة ومؤشر الصكوك العالمية.

اعتمد الباحثون من أجل تحقيق أهداف الدراسة على جملة من الإختبارات الإحصائية، وضمن تطبيق تقنية الموجات المنفصلة والمستمرة (wavelet)، إضافة إلى ذلك أدرج الباحثون إلى متغيرات الدراسة القياسية مؤشر معدل الفائدة LIBOR من أجل تحليل أثره على عوائد سوق دبي المالي الإسلامي.

أقيمت الدراسة خلال الفترة الزمنية الممتدة من 01 أبريل 2007 إلى 23 مارس 2011، حيث أعتمد الباحثون على موقع سوق الوراق المالية لدبي، السعودية، وتومسن روترز من أجل التقاط الأسعار اليومية لكل المؤشرات الأساسية لقيام البحث.

أفضت الدراسة إلى أهم النتائج التالية:

- تميل الأسواق المتقاربة جغرافيا إلى انتقال العدوى (volatility transmission) فيما بينها بصفة قوية، إضافة إلى وجود علاقة ارتباط قوية غير متجانسة عبر المقاييس وفترات زمنية مختلفة.
- سوق دبي المالي، أسواق كل من دول مجلس التعاون الخليجي و السعودية تتلاقى على المدى الطويل، مع نفس مستوى المخاطرة والتقلب مع مؤشر الصكوك العالمية.
- تشير النتائج إلى أنه كل الأسواق محل الدراسة عرفت تأثيرا من قبل الصدمات المنجزة عن الأزمة المالية لسنة 2008 خلال الفترة المنحصرة بين آخر أسبوع من شهر جويلية 2008 ونهاية شهر أكتوبر من نفس السنة.
- تشير النتائج إلى انتقال جودة flight to quality إلى سوق الصكوك، والتي تمتاز بكونها الأقل خطورة مقارنة بالأسواق الأخرى خلال الأزمة المالية الأخيرة لسنة 2008 رغم تأثرها هو أيضا بالصدمات المالية.

- **a study Syazwani & Nursilah (2015), Investigation Stock market reaction to Sukuk issuance in Malaysia based on tenure, IOSR Journal of Economics and Finance.**

قام الباحثان بدراسة تحت عنوان Investigation Stock market reaction to Sukuk issuance in Malaysia based on tenure، من أجل فحص ما إذا كان الإعلان عن اصدار صكوك يجلب معلومات جديدة إلى السوق المالي الماليزي خلال الفترة 2004-2011، حيث تختلف الصكوك محل الدراسة من حيث تواريخ الاستحقاق، و المتمثلة في صكوك ذات تواريخ الاستحقاق من سنة إلى 5 سنوات، من 5 إلى 10 سنوات ومن 10 إلى 15 سنة.

اعتمد الباحثان على منهجية دراسة الأحداث باستخدام متوسط التراكمي للعائد غير الطبيعي (Cumulative Average Abnormal Return) على الأحداث غير المتماثلة على أساس رد فعل مؤشر FTSE كوالالمبور المركب (FTSEKLCI) لإصدار الصكوك.

اذ اعتمد الباحثان على 1582 حدث لإصدار الصكوك ببورصة كوالالمبور، تمت الدراسة التطبيقية بالاعتماد على الأسعار اليومية لمؤشر كوالالمبور المركب، والتي أخذت من مصدر داتا ستريم (Data Stream).

تشير النتائج التجريبية إلى استجابة السوق المالي الماليزي بصفة معنوية ايجابية ومتماثلة إلى أخبار اصدار الصكوك ذات مختلف تواريخ الاستحقاق، إلا أنه يشير الباحثان إلى أنه استجابة السوق المالية لإصدار الصكوك التي تكون تواريخ استحقاقها من 5-10 سنوات بصفة أقوى مقارنة مع باقي الصكوك.

استنادا إلى تحليل الباحثان لمخرجات الدراسة، تعود استجابة السوق المالي الماليزي إلى إصدار الصكوك إلى عاملان أساسين، وهما: السوق المالي الماليزي قادر على التعرف على المعلومات الجديدة، انتشار عامل الثقة في السوق الى أنه الحيازة على الصكوك الاسلامية سيزيد حتما من ثروة المالكين للصكوك، وتعود هذه الثقة إلى طبيعة الصكوك و خضوعها الى اركان الشريعة الاسلامية.

• دراسة بن عمر (2014)، تقييم فعالية الصكوك المالية الإسلامية في الأسواق الأوراق مالية: دراسة أثر اصدار الصكوك على المؤشرات العامة لأسواق الاوراق المالية التالية: ماليزيا والبحرين والإمارات والسعودية للفترة 2001-2013، أطروحة دكتوراه

قام الباحث من خلال الدراسة المعنونة بـ "تقييم فعالية الصكوك المالية الإسلامية في الأسواق الأوراق مالية: دراسة أثر اصدار الصكوك على المؤشرات العامة لأسواق الاوراق المالية التالية: ماليزيا والبحرين والإمارات والسعودية خلال الفترة 2001-2013، بهدف تحليل فعالية الصكوك المالية الإسلامية في الأسواق المالية، بالأخص تحليل مدى تأثير اصدارات الصكوك المالية الإسلامية على المؤشر العام للأسواق محل الدراسة، ومدى تأثر هذه الصكوك بالأزمة المالية العالمية تعافيتها منها، حيث قام الباحث بتكوين عينة الدراسة من مجموعة من مؤشرات العامة لأسواق المالية و إصدارات الصكوك لتلك الأسواق، وفقا لمعطيات السنوية لأسعار مؤشرات العامة للأسواق المختارة و حجم اصدارات الصكوك طوال الفترة الممتدة من 2001 إلى 2013.

أفضت نتائج الدراسة إلى مجموعة من النقاط التالية:

- وجود أثر إيجابي لإصدار الصكوك الإسلامية على مؤشر سوق الأوراق المالية الماليزية، مما زاد في فعالية السوق ككل.
 - هناك علاقة تختلف من ضعيفة إلى ضعيفة جدا بالنسبة للأسواق المالية الأخرى (الإماراتية والسعودية والبحرينية)، نظرا لقلة الإصدارات بالنسبة لأدوات المالية التقليدية في هذه الأسواق.
 - بأن هنالك علاقة طردية بين علاقة الصكوك المالية والسوق المالي والمؤشر العام للسوق، وبين حجم إصدارات الصكوك في هذه الأسواق، فكلما زادت إصدارات الصكوك زادت تأثيرها على أداء السوق المالي.
- دراسة غزال (2013): دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق (دراسة تطبيقية على سوق

الأوراق المالية الماليزية) أطروحة دكتوراه:

حاول الباحث من خلال بحثه ب تحديد أثر واتجاه العلاقة بين الصكوك الإسلامية ومؤشرات السوق المالية الماليزية ، بدراسة تحت عنوان: دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية (دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية).

اعتمد الباحث في دراسته على نموذج الإنحدار الخطي البسيط (LinearRegression model)، من أجل تبيان العلاقة الرياضية الدقيقة بين المؤشرات المالية محل الدراسة، والمتمثلة في: مؤشر KUALA LAMPUR COMPOSITE IND و FBM EMAS لتمثيل السوق المالية التقليدية، ومؤشر FBM SHARIA و EMAS لتمثيل سوق الصكوك الإسلامية، وكذا حجم إصدار الصكوك الحكومية و الخاصة.

حيث استعمل الباحث نوعان من المعطيات في دراسته و هي: سلسلة من أسعار شهرية من جانفي 2007 إلى جانفي 2013 من موقع بلومبرغ، وسلسلة زمنية أخرى للأسعار السنوية من 1990-2012 من الموقع الرسمي للبورصة الماليزية، وموقع هيئة الأوراق المالية الماليزية، وموقع البنك المركزي الماليزي كالتالي:

بيانات سنوية: إجمالي إصدارات الصكوك الموافق عليها من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية من الفترة 1990-2012 و أسعار مؤشر kuala lumpur composit index.

بيانات شهرية: إصدارات الصكوك من جانب القطاع الخاص: FBM EMAS و FBM SHARIA.

توصل الباحث من خلال الدراسة القياسية إلى مجموعة من النتائج، أهمها:

- أثر إيجابي للقيمة الإجمالية لإصدارات الصكوك، ولم تكن هناك علاقة ولا أثر بالنسبة لإصدارات القطاع الخاص للصكوك على مؤشر الأسعار لسوق الأسهم الماليزي.
- بالنسبة لفترة سنوات التسعينات تميزت العلاقة بكونها عكسية، حيث كلما تم إصدار ما قيمته 1 مليار رينجت من الصكوك الإسلامية، كان تغير في مؤشر السوق نحو الهبوط بـ 1.262 نقطة. أما في الفترة الممتدة من 1900 إلى 2012 تميزت بعلاقة وأثر إيجابي لإصدار الصكوك على المؤشر العام لسوق الأسهم الماليزي، حيث كلما تم إصدار ما قيمته 1 مليار رينجت من الصكوك تحرك مؤشر السوق نحو الأعلى بـ 0.222 نقطة، وينسب الباحث هذه النتيجة إلى أن الفترة الأولى في بداية إصدار الصكوك الإسلامية.
- كانت نظرة المستثمرين لهذه الورقة كغيرها من الأدوات المالية المستحدثة، تفتقر إلى عنصر الثقة من طرف المقرضين (المستثمرون التأسيسيون)، فكان التوجه نحو السندات التقليدية لوجود عنصر الضمان والحصول على عائد ثابت معروف مسبقا.
- أما بالنسبة للإصدارات الشهرية للصكوك من طرف القطاع الخاص، يعلل الباحث نتيجة غياب الأثر كليا إلى كون قيمة الإصدارات في الغالب صغيرة القيمة، فلم تسمح هذه الإصدارات في التأثير على مؤشر السوق.

• **a study Godlewski, Turk & weill (2013), Sukuk Vs coventional bonds: a stock market perspective, Journal of Comparative Economics.**

قدم الباحثون دراسة بعنوان Sukuk Vs coventional bonds: a stock market perspective من أجل تبيان أثر إصدار الصكوك الإسلامية و السندات التقليدية على أداء سوق الأوراق المالية، وذلك عن طريق تطبيق نموذج السوق (Market model)، حيث اعتبر الباحثون كل إصدار لصك أو لسند عبارة عن حدث، بالاعتماد على أسعار الإقفال اليومية لمجموعة من الصكوك و السندات التقليدية المتداولة في بورصة ماليزيا، حيث تم جمع المعلومات اللازمة للدراسة التطبيقية من منصة بلومبرغ (Bloomberg) ومنصة سبانس (Spans).

من بين أهم النتائج المتوصل إليها من خلال البحث، ما يلي:

- أن المستثمرين يتفاعلون بشكل مختلف مع إصدارات السندات المالية. على الرغم من عدم وجود رد فعل كبير من جانب السوق على إصدارات السندات التقليدية.
- تؤكد النتائج رد فعل سلبي كبير في سوق الأسهم لإثر الاعلان عن إصدارات الصكوك. ينسب الباحثون هذه النتيجة إلى كون توقعات المشاركين في السوق تنقسم من حيث وجهة نظرهم إلى منظورين: الأول يرى المستثمرون أنه حتى لو كانت الشركات المصدرة للصكوك قد تم إبعادها أو منعها من التدخل في سوق السندات التقليدية بسبب ضعف الوضع المالي والتشغيلي، فلا يزال بإمكانهم الاستفادة من الطلب الزائد على الصكوك من البنوك الإسلامية. أما الثاني يتوقع المستثمرون أن آلية الاختيار السلبي قد تشجع الشركات الأقل صحة على تفضيل الصكوك في شكل خطط لمشاركة الأرباح والخسائر على تمويل السندات التقليدية.
- يرى الباحثون أنه بالنسبة للشركات التي لديها توقعات منخفضة لتحقيق الربح، تميل إلى الاعتماد على الصكوك الإسلامية من أجل لتمويل مشروعها، في حين أن الشركات التي لديها توقعات عالية في تحقيق الأرباح ستختار السندات التقليدية مع جدول سداد ثابت.

• **a study Alam, Hassan & Haque (2013), Are islamic bonds different from traditional bonds ? International evidence from capital market tests, Borsa Istanbul Review.**

قام الباحثون بدراسة تحت عنوان Are islamic bonds different from traditional bonds ? International evidence from capital market tests، من أجل التحقيق في تأثير السندات التقليدية والصكوك الإسلامية على ثروة المساهمين في ستة أسواق عالمية: ماليزيا، أندونيسيا، سنغفورا، باكستان، الامارات العربية المتحدة، البحرين و قطر خلال الفترة الممتدة من سنة 2004 إلى غاية سنة 2012، حيث قسم الإطار الزمني الإجمالي إلى ثلاثة أجزاء، من 2004 إلى 2006 (قبل الأزمة)، من 2007 إلى 2009 (أثناء الأزمة)، ومن 2010 إلى 2012 (بعد الأزمة).

لجأ الباحثون في دراستهم إلى استعمال نموذج market model event study methodology باستخدام الأسعار اليومية لـ 79 صكوكًا و 87 سندات تقليدية والمتحصل عليها من منصة بلومبرغ (bloomberg data base).

لقد تبين أن رد فعل السوق سلمي بالنسبة لإعلانات الصكوك قبل وأثناء الأزمة المالية العالمية لعام 2007، ومن ناحية أخرى فإن رد فعل السوق إيجابي لإعلان السندات التقليدية قبل فترة الأزمة، وسلبية خلال فترات الأزمة وبعدها.

إضافة إلى ذلك تشير مخرجات الدراسة إلى أنه حجم عرض كلتا الأوراق المالية له تأثير سلمي على العائد في حالة الصكوك الاسلامية، وإيجابي بالنسبة للسندات التقليدية.

• **a study Hassan (2012), comparison between Sukuk and bonds a value at risk approach, Westminster Review.**

يهدف الباحث إلى معرفة دور الصكوك الاسلامية في تحقيق تنوع المحفظة الاستثمارية عن طريق تطبيق تقنية القيمة المعرضة للخطر لمجموعة من الصكوك والسندات المتداولة في كل من بورصة ماليزيا و بورصة دبي، عن طريق استعمال الأسعار الأسبوعية للأوراق المالية محل الدراسة خلال الفترة الممتدة من 30 أكتوبر 2009 إلى غاية 18 فبراير 2011.

أفضت الدراسة إلى مجموعة من النتائج، نذكر، أهمها كالتالي:

- توفر الصكوك الإسلامية تنوع جيد للمحفظة الاستثمارية، حيث ينسب الباحث هذه النقطة إلى سلوك أسعار الصكوك في السوق، واختلافها من حيث التطاير بالنسبة إلى السندات التقليدية. إذ تكون أسعار الصكوك أقل تطايرا من أسعار نظيرها التقليدي.
- توضح نتائج الاختبارات القياسية أن ارتباط الصكوك فيما بينها أعلى من ارتباط السندات التقليدية مع بعضها البعض، وبالتالي تكون الصكوك الاسلامية أكثر عرضة إلى مخاطر السوق نظرا لطبيعة القوانين (الشريعة الإسلامية) المنظمة لها.

خاتمة الفصل الأول:

من خلال الفصل الأول تستخلص أن الأسواق المالية الناشئة هي عبارة عن تلك الأسواق المالية التي توجد خارج الدول الأكثر تقدماً وتنتمي إلى الدول النامية التي تتجه إلى اقتصاد السوق، وأهم ما تتميز به هذه الأسواق هو تزايد حجم الإصدارات الجديدة، حيث تلعب هذه الأخيرة المرآة العاكسة لحالة الاقتصاد السائدة في الدولة، وبالتالي لا بد من العمل والحرص على تنشيط السوق المالي من أجل استقطاب التدفقات النقدية المحلية والأجنبية على حد سواء، والتي من شأنها تسييل القطاع المالي ككل وزيادة كفاءة السوق المالية.

عرفت في العشرينيات الأخيرة المالية الإسلامية تطورا هائلا إذ أصبحت هذه المالية الحديثة نسبيا تحظى باهتمام دولي، فتدافعت كل من الاقتصاديات العربية المسلمة والغربية غير المسلمة إلى تهيئة القطاع المالي، والقيام بالإصلاحات المالية، التشريعية والضريبية اللازمة لاحتضان المالية الإسلامية في أحسن الأجواء الممكنة، وكل هذه الجهود من طرف مختلف الحكومات يأتي نظرا للدور الهام التي تلعبه هذه المالية الدائمة في دعم الاقتصاد، وإضافة قيمة حقيقية للاقتصاد، ومن ثمة دفع عدلات التنمية.

من أهم الأدوات التي أفرزتها المالية الإسلامية نذكر الصكوك الاستثمارية التي فرضت نفسها كبديل فعال للسندات التقليدية على مستوى سوق الأوراق المالية، وذلك نظرا لطبيعة هيكله وهندسة وتطوير هذه الأدوات المالية المطابقة لأحكام الشريعة الإسلامية، فهي تسعى إلى تحقيق الاستقرار المالي وحماية كلا الطرفين المتعاملين، مع توفير ثنائية عائد/مخاطرة مغرية للمستثمر مقابل أقل مخاطر ممكنة.

الفصل الثاني
دراسة قياس أثر الصكوك الإسلامية
على بورصة ماليزيا: دراسة قياسية
بتطبيق نموذج NARDL

مقدمة الفصل الثاني:

يعتبر النموذج الاقتصادي الماليزي من أنجع النماذج التي أثبتت نفسها كخطة فعالة لدفع التنمية الاقتصادية وتعزيز التطور الاقتصادي للدولة على مستوى أغلبية القطاعات، فقد اختارت دولة ماليزيا الاقتداء باليابان و كوريا الجنوبية من أجل النهوض باقتصادها في ظل أزمة دول الآسيان الخائفة لسنة 1997، وانتهجت الحكومة الماليزية إصلاحات اقتصادية و سياسية عميقة من أجل تطبيق خطتها الاستراتيجية على أرض الواقع مع التنفيذ الدقيق والمحكم لكل خطة أو مبادرة على حدى مع مراعاة الامتداد الزمنى المحدد على الورق، من أجل ضمان سلامة تنفيذ الإصلاحات.

كما تجدر الإشارة إلى أنه اعتمدت ماليزيا خلال استراتيجية تنميتها الاقتصادية على الاكتفاء الذاتي في أول المقام كأول خطوة نحو النمو والتنمية من أجل دفع عجلات الإنتاج الداخلي، والتقليل من مصاريف الاستيراد والتبعية، وأخيرا على خاصية القدرة التنافسية للسوق المالية إذ ركزت على المالية الإسلامية من أجل التميز عن الدول المجاورة والاتجاه نحو كونها قطب دولي للتمويل الإسلامي.

وقد تم التطرق من خلال هذا الفصل إلى ثلاثة محاور رئيسية، تم تقسيمها وفق ثلاثة مباحث، حيث نتناول من خلال المبحث الأول مدخل إلى الاقتصاد الماليزي مع التركيز على السوق المالية الإسلامية بماليزيا، ومختلف الخطط التي اتعتها دولة ماليزيا لتنشيط سوقها المالي، وقيام سوق مالي إسلامي فعال والتوجه نحو كون ماليزيا مركز مالي دولي، وفي المبحث الثاني تم التطرق إلى تحليل وضعية السوق المالي الماليزي خلال الفترة الممتدة من (2007-2017)، أما المبحث الثالث والأخير فيتم التطرق إلى منهج الدراسة القياسية لأثر الصكوك الإسلامية على بورصة ماليزيا كسوق مالي ناشئ.

المبحث الأول: مدخل إلى الاقتصاد الماليزي:

اعتمدت الحكومة الماليزية على سياسة اقتصادية تتجه نحو إقامة السوق الحرة بتدخل محدود من الدولة والتركيز على التصنيع الموجه للتصدير، حيث استخدمت الدولة صادراتها إلى السوق الدولية من أجل الاستخدام الفعال لموارد البلد وتوليد العملة الصعبة والتي تعتبر عامل أساسي للالتحاق بركاب التطور الدولي ومواصلة دعم ازدهار المجالات الاستراتيجية في الاقتصاد مثل الابتكار التكنولوجي والصناعي.

وفي منتصف الستينات، أنشأت ماليزيا خطة اقتصادية مدتها خمسة سنوات تستهدف مجالات معينة من أجل النمو الاقتصادي والتنمية الاجتماعية، إذ خصصت الحكومة الماليزية موارد مالية خاصة لتمويل القطاعات ذات الأولوية في الاقتصاد ولتنمية الهياكل الأساسية والبنى التحتية الضرورية للتطور الاقتصادي، وفي هذا السياق أصبحت الخطة الخماسية أساساً لاستراتيجيات التنمية، وعدلت الخطة على مرور السنوات لتواجه في كل مرة حاجات الاقتصاد والاستجابة للأهداف الاقتصادية الجديدة وفق متطلبات السوق.

إضافة إلى الجهود المتضاربة التي قامت بها حكومة مهاتير من أجل التوجه بالسوق المالي الماليزي نحو التطور والازدهار والتدويل، إذ ركزت الحكومة على القيام بكل التدابير اللازمة من أجل جعل كوالالمبور مركز مالي دولي من خلال التميز عن غيره من الأسواق المالية بالاهتمام بالمعاملات المالية الموافقة لأحكام الشريعة الإسلامية.

من بين أهم النتائج التي انجرت عن التنفيذ المحكم للخطة الاقتصادية وخطط سوق رأس المال قبول المستثمرين الدوليين على السوق الماليزية والمساهمة في زيادة النمو الاقتصادي السريع في الثمانينات والتسعينات، ولا سيما في قطاعي الصناعة التحويلية والخدمات في الاقتصاد الماليزي.

سوف نحاول من خلال هذا البحث على القاء الضوء على طبيعة الاقتصاد الماليزي ومختلف التطورات الطارئة على سوق رأس المال الماليزي منذ نشأتها إلى غاية جعلها مركز مالي دولي.

المطلب الأول: نبذة حول ماليزيا كدولة نامية

يعتبر السوق المالي الماليزي من بين الأسواق المالية الناشئة الأكثر نشاطا على الصعيد الدولي، فقد عملت الحكومة الماليزية من خلال العديد من الخطط والاستراتيجيات بداية من خطة التنمية الاقتصادية على دفع عجلات نمو السوق المالي، والعمل جاهدا على جعل كوالالمبور سوق مالي دولي، وذلك بالتركيز على المالية الإسلامية، ومن هنا يصبح من الضروري القاء الضوء على الاقتصاد الماليزي، وتوضيح خصائصه من أجل التعرف

على الآليات والاستراتيجيات المتبعة من قبل الحكومة الماليزية من أجل إنجاح خطة سوق رأس المال الماليزي والوصول على الأهداف المسطرة.

1- التعريف بدولة ماليزيا:

تقع ماليزيا جنوب شرق قارة آسيا، يحدها شمالا بحر الصين الجنوبي، ومن الجنوب تحدها دولتا أندونيسيا وتايلاندا، تبلغ مساحة دولة ماليزيا 329758 كيلومتر مربع، عاصمتها كوالالمبور، يجدر الذكر أنه نظام الحكم الماليزي هو ملكي دستوري اتحادي.

إضافة إلى ذلك ينقسم اتحاد ماليزيا إلى قسم غربي يشمل دولة الملايو، وتضم هذه المنطقة العاصمة كوالالمبور، قسم شرقي يضم ولايتي صباح و سراوك إضافة إلى بعض الأراضي المجاورة لدولة أندونيسيا، والقسم الثالث عبارة عن عدد من الجزر الصغيرة التي تقع بالقرب من جزيرة الملايو و جزيرة بورنيو، حيث تصل مساحة مجموعة الجزر إلى 3300 كيلومتر مربع تقريبا (فاضل و فضلي، 2012، صفحة 161).

كما أنه هناك خاصية أخرى لدولة ماليزيا، وهي تعدد الانتسابات العرقية للشعب الماليزي، حيث تتمثل أهم هذه المجموعات في: الملايو الصينيون و الهند، مما ينعكس على تعدد الديانات، مثل: البوذية، الهندوك، النصرانية.. الخ، ويبقى الاسلام دين أغلبية السكان بنسبة 55%، بينما أهم اللغات المنتشرة في ماليزيا هي: اللغة الإنجليزية، الملاي، الصينية (سلاك، 2015، صفحة 128).

2- النموذج الماليزي للتنمية الاقتصادية:

تعد التجربة الماليزية لتحقيق التنمية الاقتصادية من أهم التجارب الناجحة عالميا، حيث تركزت الخطة التنموية المتبعة على أساس أن النمو الاقتصادي يقود إلى المساواة في الدخل، بمعنى استحداث طبقة وسطى تشمل كل المجموعات السكانية، ذلك باستهدافهما: تقليل الفقر و إعادة هيكلة المجتمع، أي الوصول بالمجتمع إلى حالة التوازن الاقتصادي بين العناصر المختلفة فيه، حيث وضعت دولة ماليزيا قوانين وإجراءات من أجل تحقيق خطتها (الحضري، 2009، صفحة 56).

خلال مرحلة تطبيق البرنامج التنموي الماليزي ركزت الدولة على اتباع منهج النمرور الآسيوية الاقتصادي، إذ التزمت ماليزيا بالاعتماد على التصنيع والتصدير بعدما كان جل اقتصادها يرتكز على الزراعة والتعدين، ولم يتم

ذلك في رمشه عين وإنما عملية التنمية في ماليزيا كان لها تخطيط دقيق وطويل الأجل ساعدت في نجاحه جملة من العوامل، نذكر أهمها فيما يلي (درج، 2015، الصفحات 1370-174):

- **البيئة السياسية:** إرادة القادة السياسيون للتغيير عبر تحقيق التنمية وتوافق إرادتهم وإرادة شعبهم نحو التطور الاقتصادي، إضافة إلى الديمقراطية وتوافق الأحزاب السياسية من خلال مفاوضات من أجل اتخاذ القرار الأمثل من أجل تحقيق التنمية.
- **استهداف التنمية:** اهتمت دولة ماليزيا بتخصيص ميزانية خاصة لتحقيق التنمية كأولوية، فبدل الانفاق على عدة قطاعات قد تنفق عليها أغلبية الدول مثل التسلح، ركزت ماليزيا على استهداف التنمية في أول المقام وعدم توزيع ميزانيتها المالية على عدة قطاعات من أجل تحقيق عدة أهداف في آن واحد، كما اهتمت ماليزيا بدعم الانفاق على المشروعات الموجهة لرقى البنية التحتية من بنايات وطرق، والتي تعد من أهم العوامل التي تقود إلى استقرار وازدهار اقتصاديات الدول على مرور السنين.
- **الرقى بالقطاع الاجتماعي:** اهتمت ماليزيا بسكانها الأصليين والممثلين لأغلبية السكان إلى جانب الأجانب المقيمين بها، عن طريق العمل جاهدا على تحسين الظروف المعيشية والنهوض بقطاعي الصحة والتعليم في أول الاهتمامات، والاستثمار في العامل البشري الذي هو أساس ازدهار المجتمعات وتوفير كل المتطلبات من أجل تفادي هجرة الأدمغة إلى دول أخرى.
- **اعتماد ماليزيا على تشجيع الاستثمار المحلي** من خلال توفير رؤوس الأموال اللازمة لتمويل الاستثمار في مختلف القطاعات والذي أفضى إلى وجود درجة عالية من التنوع في البنية الصناعية وتغطيتها لمعظم فروع النشاط الصناعي (الصناعات الاستهلاكية، الرأسمالية، الوسيطة) من جهة، والعمل على وضع القوانين المؤطر للاستثمار الأجنبي بحيث يكون ذلك في صالح الاقتصاد الوطني من جهة أخرى.
- **استناد سياسات الإصلاح في ماليزيا إلى مبادئ الاقتصاد الإسلامي** لأن الإسلام هو السلاح الوحيد الذي تواجه به تحدياتها الداخلية والخارجية، حيث يعد المشروع التنموي الوطني الذي طرحه رئيس الوزراء الماليزي السابق مهاتير محمد منذ وصوله إلى السلطة في سنة 1982 مشروع تنموي يرتكز على النمط الغربي الذي ستخدم الإسلام لبناء الشرعية.

المطلب الثاني: التمويل الإسلامي بماليزيا

إن القطاع المالي بدولة ماليزيا كغيرها من الدول الناشئة دورا هاما في دفع عجلات التنمية والمساهمة في الازدهار الاقتصادي فتطور القطاع المالي وكفاءته من تطور الاقتصاد ككل، وفي هذا السياق أثبتت المالية الإسلامية نجاعتها كبديلة للتمويل الربوي التقليدي، إذ وفرت تقنيات التمويل والاستثمار المطابقة لأحكام ومقاصد الشريعة الإسلامية سبل فعالة في سد ثغرات العجز المالي، وتوفير الفرص الاستثمارية لتلك الفئة من دولة ماليزيا التي امتنعت عن اللجوء إلى القطاع المالي الربوي.

من خلال تصفح عدد من المراجع سيوفر الباحث لمحة حول القطاع المالي الإسلامي بماليزيا وتطوره.

1- نشأة بورصة ماليزيا:

تعد سوق الأوراق المالية الماليزية من أهم الأسواق الناشئة بمنطقة الأزيان (ASIAN)، حيث تم انشاء سوق الأوراق المالية الماليزية في مارس 1960، حيث تم الإعلان عن تداول الأسهم والسندات بديعة شهر ماي من نفس السنة تحت رقابة بنك نيغارا (Negara Bank)، إذ تم انشاء هيئة خاصة برقابة الاصدارات في البورصة (capital issues committee) سنة 1968 (أي ثمانية سنوات بعد إنشاء السوق)، وفي سنة 1973 تم تقسيم سوق الأوراق المالية الماليزي إلى سوقين، سوق الأوراق المالية لسنغافورة (Stock Exchange of Singapore) وبورصة كوالالمبور (Kuala Lumpur Stock Exchange).

فيما يخص سوق رأس المال الإسلامي فتم دخوله الى الاقتصاد الماليزي سنة 1992، وتجلت سيم انتشار التعاملات المالية الإسلامية على مستوى السوق المالي الماليزي في تداول الأوراق المالية المطابقة لمعالم الشريعة الإسلامية، التعامل بصناديق الاستثمار الإسلامية، ظهور المؤشرات المالية الخاصة بالمالية الإسلامية.

2- ظهور التمويل الإسلامي بماليزيا:

في عام 1973 وفي ظل الاضطرابات السياسية العميقة التي كان يعيشها الشرق الأوسط، تبني وزراء الشؤون الخارجية من خلال عقد الاجتماع الثاني لمنظمة المؤتمر الإسلامي سياسة مشتركة بينهم تهدف إلى الاعتراف الرسمي بالمالية الاسلامية، وقد بدأت المبادرة كإجراء سياسي أكثر منه اقتصادي، حيث تم تأسيس البنك الإسلامي للتنمية، كأول خطوة نحو تحقيق المبادرة، واهتمامه بتشجيع إنشاء مؤسسات بنكية تلتزم بتقديم خدمات مالية، ومنتجات متوافقة والعقيدة الإسلامية ومقاصدها كأول مهمة للبنك، وفي هذه الصدد كانت كل من دول:

البحرين، دبي، السودان، مصر والأردن فقط، من أول الدول التي انتهجت مهدت هذه الحركة بخطوات حجولة نوعا ما، وذلك خلال السبعينيات من القرن الماضي (ساسبي، 2019، صفحة 194).

في خضم التحول المعقد للأنظمة الإنتاجية ما بعد الفترة الاستعمارية، فإن الدافع إلى تقوية التنمية كان حتمي وواجب لكل الدول التي كانت ترمي إلى التحرر الاقتصادي والتطور مهما كانت هذه التنمية مستقوى بدوافع دينية أو دبلوماسية، وهذا ما انتهجه القادة الماليزيين الأساسيين والمناصرين لبريطانيا والذين درسوا في المؤسسات البريطانية في سنوات 1970، والذين تعلموا وفق أطر غربية محضة خاصة ما كلن يتعلق بالثقافة الاجتماعية والاقتصادية، إذ فكرة ادخال عامل المالية الإسلامية ضمن القطاع النقدي والمالي ككل لم يلقى أي تشجيع من قبل السلطة العمومية، فقد بررت الحكومة خياراتها بشأن المالية المطابقة للشرعية، بحتمية توفير بديل رأسمالي للماليزيين الذين يعود انسحابهم من الحقل المقاولاتي المحلي إلى تحريم نصوص القران الكريم الربا بكل أنواعها (ساسبي، 2019، الصفحات 195-196).

نحاول من خلال هذا العنصر إلقاء الضوء على أهم الاجراءات التي هيئت تدريجيا احتضان المالية الإسلامية في ماليزيا، حيث أشرفت الحكومة الماليزية على أعمال تحضيرية تهدف إلى تزويد ماليزيا خطوة بخطوة نحو إمكانية ممارسة معاملات مالية موافقة للشرعية الإسلامية، وقد عملت مصالح الوزير الأول انطلاقا من عام 1983 على تهيئة البيئة التشريعية لاستقبال المالية الإسلامية على مستوى السوق المالية وانتهاجها من قبل مختلف المتعاملين على مستواها.

وفي هذا الصدد تم وضع أول قانون ينظم العمل البنكي وفق المالية الإسلامية حيث تم اصدار قانون Islamic Banking Act في شهر أفريل 1983 الذي أطر قوانين بإنشاء نظام بنكي إسلامي وطني، وإنشاء بنك إسلام ماليزيا (Bank Islam Malaysia Berhad) (Malaysian legislation , 1983).

إضافة إلى ذلك دعمت الحكومة عن طريق البرلمان قانون الاستثمار الحكومي الذي يسمح للدولة بإصدار سندات استثمارية مطابقة لمبادئ الشريعة الإسلامية، وذلك عن طريق هندسة أداة مالية محلية لتمويل ديونها السيادية على جانب قنوات التمويل التقليدية، إذ كانت الحكومة الماليزية ترمي من خلال هذا إلى انسحابها وتحررها التدريجي من التبعية الأجنبية المرهقة للكاهل المالي للدول، لكن بشكل أولي كان الهدف من وراء انشاء السندات الحكومية توفير فرص استثمارية، وزيادة احتمالية تحقيق مردودية مرتفعة نسبيا نظرا لدرجة المخاطرة المرافقة لها، وبالتالي تمكين البنك الإسلامي الذي تم إنشاؤه في 1983 من مباشرة عمله، وتوفير السيولة المشروعة وفق

الفصل الثاني: قياس أثر الصكوك الإسلامية على بورصة ماليزيا: دراسة قياسية بتطبيق نموذج NARDL

لأحكام الشريعة الإسلامية، إذ أنه يعد البنك الإسلامي الوطني من المؤسسات المالية التي تعيد جزءاً من أرباحها إلى الدولة.

مع الإشارة إلى أنه تم في سنة 1984 اعلان البرلمان الماليزي عن توسيع نطاق المالية الإسلامية ليضم القطاع التأميني، إذ تتم التأمين وفقاً للشريعة الإسلامية في ظل إنشاء مؤسسات التكافل وفق قاعدة التضامن التساهمي بين الموقعين على عقد التكافل أو التأمين التكافلي (فوزي، 2009، صفحة 276).

في عام 1993 أصدر بنك نيغارا ماليزيا (Bank Negara Malaysia) بيان يسمح فيه للبنوك التقليدية أو التي تعرف باسم العلمانية بممارسة جديدة تتضمن تقديم خدمات مالية إسلامية، والتي سماها بنك نيغارا بمخطط المصرفية الخالية من الفائدة (Interest free banking)، تحدد تعليمات البنك المركزي الماليزي التعليمات العامة التي تسيّر هذا التعامل الجديد و الضوابط المسيرة له. ليتم بعد ذلك في أكتوبر من عام 1996 اصدار تعليمات وقوانين جديدة تصحح النقص والثغرات التشريعية التي عانى منها القانون السالف (قانون 1993)، إذ فرض البنك المركزي على الأعوان المتدخلين (المؤسسات المالية التقليدية التي تقدم خدمات مالية مطابقة للشريعة الإسلامية) في الدوائر الاقتصادية، أن يفصلوا بصرامة بين أنشطتهم الربوية وغير الربوية، على مستوى الإدارة والتسيير المحاسبي (ساسبي، 2019، صفحة 199).

وفي سنة 1994 تم انشاء لأول مرة في العالم سوق نقدي إسلامي من طرف البنك المركزي الماليزي، إذ تكون المعاملات على المدى القصير ما بين المؤسسات المصرفية التي تقدم خدمات مالية إسلامية سواء بالكامل مثل بنك الإسلامي الماليزي، أو عبر نوافذ خاصة مثل مجموعة من البنوك التجارية الأخرى، وتكون المعاملات عبارة عن تبادل النقود وعرض وطلب الائتمان على المدى القصير (أقل من سنة واحدة)، حيث تستطيع في هذا السوق البنوك أن توظف فوائضها و لو لمدة يوم واحد، كما يمكن أن تحصل على السيولة اللازمة لتغطية ما يطرأ عليها من عجز، إضافة إلى هذا يعتبر السوق النقدي الإسلامي في حد ذاته أداة للسياسة النقدية في تسيير السيولة (Bank Negara Malaysia, 1994, p. 186).

عززت الحكومة الماليزية مكانتها الدولية كدولة داعمة للمالية الإسلامية إذ أصبحت هذه الأخيرة في بداية 2001 شركة مساهمة في بنك الاستثمار الإسلامي الأوروبي (European Investment Islamic Bank)، حيث تجدر الإشارة إلى أنه يعد البنك الإسلامي الاستثماري الأوروبي أول بنك مطابق لأحكام الشريعة الإسلامية في المملكة المتحدة والمدرج في بورصة لندن.

عقب ذلك فقد تم تعزيز وتنمية بنية النظام الاقتصادي الإسلامي الماليزي تدريجيا بقيادة ودفع من طرف السلطات المحلية وجهودها المتضافرة، والعمل على تطوير المنتجات المالية الإسلامية الأصلية لتصبح أكثر ملاءمة لطلب السوق وتغير حاجات المستثمرين، وكذا ابتكار أدوات مالية جديدة أكثر تعقيدا أيضا مع تعقيد مع السهر على كفاءتها التشريعية والمالية معا ووضعها في خدمة المتعاملين في السوق (Elsa & Shanmugam, 2004, p. 71).

3- النظام المالي الماليزي كنظام مزدوج بين المالية الربوية والمالية الإسلامية:

يشكل بنك نيغارا ماليزيا مع المؤسسات المالية الأخرى والتي تتكون من البنوك التجارية والبنوك الاستثمارية والبنوك الإسلامية، ما يعرف بالجهاز المصرفي الماليزي، أي النظام المالي الربوي والنظام المالي التقليدي يعملان بالتوازي، إذ تتم الأنشطة المصرفية الإسلامية إما من قبل البنوك الإسلامية التي تقدم حصري خدمات مالية إسلامية، أو من خلال النوافذ المصرفية الإسلامية أو الشركات التابعة التي أنشأها البنوك التقليدية من أجل اشباع حاجات المتعاملين الباحثين عن الخدمات المالية الإسلامية.

في ذات السياق شهد تحديث النظام المالي إدخال البنوك الاستثمارية إلى الساحة المصرفية في عام 2006 مع دمج بيوت الخصم (discount houses) والبنوك التجارية وشركات سمسرة الأوراق المالية (Stockbroking companies)، إضافة إلى الوسطاء الماليين غير المؤسسات المصرفية (Non Banking Financial Institutions) والذين يكملون عمل المؤسسات المصرفية في تعبئة المدخرات، وتلبية متطلبات بعض القطاعات الاقتصادية المحددة، وتلعب هذه المؤسسات أيضا دورا مهما في تطوير سوق رأس المال.

ومن أهم المؤسسات المالية غير المصرفية نذكر: مؤسسات التنمية المالية، صناديق الادخار، صناديق المعاشات التقاعدية، شركات التأمين ومشغلي التكافل، مؤسسات الادخار وحسابات الوحدات وحسابات الأمانة (Bank Negara Malaysia, 2006, p. 3).

المطلب الثالث: قيام سوق رأس المال الإسلامي بماليزيا

عرفت هيئة الأوراق المالية الماليزية سوق رأس المال الإسلامي بأنه: السوق الذي تتوفر فيه فرص الاستثمار والتمويل متوسط وطويل الأجل، المتوافقة تماما مع أحكام الشريعة الإسلامية والخالية من الأنشطة المحرمة شرعا

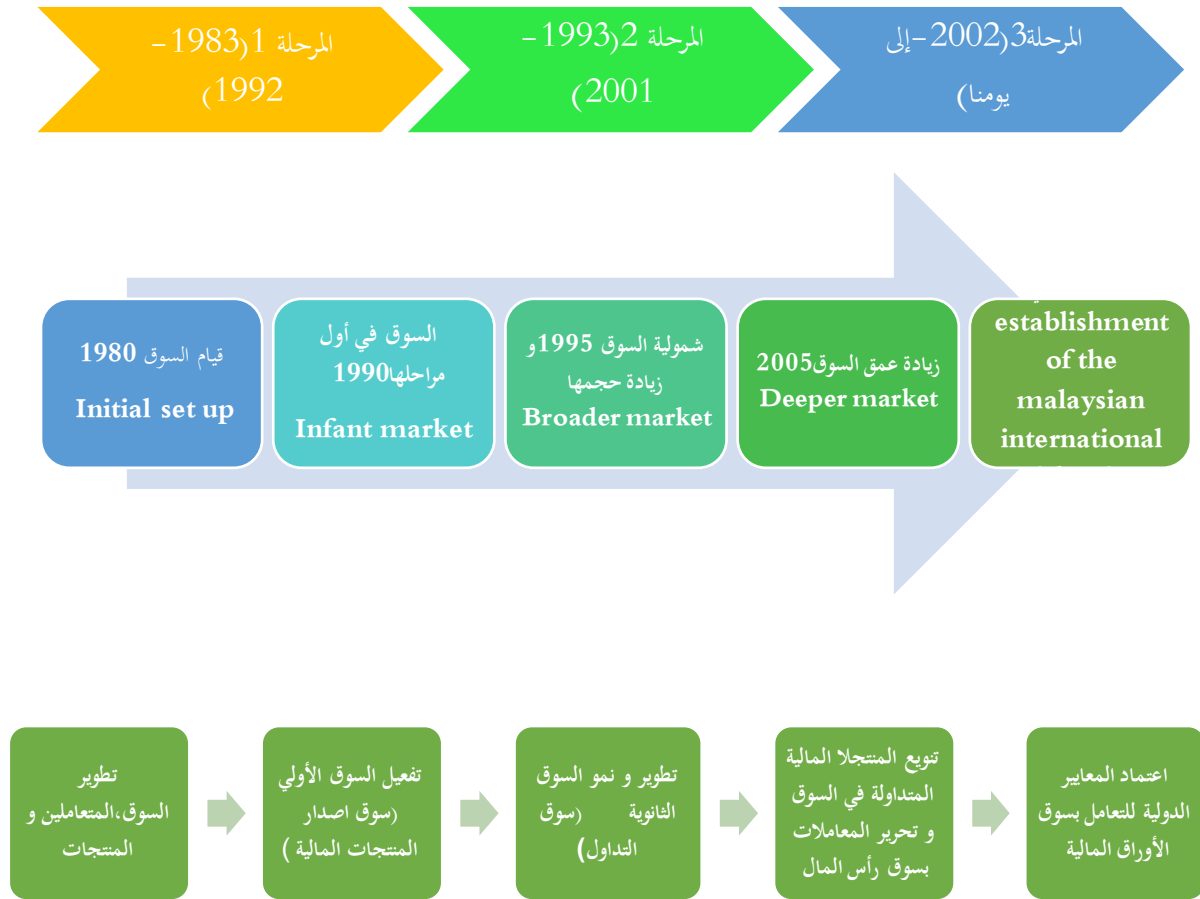
الفصل الثاني: قياس أثر الصكوك الإسلامية على بورصة ماليزيا: دراسة قياسية بتطبيق نموذج NARDL

كالتعامل بالربا، المقامرة وبيع الغرر وغيرها، إذن سوق مالي تتوفر فيه فرص تمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة (هيئة الأوراق المالية، 2014، صفحة 45).

ولتجميع الموارد المالية الاستثمارية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية حيث أنه من أجل الحرص على التزام أنشطة سوق رأس المال الإسلامي بمبادئ الشريعة الإسلامية، تتم رقابة وإشراف مستشارين شرعيين وذوي الاختصاص في المعاملات الشرعية على كل الأنشطة المقامة في السوق المالي، مع التركيز على كل ما يتعلق بالمعاملات المالية، وهذا ما يعزز الثقة بين السوق والمستثمرين (نبيل، 2007، صفحة 78).

لقد سجلت المالية الإسلامية في ماليزيا نموا هائلا منذ ظهورها في السبعينات، ويمكن تقسيم تطور المالية الإسلامية في ماليزيا إلى ثلاثة مراحل هي (Yakcop, 2002, p. 6): مرحلة الاستكشاف (1983-1992)، مرحلة القبول (1993-2001)، مرحلة التنمية الاستراتيجية (2002 إلى يومنا).

الشكل 2-1: مراحل تطور المالية الإسلامية بماليزيا:



المصدر: (Difari, 2007, p. 10).

الفصل الثاني: قياس أثر الصكوك الإسلامية على بورصة ماليزيا: دراسة قياسية بتطبيق نموذج NARDL

في بداية المرحلة الأولى من الاستكشاف لعبت المالية الإسلامية، دورا ضعيفا نسبيا في بداية الأمر، عند قيام السوق في أول الأمر سنة 1980 تم انشاء قانون البنوك الإسلامية في 1983، وقيام بنك الإسلام الماليزي في نفس السنة، وإنشاء قانون التكافل في 1984.

أما في بداية سنة 1990 عند الدخول لعدد أكبر من الشركات والمؤسسات إلى سوق رأس المال الماليزي بحثا عن مصادر التمويل بدأت السوق المالية بالتوسع والتعمق نظرا لزيادة وتيرة المبادلات المالية الحاصلة (Woodsome, 2016, p. 10).

في سنة 1996 أصدرت لجنة الأوراق المالية المعايير المعتمدة من طرف الشريعة الإسلامية، وقامت بإدخال الأوراق المالية الموافقة لمعايير الشريعة الإسلامية، كما نذكر أنه من بين انعكاسات اصدار معايير خاصة بالتعامل بالأوراق المالية الإسلامية زيادة القبول على رأس المال الإسلامي من طرف المتعاملين في سوق الأوراق المالية الماليزية، وكذا زيادة الاهتمام بالأدوات المالية الإسلامية كبديل للأدوات التقليدية المعتمدة من قبل الاستثمار والتمويل، إضافة إلى ذلك وفرت هذه المعايير نوعا من المرونة لهندسة مجموعة متنوعة من الأدوات المالية الإسلامية حسب حاجة المتعاملين في السوق (Securities comission, 2003, pp. 42-43).

منذ سنة 2000 وصاعدا، شهدت السوق العديد من الأدوات المالية الإسلامية مدرجة للتداول من أجل اشباع حاجات المتعاملين الماليين من التمويل ولاستثمار، حيث أصدر أول سند إسلامي دولي للشركة كامبلان غوثري (Kumpulan Guthrie) سنة 2006، والتي اعتبر بمثابة الاعتراف الرسمي بماليزيا كمركز دولي لسوق رأس المال الإسلامي (Woodsome, 2016, p. 15).

خلال مرحلة التطور الاستراتيجي للمالية الإسلامية في ماليزيا وضعت الحكومة الماليزية مخططا دكي يركز على رؤيا مستقبلية ومجموعة من الإصلاحات، إضافة إلى تخطيط دقيق من أجل ترقية المالية الإسلامية، وجعل كوالالمبور مركزا مالي إسلامي دولي، وفيما يلي يذكر الباحث تفاصيل السياسات المتبعة خلال هذه المرحلة الثالثة من مراحل تطور المالية الإسلامية في ماليزيا، والمعروفة بفترة التنمية الاستراتيجية للمالية الإسلامية.

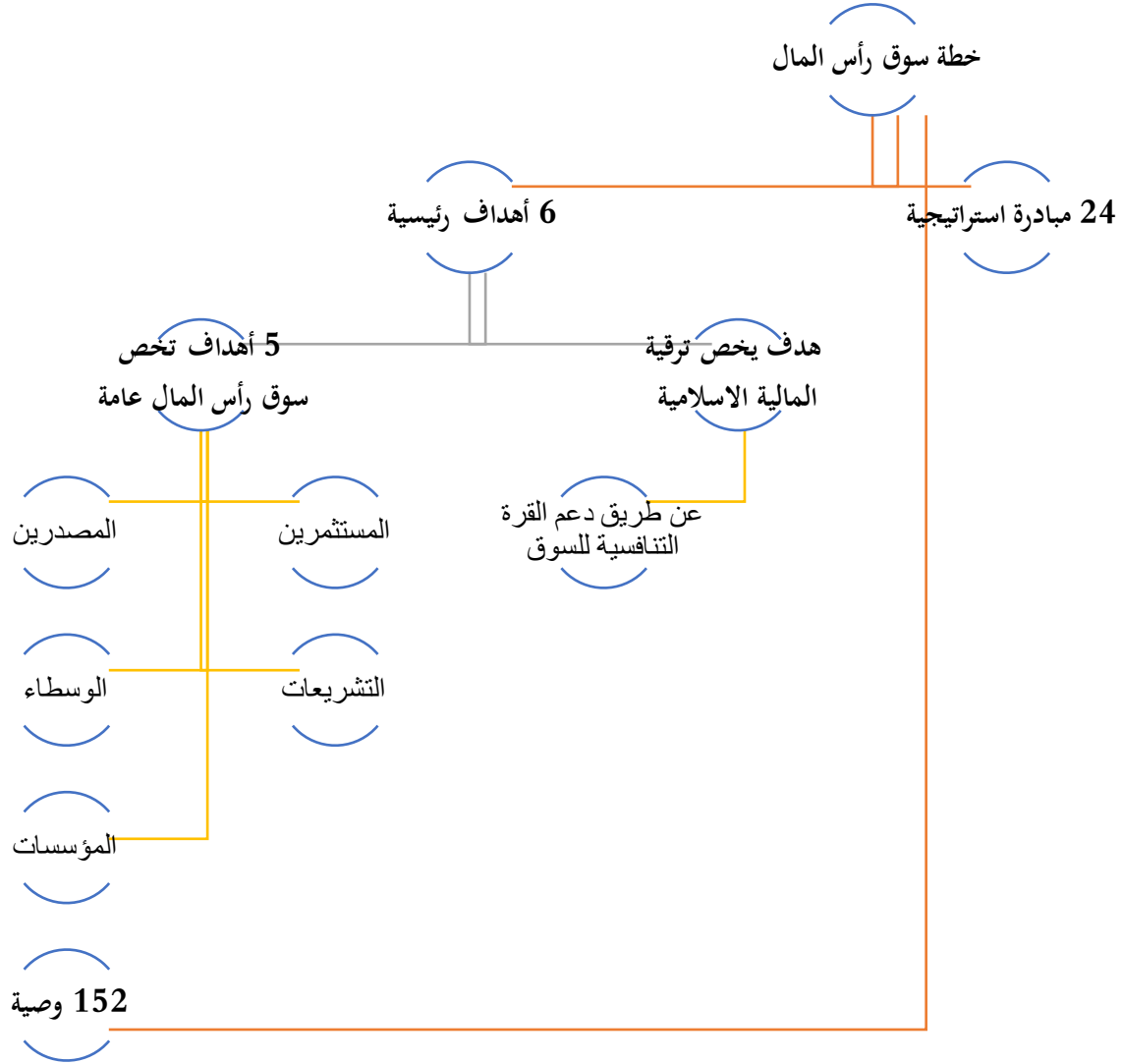
من أهم المراحل التي حظت بدعم كبير من طرف السلطات والتزام هذه الأخيرة بتدويل سوقها، نتطرق إلى هذه المرحلة الممتدة من سنة 2002 إلى غاية يومنا هذا من خلال محورين رئيسيين:

1. الخطة الاستراتيجية لسوق رأس المال الماليزي (Capital market master plan):

كانت بداية تنفيذ خطة سوق رأس المال والمعروفة بمختصر CMP وبداية سنة 2001 عن طريق ستة 6 أهداف رئيسية، 24 مبادرة استراتيجية و152 توصية، كل ذلك من أجل تطوير القدرة التنافسية على الصعيد الدولي لسوق رأس المال الإسلامي، بحيث تعتبر المبادرات الاستراتيجية ضرورية من أجل تحقيق هذا المبتغى (Woodsome, 2016, p. 9).

ونلاحظ من خلال خطة سوق رأس المال أن له خمسة أهداف من الستة أهداف الرئيسية ركزت على الجوانب الرئيسية لسوق رأس المال، بما في ذلك التشريعات والقوانين الخاصة والمنظمة لنشاط الهيئات والأشخاص المصدرين للأدوات المالية المتداولة بالسوق، المستثمرين الناشطين، المؤسسات المدرجة بها والوسطاء العاملين بها، أما الهدف السادس فركز على تطوير قطاع معين من السوق وهو المالية الإسلامية. وفيما يلي شكل يوضح العناصر الأساسية لخطة سوق رأس المال.

الشكل 2-2: العناصر الأساسية لخطة سوق رأس المال CMP:



المصدر: من إعداد الباحثة.

قامت لجنة الأوراق المالية الماليزية بتقسيم الإصلاحات حسب الجدول أسفله:

الجدول 2-1: الأهداف الأساسية والمبادرات الاستراتيجية لخطة سوق رأس المال الماليزي:

المبادرات الاستراتيجية	الأهداف الرئيسية
تعزيز كفاءة عملية جمع الأموال. تنظيم برنامج شامل لتطوير سوق السندات كمصدر تنافسي لتمويل الشركات. تيسير عملية تنمية رأس المال الاستثماري لتمويل الشركات الناشئة ذات	المصدرين: العمل على جعل سوق رأس المال الماليزي المكان

<p>معدلات النمو المرتفعة. تعزيز قيام سوق ثانوية ذات سيولة عالية وفعالة لتداول الأوراق المالية.</p>	<p>المفضل لتعبئة المدخرات المالية للمؤسسات والمتعاملين الاقتصاديين.</p>
<p>وضع إطار عملي قوي لحوكمة إدارة الشركات والاعتراف بقيمة المساهمين. تضافر الجهود لإنشاء بيئة مالية نابضة والعمل على تحسين إدارة الاستثمارات من أجل تحسين القدرة التنافسية للسوق. تعزيز دور المؤسسات المستثمرة والتي تشارك بصفة مستمرة وثابتة في توفير تدفقات رؤوس الأموال، وتيسير عملية إدارة المخاطر من خلال العمل على تفعيل وتطوير سوق المشتقات المالية. تيسير عملية إدخال مجموعة متنوعة من المنتجات المالية والتي تحظى بميزات مختلفة خاصة ثنائية العائد/المخاطرة من أجل تلبية حاجات المستثمرين المختلفة.</p>	<p>المستثمرين: تشجيع قيام إدارة استثمارات كفاءة، وقيام بيئة أكثر ملاءمة للمستثمر.</p>
<p>إعادة هيكلة السياسات والتشريعات المنظمة للشراكات الماليزية واصدار تعليمات دقيقة حول حرص المؤسسات على زيادة قدرتها التنافسية في السوق. الوقوف على ضرورة جعل التبادلات الماليزية في وضع يسمح لها بالاستجابة لديناميكيات السوق المتغيرة من خلال اعتماد هياكل تجارية مرنة واستراتيجيات ذات توجه تجاري. العمل على تعزيز كفاءة الهيكل التجاري للدولة ككل وتحسين جدودة وسرعة المقاصة والتسويات المالية.</p>	<p>المؤسسات: تعزيز تنافسية المؤسسات الناشطة على مستوى سوق رأس المال والعمل على زيادة كفاءتها.</p>
<p>تعزيز المنافسة البناءة من خلال إلغاء القيود التنظيمية للخدمات والمنتجات وإعادة النظر في الرسوم الثابتة. العمل على تدريب وادراج سماسة أقوى بالسوق من أجل تقديم خدمات</p>	<p>الوسطاء: الحرص على تعزيز تنافسية وجودة مقدمي خدمات</p>

<p>متكاملة وذات جودة عالية لتوفير سوق تنافسية للخدمات المالية. ضمان كون خدمات الوساطة المالية بسوق رأس المال الماليزي تأخذ بعين الاعتبار المعايير التحوطية المناسبة، مع حرص الوسطاء على تقديم خدمة مالية بمستويات عالية من السلوك المحترف والمهارات المهنية. اعتماد برنامج عملي للتحرير، تدعمه الضمانات الاحترازية الضرورية والمناسبة.</p>	<p>الوساطة المالية على مستوى سوق رأس المال.</p>
<p>التوجه نحو إقامة نظام يركز على السوق لتنظيم أنشطة أسواق رأس المال. ضمان التكافؤ و إتاحة نفس الفرص بين جميع المؤسسات والمشاركين الذين يقومون بالأنشطة المماثلة في أسواق رأس المال، وبالتالي ضمان نوع من الشفافية في السوق. التنديد والحرص على تنفيذ الأنظمة التي تحكم سوق رأس المال. تعزيز القدرة على الحفاظ على الاستقرار النظامي والمالي بالسوق.</p>	<p>التشريعات: بناء نظام تشريعي قوي ومرن لتيسير المعاملات المالية مع الحرص على رقابة ذات كفاءة.</p>
<p>تسهيل وتدعيم عمليات ابتكار وتطوير مجموعة واسعة من المنتجات والخدمات التنافسية المتعلقة بسوق رأس المال الإسلامي. زيادة سيولة السوق من خلال العمل على إنشاء سوق سهلة الولوج للمستثمر وتيسير الاستثمار الأجنبي من أجل ضمان استمرارية التعبئة الفعالة للصناديق الإسلامية. استحداث الأطر والتشريعات المناسبة والشاملة لتأطير عمليات المحاسبة والضرائب والتنظيم والرقابة المالية لسوق رأس المال الإسلامي. تنمية سوق رأس المال الإسلامي الماليزي ودفع رقيه إلى درجة الاعتراف عالميا بماليزيا كمركز مالي دولي للمالية الإسلامية.</p>	<p>تطوير تنافسية سوق رأس المال: الاهتمام والتركيز على المالية الإسلامية من أجل جعل كوالالمبور مركز مالي إسلامي دولي.</p>

المصدر: (Securities comission, 2001, p. 15).

الفصل الثاني: قياس أثر الصكوك الإسلامية على بورصة ماليزيا: دراسة قياسية بتطبيق نموذج NARDL

حيث قررت لجنة سوق الأوراق المالية بالاستشارة مع مجلس النواب تقسيم فترة الإصلاحات إلى ثلاثة مراحل استراتيجية عوضاً أن تتبنى نهج الانفجار الكبير، إذ تم التدخل الإصلاحي من خلال ثلاث مراحل على مدى الفترة 2001-2010، حيث اعتمدت اللجنة في الفترة الأولى على تعزيز القدرة المحلية، وفي المرحلة الثانية، عملت بمجمل الاصلاحات على تكثيف المنافسة بين اللاعبين المحليين، أما خلال المرحلة الثالثة هم الاهتمام بالاستثمار الأجنبي إذ فتحت الأسواق مرة أخرى أمام المنافسة الدولية.

يوضح الجدول التالي مراحل تقسيم الإصلاحات وتطبيق خطة سوق رأس المال.

الجدول 2-2: فترات تطبيق خطة رأس المال الماليزي خلال الفترة 2001-2010:

2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
تعزيز الإنتاج المحلي و تنمية قدرات المؤسسات الناشئة الناشطة في القطاعات الاستراتيجية									
			مكافحة الجهود للتركيز على القطاعات الرئيسية للاقتصاد الماليزي مع التوجه التدريجي نحو تحرير السوق.						
					تعزيز مكانة السوق الماليزي بالتركيز على زيادة عمليات السوق وتنمية البنى التحتية من أجل التخطيط نحو جعل سوق رأس امال الماليزي سوق متطور بالكامل والاهتمام بميزة القدرة التنافسية دوليا من خلال خاصية التميز بقطاعات معينة أهمها المالية الإسلامية.				
الفترة الأولى			الفترة الثانية		الفترة الثالثة				

المصدر: (Securities comission, 2001, p. 272).

كان الهدف من هذا التقسيم للإطار الزمني الأخذ بالاعتبار الوضع الراهن للمشاركين في السوق والمؤسسات ومنحها الوقت اللازم من أجل استعدادها للتحرير ورفع القيود، وكذا استقرار السوق، لضمان عدم تشرير واضطراب نشاط الناشطين في السوق جراء الإلغاء المفاجئ للضوابط التنظيمية، أما بالنسبة لبعض الإصلاحات التي اعتبرت عاجلة بصفة خاصة تلك التي مست نشاط الوسطاء الماليين والسماسة العاملين بسوق الأوراق المالية من أجل توحيد النشاط و ضمان الشفافية وتكافؤ الفرص، قبل أن يتم وضع اللمسات الأخيرة على الخطة المشتركة. وقد تم تحديد أهداف وجداول زمنية لتدابير إصلاح محددة، مع الإشارة إلى أنه بعض الأهداف مستقلة عن بعضها لكنها متسلسلة، في حين أن بعضها الآخر مترابط ويلزم تطويره في نفس الوقت (Securities Commission, 2004, p. 141).

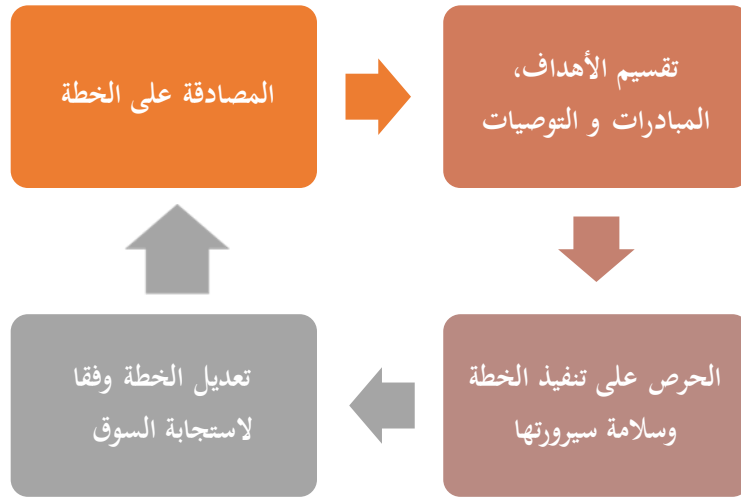
كما أنه تم من خلال خطة سوق رأس المال تحديد واضح ودقيق للسلطة المسؤولة عن تنفيذ الخطة ورصدها. حيث أن لجنة الأوراق المالية (Securities Commission) هي التي تتحمل المسؤولية النهائية عن تنفيذ خطة سوق رأس المال/، وقد أدمجت أهداف البرنامج والمبادرات الاستراتيجية ضمن خطة عمله الخاص (business plan)، وقامت برصد عملية الإصلاح فرقة عمل خاصة بعملية التنفيذ داخل اللجنة، وهي فرقة يتجسد نشاطها كمرکز أمانة لعملية الإصلاح برمتها، الغرض منها هو الاشراف على التنسيق بين اللجان العاملة على تنفيذ الخطة ككل، الرقابة وحل المنازعات والخلافات بينها، إضافة إلى رصد التقدم والحرص على تطبيق التدابير الجديدة والتوصيات بمخاديفها وبفعالية، وكذا إدارة برنامج الاتصالات بين اللجان العاملة و المتكونة من ممثلين السوق، ممثلي المؤسسات الكبرى الناشطة بالقطاعات الاستراتيجية والهيئات أو الأفراد العاملين بلجنة الأوراق المالية (Woodsome, 2016, p. 9).

وأخير حدد برنامج سوق رأس المال وسيلة لتتبع التقدم وتعديل الخطط استنادا إلى التغذية المتلقاة من السوق (market feed back)، وإلى التطورات الطارئة على السوق سواء على الصعيد المحلي أو الدولي، حيث أنه رأت لجنة الأوراق المالية أنه من الضروري تحقيق الأهداف المسطرة ضمن كل فترة قبل الانتقال إلى الفترة الموالية من أجل ضمان خلو الإصلاح من الشوائب المعرقة لنجاح خطة رأس المال ككل، وكذا تفادي تضرر السوق والمتعاملين بها من التحرير واضطراب سلامة أدائها واستقرارها المالي.

كما أنه اعتمدت الهيئات المختصة على معلومات وبيانات السوق وكيفية استجابتها للإصلاحات، من أجل تعديل الخطة الأولية لسوق رأس المال، أو إضافة بعض الإصلاحات والنقاط الجديدة من أجل ضمان سيرورة التطور.

يوضح الشكل التالي كيفية تنفيذ هذه الإصلاحات وفق رؤية لجنة الأوراق المالية:

الشكل 2-3: الخطة التنفيذية ل CMP



المصدر: من اعداد الباحثة

2. الخطة الماليزية التاسعة (Ninth Malaysian Plan):

المراد بالخطة الماليزية التاسعة والمعروفة بـ MP9 المخطط الشامل الذي وضعته الحكومة الماليزية وبالتحديد وحدة التخطيط الاقتصادي (EPU) التابعة لرئاسة الوزراء ووزارة المالية في ماليزيا والتي تم المصادقة عليها من طرف مجلس الوزراء الماليزي والإعلان عنها في 31 مارس 2006 من طرف رئيس الوزراء الماليزي الخامس داتوك سيرى عبد الله أحمد بدوي أمام البرلمان.

وقد تم تسليط الضوء على أهداف خطة التنمية الاقتصادية في ماليزيا في الوقت الذي كانت بدأت فيه الدولة التعافي من الأزمة المالية الآسيوية والظروف الاقتصادية الصعبة التي نتجت عن ارتفاع أسعار النفط الناتج عن عدة أسباب جيوسياسية دولية، والتي أبرزها خلال تلك الفترة كان الغزو الأمريكي للعراق في عام 2003، وما انجر عنه من التهاوب في أسعار النفط بحيث وصل سعر البرميل إلى 60 دولار أمريكي في أوت من عام 2005.

الفصل الثاني: قياس أثر الصكوك الإسلامية على بورصة ماليزيا: دراسة قياسية بتطبيق نموذج NARDL

وقد ذكر رئيس الوزراء هذين العاملين في خطابه عندما تناول موضوع الخطة المالية التاسعة في الحادي والثلاثين من مارس عام 2008، بالإضافة إلى مرض الالتهاب الرئوي الحادي (SARS)، وفيروس إنفلونزا الطيور وزلزال يوم الهدايا (Boxing Day) في عام 2004.

نذكر فيما يلي أهم القطاعات والقضايا التي رأت الحكومة الماليزية أنه لا بد من زيادة الانفاق عليها والنهوض بترقيتها من خلال برامج خططها التاسعة (wikipedia, 2020):

● البنية التحتية:

- 1500 مليار رينغيت ماليزي مدخرات من الخصخصة.
- 101 111 مليار رينغيت ماليزي لهيئة تنمية منطقة إسكندر (IRDA).
- 3.58 مليار رينغيت ماليزي لبناء الطرق الريفية وتطويرها.
- 29 مليار رينغيت ماليزي للتكنولوجيا الحيوية (البنية التحتية المادية والمرنة).
- 11 مليار رينغيت ماليزي لتطوير وتمديد مطار كوتا كينابالو الدولي، وهو المحور الثاني المنخفض التكلفة في ماليزيا.
- الجسر الثاني والخط الحديدي الأحادي الذي يصل إلى جزيرة بينانج.
- مدرج إضافي ومبنى مستقل تابع لمطار كوتا كينابالو الدولي.
- سكة حديد مزدوجة في مناطق مختارة ذات أولوية..
- أعمال تطوير في طريق باسير جودانج السريع وإنشاء طريق جوهر بھرو الشرقي السريع

● الصحة.

- 10.28 مليار رينغيت ماليزي للوقاية من الأمراض.
- 2.3 مليار رينغيت ماليزي لإنشاء المعهد القومي للسرطان والمعهد القومي للطب الشرعي والمعهد القومي لصحة الفم.
- التخطيط لبناء ثماني مستشفيات جديدة.

• البيئة:

- 510 مليون رينغيت ماليزي لتنظيف وتحميل الأتجار والحفاظ عليها.
- 4 مليارات رينغيت ماليزي لمشاريع تخفيف آثار الفيضانات على الزراعة.
- 4.4 مليار رينغيت ماليزي لتحديث الزراعة.
- 2.6 مليار رينغيت ماليزي لخدمات الدعم.
- 1.5 مليار رينغيت ماليزي لبرامج الري الزراعي وإعادة إحياء صناعة الكاكاو.
- 1 مليار رينغيت ماليزي لزراعة المزيد من الأشجار.

• التعليم:

- 690 مليون رينغيت ماليزي لإنشاء أماكن أو أحياء سكنية للمدرسين.
- 143 مليون رينغيت ماليزي للأحياء في المناطق النائية مثل صباح وسراوق.
- بناء جامعات في ولايتي ترغكانو وكلنتن.
- بناء 180 مدرسة ابتدائية و229 مدرسة ثانوية ومدارس داخلية تتسم بالإقامة الكاملة.

• الثقافة والفنون والتراث:

- 11.62 مليون رينغيت ماليزي للثقافة.

وخلال فترة تطبيق الخطة الاقتصادية التاسعة توقعت السلطات الماليزية المختصة بنمو قطاع الخدمات المالية بمعدل سنوي متوسط قدره 7% سنويا، وارتفاع الناتج المحلي الإجمالي إلى 15.8% بحلول عام 2010 أي عند نهاية الفترة، أما معدلات العمالة أو الاستخدام كان من المتوقع ارتفاعها لمتوسط 2.5% سنويا، مع مواصلة خطة سوق رأس المال بتوفير الدعم اللازم لتطوير قطاع الخدمات المالية.

إضافة إلى ذلك تهدف الخطة التاسعة إلى دعم الكفاءات البشرية، والعمل على تزويدها بالخبرات اللازمة وتعزيز ثقافة التعلم المستمر، وخلق التشريعات والتدابير وتقديم المبادئ التوجيهية والممارسات الواضحة فيما يتعلق سياسات التعامل مع المواهب لإنتاج موظفين مهنيين مدربين تدريباً جيداً، مع التركيز الدائم والمستمر على الهدف السادس و المبتكر لخطة سوق رأس المال الماليزي ألا وهو عنصر المالية الإسلامية، وبالتالي وضعت الحكومة الماليزية مؤسسة تعليمية خاصة لمقابلة زيادة الطلب على الخبراء في مجال التمويل الإسلامي على مستوى العالم، وهو المركز

الدولي للتعليم في التمويل الإسلامي (Islamic the International Centre for Education in Finance)، وهو مؤسسة مصممة للعمل كهيئة متخصصة لإصدار شهادات الاعتماد في التمويل الإسلامي ومعهد تدريب خاص للمتخرجين (Ninth Malaysia plan, 2006, p. 180).

كما تجدر الإشارة إلى أنه قامت الخطة التاسعة بالتركيز على المستهلك عن طريق العديد من الاستراتيجيات أهمها تمكين المستهلك عن طريق توفير مجموعة كبيرة ومتنوعة من الخدمات المالية من أجل مقابلة الطلب الاستهلاكي المختلف من شخص لآخر أ من مؤسسة إلى أخرى من جهة، والعمل بشفافية على مستوى السوق، مع توفير كل المعلومات الضرورية وبصورة مستمرة، حتى يتسنى للمستهلكين تحمل المسؤولية عن قراراتهم المالية من جهة أخرى. زيادة على هذا قامت السلطات الماليزية أو بالأحرى مصالح الوزير الأول باتخاذ التدابير اللازمة لزيادة الوعي لدى المستهلكين وتعزيز النشاط بشكل أكبر من خلال التركيز على المستهلك الأكثر استهدافا وعن طريق تعزيز الهياكل الأساسية العامة لحماية المستهلك وتعزيز الإشراف والرقابة (Ninth Malaysia plan, 2006, p. 181).

يتمثل الاتجاه العام في إطار الخطة التاسعة في رقي و تقوية قطاع الخدمات المالية من أجل دعم التنمية الاجتماعية الاقتصادية، والاستفادة منها من أجل دعم طريق النمو الجديد، وخلق الثروة المستدامة التي تخلق بدورها التي تخلق الفرص العمل، وبالتالي زيادة قيمة مضافة حقيقية للاقتصاد.

فيما يلي نلخص أهم النقاط التي عملت الخطة الماليزية التاسعة على تحقيقها من خلال استراتيجياتها العديدة (Ninth Malaysia plan, 2006, p. 182):

- تطوير قطاع الخدمات المالية وجعله قادر على المنافسة دوليا، من خلال التحرير التدريجي.
- تعزيز قدرة المؤسسات المالية المحلية على المنافسة وتوفير الحماية والرعاية اللازمة لهذه المؤسسات من أجل التوسع في الأسواق الإقليمية.
- العمل على تحسين أداء نظام الرقابي والتشريعي والحرص على كفاءة التنفيذ.
- تركيز مؤسسات التنمية المالية (DFIs) على توجيه المؤسسات الصغيرة و المتوسطة نحو التوجه الدولي وتحفيز المنافسة.

- الإعلان عن جعل Labuan سوق دولي لمعاملات الأفضور (IOFC) International Offshore Financial Centre، خاصة بالنسبة للمنتجات المالية الإسلامية المبتكرة العمل جاهدا على توفر الموارد والاهتمام بتحسين قدرة التعاونيات كمصدر بديل للتمويل.

من خلال تطبيق الخطة التاسعة تتوقع مصلحة التخطيط للوزير الأول بأنه سوف تستمر الصناعة المصرفية الإسلامية في التوسع بالتوازي مع الخدمات المصرفية التقليدية، واحتمال أنه بحلول سنة 2010 أي نهاية فترة إصلاحات الخطة التاسعة قد تشكل حصة خدمات المالية الإسلامية 20 %، بما في ذلك الخدمات المصرفية الإسلامية والتأمين التكافلي من السوق المالية، وبحلول عام 2010.

علاوة على ذلك تهدف الحكومة الماليزية إلى دعم توجه ماليزيا نحو كونها المركز المالي الإسلامي الدولي، وبالتالي المشاركة الفعالة في توفير الهياكل المالية والمصرفية اللازمة لدعم هذا التوجه العالمي، دون تهميش السوق الإقليمية ودعم إقامة الروابط التجارية المتينة مع البلدان المجاورة (Ninth Malaysia plan, 2006, pp. 182-184).

ركزت الدولة على تطوير قدرات سوق رأس المال الماليزي نحو كونها المركز المالي الإسلامي العالمي، وذلك بالموازاة مع مبادرات خطة سوق راس المال، والاستفادة من القوة والتجربة التي اكتسبتها ماليزيا على مر السنين، إذ تسعى الحكومة الماليزية على جعل المركز المالي الإسلامي دولي كمنصة عالمية لنشأة وإصدار وتداول الأدوات المالية الإسلامية وأدوات الخزينة لإدارة الأموال والثروة، وتعزيز هذه المكانة عن طريق انشاء مراكز امتياز للتعليم والتدريب والاستشارات والبحث في المصارف والتمويل الإسلامي.

أما بالنسبة للنظام المسير لهذه المعاملات والمسار للتكنولوجيا والتطور المالي جوليا، هدفت الحكومة الماليزية إلى قيام نظام مالي إسلامي موازي للنظام التقليدي وخاص بتسيير، رقابة وحوكمة سوق النقد الإسلامي، وكذا سوق رأس المال من أجل السيطرة على السوق المالي ككل وازدهار المنظومة المالية.

أما فيما يخص قطاع التأمين التكافلي جعلت الخطة 9MP سياسات خاصة بتطوير صناعة التكافل، بحيث تشكل جزءا لا يتجزأ من النظام المالي، والهدف الرئيسي خلال فترة الخطة هو تطوير عدد من مشغلي التكافل القويين ذوي التمويل الكبير الذين يقدمون مجموعة كاملة من منتجات التأمين التكافلي وخدماتها.

اتخذت الحكومة الخطوات اللازمة لتعزيز قدرة مؤسسات التكافل على الاستفادة من ميزات فريدة باعتبار قطاع التأمين التكافلي جزء ذو أهمية محورية من السوق الإسلامي ككل، حيث اشتملت هذه الميزات ولم تقتصر على اتخاذ التدابير الضرورية لتوفير التدريب الجيد لأفراد وفرق إدارة عالية المستوى يتمتعون بالخبرة المطلوبة، خاصة من

الفصل الثاني: قياس أثر الصكوك الإسلامية على بورصة ماليزيا: دراسة قياسية بتطبيق نموذج NARDL

حيث الحرص على توافق منتجات التكافل مع متطلبات الشريعة الإسلامية، وكونها منتجات مبتكرة وكفؤة تستجيب لكلب المستهلكين في السوق.

إضافة إلى التسهيلات في منح التراخيص لفتح مؤسسات التكافل الجديدة مع الحرث في نفس الوقت على كفاءتها على تقديم خدمات ذات جودة، وذلك لتحقيق هدف تجسيد التأمين التكافلي 20% من قطاع التأمين الكلي بالسوق الماليزية (Ninth Malaysia plan, 2006, pp. 182-184):

المبحث الثاني: تحليل وضعية السوق المالي الماليزي للفترة (2007 – 2017)

عرفت بورصة ماليزيا تطورات عديدة منذ نشأتها إلى غاية يومنا هذا، ولعل هذه السوق من أسرع الأسواق نموا إذ انتقلت من كونها سوق أولية سنة 1960 إلى بروزها كمركز مالي دولي (Malaysia International Financial Center) سنة 2006، إذ أنه تعرف بورصة ماليزيا كسوق ناشئ بتوفر فرص استثمارية جيدة لمعدلات النمو الموجبة والمتزايدة التي تحققها السوق، مما يترتب عنه استقطابها للاستثمارات الأجنبية.

إضافة إلى عوامل أخرى تحظى باهتمام المستثمرين الدوليين مثل ازدهار و نمو الاقتصاد الماليزي بعد تطبيق خطة التنمية والمعروفة بالخطة التاسعة، وكذا انفتاح السوق على العالم الخارجي والإصلاحات ولإجراءات العديدة المعتمدة من طرف الحكومة الماليزية على المستوى القانوني والرقابي، والمهادفة إلى تعزيز دور سوق الأوراق المالية في دعم التنمية الاقتصادية.

إضافة إلى تلك الجهود المتضافرة من طرف الدولة من أجل اهتمام السوق الماليزي بالمالية الإسلامي جعل منها أكثر منافسة على الصعيد الدولي، وبالتالي تحفّت المستثمرين المهتمين بالأدوات المالية الموافقة لأحكام الشريعة الإسلامية إلى هذه السوق، التي تمتاز بازدواج النظام المالي لعب دورا كبيرا في زيادة عمق السوق، نتيجة لزيادة تدفق السيولة.

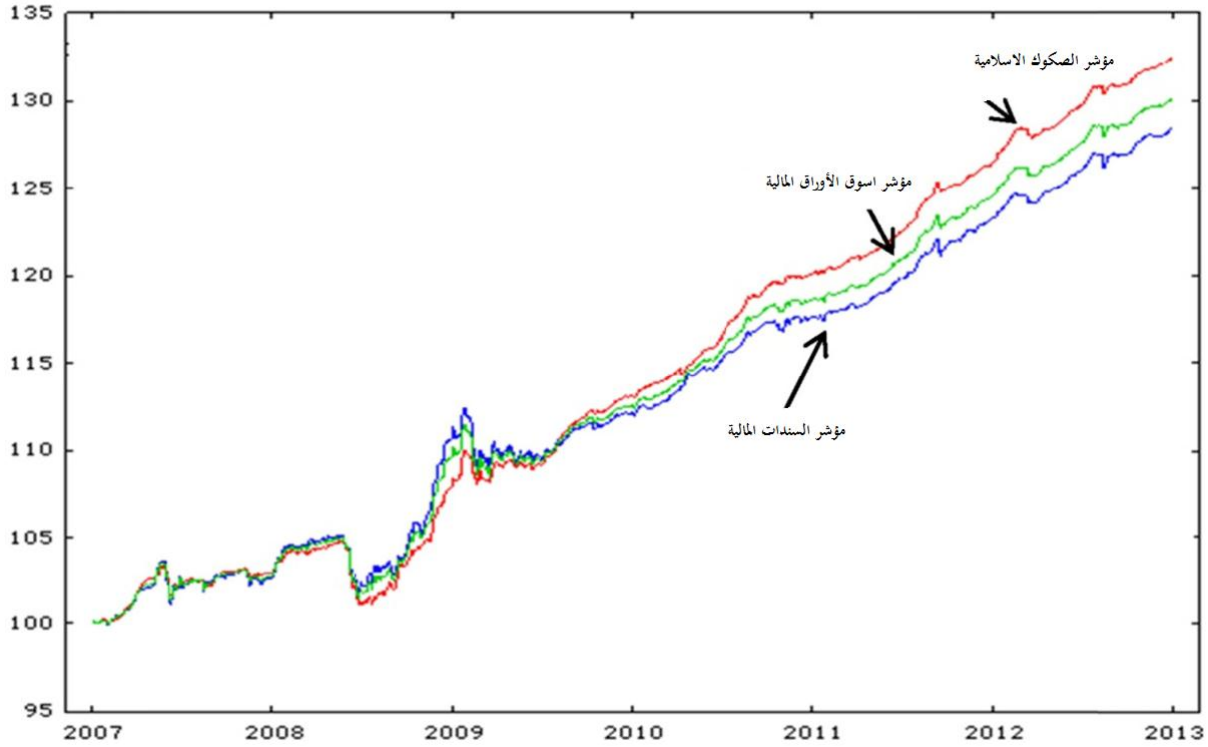
فيما يلي نلقي الضوء على تطور أهم مؤشرات السوق المالي الماليزي بصفة عامة، وكذا تطور إصدار الصكوك الإسلامية في بورصة كوالالمبور، تم التوقف عند أهم التواريخ التي أثرت على تطور سوق المالية الإسلامية بصفة أدق.

المطلب الأول: تطور نمو سوق الأوراق المالية الماليزية:

تلعب المؤشرات المالية دورا مهما فيما يخص تعقب تطور بورصة ما أو سوق ما، وذلك من أجل تقييم أداء هذه الأخيرة، ورسم السياسات الاستثمارية المثلى من أجل الاستفادة من أعلى مستويات المردودية في ظل تحمل مستوى معين من المخاطرة.

في سياق ذلك يحاول الباحث تتبع أهم المؤشرات المالية على مستوى بورصة كوالا مبور من أجل معرفة اتجاه تطور البورصة وتحليل أدائها خلال فترة الدراسة.

الشكل 2-4: نمو بورصة ماليزيا للفترة (2007 – 2013)



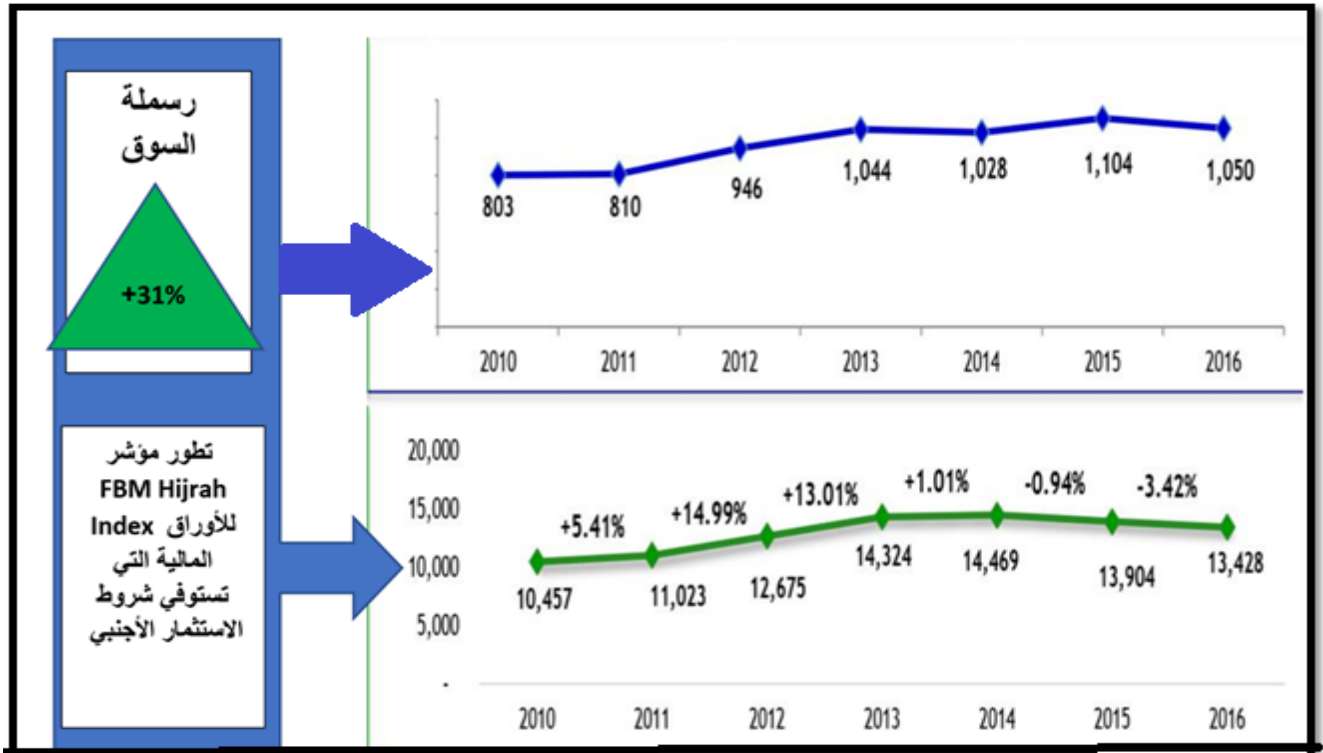
المصدر: (El Mosaid & Boutti, 2014, p. 230)

يمثل لنا الشكل أعلاه تطور ثلاثة مؤشرات في السوق المالي الماليزي وهي الصكوك، السندات ومؤشر سوق الأوراق المالية ككل من سلسلة (TR BPAM)، حيث نلاحظ من الشكل أنه على مدى الفترة من 2007 إلى 2010 بالكامل، تتحرك المؤشرات الثلاثة في نفس الاتجاه وتقريبا بنفس القيمة إذ تكاد تتطابق المنحنيات الثلاثة خلال هذه الفترة، لتزيد بعد ذلك قيمة مؤشر الصكوك الإسلامية عن مؤشر السندات و مؤشر الأسهم، حيث بلغت قيمة الصكوك الإسلامية سنة 2011 ما يقارب 120 نقطة، وقيمة السندات ما يقارب 116 نقطة، أما بالنسبة للأسهم فبلغت 115 نقطة، قد يعود هذا الفرق بين الصكوك الإسلامية، السندات والأسهم إلى تباين حدة أثر الأزمة المالية العالمية على كل نوع من الأوراق المالية السابقة، حيث عرفت الصكوك الإسلامية أقل تضررا ممكن مقارنة ببديلها من الأوراق المالية الربوية، إضافة إلى ذلك تم سنة 2011 إطلاق خطة رأس المال الماليزي، مما أثر إيجابا على الصكوك الإسلامية، وأدى إلى ارتفاع قيمتها على مستوى السوق، حيق من المعلوم أنه للمعلومة أثرا كبيرا على أسعار الورق المالية المتداولة بالسوق المالية.

الفصل الثاني: قياس أثر الصكوك الإسلامية على بورصة ماليزيا: دراسة قياسية بتطبيق نموذج NARDL

يستمر ارتفاع قيمة المؤشرات الثلاث إلى نهاية 2013، مع استمرار صدارة مؤشر الصكوك الإسلامية مع اطلاق مؤشر الصكوك الإسلامية للمؤسسات الصغيرة سنة 2012، وانعكاسات مختلف الإجراءات السياسية والاقتصادية التي بادرت بها الحكومة الماليزية من أجل ترقية القطاع المالي الإسلامي، وزيادة اقبال الاستثمارات في الصكوك الإسلامية.

الشكل 2-5: نمو بورصة ماليزيا للفترة (2010 – 2016)



المصدر: من اعداد الباحثة

من خلال الشكل يتضح لنا تطور أهم مؤشرات سوق الأوراق المالية الماليزية خلال الفترة الممتدة من 2010 إلى 2016، حيث من خلال تحليل معطيات رسملة السوق الممثلة في المنحنى الأول من الشكل، والتي تعبر عن القيمة السوقية أو سقف الأسعار التي يمكن حسابها من خلال ضرب المجموع الكلي للاسهام المتداولة لكل شركة في السوق في السعر السوقي للسهم الواحد، نلاحظ زيادة معتبرة إذ انتقل مؤشر الرسملة من 803 مليون رينجت سنة 2010 إلى 1050 مليون رينجت سنة 2016، وبالتالي تقدر الزيادة بـ 31 %، تعود هذه الزيادة المعتبرة في رسملة السوق الماليزي إلى زيادة الإصدارات بالسوق وتدخل شركات بوتيرة متزايدة على امتداد فترة الدراسة نظرا لزيادة ثقة المتعاملين بالسوق.

أما بالنسبة لمؤشر الممثل للأوراق المالية التي يستثمر فيها المستثمر الأجنبي، إذ تم تصميم (FBM Hijrah) لبورصة ماليزيا، واستخدامه كمثل للمنتجات الاستثمارية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، والتي تلبي متطلبات خاصة بالمستثمرين الأجبيين الذين يريدون الاستثمار في السوق المالية الإسلامية.

إضافة إلى ذلك تم التدقيق بشأن بالمؤسسات المدرجة بمؤشر FBM Hijrah من قبل المجلس الاستشاري الشرعي التابع للجنة المالية الماليزية، وشركة Yasaar Ltd، وهي شركة رائدة في مجال الاستشارات في مجال الشريعة الإسلامية (Bursa Malaysia, 2017 1, p. 9).

من خلال تحليل المنحنى الثاني من الشكل يمكن نسبة هذا التطور الموجب والمتزايد في قيمة المؤشر إلى تطور سوق ماليزيا للأوراق المالية ونموها حال تلك الفترة المترامنة مع بداية نتائج خطة سوق رأس المال الأولى (2001-2006)، والخطة الثانية المعدلة من النسخة الأولى (2007-2011).

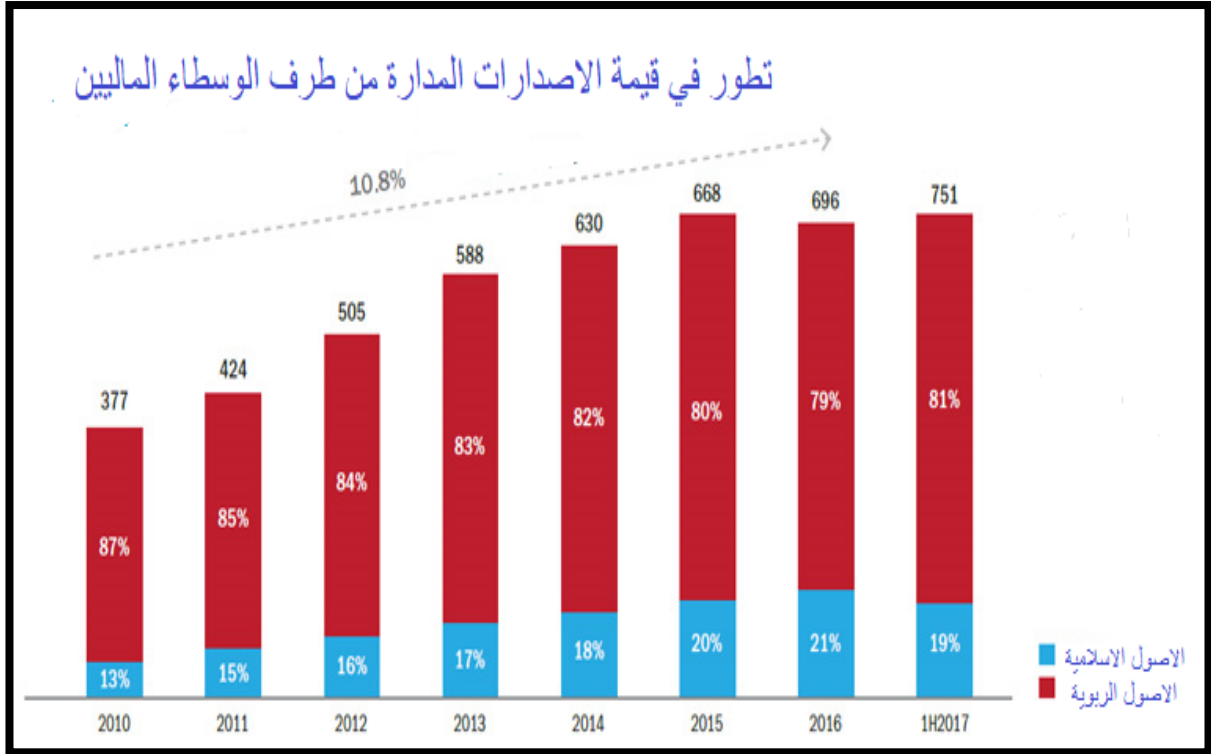
إضافة إلى الإجراءات المتخذة من قبل الحكومة الماليزية لتعزيز دور السوق الماليزي عالميا وجلب الاستثمارات الأجنبية وتدفقات رؤوس الأموال من خلال رفع العراقيل نحو الاستثمار، وتحرير السوق الماليزي وكذا الإعلان عن كوالالمبور كمركز مالي إسلامي دولي، إلا أنه خلال عامي 2015 و 2016 نلاحظ تطور سلبي لقيمة المؤشر، مما يدل على تناقص الاستثمارات في البورصة وقد يعود هذا الانخفاض إلى العوامل الخارجية السائدة خلال تلك الفترة والمتعلقة بالحرب الاقتصادية بين الولايات الأمريكية المتحدة والصين، حيث عرفت السوق المالية الصينية هزة عنيفة ممثلة بانخفاض مؤشر شانغهاي (Shanghai composite Index) بـ 38% (Rasid, 2018).

إضافة إلى ذلك يبدو أنه انخفاض في مؤشر FBM Hijrah مترامن مع الانخفاض في سعر مؤشر كوالالمبور (FTSE bursa Malaysia)، والممثل لحالة سوق ماليزيا للأوراق المالية عامة خلال عامي 2015 و 2016.

المطلب الثاني: تحليل تطور الأدوات المالية الإسلامية ببورصة ماليزيا:

فيما يلي يقوم الباحث بتحليل تطور تداول الأدوات المالية الإسلامية في بورصة ماليزيا من خلال تحليل تطور قيمة الإصدارات من طرف المتعاملين و الوسطاء و تطور رزمة السوق المالية الإسلامية .

الشكل 2-6: تطور مجموع الأوراق المالية المدارة في بورصة ماليزيا للفترة (2010-2017)

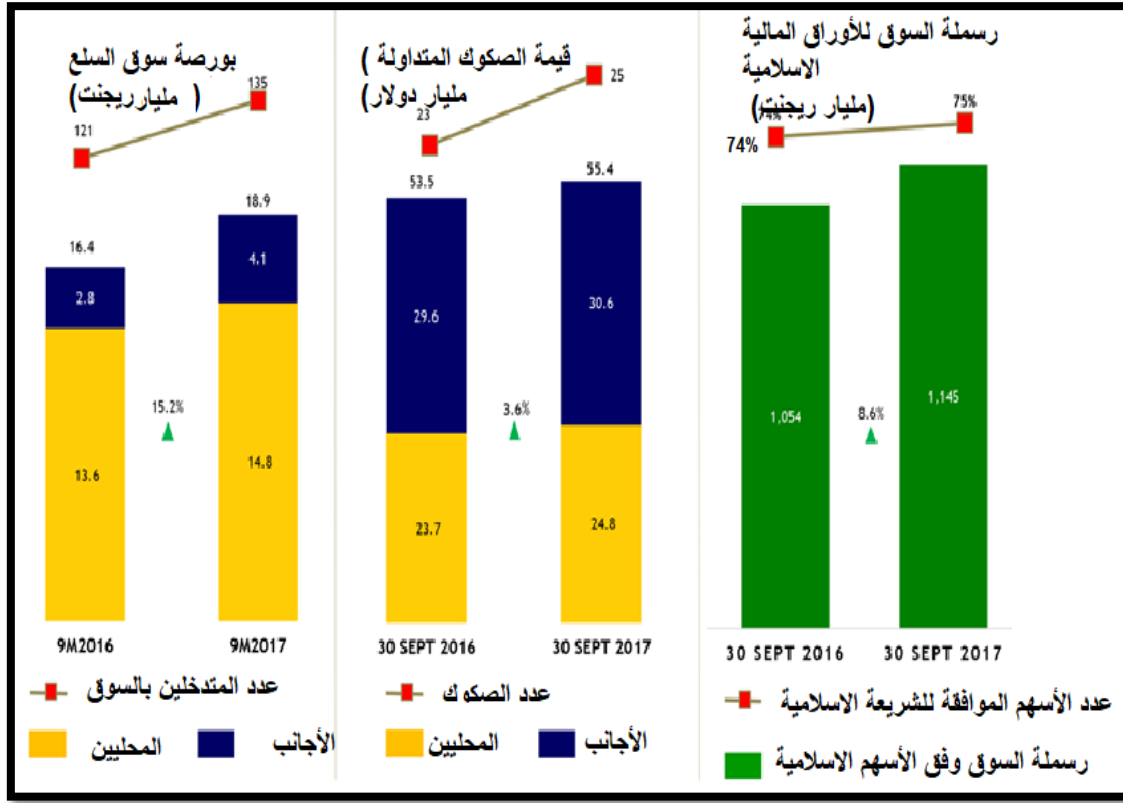


المصدر: (Capital Market Malaysia , 2020)

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ زيادة في قيمة الأثول المدارة من كرف الوسطاء الماليين ببورصة ماليزيا، مما يؤثر على فعالية خطة سوق رأس المال فيما يخص تعزيز دور الوسطاء الماليين في السوق و نجاعة الخطط الموالية لها والمعدلة وفق ردود فعل السوق، إذ انتقلت قيمة مجموع الأصول المدارة أو المسيرة من طرف مدراء المحافظ أو الوسطاء الماليين المختلفين على مستوى السوق من 377 مليار رينجت سنة 2010 إلى 751 مليار رينجت سنة 2017، وهو ما يقارب زيادة ب 10.8%، وهذا يعود إلى زيادة كبيرة في عدد الأوراق المالية المطروحة بالسوق الثانوية، والتي يلجأ أصحابها إلى طرف اخر من أجل إدارة الاستثمارات أو المحافظ المالية.

نلاحظ من خلال نفس الشكل أنه الأصول المالية الموافقة لأحكام الشريعة الإسلامية هي الأخرى في تزايد مستمر حيق انتقل مجموع الأثول المالية الإسلامية المسيرة من طرف الوسطاء من 13 سنة 2010 إلى 19 سنة 2017، وهذا يدل على نجاح ماليزيا في تحقيق هدف تعزيز المالية الإسلامية من خلال مختلف الإصلاحات التي قامت بها، وكذا نجنحها في كونها قطب دولي للمالية الإسلامية.

الشكل 2-7: تطور السوق المالية الإسلامية خلال عامي 2016 و 2017:



المصدر: (Bursa Malaysia, 2017).

من خلال تحليل الشكل أعلاه والممثل لتطور كل من عدد المتدخلين على مستوى سوق السلع، قيمة وعدد الصكوك المتداولة ببورصة ماليزيا للأوراق المالية، وكذا رسملة السوق الخاصة بالأوراق المالية الإسلامية، نلاحظ أنه تم تسجيل نمو بورصة سوق السلع بـ 15.2% بين عامي 2016 و 2017، حيث ارتفعت مشاركة المستثمرين المحليين في سوق الأوراق المالية الماليزي من 13.6 مليار رينجيت سنة 2016 إلى 14.8 مليار رينجيت سنة 2017، في حين ارتفعت مشاركة المستثمرين الأجانب من 2.3 مليار رينجيت سنة 2016 إلى ما يعادل 4.1 مليار رينجيت، ويعود هذا النمو إلى مختلف الإصلاحات التي تبنتها الدولة، زيادة على ذلك نظرا للكون بورصة كوالا لمبور من البورصة الناشئة التي تعرف بعمق و ديناميكية سوقها، والتي تستقطب تدفقات رؤوس الأموال من الداخل والخارج نظرا للفرص الاستثمارية المتوفرة على مستوى السوق والتي تتسم بارتفاع العوائد المحتملة مقابلة تحمل مستوى معين من الخطر.

الفصل الثاني: قياس أثر الصكوك الإسلامية على بورصة ماليزيا: دراسة قياسية بتطبيق نموذج NARDL

علاوة على ذلك نلاحظ فيما يخص تطور سوق السلع، أنه ارتفع عدد المتدخلين في السوق من 121 متدخل على 135 متدخل خلال ستة واحدة من الزمن، وهذا التطور يؤثر إيجابيا على مستوى تطور السوق، وكذا على مؤشرات مفتاحية مثل: سيولة السوق، عمقها، أداؤها وكفاءتها.

من جهة أخرى يتضح لنا كذلك من خلال الشكل أعلاه أنه قيمة الصكوك المتداولة في بورصة ماليزيا هي الأخرى في ارتفاع حيث بلغت نسبة زيادة قيمة الصكوك المتداولة 3.6 %، حيث ارتفعت قيمتها من 53.5 مليار دولار سنة 2016 إلى 55.4 مليار دولار (بمعنى زيادة مقدرة ب 1.9 مليار دولار).

كما تجدر الإشارة أنه ارتفعت قيمة الصكوك المحلية المتداولة من 23.7 مليار دولار إلى 24.8 مليار دولار خلال سنة واحدة من الزمن، في حين ارتفعت الصكوك الأجنبية المتداولة من 29.6 تليار دولار إلى 30.6 مليار دولار، ويرافق هذا الارتفاع في قيمة الصكوك المتداولة زيادة ثقة الجمهور محليا ودوليا في موافقة المعايير والأحكام المسيرة للتمويل الإسلامي على مستوى السوق المالية الماليزية لمعايير الشريعة الإسلامية المعروفة، في ظل انفتاح السوق على الساحة الدولية ومرونة القوانين والإجراءات فيما يخص الاستثمار الأجنبي غير المباشر، وكذا ازدهار المالية الإسلامية في ماليزيا ككل وكونها قطب دولي للتمويل الإسلامي.

أخيرا فيما يخص الجزء الثالث من المنحنى والمتعلق برسملة السوق وفق الأسهم الإسلامية وعدد الأسهم الموافقة للشريعة الإسلامية، نلاحظ أنه ارتفعت الرسملة ب 8 %، حيث نعني بالرسملة السوقية أو القيمة السوقية للأسهم الإسلامية مجموع قيم الاسهم المدرجة في السوق مضروبا بمتوسط أسعارها في نهاية المدة، حيث غالبا ما يقاس معدل رسملة السوق من خلال قسمة القيمة السوقية للأسهم المسجلة في البورصة على الناتج المحلي الإجمالي للدولة.

لعل طبيعة النظام المالي في دولة ماليزيا من أبرز العوامل المؤثرة على نمو التمويل الإسلامي بالدولة، حيث تتسم ماليزيا بنظام مالي مزدوج يجمع بين النظام المالي الإسلامي والنظام المالي الربوي مع استقلال كل نظام عن الآخر من حيث الأحكام والأسس المسيرة له من جهة، وبقاء النظامين تحت سلطة البنك المركزي الممثل للدولة من جهة أخرى، وبالتالي أعطت هذه الشئمة قوة أكبر مصداقية للسوق المالية الإسلامية، ومن ثمة ثقة المستثمر بسلامة الاستثمار على مستوى السوق من الشبهات ومطابقتها لأحكام الشريعة.

المبحث الثالث: دراسة قياسية بتطبيق نموذج NARDL

يتناول هذا المبحث منهج الدراسة المستخدم والوسائل التي تم اعتمادها من أجل بناء النموذج القياسي المعتمد ومختلف الاختبارات الإحصائية التي تم تطبيقها من أجل الوصول إلى النتائج المرجوة واختبار مدى صحة أو خطأ الفرضيات التي تم بناء الدراسة من خلالها.

يقوم الباحث من خلال هذا الجزء من دراسته بمقارنة بحثه بالدراسات السابقة التي أقيمت في نفس المجال من أجل محاولة سد الثغرات السابقة من خلال عنصر التجديد، ومقارنة ركائز بحثه بالبحوث الأخرى من أجل مقارنة النتائج الأخيرة والخروج بنصائح وإرشادات منبثقة من دراسة قياسية دقيقة.

يتطرق الباحث من خلال هذا الجزء إلى الطريقة والأدوات المستعملة، توصيف النموذج القياسي، تفصيل وتعريف نوع المعطيات والبيانات والمؤشرات المستخدمة، إضافة إلى التطبيق الفعلي للنموذج القياسي عن طريق برمجية إيفوز 9، والتطرق إلى اختبار صحة النموذج عن طريق جملة من الاختبارات الإحصائية، ليصل في النهاية إلى تفسير نتائج البحث.

المطلب الأول: منهجية الدراسة والأدوات المستخدمة

من أجل اختبار مدى صحة أو خطأ فرضيات الدراسة قام الباحث باستعمال نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المتباطئة غير الخطي (NARDL)، وذلك نظرا لطبيعة البيانات ونتائج الاختبارات الإحصائية الأولية من أجل اختيار النموذج الأنسب، وضمان الحصول على نتائج دقيقة قدر المستطاع.

هناك العديد من الدراسات التي اهتمت بتحليل علاقة أدوات المالية الإسلامية بنظيرتها التقليدية، واختلف الباحثون من حيث المنهج المتبع، وبالتالي يكون هناك اختلاف في النتائج المرجوة والفرضيات المراد اختبارها، نلاحظ أن هناك عديد الدراسات التي اهتمت بتحليل الارتباط بين الأوراق المالية الإسلامية والربوية عن طريق تحليل التطاير (volatility) من أجل معرفة ما إذا كانت الصكوك الإسلامية توفر تنوعا جيدا للمستثمر مثل دراسة (cevik & Bugan, 2018) و (Shaheen & Shakeel, 2018) التي أفضت إلى وجود ارتباط قوي بين السوقين، وبالتالي رفض فرضيات كون الصكوك الإسلامية توفر الحماية للمستثمر.

إضافة إلى ذلك، هناك العديد من البحوث التي عملت على دراسة أثر المتغيرات الخارجية المختلفة، مثل: متغيرات الاقتصاد الكلي أو البرامج الإصلاحية في مختلف القطاعات على طبيعة العلاقة بين السوق الإسلامية والتقليدية.

تعد دراستنا أول محاولة من نوعها فيما يخص دراسة طبيعة العلاقة بين أسعار الأسهم المتداولة في بورصة كوالا لمبور وأسعار الصكوك الإسلامية المتداولة بنفس السوق، ولكن لا تتوقف دراستنا عند معرفة طبيعة العلاقة، بل يرمي الباحث إلى إبراز ما إذا كانت سوق ماليزيا للأوراق المالية (المثلة هنا بمؤشر الأسهم) تستجيب للصدمات السالبة والصدمات الموجبة لأسعار الصكوك الإسلامية بنفس الطريق، أي الكشف عن طبيعة العلاق التي تربط أسعار الأسهم بأسعار الصكوك عندما تتجه هذه الأخير نحو الهبوط (سوق الدببة Bear Market)، وطبيعة العلاقة التي تربط أسعار الأسهم بأسعار الصكوك عندما تكون هذه الأخيرة تتجه نحو الارتفاع (سوق الثيران Bull Market)، وما إذا كانت العلاقة متماثلة أم غير متماثلة.

إضافة إلى ذلك يسعى الباحث إلى تحليل علاقة الأسواق المالية الناشئة بمتغيرات أخرى من أجل ضمان صحة النموذج، ودراسة علاقة الصكوك بالأسهم في ظل تأثير متغيرات أخرى، وذلك من أجل الاقتراب قدر الممكن من الواقع، إذ يستحيل دراسة أثر الصكوك على السهم بافتراض كون المتغيرين لا يتأثران بمتغيرات خارجية، وهذا يتوافق مع دراسة كل من (Abdi & Masih) و (Ahmad & Elsayed, 2018)، إذ تطرقت الدراسة الأولى لأثر الإصلاحات الاقتصادية والأزمات المالية، أما الدراسة الثانية اهتمت بدراسة أثر أسعار الفائدة.

المطلب الثاني: توصيف النموذج المستخدم:

1- الاطار النظري لنموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المتباطئة الموزعة غير الخطي

(NARDL)¹:

نظرا إلى كون نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المتباطئة الموزعة غير الخطي (NARDL) عبارة عن تمديد للنموذج الأولي والأساسي، وهو نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المتباطئة الموزعة (ARDL)² لا بد من إلقاء الضوء على هذا الأخير من أجل الإلمام التام بالجانب النظري للنموذج المستخدم.

¹ NARDL :Non linear Auto-Regresive Distributed Lags

² ARDL: Auto-Regresive Distributed Lags

1.1 لمحة حول نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المتباطئة الموزعة (ARDL):

يندرج نموذج الانحدار الذاتي لفجوات الزمنية المتباطئة الموزعة (ARDL) ضمن قائمة النماذج القياسية التي كثيرا ما تستعمل من أجل اختبار التكامل المشترك بين المتغيرات المكونة للظاهرة المراد دراستها، وذلك بالاعتماد على منهج الحدود (Bounds Test)، وقد طور هذا الأسلوب من قبل Pesaran (1997)، ثم Shinand & Sun (1998)، وأخيرا جاءت أعمال Pesaran and AL (2001).

مقارنة بالمنهج الأخرى لاختبار التكامل المشترك مثل طريقة أنجل-جرانجر (Engel-Granger)، أو اختبار جوهانسن (Johanson Cointegration Test) عند تطبيق نموذج الانحدار الذاتي¹ (VAR) يعد نموذج (ARDL) الأداة الأمثل في حالة السلاسل الزمنية القصيرة مقارنة بالنماذج الأخرى (دحماني، 2013).

كما يجدر الإشارة إلى أنه من بين أهم المراحل في تقدير النموذج، عملية تحديد فترات الإبطاء، إذ أنه يسمح النموذج بأخذ عدد كافي من فترات التخلف الزمني للحصول على أفضل مجموعة من البيانات من نموذج الإطار العام (Shrestha, 2006).

كما يسمح لنا نموذج (ARDL) من فصل تأثيرات الأجل القصير عن الأجل الطويل، حيث نستطيع من خلال هذه المنهجية تحديد العلاقة التكاملية للمتغير التابع و المتغيرات المستقلة في المديين الطويل والقصير ضمن نفس المعادلة، بالإضافة إلى تحديد حجم تأثير كل من المتغيرات المستقلة على المتغير التابع (دحماني & ناصور، 2013)، إذ أنه نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المتباطئة الموزعة عبارة عن مزيج بين نموذجين، الأول هو عبارة عن نموذج الفجوات الزمنية المتباطئة الموزعة (Distributed lag model)، أما الثاني فهو نموذج الانحدار الذاتي (Autoregressive model)، حيث يتسم نموذج الفجوات الزمنية المتباطئة بوجود قيم سابقة للمتغيرات المستقلة كمتغيرات تفسيرية، بحيث يتأثر المتغير التابع Y_t بالمتغير المستقل X_t للفترة الزمنية الحالية وللترات الماضية X_{t-1} ، كما هو موضح في المعادلة التالية (البيرماني & داود، 2017):

$$y_t = \beta_0 + \alpha_1 x_t + \alpha_2 x_{t-1} + \alpha_q x_{t-q} + \mu_t \dots \dots (1)$$

حيث: y_t المتغير التابع؛ t : الفترة الحالية؛ q : عدد الفترات المتباطئة.

¹ VAR: vector Auto-Regressive

أما الشرط الثاني من نموذج أي نموذج الانحدار الذاتي فهو يضم قيم سابقة للمتغير التابع Y_t كمتغيرات تفسيرية، كما هو موضح في المعادلة:

$$y_t = \beta_0 + \beta_1 y_t + \dots + \beta_q y_{q-1} + \mu_t \dots \dots (2)$$

وعند دمج المعادلة (1) و (2) نتحصل على المعادلة الكلية لنموذج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة المتباطئة كما يلي:

$$y_t = \beta_0 + \beta_1 y_t + \dots + \beta_q y_{q-1} + \alpha_1 x_t + \alpha_2 x_{t-1} + \dots + \alpha_q x_{t-q} + \mu_t \dots \dots (3)$$

• خصائص نموذج ARDL:

- يتميز نموذج ARDL بمجموعة من الخصائص، نورد أهمها فيما يلي:
- يمكن تطبيق نموذج ARDL سواء كانت المتغيرات محل الدراسة متكاملة عند المستوى أي من الرتبة صفر (0)، I أو متكاملة عن الفروق الأولى أي من الرتبة واحد (1) I، أو حتى عندما تكون رتب تكامل المتغيرات مزيج بين 0 و 1 (دحماني & ناصور، 2013، صفحة 15).
- إن نتائج تطبيق النموذج تكون جيدة في حالة ما إذا كان حجم العينة صغيرا، بمعنى في حالة توفر عدد قليل من المشاهدات على غرار معظم اختبارات التكامل المشترك التقليدية، التي تتطلب أن يكون حجم العينة كبيرا حتى تكون النتائج أكثر كفاءة .
- استخدام نموذج ARDL يساعد على تقدير معلمات الأجلين الطويل والقصير معا في الوقت نفسه ضمن خطوة واحدة ومعادلة واحدة.
- لا يتطلب النموذج توصيف كبير لنموذج التكامل المشترك لتحديد عدد المتغيرات الداخلية والخارجية، إذ يفترض أن جميع المتغيرات ضمن النموذج هي عبارة عن متغيرات داخلية، بما أنه يحمل بعض صفات نموذج الانحدار الذاتي (Nkoro &Uko, 2016).
- في إطار نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المتباطئة الموزعة يمكن أن تكون للمتغيرات فترات إبطاء مثلى مختلفة، والتي تحدد وفق معايير مختلفة وهذه الميزة غير ممكنة في النماذج القياسية الأخرى (العبدلي &رشيد، 2016)، إلا أن نموذج الفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة الكلاسيكي الذي تطرقنا إليه في

الفقرات السابقة (أي النموذج الخطي) لا يأخذ بعين الاعتبار أنه التغيرات الموجبة أو السالبة للمتغير المستقل يمكن أن تؤثر بطريقة مختلفة الواحدة عن الأخرى، على المتغير التابع.

2.1 تقديم نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المتباطئة الموزعة غير الخطي (NARDL):
من أجل اختبار وجود علاقة تكامل غير متماثلة بين متغيرات الدراسة، يلجأ الباحث إلى تقدير نموذج NARDL، حيث يعتبر هذه الأخير تمديد غير متماثل (asymmetric extention) لنموذج ARDL، المقدم من طرف (pesaran et al (2001).

على خلاف النموذج غير الخطي (NARDL) المطور من طرف Shin et Al سنة 2011 الذي يسمح من جهة بنمذجة كل من عدم التماثل والتكامل ضمن خطوة واحدة، مع تحسين فعالية اختبار التكامل على العينات الصغيرة (Shin, YU, & Greenwood-Nimmo, 2014, p. 289).

إضافة إلى ذلك يتمتع نموذج NARDL بالمرونة مقارنة مع حدود منهجية، والتي تفرض وجوب تكامل المتغيرات عند نفس المستوى (Banerjee, Dolado, & Mestre, 1998, p. 273).

حسب Shin et Al نموذج NARDL مبني حول العلاقة التوازنية طويلة الأجل و غير المتماثلة التالية:

$$y_t = \beta^+ x_t^+ + \beta^- x_t^- + \mu_t \dots (3)$$

من خلال المعادلة 1 يتضح أنه العلاقة بين المتغير التابع y و المتغير المستقل x تنقسم إلى تأثيرات موجبة $\beta^+ x_t^+$ و أخرى و سالبة $\beta^- x_t^-$ ، إضافة إلى الخطأ العشوائي μ_t .

وبالتالي يمكن تفكيك أثر المتغير المستقل إلى شقين كالتالي:

$$x_t = x_0 + x_t^+ + x_t^- \dots (3.1)$$

حيث: x_0 عبارة عن القيمة الأولية و العشوائية للمتغير (Random Initial Value).

x_t^- ، x_t^+ الجاميع الجزئية للتغيرات الموجبة والسالبة على الترتيب.

طور shorderet (2003) مفهوم المجاميع الجزئية السالبة والموجبة ، وكالتالي (Schorderet, 2003, p. 02):

$$x^- = \sum_{j=1}^t \Delta x_j^- = \sum_{j=1}^t \min(\Delta x_j, 0) \dots (3.2)$$

في هذا الإطار نذكر أنه Granger&Yoon سنة 2002 قدموا مفهوم التكامل المخفي أين تكون علاقة التكامل مبنية على التغيرات الموجبة والسالبة للمتغيرات (Granger & Yoon, 2002, p. 25)، وبالتالي عدل Schoderet هذا المفهوم، وشخص الاستقرار الخطي للمجاميع الجزئية كما يلي (Schorderet, 2003, p. 03):

$$z_t = \beta_0^+ y_t^+ + \beta_0^- y_t^- + \beta_1^+ x_t^+ + \beta_1^- x_t^- \dots (3.3)$$

حسب المعادلة (3.3) يتبين لنا أنه استقرار يتطلب وجود تكامل غير متماثل بين المتغيرات y و x .

• الشروط اللازمة لتطبيق النموذج:

- أن تكون السلاسل الزمنية متكاملة من الدرجة 0 و 1، إذا كانت سلسلة أو أكثر متكاملة من الدرجة 2 لا يمكن تقدير النموذج.
- أن يكون النموذج خال من مشكلة الارتباط الذاتي.
- أن يكون النموذج خال من مشكلة التجانس.

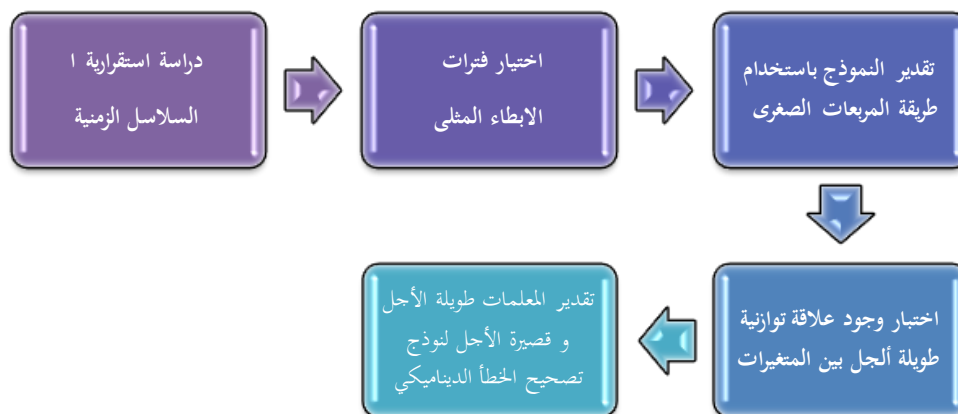
2- خطوات تطبيق نموذج NARDL:

قبل الشروع في تطبيق نموذج الانحدار للفجوات الزمنية المتباطئة الموزعة غير الخطي لابد من تقدير أولاً نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المتباطئة الموزعة الكلاسيكي أي النسخة الخطية (ARDL)، والحرص على استقراره و تقديره الجيد، حيث تتوقف جودة النموذج غير الخطي (NARDL) الذي نريد تقديره من أجل تحقيق الأهداف المسطرة، والوصول إلى النتائج المرجوة من دراستنا على جودة نموذج (ARDL) في أول المقام.

1.2 خطوات تطبيق نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المتباطئة الموزعة ARDL:

يجب مراعاة تسلسل خطوات مفتاحية وأساسية للحصول على نموذج كفو، يمكن أن يلخص الباحث هذه الخطوات في الشكل التالي:

الشكل 2-8: خطوات تقدير نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المتباطئة الموزعة ARDL:



المصدر: من إعداد الباحث

1.1.2 اختبار استقرار السلاسل الزمنية:

قبل التطرق إلى دراسة تقلبات أي ظاهرة اقتصادية، من الضروري أولاً دراسة استقرار السلاسل الزمنية، بمعنى التأكد من وجود اتجاه من عدمه، حيث نميز بين سلاسل زمنية خالية من اتجاه، أي أنه بالرغم من تغير مستويات السلسلة الزمنية خلال فترة زمنية طويلة نسبياً إلا أنه يبقى المتوسط فيها نفسه، ولا يوجد فيها اتجاه، لا نحو الزيادة ولا نحو النقصان، و يعرف هذا النوع من السلاسل الزمنية بسلاسل مستقرة، وأما بالنسبة للسلاسل الزمنية غير المستقرة، فيكون المتوسط فيها متغير باستمرار نحو الزيادة أو النقصان (سلمان، محمد، و ابراهيم، 1995، صفحة 197).

هناك من يفضل تحديد طبيعة السلسلة الزمنية عن طريق الرسم البياني، أو تقسيم السلسلة الزمنية إلى قسمين متساويين، ثم حساب المتوسط الحسابي لكل قسم، فإذا كان المتوسطان متساويان أو قريبان من بعضهما، نقول أنه لا يوجد اتجاه في السلسلة الزمنية، إلا أنه من أبرز الاختبارات المستعملة من قبل الباحثين في العلوم الاقتصادية ومختلف العلوم التي تتطلب الاستدلال بالاختبارات القياسية، هي اختبارات جدر الوحدة الذي يعتبر الأداة الأكثر فعالية (شيخ، 2011، صفحة 206).

2.1.2 أهم اختبارات جذر الوحدة (Unit Root tests):

• اختبار ديكي - فولر (Dickey - Fuller Test) :

يعتبر هذا الاختبار أول الاختبارات لجذر الوحدة التي قام بها ديكي & فولر سنة 1979، حيث يستند هذا الاختبار على تحديد مركبة الاتجاه العام للسلسلة الزمنية من أجل التأكد من في استقرارها أو عدمه، سواء كانت المركبة تحديدية (deterministic) أو عشوائية (stochastic) (Ikeora, Igbodika, & Jessi, 2016, p. 127).

نفرض أنه Y_t عبارة عن نموذج السير العشوائي حيث: $Y_t = Y_{t-1} + \mu_t$ ، وبالتالي تصبح معادلة الانحدار على النحو:

$$Y_t = \rho Y_{t-1} + \mu_t \dots (4)$$

وبطرح Y_{t-1} من طرفي المساواة نحصل على ثلاثة معادلات كالتالي:

$$Y_t - Y_{t-1} = \alpha_1 Y_{t-1} - Y_{t-1} + u_t \dots (4.1)$$

$$\Delta Y_t = (\alpha - 1) Y_{t-1} + u_t \dots (4.2)$$

$$\Delta Y_t = (\alpha - 1) Y_{t-1} + \alpha_2 T + u_t \dots (4.3)$$

حيث: Δ ، $\alpha - 1 = p$ عبارة عن معامل الفرق الأول أو معامل التغير في Y_t .

T مركبة الاتجاه العام، u_t الخطأ العشوائي.

عند تطبيق اختبار ديكي - فولر تكون لدينا الفرضيتان التاليتان:

• الفرضية العدمية: $H_0 : \alpha = 1$

• الفرضية البديلة: $H_0 : \alpha < 1$

حيث عند قبول الفرضية العدمية H_0 تكون السلسلة الزمنية تعاني من وجود جذر الوحدة، وبالتالي فهي غير مستقرة، أما في حالة قبول الفرضية البديلة H_1 تكون السلسلة الزمنية خالية من جذر وحدوي، وعليه نقول أنها مستقرة.

عند تطبيق اختبار ديكي- فولر (Dickey-fuller test) لدراسة استقرارية السلاسل الزمنية من خلال المعادلتان (4.2) و (4.3) يفترض أنه البواقي غير مرتبطة خطياً (the error term are not correlated)، لهذا عند وجود خاصية الارتباط الخطي يرجى تطبيق اختبار ديكي- فولر الموسع (Augmented-Dickey-Fuller).

• اختبار ديكي- فولر الموسع (Augmented-Dickey-Fuller):

نظراً للنقص الذي يعاني منه اختبار ديكي- فولر في عدم الأخذ بعين الاعتبار الارتباط الذاتي في الخطأ العشوائي، وبالتالي عدم كفاءة تقديرات المربعات الصغرى العادية (OLS)، قام العالم ديكي فولر (1981) بتطوير اختباره الأول (اختبار ديكي فولر الموسع)، وذلك بإضافة معاملات الفروق المتباطئة للمتغير التابع (Lagged difference term of the dependent variable) قصد للتخلص من الارتباط الذاتي (Sandrine Lardic, 2002, p. 148).

حيث نجد ثلاثة معادلات عند إجراء الاختبار هي، وهي كالتالي:

$$\Delta y_t = \rho y_{t-1} - \sum_{j=2}^{\rho} \alpha \Delta y_{t-j+1} + \mu_t \dots (5)$$

$$\Delta y_t = \rho y_{t-1} - \sum_{j=2}^{\rho} \alpha \Delta y_{t-j+1} + c + \mu_t \dots (6)$$

$$\Delta y_t = \rho y_{t-1} - \sum_{j=2}^{\rho} \alpha \Delta y_{t-j+1} + c + bt + \mu_t \dots (7)$$

يجب الإشارة إلى اختلاف فرضيات كل معادلة حسب خصائص جوهرية، وهي الاتجاه الزمني والحد الثابت، حيث من خلال المعادلات الثلاثة أعلاه، نلاحظ أن:

- المعادلة (5) يوجد فيها اتجاه ولا حد ثابت.
- المعادلة (6) لا يوجد فيها اتجاه زمني لكن يوجد حد ثابت.
- أما المعادلة (7) يوجد فيها اتجاه زمني ويوجد حد ثابت.

• اختبار فيليب بيرون (Philips-Perron):

يلجأ اختبار فيليب - بيرون المطور سنة من طرف بيتر فيليب (Peter Philips)، و بيار بيرون (Pierre Perron) عام 1988 على الطريقة لا معلمية (Non Parametric Adjustment) في تصحيح الارتباط الذاتي (Autocorrelation) للبواقي عند اختبار استقرار السلاسل الزمنية، حيث يسمح الاختبار بعكس

الطبيعة الحركية للسلسلة عن طريق الأخذ بعين الاعتبار كل من الارتباط الذاتي للبواقي، وعدم ثبات التباين (دحماني، 2013، صفحة 119).

على عكس اختبار ديكي فولر الموسع الذي يفترض أنه السلسلة الزمنية متولدة من انحدار ذاتي (Auto-Regressive)، يفترض نموذج فيليب- بيرون أنه السلسلة الزمنية مولدة من خلال (ARIMA)¹ (Phillips & Perron, 1988, p. 338).

كما أنه يرى ذوي الاختصاص في علم الاقتصاد القياسي أنه عند تضارب نتائج اختبارات جدر الوحدة بالنسبة لنفس السلسلة الزمنية من الأجر الأخذ باختبار فيليب بيرون عندما تكون عينة الدراسة (عدد المشاهدات) صغيرة (Russell & MacKinnon, 2004, p. 623).

3.1.2 اختيار فترات الإبطاء المثلى:

تم عملية اختيار فترة الإبطاء المثلى عن طريق أخذ أقل قيمة للمعايير الإحصائية الخمسة، وهي كالتالي:

➤ معيار خطأ التنبؤ النهائي (Final Prediction Error) 1969.

➤ معيار أكايك (AKAIKE) 1973.

➤ معيار شوارز (Schwarz) 1978.

➤ معيار حنان وكوين (Hannan & Quinn) 1979.

➤ معيار نسبة الإمكان الأعظم (likelihood ration test).

ويعتبر العدد الذي أجمعت عليه معظم المعايير والذي يمتلك أقل القيم للمعايير التي تم ذكرها سالفًا العدد

الأمثل لفترات الإبطاء، كما أنه يسمح إيجاد فترة الإبطاء المثلى بإيجاد عدد أشعة التكامل المشترك (the

number of cointegration vectors) من خلال اختبار جوهانسن (VAHID & ENGLE, 1993,

p. 350).

¹ ARIMA: Auto- Reressive Integrated Moving Average

4.1.2 تقدير النموذج باستعمال طريقة المربعات الصغرى:

من خلال هذه المرحلة يقوم الباحث باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (Ordinary Least Squares) عند القيام بعملية تقدير معادلة النموذج من خلال برمجية خاصة بالاقتصاد القياسي، من خلال اختيار النموذج الذي ينتقل من العام إلى الخاص (General To Specific)، والذي يقوم بإلغاء أو حذف بشكل متتالي متغير الفروق الأولى لأي متغير تكون القيمة المطلقة الخاصة به لإحصائية t أقل من الواحد الصحيح ($t < 1$) (تلمساني، 2016، صفحة 181).

5.1.2 اختبار وجود علاقة توازنية طويلة الأجل:

قدم كل من Pesaran و Gavanagh طريقة جديدة لاختبار التكامل المشترك بين متغيرات دراسة ما، تعرف بمنهج الحدود (The Bound Testing Approach)، والذي يمكن تطبيقه بغض النظر إذا كانت المتغيرات متكاملة عند الصفر $I(0)$ أو عند الواحد $I(1)$ أو خليط ما بينهما، وذلك ما يميز هذه الطريقة عن باقي الأساليب المنتهجة لاختبار التكامل مثل غرانجر (Granger) وجوهانسن (Johanssen) (سعد رشيد و العبدلي، 2016، صفحة 345).

يقوم أسلوب منهج الحدود على اختبارين، وهما: إحصائية فيشر (F-statistic)، واختبار والد (Wald statistic)، من أجل اختبار الفرضية العدمية التي تفترض عدم وجود تكامل مشترك طويل الأجل بين المتغيرات، مقابل الفرض البديل الذي يقول بوجود علاقة تكامل طويلة الأجل يسن المتغيرات، وتعطى كل من الفرضيتين وفق الصيغ التالية (أين n عدد المتغيرات الدرجة في النموذج):

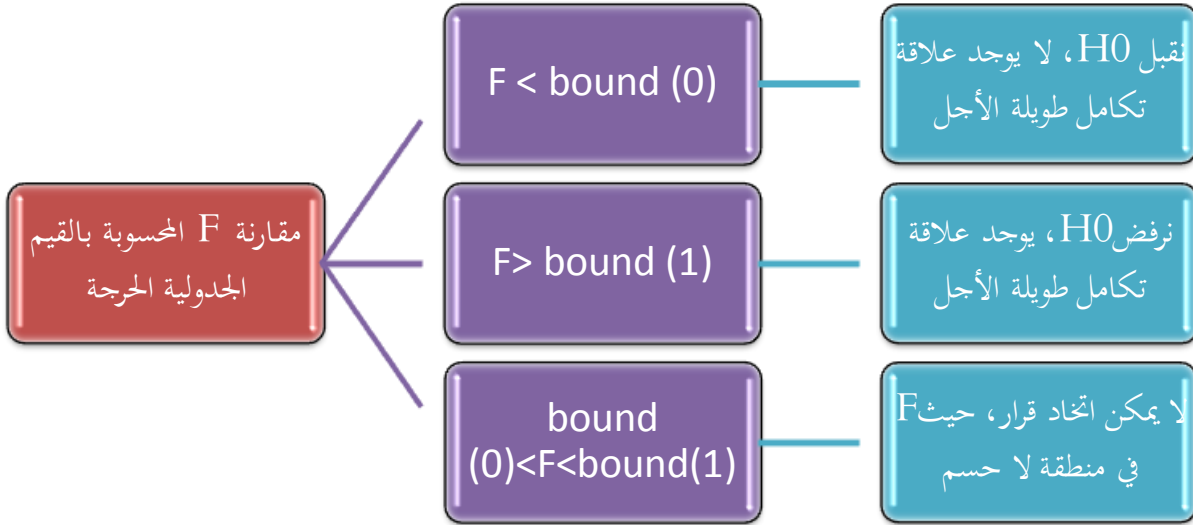
$$H_0 : \alpha_1 = \alpha_2 = \dots = \alpha_{n+1} = 0$$

$$H_1 : \alpha_1 \neq \alpha_2 \neq \dots \neq \alpha_{n+1} \neq 0$$

بما أن اختبار F له توزيع غير معياري (Non-standard distribution)، يلجأ الباحث إلى مقارنة F المحسوبة بـ F الجدولية، والمعبر عنها بقيمتين حرجيتين (Critical value)، قيمة الحد الأدنى (Lower bound value)، وتفترض أن كل المتغيرات مستقرة عند هذا المستوى (أي أنها متكاملة من الدرجة الصفر)، وقيمة الحد الأعلى (Upper bound value)، وتفترض أن كل المتغيرات مستقرة عند الفرق الأول (أي أنها متكاملة من الدرجة الواحدة (VAHID & ENGLE, 1993, p. 341).

حيث يمكن تلخيص حالات قبول أو رفض الفرضية العدمية من خلال الشكل التالي:

الشكل 2-9: نتائج مقارنة F المحسوبة بالقيم الحرجة لمنهج الحدود:



المصدر: من إعداد الباحث.

6.1.2 تقدير المعلمات طويلة و قصيرة الأجل:

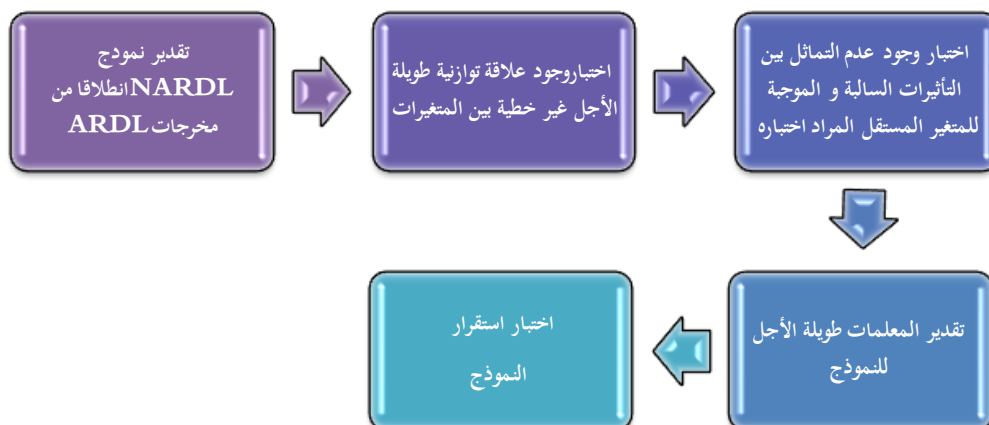
بعد التأكد من وجود علاقة تكامل بين المتغيرات، يمكن الانتقال إلى عملية تقدير معلمات التوازن للأجلين القصير والطويل لنموذج تصحيح الخطأ، والذي يعبر عن المتغيرات بالفروق الأولى، إضافة إلى معمل تصحيح الخطأ (Error Correction Term) والذي نرمز له بـ ECT_{t-1} بقيمة متوقعة سالبة وأصغر من الواحد الصحيح، والتي تعبر عن سرعة التكيف للتوازن على الأجل القصير بالنسبة للتوازن على الأجل الطويل، إذ أنه مخرجات التقدير عبارة عن معلمات التوازن للمدى القصير، وبقسمة هذه المعلمات على معامل تصحيح الخطأ ECT_{t-1} نحصل على المعلمات للأمد الطويل (سعد رشيد و العبدلي، 2016، صفحة 348).

2.2 خطوات تطبيق نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المتباطئة الموزعة غير الخطي:

بعد تقدير نموذج ARDL وفق الخطوات الموضحة في الفقرات السابقة، يمكن للباحث تقدير نموذج NARDL بإتباع خطوات إضافية من أجل القيام بالاختبارات اللازمة، كما هو موضح في الشكل الآتي:

الشكل 2-10: خطوات تقدير نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المتباطئة الموزعة

غير الخطي (NARDL):



المصدر: من اعداد الباحث

1.2.2 اختبار وجود علاقة توازنية طويلة الأجل غير خطية (Non linear cointegration)

relationship

من خلال هذه الخطوة يختبر الباحث وجود علاقة توازنية طويلة الأجل غير خطية، وذلك عن طريق اختبار wald، حيث ينصح Shin باختبار الفرضية (joint null hypothesis of level variables) لعدم القائلة بعدم وجود تكامل مشترك $(\rho = \theta_+ = \theta_- = 0)$ مقابل الفرضية البديلة التي تفترض وجود علاقة تكامل مشترك $(\rho = \theta_+ = \theta_- = 0)$ ، عند مستوى معنوية محدد، حيث يتم مقارنة F-stat لـ Wald بالقيم الحرجة (critical values) لـ Pesaran et Al، ويتخذ القرار بناء على مقارنة قيمة لاختبار مع القيم الحرجة (Shin, YU, & Greenwood-Nimmo, 2014, p. 300).

إذا كانت F المحسوبة أكبر من القيمة الحرجة العليا (Upper critical value) فهذا دلالة على وجود تكامل مشترك بين المتغيرات، أما في حالة F أصغر من القيمة الحرجة الدنيا (Lower critical value) فلا يوجد تكامل بين متغيرات الدراسة، وفي حالة تواجد F المحسوبة محصورة بين Upper critical value و Lower critical value فلا يمكن اتخاذ قرار.

2.2.2. اختبار وجود تماثل بين التأثيرات السالبة والموجبة للمتغير المستقل المراد اختباره:

عند التأكد من وجود علاقة توازنية تكامل مشترك (long run cointegration) بين متغيرات الدراسة، يمكن إذا اختبار وجود تماثل (asymmetry) في تأثير الصدمات الموجبة والسالبة للمتغير المستقل (independent variable) المراد دراسة تأثيره على المتغير التابع (dependent variable)، وذلك بقسمة سالب معلمة التأثير السالب θ على معلمة المتغير التابع ρ ونفس الشيء بالنسبة لمعلمة التأثيرات الموجبة θ ، حيث نختبر الفرضية العدمية H_0 التي تنص على تساوي معلمات طويلة الأجل للصدمات الموجبة والسالبة للمتغير المستقل على المتغير التابع (evidence of symmetry)، مقابل الفرض البديل H_1 الذي ينص على عدم تساوي معلمات طويلة الأجل للصدمات الموجبة والسالبة للمتغير المستقل على المتغير التابع، و بالتالي غياب تماثل (evidence of symmetry) (Hanif, 2017)

$$H_0 : (-\theta + / \rho) = (-\theta - / \rho)$$

$$H_1 : (-\theta + / \rho) \neq (-\theta - / \rho)$$

3.2.2 تقدير المعلمات طويلة الأجل للنموذج:

من خلال هذه الخطوة يقوم الباحث بحساب معلمات طويلة الأجل لمتغيرات الدراسة من أجل تقدير معادلة النموذج، وبالتالي تحليل العلاقة الرياضية على المدى الطويل، تكون العملية مثلما سبق وأن شرح الباحث من خلال الفقرات أعلاه (عند حساب معلمات طويلة الأجل للصدمات السالبة والموجبة للمتغير المستقل المراد دراسة تأثيره غير المتماثل).

4.2.2 اختبار استقرار النموذج:

من خلال اختبار استقرار النموذج، يقوم الباحث بالتأكد من غياب أي تشوهات هيكلية قد تفضي إلى عدم انسجام معلمات التوازن في المدى القصير مع معلمات التوازن في المدى الطويل، إذ يقوم الباحث باختبارين أساسيين في إطار دراسة استقرار نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المتباطئة الموزعة، وهما اختبار المجموع التراكمي للبواقي المعادة (CUSUM)، والمجموع التراكمي لمربعات البواقي المعادة (CUSUM of squares)، حيث يعتمد الاختباران على طريقة أنجل و غرانجر، حيث إذا وقع الشكل البياني لـ CUSUM &

CUSUM داخل الحدود الحرجة عند مستوى معنوية 5%، نقول أنه النموذج لا يعاني من أي مشاكل هيكلية (دحماني، 2013، صفحة 129).

3- متغيرات الدراسة ومصادر البيانات:

من أجل الحصول على البيانات اللازمة لقيام الدراسة القياسية اعتمد الباحث على عدة مصادر للبيانات نذكرها كالتالي:

➤ منصة تومسون روتزر (Thomson Reuters).

➤ بنك نيغارا ماليزيا (Bnak Negara Malaysia).

➤ منصة داتاستريم (DataStream).

➤ منصة ستاتيستا (Statista).

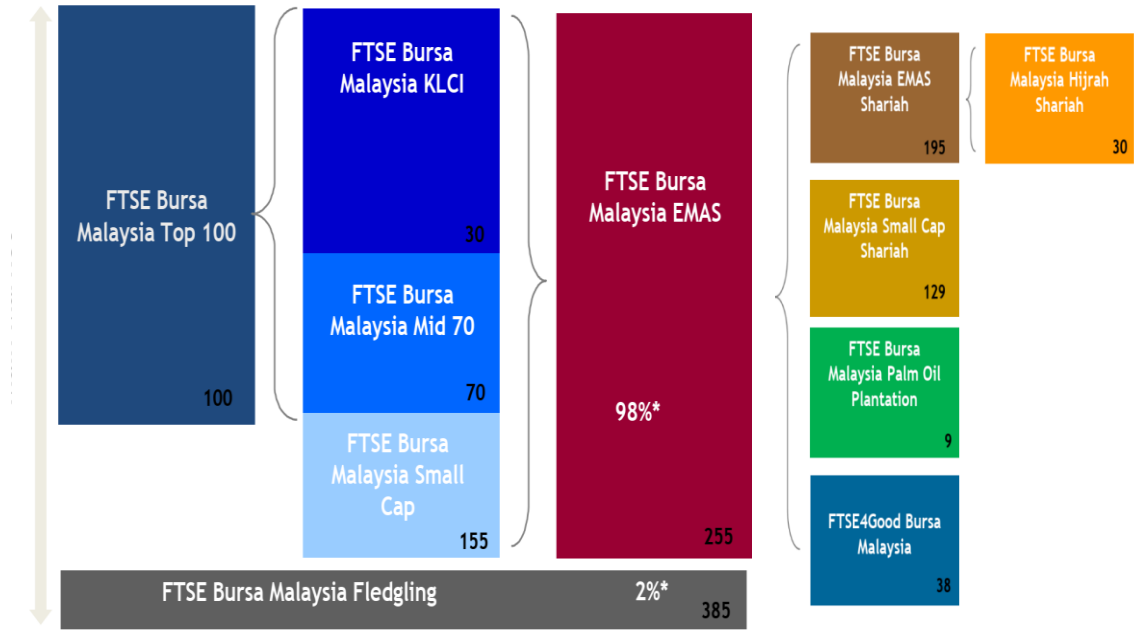
➤ منصة Trading economic

• ST مؤشر الأسهم:

مؤشر الأسهم كوالالمبور هو مؤشر مرجح لـ 100 أسهم مطورة لقياس أداء سوق كوالالمبور الماليزي، ومن بين خصائص هذا المؤشر (SCLIP, DREASSI, MIANI, & PALTRINIERI, 2016, p. 35):

- توفير نظرة شاملة عبارة عن معدل لأداء الأسهم المتداولة ببورصة ماليزيا،
- عكس أداء أكبر الشركات المدرجة والممثلة لأهم القطاعات الناشطة في الاقتصاد الماليزي،
- توفير معلومات حول نمو الاقتصاد الماليزي .

الشكل 2-11: هيكل المؤشر الأسهم FTSE Bursa Malaysia



المصدر: (Bursa Malaysia, 2017, p. 22)

• MYR/USD معدلات الصرف عملة الرجنت مقابل الدولار الأمريكي:

يمثل الريجنت الماليزي عملة دولة ماليزيا يرمز له بـ MYR، سعر صرف الريجنت مقابل الدولار الأمريكي هو عبارة عن عدد الوحدات من العملة المحلية الماليزية المدفوعة من أجل وحدة واحدة من العملة الأجنبية، والتي هي في هذه الحالة الدولار الأمريكي (الغالي، 2011).

• مؤشر الصكوك الإسلامية:

يمثل مؤشر BPA Malaysia Sukuk Index والصادر عن مؤسسة Bond Pricing Agency Malaysia الماليزية الحكومية لتسعير السندات في بورصة ماليزيا، والذي يمثل إجمالي الصكوك الإسلامية الحكومية المتداولة في بورصة ماليزيا، والمتحصل عليها من منصة Thomson Reuters تحت رمز TRBPA-MGOVI.

• معدلات ما بين البنوك الإسلامية (Islamic interbank rates):

يمثل هذا المعدل العائد على الاستثمار بصيغة المضاربة في البنوك الإسلامية الماليزية، حيث يكون صاحب المال المستثمر الزبون لدى البنك و يستثمر البنك أمواله مقابل معدل هو العائد على الاستثمار، والذي يكون معروف من الطرفين.

• أسعار التضخم (CPI):

لجأ الباحث إلى استخدام Consumer price index المعروف بمؤشر أسعار المستهلك من أجل التأشير إلى التضخم نظرا لعدم توفر بيانات التضخم أسبوعيا من أجل دراستنا القياسية، ومن أجل حفظ دقة وصحة المعلومات ومخرجات النموذج تم الاعتماد على مؤشر أسعار المستهلك، كونها الأقرب إلى مؤشر التضخم العام في الواقع، حيث أنه (CPI) هو مقياس للمتوسط المرجح لأسعار سلة سلع وخدمات المستهلك مثل وسائل المواصلات والطعام والرعاية الطبية، ويتم حسابه بأخذ تغيرات سعر كل من العناصر المحددة مسبقا في سلة السلع ومتوسطهم، كما تستخدم التغيرات في مؤشر أسعار المستهلك لتقييم سعر التغيرات المرتبطة بتكلفة المعيشة، علاوة على أن مؤشر أسعار المستهلك يعتبر واحدا من أهم الإحصاءات المستخدمة لتحديد فترات التضخم والانكماش.

• أسعار النفط (OIL): وهي الأسعار الدولية لبرميل البرنت الخام.

4- مواصفات النموذج:

سوف يحاول الباحث من خلال هذا العنصر بناء نموذج الدراسة والذي يمثل العلاقة التوازنية غير الخطية بين المتغيرات الموضحة من خلال العنصر الذي سبق، وذلك من خلال الصيغة العامة التالية:

$$ST = f(SU, MYR/USD, I, CPI, OIL).$$

قبل التطرق إلى النموذج غير الخطي لا بد من إلقاء نظرة على الشكل الخطي لمتغيرات الدراسة وفق نموذج ARDL ، والذي تعطى كالتالي:

$$\Delta St_t = c + \varphi Su_{t-1} + \beta Su_{t-1} + \gamma MYR/USD_{t-1} + \omega I_{t-1} + \kappa CPI_{t-1} + z OIL_{1-t} + \sum_{j=1}^{p-1} \alpha_1 St_{t-j} + \sum_{j=1}^{q-1} \alpha_2 RS_{t-j} + \sum_{j=1}^{m-1} \alpha_3 MYR/USD_{t-j} + \sum_{j=1}^{n-1} \alpha_4 I_{t-j} + \sum_{j=1}^{l-1} \alpha_5 CPI_{t-j} + \sum_{j=1}^{s-1} \alpha OIL_{t-j} + \mu_t \dots \dots \dots ($$

حيث:

- St أسعار الأسهم المتداولة
- c الثابت

- Su أسعار الصكوك المتداولة
- MYR/USD معدلات الصرف عملة الرجنت مقابل الدولار المريكسي
- I معدلات ما بين البنوك الإسلامية
- CPI أسعار التضخم
- OIL أسعار النفط
- μt تمثل حد الخطأ العشوائي.
- $\varphi, \beta, \gamma, \omega, \aleph, z$ معلمات طويلة الأجل .
- $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3, \alpha_4, \alpha_5, \alpha_6$ معلمات قصيرة الأجل.

حسب (Shin et Al ; 2014) يمكن كتابة معادلة نموذج NARDL لدراستنا كما يلي :

$$St_t = c + \beta^+ Su^+ + \beta^- Su^- + \gamma MYR/USD + \omega I_{t-1} + \aleph CPI_{t-1} + z OIL + \mu t \dots \dots (8)$$

حيث:

$\beta^+ Su^+$ تمثل أثر التغيرات الموجبة في أسعار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي.

$\beta^- Su^-$ تمثل أثر التغيرات السالبة في أسعار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي.

يمكن كتابة التغيرات في المجاميع الجزئية والصكوك الإسلامية كالتالي:

$$Su^+ = \sum_{j=1}^t \Delta Su_j^+ = \sum_{j=1}^t \max(\Delta Su_j, 0) \dots (9)$$

$$Su^- = \sum_{j=1}^t \Delta Su_j^- = \sum_{j=1}^t \min(\Delta Su_j, 0) \dots (10)$$

عند اتحاد المعادلة 1 و 2 نتحصل على معادلة NARDL لدراستنا كالتالي:

$$\begin{aligned} \Delta ST_t = & c + \varphi ST_{t-1} + \beta^+ SU_{t-1} + \beta^- SU_{t-1} + \gamma MYR/USD_{t-1} + \omega I_{t-1} \\ & + \kappa CPI_{t-1} + z OIL + \sum_{j=1}^{p-1} \alpha_1 ST_{t-j} + \sum_{j=1}^{q-1} \alpha^+_{2} SU^+_{t-j} \\ & + \sum_{j=1}^{q-1} \alpha^-_{2} SU^-_{t-j} + \sum_{j=1}^m \alpha_3 MYR/USD_{t-1} + \sum_{j=0}^{n-1} \alpha_4 I_{t-j} \\ & + \sum_{j=0}^{l-1} \alpha_5 CPI_{t-j} + \sum_{j=0}^{U-1} \alpha_6 OIL + \mu_t \dots (11) \end{aligned}$$

إذ يقوم الباحث باختبار الفرضيتين الآتيتين:

- H 1: يوجد أثر معنوي متماثل للصدمات الموجبة و السالبة للصكوك الإسلامية على سوق كوالا لمبور للأوراق المالية.
- H 2: لا يوجد أثر معنوي متماثل للصدمات الموجبة و السالبة للصكوك الإسلامية على سوق كوالا لمبور للأوراق المالية.

المطلب الثالث: تقدير نموذج NARDL لقياس أثر الصكوك على سوق الأوراق المالي

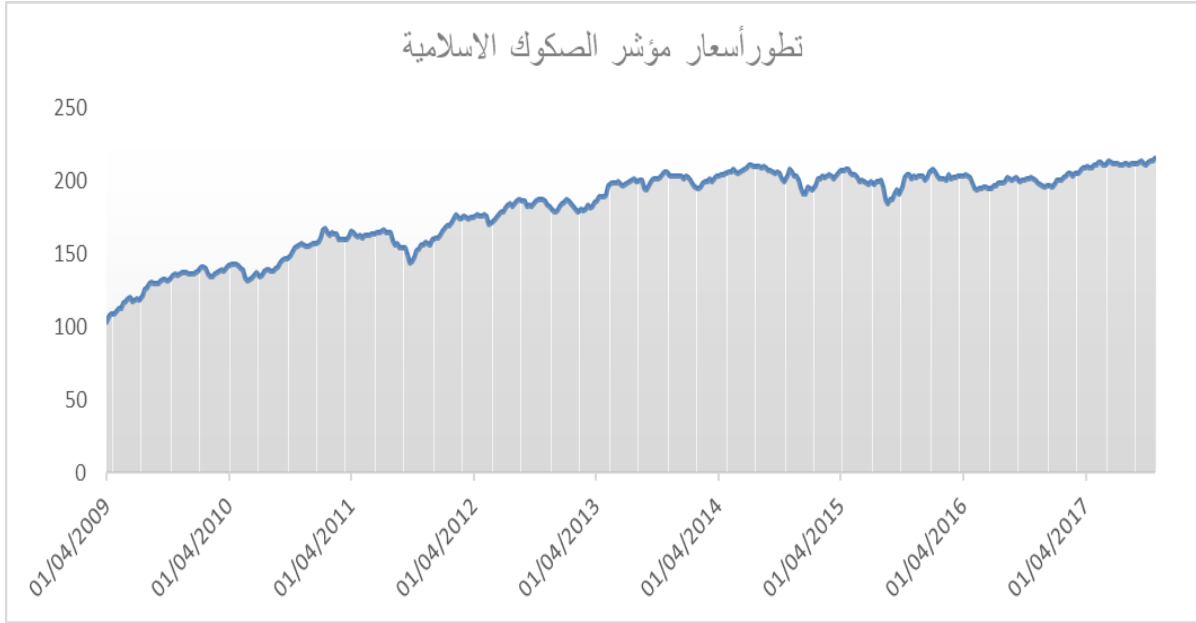
الماليزي:

1. تطور متغيرات الدراسة:

إن مؤشرات الاقتصاد الكلي لدولة ما ينعكس حتما على أداء السوق المالي للدولة، حيث تمثل السوق المالية بحد ذاتها جزءا لا يتجزأ من الاقتصاد، وبالتالي يكون من الضروري تحليل أهم متغيرات الاقتصاد الكلي لدولة ماليزيا، ومحاولة تفسير مختلف التغيرات والصدمات التي عرفتتها هذه المؤشرات، من أجل تفسير علاقتها بأسعار الأسهم المتداولة بالبورصة، وكيفية تأثيرها على اتجاه تغير الأسعار.

عليه اختارت الباحثة أهم هذه المؤشرات، وهي: أسعار النفط، معدلات الفائدة بالبورصة، أسعار التضخم، وأسعار الصرف.

الشكل 2-12: تطور أسعار مؤشر الصكوك الإسلامية أسبوعيا للفترة (2009-2017)



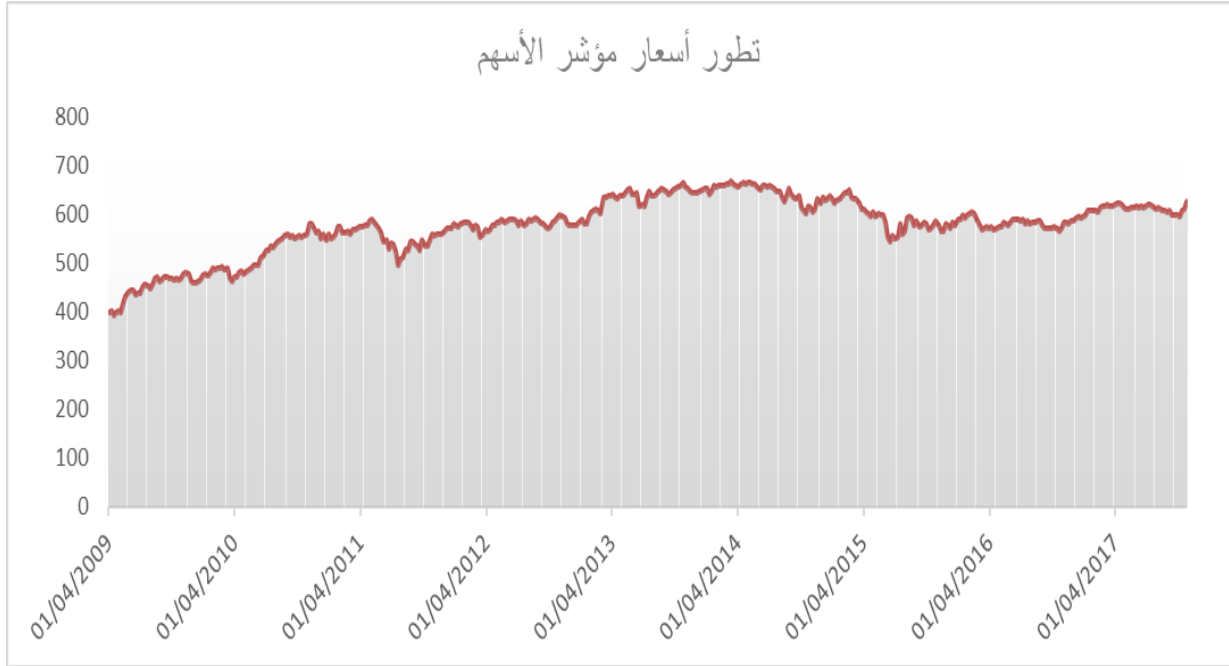
المصدر: من إعداد الباحثة.

يبين لنا الشكل أعلاه منحنى لتطور أسعار مؤشر الصكوك الإسلامية المتداولة في بورصة كوالالمبور للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من شهر أبريل 2009 إلى أبريل 2017، إذ تمثل البيانات أسعار أسبوعية مستخرجة من منصة كوسون روترز.

نلاحظ من خلال الشكل السابق رقم 2-12 أن:

- الاتجاه العام لأسعار الصكوك الإسلامية هو اتجاه تصاعدي مع تحلل بعض فترات الانخفاض.
- تسجيل أدنى سعر لمؤشر الصكوك الإسلامية بـ 103 دولار بتاريخ 2009/04/01.
- تسجيل أعلى سعر بتاريخ 2017/10/25 بقيمة 215.49 دولار.
- خلال سنة 2012 عرفت أسعار الصكوك الإسلامية انخفاضا، إذ يرجح هذا الانخفاض إلى الحالة الاقتصادية العالمية خلال هذه الفترة، والتي تميزت بتضرر الأسواق الدولية بالأزمة النفطية الجولية، كما عرفت الاستثمارات الأجنبية انخفاضا نظرا لتضرر القدرة المالية للمستثمرين الأجانب من الدول النفطية.
- انخفاض في الأسعار في نهاية سنة 2015 لترتفع من جديد بداية سنة 2016 .

الشكل 2-13: تطور أسعار الأسهم أسبوعيا للفترة (2009-2017)



المصدر: من إعداد الباحثة

من خلال تحليل بيانات الشكل رقم 2-13، يتضح لنا أن:

- الاتجاه العام لتطور أسعار الأسهم ببورصة كوالالمبور هو نحو الأعلى، مع ظهور بعض فترات انخفاض للأسعار خلال فترة الدراسة.
- استقرار نسبي لبورصة كوالالمبور للأوراق المالية، وينسب هذا الاستقرار إلى استقرار الاقتصاد ككل من جراء الخطط التنموية والإصلاحات العميقة للاقتصاد الماليزي بعد أزمة التسعينات، وفعالية الآليات المطبقة من قبل الحكومة الماليزية من أجل استرجاع استقرار البيئة الاقتصادية، وازدهارها مرة أخرى.
- يتضح لنا من خلال المعطيات الأسبوعية أدنى سعر (393 دولار أمريكي) بتاريخ 2009/04/15، وأعلى سعر (667 دولار أمريكي) بتاريخ 2014/03/12.

الشكل 2-14: تطور أسعار النفط أسبوعيا للفترة (2009-2017)

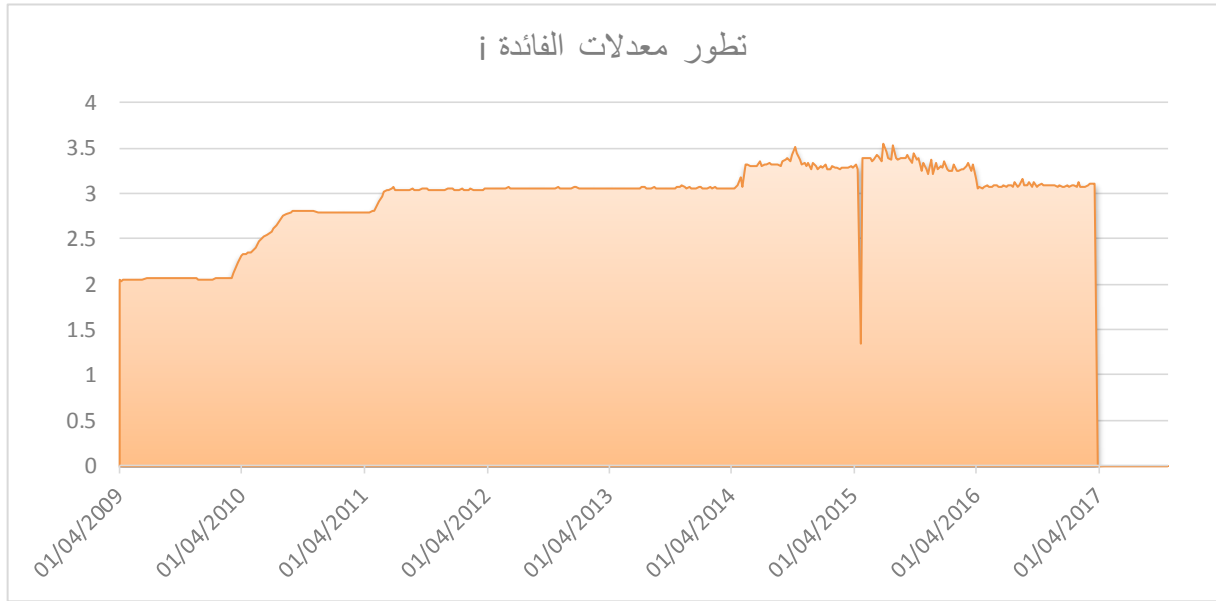


المصدر: من إعداد الباحثة

يمثل الشكل أعلاه تطور أسعار البرميل البرنت الخام أسبوعيا خلال الفترة الممتدة من 2009/04/01 إلى غاية نهاية سنة 2017، ونلاحظ من خلاله:

- تذبذب كبير في أسعار النفط خلال الفترة المدروسة، وانخفاض حاد في أواخر سنة 2014 وبداية سنة 2015 لترتفع الأسعار مرة أخرى منتصف سنة 2015.
- تسجيل أعلى قيمة لأسعار النفط بتاريخ 2011/04/27 والتي تقدر بـ 112 دولار، وفي ظل هذه الأجواء المنفائلة اتجه المنتجون إلى زيادة الإنتاج مما أدى إلى زيادة العرض مقابل تراجع الطلب في ظل الأجواء الاقتصادية الدولية، وبالتالي بداية انخفاض الأسعار لبرميل النفط تدريجيا.
- كما نلاحظ من خلال تحليل الشكل السابق أنه خلال سنة 2015 بقيت الأسعار المتوسطة للنفط في حدود 40-60 دولار كمجال لتغير الأسعار، وبالمقابل سجل أدنى سعر خلال نفس الفترة بتاريخ 2016/02/10 بسعر 28 دولار للبرميل، حيث تضررت ماليزيا كثنائي أكبر مصدر للغاز الطبيعي السائل في العالم من الأزمة النفطية والعرض الهائل من البراميل.
- في نهاية 2016 اجتمعت أكبر الدول المنتجة للنفط واتفقت على التقليل من القدرة الإنتاجية من أجل التقليل من العرض، وبالتالي التأثير على قوى الطلب والعمل على رفع سعر البرميل من جديد.

الشكل 2-15: تطور معدلات ما بين البنوك الإسلامية أسبوعيا للفترة (2009-2017):

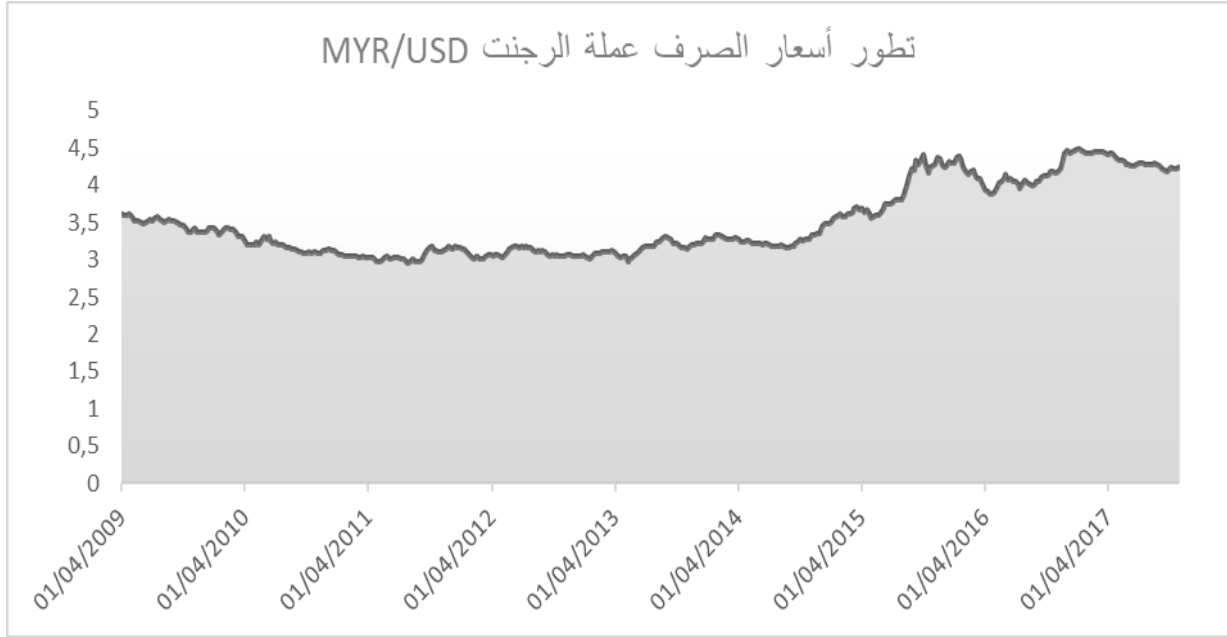


المصدر: من اعداد الباحثة.

يمثل الشكل أعلاه تطور معدلات المطبقة على الاستثمار بصيغة المضاربة للبنوك الإسلامية الماليزية أسبوعيا خلال الفترة الممتدة من 2009/04/01 إلى 2017/04/01، حيث نلاحظ:

- اتجاه تصاعدي خلال فترة الدراسة مع بعض الانتكاسات والتذبذبات خلال منتصف سنة 2015 إلى غاية نهاية سنة 2016.
- انخفاض حاد لمعدل الاستثمار بصيغة المضاربة سنة 2015 يصل إلى أدنى حد بمعدل 1.35 بتاريخ 2015/04/22، أما أعلى معدل لأسعار الفائدة فسجل بمعدل 3.55 بتاريخ 2015/07/29.

الشكل 2-16: تطور أسعار صرف عملة الريجنت أسبوعيا للفترة (2009-2017):

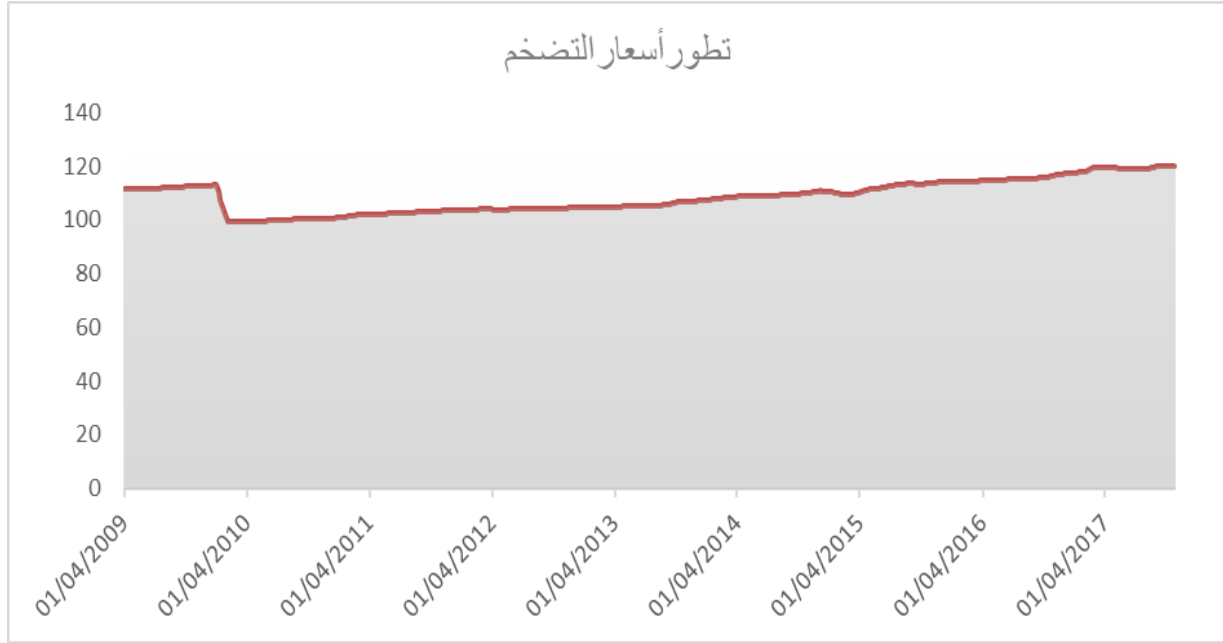


المصدر: من إعداد الباحثة

من خلال الشكل أعلاه والممثل لتطور أسعار الصرف عملة الريجنت، وهي العملة الماليزية مقابل الدولار الأمريكي خلال الفترة الممتدة من 2009/04/01 إلى غاية نهاية 2017، نلاحظ:

- ثبات في أسعار الصرف، والتي هي أسعار معومة منذ سنة 2005.
- ارتفاع طفيف في الأسعار نهاية سنة 2015 إلى غاية نهاية الفترة، ويرجع هذا الارتفاع إلى رقي الحالة الاقتصادية العامة للدولة، حيث فرضت ماليزيا نفسها كثالث أكبر قوة اقتصادية في جنوب شرق آسيا منذ سنة 2016 إلى يومنا هذا بازدهار مختلف القطاعات المنتجة والمصنعة، كما أنها ثاني قوة عالمية منتجة للغاز الطبيعي السائل، وبالتالي النشاط على مستوى التجارة الخارجية والمعدلات المودبة للميزان التجاري تساهم في زيادة سعر الصرف وزيادة قوة عملة الريجنت.

الشكل 2-17: تطور أسعار التضخم أسبوعيا للفترة (2009-2017):



المصدر: من إعداد الباحثة.

من خلال تحليل الشكل أعلاه، والممثل لمنحنى تطور أسعار التضخم في ماليزيا خلال المرحلة الزمنية الممتدة من 2009/04/01 إلى نهاية سنة 2017، والمعبر عنها بمؤشر أسعار المستهلك¹ نلاحظ:

- أن مستويات التضخم ذات اتجاه عام نحو الأعلى مع ارتفاع طفيف خلال فترة الدراسة.
- أن سعر صرف عملة الرجنت مستقر نوعا ما مقابل للدولار، وأن أسعار الصرف لم تعرف تذبذبات أو صدمات، مما يؤثر على القوة الشرائية للفرد الماليزي، وبالتالي هذا ينعكس على أسعار التضخم.

¹ مؤشر أسعار المستهلك: عبارة عن مقياس لفحص المتوسط المرجح لأسعار سلة سلع وخدمات المستهلك، مثل: وسائل المواصلات والطعام والرعاية الطبية، ويتم حسابه بأخذ تغيرات سعر كل من العناصر المحددة مسبقا في سلة السلع ومتوسطهم، كما تستخدم التغيرات في مؤشر أسعار المستهلك لتقييم سعر التغيرات المرتبطة بتكلفة المعيشة، علاوة على أن مؤشر أسعار المستهلك يعتبر واحدا من أهم الإحصاءات المستخدمة لتحديد فترات التضخم والانكماش.

2. اختبار استقرار السلاسل الزمنية (ADF):

فيما يلي جدول يوضح اختبار استقرار السلاسل الزمنية (ADF).

الجدول 2-4: اختبار ADF

اختبار PP (بدون ثابت واتجاه) عند مستوى معنوية 1%		اختبار ADF (بدون ثابت واتجاه) (عند مستوى معنوية 1%)		القرار (الرتبة)	السلسلة الزمنية
عند المستوى	عند الفرق الأول	عند المستوى	عند الفرق الأول		
0.9355	0.0000	0.9271	0.0000	I(1)	ST
0.9865	0.0000	0.9800	0.0000	I(1)	SU
0.9080	0.0000	0.9085	0.0000	I(1)	MYR/USD
0.8841	0.0000	0.9045	0.0000	I(1)	I
0.8408	0.0000	0.8128	0.0000	I(1)	CPI
0.5390	0.0000	0.5286	0.0000	I(1)	OIL

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات Eviews09 .

يتضح من خلال نتائج اختبار جذر الوحدة لديكي فولر الموسع (Augmented Dickey-Fuller) المطور من طرف (Fuller & Dickey) أن احتمال القيم المحسوبة أكبر من الحرجة، وبالتالي لا يمكن رفض فرضية العدم H_0 بالنسبة للمتغيرات، إلا أنه يمكن رفض هذه الفرضية بالنسبة للفروق الأولى لنفس هذه المتغيرات، مما يعني أن هذه المتغيرات متكاملة من الرتبة $I(1)$ ، وأن الفروق الأولى لها متكاملة من الدرجة $I(0)$.

3 . اختبار وجود تكامل مشترك بين المتغيرات (bound and wald tests):

من خلال هذا الاختبار سوف يقوم الباحث بتحديد إذا كانت متغيرات الدراسة متكاملة فيما بينها أم لا، حيث يقترح Shin et Al مقارنة قيمة F المحسوبة في اختبار wald، حيث تكون فرضية العدم قائمة على أنه كل المعلمات متساوية، و مقارنتها بقيمتها الحرجة في اختبار bound لكل من Pesaran et Al، أين يتم اختبار فرضية العدم القائلة بعدم وجود تكامل مشترك ($\rho = \theta_+ = \theta_- = 0$) مقابل الفرضية البديلة التي تفترض وجود علاقة تكامل مشترك ($\rho = \theta_+ = \theta_- = 0$) عند مستوى معنوية محدد.

وفي سياق ذلك نتبين من خلال الجدول الآتي اختبار وجود تكامل مشترك بين المتغيرات.

الجدول 2-5: اختبار وجود تكامل مشترك بين المتغيرات:

النتيجة	القيم			الاختبار	
	المعنوية	Bounds			F-stat
غياب تكامل مشترك	%5	أدنى قيمة	أعلى قيمة	1.93	Bound test
		2.39	3.38		
	المعنوية	p-value		F-stat	
وجود تكامل مشترك	%5	0.000		373.64	

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات Eviews09.

من خلال الجدول أعلاه رقم 2-5 نلاحظ أنه قيمة F المحسوبة في النموذج الخطي (ARDL) والمقدرة بـ 1.93 أصغر من القيمة الحرجة الدنيا (lower critical bound) والتي تقدر بـ 2.39 عند مستوى معنوية 5%، وبالتالي تفضي النتائج إلى غياب تكامل مشترك بين المتغيرات عند تقدير النموذج الخطي للانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة (ARDL).

أما بالنسبة لاختبار wald نلاحظ أنه قيمة F المحسوبة (373.64) عند مستوى معنوية 5% (حيث $p=0.000$) أكبر من القيمة الحرجة العليا (upper critical bound) والتي تقدر بـ 3.38، ومنه نستنتج وجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة في ظل تقدير النموذج غير الخطي للانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة (ARDL).

4. اختبار عدم تماثل الصدمات الموجبة والسالبة لعوائد الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي:

من أجل اختبار عدم تماثل الصدمات الموجبة والسالبة لعوائد الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي نستعين بـ اختبار wald للتماثل، وفق ما يوضحه الجدول الآتي.

الجدول 2-6: اختبار wald للتماثل

Test Statistic	Value	df	Probability
t-statistic	-2.373745	394	0.0181
F-statistic	5.634665	(1, 394)	0.0181

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات Eviews09

من خلال اختبار التماثل يتضح أنه هناك فعلا وجود لعدم تماثل $(\rho - \theta) \neq (\rho + \theta)$ ، حيث $p < 0.05$ ($p\text{-value} = 0.0181$)، وبالتالي نرفض فرضية العدم التي تنص على وجود التماثل، ونقبل الفرض البديل الذي ينص على عدم وجود التماثل، بمعنى أنه الصدمات الموجبة والسالبة في أسعار الصكوك الإسلامية المتداولة في بورصة ماليزيا تؤثر بطريقة مختلفة على المتغير التابع (أسعار الأسهم في بورصة كوالالمبور)، وبالتالي نقول أنه التغيرات الموجبة والسالبة للمتغير المستقل غير متماثلة في تأثيرها على المتغير التابع.

5. تقدير معادلة النموذج:

من أجل الحصول على معلمات المعادلة طويلة الأجل لابد من قسمة المعلمات قصيرة الأجل للمتغيرات المستقلة المتحصل عليها من خلال مخرجات البرنامج على معلمة المتغير التابع، وبالتالي نتحصل على النتائج التالية، التي يوضحها الجدول الآتي:

الجدول 2-7: نتائج تقدير نموذج NARDL

-0.26	0.1	+3.34	-0.69	+0.9	-0.65	0.9411	المعلمات
OIL	CPI	I	MYR/USD	SU ⁻	SU ⁺	ST	المتغيرات

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات Eviews09.

من خلال مخرجات النموذج (الملحق) والمملخصة في الجدول أعلاه، نحصل على معلمات متغيرات النموذج، إلا أنها ليست بالمعلمات طويلة الأجل.

قصد الحصول على المعدلة طويلة الأجل يجب قسمة سالب كل معلمة على معلمة المتغير التابع، و منه نستنتج المعادلة التالية:

$$St = -0.65SU^+ + 0.9SU^- - 0.69MYR/USD + 3.34I + 0.1CPI - 0.26OIL \dots (12)$$

حيث تشير نتائج التقدير إلى أنه $R^2 = 0.98$ ، بمعنى أنه قدرة المتغيرات المستقلة على تفسير المتغير التابع تبلغ 98%، أي أنه فقط 2% راجعة إلى حد الخطأ العشوائي μ_t .

نلاحظ ارتفاع أسعار الصكوك الإسلامية بـ 1% يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم بـ 0.65%، وبالمقابل انخفاض أسعار الصكوك الإسلامية بـ 1% يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم بـ 0.9%، إضافة إلى ذلك ينجر عن تغير معدلات الصرف بـ 1% إلى انخفاض أسعار الأسهم بـ 0.65%، ويؤدي التغير في كل من معدل ما بين البنوك الإسلامية (والذي يعبر عن العائد على الاستثمار بصيغة المضاربة في البنوك الإسلامية)، وكذا أسعار التضخم بـ 1% إلى ارتفاع أسعار الأسهم بـ 3.34% و 1% على الترتيب، ومن جهة أخرى يؤدي ارتفاع أسعار النفط بـ 1% إلى انخفاض أسعار الأسهم بـ 0.26%.

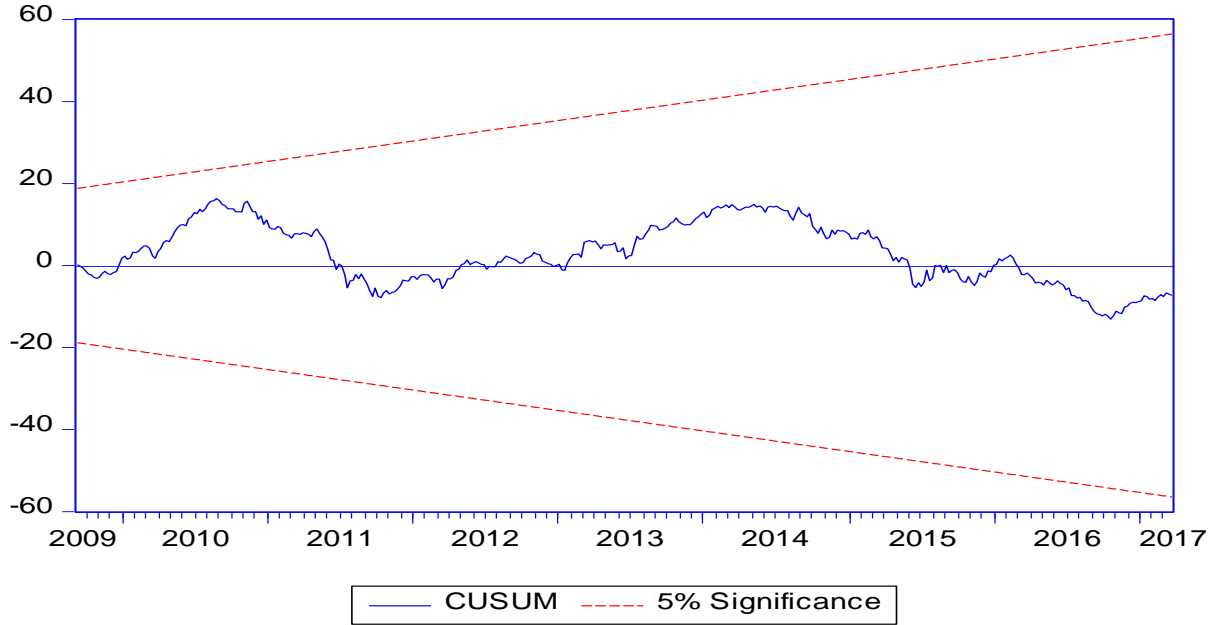
6. اختبار استقرار النموذج:

لكي نتأكد من خلو البيانات المستخدمة في هذه الدراسة من وجود أي تغيرات هيكلية فيها، لا بد من استخدام أحد الاختبارات المناسبة لذلك، مثل: المجموع التراكمي للبواقي المعاوذة (CUSUM)، وكذا المجموع التراكمي لمربعات البواقي المعاوذة (CUSUM of Squares).

ويعد هذان الاختباران من أهم الاختبارات في هذا المجال، لأنه يوضحان أمرين مهمين، وهما:

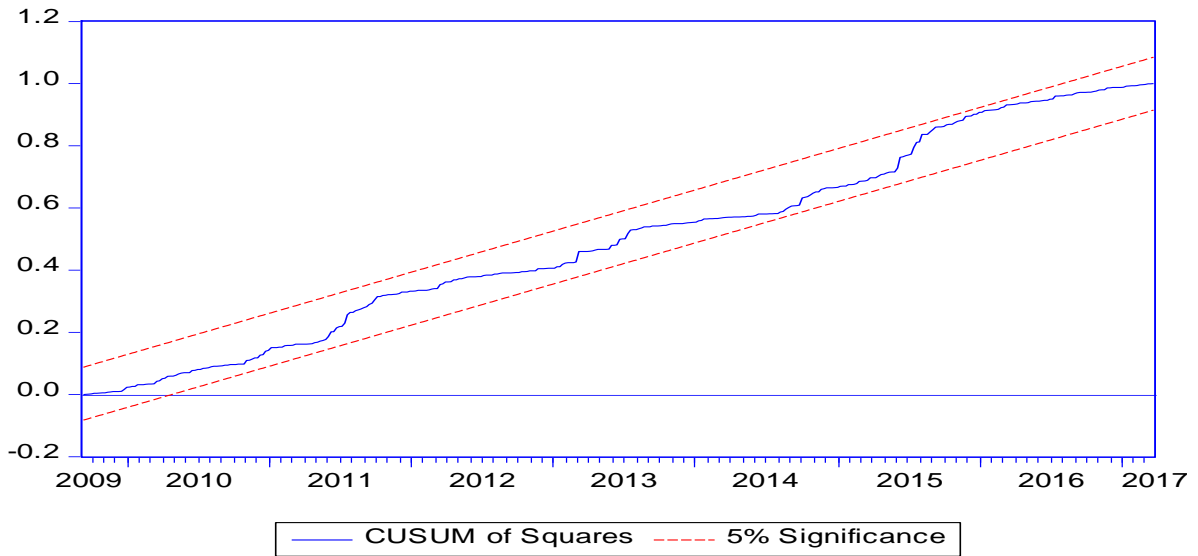
- تبيان وجود أي تغير هيكلية في البيانات.
- مدى استقرار وانسجام المعلمات طويلة الأمد مع المعلمات قصيرة الأمد.

الشكل 2 - 18: المجموع التراكمي للبواقي المعادة



المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات `views9`.

الشكل 2- 19: المجموع التراكمي لمربعات البواقي المعادة



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات `views9`.

من خلال الشكلين السابقين نلاحظ أن اختبار المجموع التراكمي للبواقي المعادة (CUSUM) بالنسبة لهذا النموذج، فهو يعبر وسط خطّي داخل حدود المنطقة المرحجة مشيراً إلى نوع من الاستقرار في النموذج عند حدود معنوية 5%، ونفس الشيء بالنسبة لاختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي المعادة (CUSUMSQ).

الفصل الثاني: قياس أثر الصكوك الإسلامية على بورصة ماليزيا: دراسة قياسية بتطبيق نموذج NARDL

يتضح من خلال هذين الاختبارين أن هناك استقرارا وانسجاما في النموذج بين نتائج الأمد الطويل ونتائج الفترة القصيرة المدى.

خاتمة الفصل الثاني:

قام الباحث من خلا هذا الفصل بدراسة أثر الصكوك الإسلامية على مؤشر كوالالمبور المركب في ظل تقلبات بعض المتغيرات الكلية، والكشف عن ما إذا كان تأثير الصدمات السالبة والموجبة في أسعار الصكوك الإسلامية تؤثر بصفة متماثلة أم لا على أسعار الأسهم، وذلك بتطبيق نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المتباطئة غير الخطي (NARDL) الذي يسمح من جهة بنمذجة كل من عدم التماثل والتكامل ضمن خطوة واحدة، مع تحسين فعالية اختبار التكامل على العينات الصغيرة، والذي يتمتع بالمرونة مقارنة مع حدود منهجية (ECM) (Banerjee, Dolado, & Mestre, 1998, p. 273)، والتي تفرض وجوب تكامل المتغيرات عند نفس المستوى.

بعد القيام ببعض الاختبارات الإحصائية اللازمة والتأكد من صحة تقدير النموذج، أفرزت نتائج الدراسة القياسية عدم تماثل تأثير الصدمات الموجبة والسالبة على أسعار مؤشر كوالالمبور للأوراق المالية، حيث كشفت معادلة التوازن طويلة الأجل على أن انخفاض أسعار الصكوك يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم، وبالمقابل ارتفاع أسعار الصكوك يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم (عند ارتفاع أسعار الصكوك بـ 1% تتجه أسعار الأسهم نحو الانخفاض بـ 0.6 %، وبالمقابل انخفاض أسعار الصكوك بـ 1% يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم بكوالالمبور بـ 0.9%).

إضافة إلى ذلك لم تقتصر الدراسة القياسية فقط على دراسة العلاقة بين الصكوك الإسلامية والأسهم في ظل انعدام أي تأثيرات خارجية، بل أضاف الباحث بعض المتغيرات الاقتصادية الأخرى من أجل الحصول على مخرجات أقرب على تجسيد الحالة الواقعية في سوق كوالالمبور للأوراق المالية، وتوصلت الدراسة إلى أنه ينجر عن تغير معدلات الصرف بـ 1% انخفاض أسعار الأسهم بـ 0.69%، ويؤدي التغير في كل من معدل ما بين البنوك الإسلامية (الذي يعبر عن العائد على الاستثمار بصيغة المضاربة في البنوك الإسلامية)، وكذا أسعار التضخم بـ 1% إلى ارتفاع أسعار الأسهم بـ 3.34% و 1% على الترتيب.

خاتمة عامة:

حاول الباحث من خلال هذه الدراسة الموسومة بقياس أثر الصكوك الإسلامية على الأسواق المالية الناشئة: دراسة قياسية باستعمال نموذج NARDL لبورصة ماليزيا تحليل طبيعة العلاقة بين أسعار الصكوك الإسلامية وأسعار مؤشر كوالالمبور للأوراق المالية، مع التركيز على ما إذا كانت تأثير الصدمات السالبة والصدمات الموجبة في أسعار الصكوك تؤثر بطريقة متماثلة أم لا على أسعار الأسهم، مع الأخذ بعين الاعتبار بعض المتغيرات المستقلة الأخرى التي أثبتت الأدبيات والدراسات السابقة أنه لها تأثير كبير على أسواق الأوراق المالية.

قام الباحث بتبني منهجية IMRAD، وتقسيم دراسته إلى فصلين أساسيين: أولهما نظري من أجل الامام بالمتغيرات والمفاهيم الأساسية ذات العلاقة بموضوع الدراسة، والأخر تطبيقي من أجل تسليط الضوء على التقنيات والمنهجية والمخرجات وأهم النتائج المترتبة عن الدراسة القياسية المعتمدة.

تناول الباحث من خلال الفصل الأول (الأدبيات النظرية للأسواق والتمويل الإسلامي) مختلف الجوانب النظرية المتعلقة بالأسواق المالية بصفة عامة، وبالأسواق المالية الناشئة بصفة أدق، حيث تطرق الباحث إلى كل من الجانب النظري المتعلق بالأسواق المالية بصفة عامة من تقسيمات وأنواع، وكذا مختلف الأدوات والأوراق المالية المتداولة بها، إضافة إلى التطرق إلى الأسواق المالية الناشئة ومميزاتها، والإحاطة بالجوانب النظرية المتعلقة بالمالية الإسلامية، وآليات الاستثمار عن طريق أدوات وعقود مطابقة لأحكام الشريعة الإسلامية، ومميزات هذه الأدوات، مع التركيز على الصكوك الإسلامية وآلية إصدارها، والتعامل بها على مستوى سوق الأوراق المالية، وأخيرا عدد الباحث أهم الدراسات السابقة التي اعتمد عليها الباحث في دراسته.

أما بالنسبة للفصل الثاني التطبيقي (قياس أثر الصكوك الإسلامية على بورصة ماليزيا: دراسة قياسية بتطبيق نموذج NARDL)، فقد تطرق الباحث من خلاله إلى جملة من النقاط المتعلقة بكل من مدخل إلى الاقتصاد الماليزي، مع التركيز على السوق المالية الإسلامية بماليزيا، ومختلف الخطط التي اتبعتها دولة ماليزيا لتنشيط سوقها المالي، وقيام سوق مالي إسلامي فعال، كما أنه تطرق إلى تحليل وضعية السوق المالي الماليزي خلال الفترة (2007- 2017) من خلال تحليل بعض مؤشرات سوق كوالالمبور مثل: رسملة السوق (الرسملة العامة، رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية)، قيمة إصدارات الصكوك، المؤشر الممثل للأوراق المالية التي يستثمر فيها المستثمر الأجنبي (إذ تم تصميم FBM Hijrah لبورصة ماليزيا واستخدامه كمثل للمنتجات الاستثمارية المتوافقة مع

الشريعة الإسلامية، والتي تلي متطلبات المستثمرين الأجانب)، إضافة إلى الدراسة القياسية لأثر الصكوك الإسلامية على بورصة ماليزيا كسوق مالي ناشئ.

وسيتيم تفصيل ذلك من خلال اختبار صحة الفرضيات والتحليل الاقتصادي لنتائج الدراسة.

1- اختبار صحة أو خطأ الفرضيتين:

من خلال مخرجات نموذج NARDL يمكن اختبار صحة أو خطأ الفرضيتين، وكالآتي:

• H1: يوجد أثر معنوي غير متماثل للصدمات الموجبة والسالبة للصكوك الإسلامية على سوق كوالالمبور للأوراق المالية. وهي فرضية مقبولة.

• H2: لا يوجد أثر معنوي غير متماثل للصدمات الموجبة والسالبة للصكوك الإسلامية على سوق كوالالمبور للأوراق المالية. وهي فرضية مرفوضة.

يقبل الباحث الفرضية الأولى H1 القائلة بوجود علاقة معنوية غير متماثلة للصدمات الموجبة والسالبة للصكوك الإسلامية على مؤشر سوق كوالالمبور للأوراق المالية، والمؤكدة من طرف مخرجات الدراسة القياسية المبنية على اختبارات قياسية وإحصائية بالاعتماد على برنامج ايفيوز⁹.

أن وجود العلاقة المعنوية و المعبر عنها بالتكامل المشترك غير الخطي بين متغيرات الدراسة قد تأكدت من خلال مقارنة F المحسوبة بالحرجة في كل من اختبار Bound واختبار wald، حيث في اختبار wald أشارت قيمة F المحسوبة (373.64) عند مستوى دلالة معنوية 5% أنها أكبر من القيمة الحرجة العليا (3.38)، مما يؤكد على وجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة في ظل تقدير النموذج غير الخطي للانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة (NARDL).

أما بالنسبة لاختلاف أثر الصدمات الموجبة والسالبة في أسعار الصكوك على أسعار مؤشر الأسهم، فتثبت باختبار عدم التماثل لـ WALS أن هناك فعلا وجود تماثل $(\theta+ = \theta-)$ ، حيث $p < 0.05$ ($p - value = 0.0181$)، بمعنى أن الصدمات الموجبة والسالبة في أسعار الصكوك الإسلامية المتداولة في بورصة ماليزيا تؤثر بطريقة مختلفة على المتغير التابع (أسعار الأسهم في بورصة كوالالمبور)، وبالتالي نقول أنه التغيرات الموجبة والسالبة للمتغير المستقل غير متماثلة في تأثيرها على المتغير التابع.

جدير بالذكر بأن نتائج دراستنا متوافقة مع دراسة كل من (Shaheen & Shakeel, 2018)، و (Ahmad & Elsayed, 2018) التي أثبتت وجود علاقة معنوية بين الصكوك الإسلامية والأسهم المتداولة بنفس السوق.

إضافة إلى ذلك تميزت العلاقة المعنوية بين متغيرات الدراسة بخاصية لا خطية، وهذا ما يتوافق مع دراسة (Naifar, 2016)، أما دراسة (Bhuiyan, Rahman, Saiti., & Ghani, 2018) فلا تتوافق مع مخرجات دراستنا، إذ تنفي نتائج البحث وجود ارتباط طويل الأجل بين الصكوك الإسلامية والأسهم، ولعل هذا الاختلاف يرجع إلى طبيعة البيانات المستعملة، وإلى نوع النموذج القياسي المتبع.

أما بالنسبة لعنصر التماثل فأثبتت نتائج الدراسة أنه هناك غياب للتماثل لأثر التغيرات أو الصدمات الموجبة والسالبة لأسعار الصكوك الإسلامية على سوق ماليزيا للأوراق المالية (المؤشر عنه بمؤشر أسهم كوالالمبور المركب)، وهذا ما يتوافق مع دراسة (Naifar, Hammoudeh, & Dihaiman., 2016).

2- نتائج الدراسة النظرية والتطبيقية:

من أهم النتائج المتوصل إليها من خلال الدراسة النظرية، نلخص ما يلي:

- تعتبر السوق المالية المكان الذي تلتقي فيه طلبات الشراء والبيع لمختلف الأدوات المالية، حيث تؤدي عمليات الشراء والبيع إلى تحريك عمليات التداول في السوق المالي لإتمام المبادلات المالية.
- إن الأسواق المالية الناشئة هي تلك الأسواق التي توجد خارج الدول الأكثر تقدماً، وتنتمي إلى الدول النامية التي تتجه إلى اقتصاد السوق، والتي تتوفر فيها شرطين أساسيين، وهما على التوالي: أن تنتمي لاقتصاديات ذات دخل متوسط أو منخفض، أن يكون رأس المال القابل للاستثمار أقل مقارنة بالنتائج المحلي الخام.
- من أهم الخصائص التي تجذب المستثمر للأسواق الناشئة هي: إرتفاع معدلات العوائد السنوية على الأوراق المالية المتداولة في هذه الأسواق مقارنة بالأسواق المتقدمة، وارتفاع سيولة هذه الأسواق وعمقها.
- مرت السوق المالية الماليزية بعدة مراحل من أجل الوصول إلى تحقيق هدفها بكونها أول مركز مالي دولي للمالية الإسلامية، وذلك من خلال جملة من الإصلاحات والخطط الاقتصادية والمالية، أهمها الخطة التاسعة لسوق رأس المال والتي كانت نقطة مهمة في تدويل المالية الإسلامية بماليزيا.

أما فيما يخص أهم النتائج المتوصل إليها من خلال الدراسة التطبيقية، وبناءً على مخرجات الدراسة القياسية توصل الباحث بعد تحليل مخرجات الدراسة والحصول على المعادلة النهائية للبحث:

- وجود علاقة ارتباط معنوية بين المتغير التابع الممثل بمؤشر أسهم سوق كوالالمبور للأوراق المالية، والمتغيرات المستقلة المتمثلة في: أسعار الصكوك المتداولة بسوق كوالالمبور للأوراق المالية، معدلات الربح المفروضة على الاستثمار بالمضاربة (مثلة بسعر ما بين البنوك)، أسعار التضخم (مثلة بمؤشر أسعار المستهلك)، أسعار النفط الخام، وأسعار صرف عملة الرجنت الماليزي.

3- التفسير الاقتصادي لأهم نتائج الدراسة:

- وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين الصكوك الإسلامية ومؤشر كوالالمبور المركب: تكشف مخرجات الدراسة القياسية باتباع نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المتباطئة غير الخطي عن وجود علاقة توازنية بين الصكوك الإسلامية ومؤشر كوالالمبور المركب

- عدم تماثل أثر الصدمات الموجبة والصدمات السالبة لأسعار الصكوك الإسلامية على أسعار الأسهم:

يختلف أثر تغير أسعار الصكوك الإسلامية نحو الأعلى أو الأسفل بطريقة غير متماثلة على أسعار مؤشر السهم لسوق كوالالمبور، حيث عند ارتفاع أسعار الصكوك بـ 1% تتجه أسعار الأسهم نحو الانخفاض بـ 0.6%، وبالمقابل انخفاض أسعار الصكوك بـ 1% يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم بكوالالمبور بـ 0.9%، وبالتالي يؤثر ذلك إلى العلاقة العكسية بين الصكوك الإسلامية والأسهم في كل من سوق الديية (Bear market) وسوق الثيران (Bull market)، وتدلل هذه العلاقة على كون الصكوك الإسلامية منتج جيد للمحفظة الاستثمارية المكونة من أوراق مالية أخرى متداولة في بورصة كوالالمبور.

- وجود علاقة معنوية طويلة الأجل وسالبة بين أسعار الصرف ومؤشر كوالالمبور المركب:

تدل مخرجات الدراسة على أنه ينجر عن تغير معدلات الصرف بـ 1% يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم بـ 0.69%، وبالتالي يؤثر تقلب أسعار صرف عملة الرجنت مقابل الدولار الأمريكي على أسعار الأسهم بطريقة عكسية، وبالتالي على المستثمر الأخذ بعين الاعتبار هذه التقلبات عند اتخاذ قراره الاستثماري بالسوق.

- وجود علاقة معنوية طويلة الأجل موجبة بين عوائد الاستثمار ما بين البنوك الإسلامية وأسعار مؤشر كوالالمبور:

يؤدي التغير في معدل الربح ما بين البنوك الإسلامية (والذي يعبر عن العائد على الاستثمار بصيغة المضاربة في البنوك الإسلامية) بـ 1% إلى ارتفاع أسعار الأسهم بـ 3.34%، وبالتالي هذه العلاقة الطردية تفسر بأنها عندما يحدث تغير على مستوى معدلات الربح المطبقة في البنوك الإسلامية (الاستثمار بصيغة المضاربة) سوف يتجه المستثمر إلى الاستثمار في الأسهم التقليدية (الربوية)، لكونها أقل تكلفة من الاستثمار في البنوك الإسلامية.

- يوجد علاقة طويلة الأجل موجبة بين أسعار التضخم وأسعار مؤشر كوالالمبور:

يؤدي التغير في أسعار التضخم (المعبر عنها بمؤشر سعر المستهلك) بـ 1% إلى ارتفاع أسعار الأسهم بـ 1%، وتدل هذه النتيجة على وجود علاقة طردية بين التضخم وأسعار الأسهم، أي أن الزيادة في أسعار التضخم تظهر على مستوى سعر الأسهم، وبالتالي تكون المعلومة الجديدة في السوق (التغير على مستوى أسعار التضخم) قد تجلت في أسعار الأسهم، مما يؤشر على مدى حركية السوق ونشاطها، ومن هنا يمكن اعتبار الأسهم ورقة مالية يمكن استخدامها كأداة للتحوط من التضخم.

- وجود علاقة طويلة الأجل بين أسعار النفط وأسعار مؤشر كوالالمبور المركب:

يؤدي التغير في أسعار النفط بـ 1% إلى انخفاض أسعار الأسهم بـ 0.26%، وهذا ما يدل على العلاقة العكسية بين المتغيرين، ويفسر ذلك بتأثير التغير في مستوى أسعار النفط على كل قطاعات الاقتصاد، وبالتالي انخفاض أسعار النفط يؤدي إلى انخفاض تكاليف الشركات الإنتاجية والصناعية، وبالتالي انخفاض أسعار المنتجات وزيادة الطلب عليها، مما يزيد من ربحية الشركات، ويسبب بدوره زيادة الطلب على أسهم هذه الشركات، ومنه ارتفاع أسعار أسهمها في السوق، والعكس صحيح في حالة ارتفاع أسعار النفط.

4- توصيات الدراسة:

يمكن وضع جملة من التوصيات، نوجز أهمها في:

- على الجهات التي تسعى إلى إصدار صكوك إسلامية من أجل الحصول على مصادر تمويل جديدة أو الاستثمار بمجال ما الأخذ بعين الاعتبار جملة من الأحكام الخاصة والمستنبطة من أسس الشريعة الإسلامية ومقاصدها.

- حتى تكون الأسواق المالية قابلة لتداول الأدوات المالية الإسلامية والتعامل بها وفقا لأسس الشريعة الإسلامية لا بد من وضع اطار تشريعي خاص، وتقنين مميز، يأخذ بعين الاعتبار الأحكام الخاصة بالمالية الإسلامية، ووضع خطط وإصلاحات متوسطة وطويلة الأجل التي تسعى بها الحكومات إلى تهيئة أسواقها لاستقبال واحتضان الاستثمارات بالأدوات المالية الإسلامية.
- على المستثمر في بورصة كوالالمبور الأخذ بعين الاعتبار طبيعة العلاقة بين الأوراق المالية المتداولة في هذه السوق، سواء كانت أوراق مالية ربوية أو إسلامية من أجل التحوط من مخاطر هذه الأوراق.
- يجدر بالمستثمر في سوق كوالالمبور التركيز على تحليل طبيعة العلاقة بين الأوراق المالية التي يريد الاستثمار بها ضمن نفس المحفظة الاستثمارية، ذلك من أجل بناء استراتيجية استثمارية توفر له أعلى العوائد مقابل أدنى المخاطر.
- من أجل بناء محفظة استثمارية متنوعة على المستثمر الاستثمار في الأسهم المتداولة ببورصة كوالالمبور إلى جانب الصكوك الاستثمارية المتداولة بنفس السوق، وذلك نظرا لطبيعة العلاقة بين الورقتين الماليتين.
- خاصية التماثل من عدمه عامل فعال في تنوع محفظة المستثمر عند اختيار الأصول المراد الاستثمار بها.

5- آفاق الدراسة:

- دراسة التطاير (volatility) في الصكوك الإسلامية المتداولة في بورصة كوالالمبور، والكشف عن انتقال التطاير (volatility contagion) ما بين الصكوك والأسهم.
- تحليل العلاقة بين الصكوك والسندات التقليدية من أجل تحديد العلاقة بين الورقتين في سوق محدد.

قائمة المراجع:

أولاً: باللغة العربية

- القرآن الكريم والأحاديث النبوية

- الكتب:

- ابن تيمية، ت. (1988). السياسة الشرعية في اصلاح الراعي والرعية. لجنة احياء التراث العربي. ابن منظور، م. (د.ت). لسان العرب (7). بيروت: دار صادر.
- الأحذب، خ. (د.ت). البيوع المنهي عنها. دار الأندلس الخضراء.
- الأشقر، ع. س. (1982). خصائص الشرعية الإسلامية. الكويت: مكتبة الفلاح.
- بدران، أ. ج. (2014). الصكوك كأداة للتمويل بين النظرية والتطبيق. الجزيرة، مصر: مركز الدراسات والأبحاث الفقهية والإقتصادية.
- البرواري، س. م. (2002). بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: دراسة تحليلية نقدية. دمشق: دار الفكر.
- بن عاشور، م. (2004). مقاصد الشريعة. قطر: وزارة الأوقاف والشؤون الإسلامية.
- بوجلال، م. (1990). البنوك الإسلامية. الجزائر: المؤسسة الوطنية للكتاب.
- الجرف، م. ك. (1970). النظام المالي الإسلامي دستوره وقوانينه. القاهرة: مطبعة النهضة الجديدة.
- الحضري، ن. ف. (2009). تجربة ماليزيا في تطبيق الاقتصاد الإسلامي. مصري: دار الفكر الجماعي.
- حماد، ط. ع. (2001). المشتقات المالية: المفاهيم-إدارة المخاطر- المحاسبة. مصر: الدار الجامعية.
- حمامي، ع. ق. (1995). الإستثمار في خيارات الأسهم وخيارات مؤشرات الأسهم. الرياض: جامعة الملك سعود.
- حنفي عبد الغفار & قرياص سمية. (2001). الأسواق المالية والنقدية. الاسكندرية، مصر: الدار الجامعية.
- الداغر، م. م. (2005). الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات). الأردن: دار الشروق للنشر والتوزيع.
- دحماني محمد ادريوش. (2013). سلسلة محاضرات في مقياس الاقتصاد القياسي. مطبوعة جامعية. سيدي بلعباس، الجزائر: جامعة جيلالي ليابس.
- رايس، ح. (2008). محاضرات في مقياس الأسواق المالية، جامعة محمد خيضر. بسكرة، الجزائر.

- رضوان، س. (2005). المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر. دار النشر للجامعات.
- ريان، ا. ي. (1999). الرقابة المالية في الفقه الاسلامي. الأردن: دار النفائس.
- زلوم، ع. ا. (1983). الأموال في دولة الخلافة. بيروت: دار العلم للملايين.
- الشنقيطي، م. ا. (1989). المصالح المرسله. المدينة المنورة: الجامعة الإسلامية.
- شيخون، م. (2002). المصارف الاسلامية. عمان: دار وائل للنشر والتوزيع.
- شيخوي محمد. (2011). طرق الاقتصاد القياسي: محاضرات وتطبيقات. الجزائر: دار الحامد.
- صالح، صالح. (2006). المنهج التنموي البديل في الإقتصاد الإسلامي. مصر: دار الفجر للنشر والتوزيع.
- ضياء مجيد الموسوي. (2008). البورصات و أسواق رأس المال و أدواتها (الأسهم والسندات). الإسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة.
- عبد الرحمان بن محمد سلمان وآخرون. (1995). لإحصاء التطبيقية. الرياض. السعودية: مطابع جامعة الملك سعود.
- الغريب ناصر. (1991). أصول المصرفية الإسلامية وقضايا التشغيل. القاهرة، مصر: دار أبو لؤلؤ.
- فرعون، ه. (2000). القانون التجاري البري. حلب: منشورات جامعة حلب.
- فوزى، ر. (2009). دور الدولة الماليزية في التنمية Dans. ترجمة. عوض، دور الدولة بين الاستمرارية والتغيير في الخبرة الآسيوية. القاهرة: مركز الدراسات الآسيوية.
- مختار الصحاح. (1981). الرازي. لبنان: دار الفكر.
- المصري، ر. ي. (2007). فقه المعاملات المالية. دمشق: دار القلم.
- مطر، م & تيم، ف. (2005). إدارة المحافظ الاستثمارية. عمان: دار وائل للنشر.
- مطر، م. (2013). إدارة الإستثمارات : الإطار النظري والتطبيقات. عمان، الأردن: دار وائل للطباعة والنشر والتوزيع.
- الموسوي، ضياء. (1993). الإصلاح النقدي. الجزائر: دار الفكر.
- ناصر، س. (2002). تطوير صيغ التمويل قصيرة الأجل للبنوك الإسلامية مع دراسة تطبيقية حول مجموعة من البنوك الإسلامية. الجزائر: نشر جمعية التراث.
- النسائي. (1999). سنن النسائي الكبرى. دار الكتب العلمية.

- النعيم، ع. (1974). نظام الضرائب في الإسلام ومدى تطبيقه في المملكة العربية السعودية مع المقارنة. القاهرة: دار الإتحاد العربي للطباعة.
- النفراوي، م. ب. (1995). الفواكه الدواني على رسالة بن أبي زيد. دار الفكر .
- هارون، م. ص. (1999). أحكام السوق المالية: الأسهم والسندات ضوابط الإنتفاع و التصرف بها في الفقه الإسلامي. عمان: دار النفائس للطباعة والنشر والتوزيع.
- هندي، م. ا. (1993). أدوات الإستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الإستثمار. البحرين: المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية.
- يسري، أ. ع. (2001). قضايا إسلامية معاصرة في النقود والبنوك والتمويل. تانيس، مصر: الدار الجامعية.

- البحوث الجامعية:

- بوكساني، ر. (2006). معوقات الأسواق المالية العربية وسبل تفعيلها. أطروحة دكتوراه. الجزائر: جامعة الجزائر .
- تلمساني، ح. (2016). أثر سعر الصرف الحقيقي على النمو الاقتصادي في الجزائر دراسة خلال الفترة (1990-2016). أطروحة دكتوراه. تلمسان، الجزائر : جامعة أبي بكر بلقايد.
- جدي، س. (2015). دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية: دراسة حالة ماليزيا. رسالة ماجستير. بسكرة، الجزائر: جامعة محمد خيضر.
- الجوادى، م. ع. (2014). أثر صكوك الاستثمار في التنمية الاقتصادية في الجمهورية اليمنية (2008-2013). أطروحة دكتوراه. جامعة القران الكريم والعلوم الاسلامية: أم درمان، السودان.
- الجورية، أ. ع. (2009). صكوك الاستثمار ودرها التنموي في الاقتصاد. رسالة ماجستير. بيروت، لبنان: معهد الدعوة الجامعي للدراسات الاسلامية.
- الدحلة، ع. ا. (2016). النظام الضريبي بين الفكر المالي المعاصر والفكر المالي الإسلامي. رسالة ماجستير. فلسطين: جامعة النجاح الوطنية.
- زيطاوي، س. (2004). ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة. أطروحة دكتوراه. الجزائر: جامعة الجزائر.
- سلاك، ع. (2015). دراسة نموذج ماليزيا في المالية الاسلامية: حوصلة خصوصيات وامكانية التعميم . (أطروحة دكتوراه). سيدي بلعباس، الجزائر : جامعة جيلالي اليابس.

- سمور، ن. خ. (2007). سوق الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق: دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا. رسالة ماجستير. غزة، فلسطين: كلية التجارة، الجامعة الإسلامية.
 - الصافي، و. أ. (2003). الأسواق المالية العربية الواقع والآفاق. أطروحة دكتوراه. الجزائر: جامعة الجزائر.
 - صباح، س. ه. (2007). النهي عن بيعتين في بيعة دراسة في الحديث النبوي الشريف. رسالة ماجستير. الشارقة: جامعة سانت كليمنس.
 - عياد ابراهيم. (2013). دور المشتقات المالية كأدوات للتحوط التعاقدية ومدى امكانية تطبيقها في المصارف السورية. (رسالة ماجستير). سوريا: جامعة دمشق.
 - غزال، م. (2013). دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية (دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزي. أطروحة دكتوراه. سطيف: جامعة فرحات عباس.
 - قندوز، ع. ا. (2007). صناعة الهندسة المالية بالمؤسسات المالية الإسلامية. رسالة ماجستير. الجزائر: جامعة الشلف.
 - نبيل، س. ط. (2007). سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق: دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا. رسالة ماجستير. غزة. فلسطين: جامعة غزة الإسلامية.
 - نصار خالد محمد. (2006). آلية تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندية المالية. رسالة ماجستير. غزة، فلسطين: الجامعة الإسلامية.
- المقالات العلمية:**
- الحبورى، ب. ح. (2010). الهندسة المالية الإسلامية. مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية. 5(10).
 - درج، ع. ا. (2015). التجربة التنموية الماليزية والدروس المستفادة منها عربيا. مجلة جامعة بابل، 3(3).
 - ساسي، س. (2019). المالية الإسلامية والتنمية الاقتصادية في ماليزيا. المركز العربي الديمقراطي للدراسات الاستراتيجية والسياسية والاقتصادية. برلين.
 - سعد رشيد، ه & العبدلي، س. ع. (2016). تحليل العلاقة بين تجارة العراق الخارجية والنمو الاقتصادي (1980-2013). مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية. ورقة (3)2.
 - فاضل، ن & فضلي، ع. (2012). التجربة التنموية في ماليزيا من العام من 2000 إلى 2010. مجلة الدراسات الدولية. (54)16.

- الفيومي، ن. ا. (2003). أثر خصائص الأسواق الناشئة على اختبارات الكفاءة: دراسة تطبيقية على بورصة عمان. دراسات العلوم الإدارية. 2(30).
- قحف، م. (1989). سندات القراض وضمان الفريق الثالث وتطبيقاتها في تمويل التنمية في البلدان الإسلامية. مجلة جامعة الملك عبدالعزيز، الاقتصاد الإسلامي، م، جدة (0309هـ/0929م).
- الموسى على محمد & مادو غي سيلا. (2016). الصكوك الاستثمارية: مفهومها ونشأتها ومخاطرها، ضوابطها. مجلة جامعة الشارقة للعلوم الشرعية والقانونية، 13(02).

- الملتقيات الدولية والوطنية:

- أبو غدة، ع. (2005). صناديق الاستثمار الإسلامية: دراسة فقهية تأصيلية موسعة. ورقة بحثية مقدمة إلى المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر: المؤسسات المالية الإسلامية معالم الواقع وآفاق المستقبل. دبي: جامعة الامارات العربية المتحدة.
- بلعوز بن علي & قندوز عبد الكريم. (2018). استخدام الهندسة المالية لإدارة المخاطر في المصارف الإسلامية. المؤتمر الدولي السابع بعنوان إدارة المخاطر واقتصاد المعرفة. جامعة الزيتونة، الأردن.
- خوني رايح & حساني رقية. (9 و10 ماي 2011). واقع الهندسة الإسلامية وسبل النهوض بها في ظل النظام المالي العالمي الحالي. الملتقى الوطني: أداة سعر الفائدة وأثرها على الأزمات الاقتصادية الأزمات الاقتصادية. جامعة 20 أوت، سكيكدة، الجزائر.
- الشايجي، ا. و & الحججي، ع. ا. (2005). صكوك الاستثمار الشرعية. بحث مقدم إلى المؤتمر السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الإسلامية معالم الواقع وآفاق المستقبل. جامعة الامارات العربية المتحدة.
- شوقي جباري & فريد نميلي. (2010). دور الهندسة المالية الإسلامية في تأجيج شرارة الأزمة المالية الراهنة. ورقة بحثية مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي حول الأزمة المالية الإقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي. عمان. الأردن.
- مرابط، س & بلميهوب أ. (22-23/11/2006). العولمة المالية وتأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة. ملتقى دولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات: دراسة حالة الجزائر والدول النامية. جامعة محمد خيضر. بسكرة. الجزائر.
- ناصر، س. (26-27/11/2011). صيغة مثلى لإعمار الأراضي البور في البلدان العربية والإسلامية. الملتقى الدولي: تحديات قطاع الزراعة في الدول العربية والإسلامية وسبل مواجهتها. الجمعية الوطنية للاقتصاديين الجزائريين، الجزائر.

- مواقع الإنترنت:

https://ar.wikipedia.org/wiki/%D8%B5%D8%AD%D9%8A%D8%AD_%D8%A7%D9%84%D8%A8%D8%AE%D8%A7%D8%B1%D9%8A

- البخاري. (د.ت). الجامع المسند الصحيح المختصر من أمور رسول الله صلى الله عليه وسلم وسننه وأيامه. عن موقع الإنترنت:
- العمراني، ع & السحيباني، م. (2013). التصكيك في الأسواق المالية الإسلامية: صكوك الاجارة. عن موقع الانترنت: <https://www.researchgate.net/publication/27223650>
- مجمع الفقه الإسلامي الدولي. (2004/03/11). صكوك الإجارة الدورة. مسقط، سلطنة عمان. عن موقع الانترنت: <http://www.iifa-aifi.org/2148.html>

ثانيا: باللغة الأجنبية

- Abdi, A. A., & Masih, M. (s.d.). Do macroeconomic variables affect stock–sukuk correlation in the regional markets? evidence from the GCC countries based on DOLS and FM-OLS. Munich personel RePEC archive. Munich, Germany
- Adam, N., & Thomas, A. (2004). Islamic asset management: forming the future for Shari’acompliant investment strategies. London, UK: Euromoney books.
- Ahmad, h., & Elsayed, A. (2018). Are islamic and conventional market decoupled: evidence from stock bond sukuk in Malaysia. The Quarterly Review of Economics and Finance, 56-66.
- Ahmed, E. R., Islam, A., & Hashim, F. (2020). Sukuk history and development. In Handbook of Research on Theory and Practice of Global Islamic Finance (pp. 705-7031). IG global.
- Azmat, s., Skully, m., & Brown, k. (2014). issuer's choice of islamic bond type. pacific bassin finance journal, 28, 122-135.

- Banerjee, A., Dolado, J., & Mestre, R. (1998). Error-correction mechanism tests for cointegration in a single-equation framework. *Journal of time series analysis*, 19(03), 267-283.
- Bank Negara Malaysia. (1994). Annual report. Kuala Lumpur: Bank Negara Malaysia.
- Bank Negara Malaysia. (2006). Overview of the Financial System. Récupéré sur Bank Negara Malaysia : www.bnm.gov.my/files/publication/fsps/en/2006/cp01.pdf
- Bhalti, M. (2011). Mudaraba; musharaka; murabaha new terms to bank on. *law institute journal: the official organ of the law institute of victoria*.
- Bhuiyan, R. A., Rahman, M. P., Saiti., B., & Ghani, G. M. (2018). Financial integration between sukuk and bond indices of emerging markets: Insights from wavelet coherence and multivariate-GARCH analysis. *Borsa Istanbul Review*, 218-230.
- Brigham, F. E., & Ehrhardt, C. m. (2014). *financial management theory and practices* (Vol. 14). USA: south western cengage learning.
- Bursa Malaysia. (2017 1). 9M2017 Financial Results. Bursa Malaysia.
- Bursa Malaysia. (2017). Islamic capital market Shariah Investing on. Bursa Malaysia.
- Capital Market Malaysia . (2020, 04 05). Assets Management. Récupéré sur Capital Market Malaysia: <http://www.capitalmarketsmalaysia.com/asset-management/>
- cevik, E. I., & Bugan, M. F. (2018). Regime dependent relation between islamic and conventional financial market. *borsa istanbul review*, 114-121.
- Chisholm, a. (2004). *Derivatives demystified*. John Wiley & Son Ltd.
- Cooper, k., & Fraser, R. D. (2000). *the financial marketplace*. addison wesley.

- Difari, M. H. (2007). Malaysia as an International Islamic Financial Centre: Development and prospects. Retrieved from Iranian Association of Islamic Finance: <http://iaif.ir/index.php/en/>
- El Mosaid, F., & Boutti, R. (2014). Sukuk and Bond performance in Malaysia. *International Journal of Economics and Finance*, 06(02), 226-234.
- Elsa, S., & Shanmugam, B. (2004). Disclosure and governance of Islamic banks: A case study of Malaysia. *Journal of International Banking Regulations*, 6(1), 69-81.
- Gainster, M. (2007). Opportunities and challenges of investing in emerging markets: a case study of Panama. master thesis. Department of Urban Studies and Development, Massachusetts Institute of Technology, USA.
- Godlewski, C., Turk-Ariss, R., & Weill, L. (2013). Sukuk vs. conventional bonds: A stock market perspective. *Journal of Comparative Economics*, 03(41), 745-761.
- Granger, C. W., & Yoon, G. (2002). Hidden cointegration. *Economics working paper series*.
- Hanif, H. (2017, Mars 21). Hassan Hanif Blogspot. Récupéré sur Hassan Hanif, Nonlinear ARDL (NARDL) Model With Eviews on : <http://hassanhaniif.blogspot.com/2017/03/nardl-with-eviews.html>
- Hassan, K. A. (2012). Comparison between Sukuk and conventional bonds: Value at risk approach. Master thesis in investment and risk. University of Westminster, United Kingdom.
- IFSB. (s.d.). ifsb. Récupéré sur http://www.ifsb.org/ar_teruinoogies.php
- IIFM. (2018). Sukuk report. International Islamic Financial Market.
- Ikeora, J. J., Igbodika, M. N., & Jessi, C. (2016). Financial Liberalization Economic And Growth in Nigeria. *Journal Of Humanities And Social Science*, 21(05), 123-132.

- Kvint, V. (2009). The global emerging market: strategic management and economics. New York : Routledge.
- Lackmann, B. G. (2015). Types of Sukuk (Islamic Bond) and history of Japanese issuance. Nomura journal of capital market, 06(03), 1-20.
- Malaysian legislation. (1983). law of malaysia, act 276, Islamic Banking Act 1983. THE COMMISSIONER OF LAW REVISION, MALAYSIA.
- Mansour, D., Karimirizi, M., & Mostafavisani, A. (2017). Financing infrastructure project based on risk sharing model: Istisnaa Sukuk. journal of emerging economies and islamic research, 5(3), 72-84.
- Morvan, J. (2007). Marché et instruments financiers. France: Dunod.
- Naifar, N, Hammoudeh, S, & Dihaiman, M. A. (2016). Dependence structure between sukuk (Islamic bonds) and stock market conditions: An empirical analysis with Archimedean copulas. Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, 148-165.
- Naifar, N. (2016). Modeling dependence structure between stock market volatility and sukuk yields: A nonlinear study in the case of Saudi Arabia. Borsa Istanbul Review, 16(3), 157-166. Borsa Istanbul Review, 157-166.
- Naifar, N. (2016). Modeling dependence structure between stock market volatility and sukuk yields: A nonlinear study in the case of Saudi Arabia. borsa istanbul review, 16(03), 157-166.
- Overdah, J. (2003). Financial derivatives (Vol. 3). John Wiley & son.
- Peterson, P. P., & Fabozzi, F. J. (2003). Financial management and analysis. John Wiley & son .
- Phillips, P. C., & Perron, P. (1988). Testing for a unit root in time series regression. Biometrika, 75(02), 335-346.
- Rasid, A. H. (2018, juillet 09). Malaysian stock market set for 2015 market sell-off? Récupéré sur New straits times : <https://www.nst.com.my/business/2018/07/388934/malaysian-stock-market-set-2015-market-sell>

- Russell, D, & MacKinnon, J. G. (2004). *Econometric theory and methods*. Oxford University Press, 620-634.
- Saad, A. A., Ibrahim, U., & Napiah, M. M. (2016). Murabahah Sukuk structure: The Shariah challenges and the way forward. *European journal of islamic finance*.
- Sandrine Lardic, V. M. (2002). *Econométrie des séries temporelles macroéconomiques et financières*. Economica.
- Schorderet, y. (2003). *Asymmetric cointegration*. Cahiers du département d'économétrie Faculté des sciences économiques et sociales Université de Genève.
- SCLIP, A., DREASSI, A., MIANI, S., & PALTRINIERI, A. (2016). Dynamic correlations and volatility linkages between stocks and sukuk: Evidence from international markets. *Review of Financial Economics*.
- Securities comission. (2001). *Capital market master pla malaysia* . Kuala Lumpur : Perpustakaan Negara Malaysia .
- Securities comission. (2003). *Dvelopment of the islamic capital market: annual report* . Securities comission Malaysia .
- Securities Commission. (2004). *Capital Market Development in Malaysia: History and Perspective*. Kuala Lumpur: Perpustakaan Negara Malaysia.
- Shaheen, A., & Shakeel, H. (2018, october 18-20). Dependence of Sukuk index on Conventional Stock market of Pakistan. Paper presented at the 3rd International Conference on Emerging Trends in Engineering, Management and science. pakistan.
- Shin, Y, YU, B, & Greenwood-Nimmo, M. (2014). *Modelling asymmetric cointegration and dynamic multipliers in a nonlinear ARDL framework*. New York: Springer.
- VAHID, F., & ENGLE, R. (1993). Common trends and common cycles. *Journal of Applied Econometrics*, 335-358.

- wikipedia. (2020, mars 24). ninth malaysian plan. Récupéré sur wikioedia, the free Encyclopedia :
https://en.wikipedia.org/w/index.php?title=Ninth_Malaysia_Plan&oldid=845796329
- Woodsome, J. (2016, February). Malaysia's capital market master plan: a case study. working paper. Center for financial market, Milken Institute.
- Yakcop, M. (2002). islamic financial market strategy: the malaysian strategy. paper presented at the Kuwala Lumpur internatinal conference in islamic capital market.

فهرس المحتويات

	إهداء
	شكر وتقدير
	قائمة الجداول
	قائمة الأشكال
	قائمة الرموز والإختصارات
	قائمة الملاحق
أ	مقدمة عامة
1	الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية
1	تمهيد الفصل الأول
2	المبحث الأول: الأسواق المالية
3	المطلب الأول: الأسواق المالية و أدواتها
3	1- تعريف السوق المالي
4	2- تقسيمات سوق رأس المال
4	2- 1 الأسواق الحاضرة
5	2-1-1 الأسواق المنظمة
5	2-1-2 الأسواق غير المنظمة
5	2-2 الأسواق المستقبلية
6	3- الأدوات المالية التقليدية المتداولة في سوق رأس المال
7	3-1 الأسهم

8	2-3 السندات
10	4- الأدوات المالية المشتقة المتداولة في سوق راس المال طويل و متوسط الأجل
10	1-4 المشتقات المالية
11	1-1-4 العقود الآجلة
11	2-1-4 العقود المستقبلية
12	3-1-4 عقود الخيارات
13	2-4 العقود المالية المركبة
13	1-2-4 عقود الخيار المزدوج
14	المطلب الثاني: الأسواق المالية الناشئة
14	1- تعريف السوق المالية الناشئة
15	2- مراحل تطور الأسواق المالية الناشئة
17	3- خصائص الأسواق المالية الناشئة
18	المبحث الثاني: الصناعة المالية الإسلامية
18	المطلب الأول: المالية الإسلامية المفهوم و الأسس
18	1- تعريف المالية الإسلامية
19	2- مصادر الأموال في الإسلام
19	1-2 الزكاة
19	2-2 العشور
20	3-2 الخراج

21	4-2 الغنائم
21	5-2 الجزية
22	3- أسس قيام المالية الإسلامية المطابقة لمقاصد الشريعة
22	1-3 تحريم الربا و الغرر
23	2-3 حرية التعاقد
23	3-3 التيسير
23	4-3 المصالح المرسلة
23	5-3 تفادي بيعتين في بيعة واحدة
24	المطلب الثاني: الصكوك الإسلامية كبديل إسلامي للسندات التقليدية
24	1- ظهور الصكوك الإسلامية
24	1-1 نشأة وتعريف الصكوك الإسلامية
25	2- أنواع الصكوك الإسلامية
25	1-2 صكوك الإجارة
26	2-2 صكوك السلم
27	3-2 صكوك الإستصناع
28	4-2 صكوك المراجعة
28	5-2 صكوك المضاربة
28	6-2 صكوك المزارعة
30	7-2 صكوك المساقاة
30	8-2 صكوك المغارسة
31	9-2 صكوك الوكالة
31	3- آلية إصدار الصكوك الإسلامية و آلية تداولها في سوق الأوراق المالية
32	1-3 الجهات المتدخلة في عملية إصدار الصكوك الإسلامية

33	2-3 مراحل عملية إصدار الصكوك الإسلامية
36	3-3 نماذج إصدار الصكوك الإسلامية
40	4-3 ضوابط إصدار الصكوك كما حددها مجمع الفقه الإسلامي
42	المبحث الثالث: الدراسات السابقة
59	خاتمة الفصل الأول
	الفصل الثاني: قياس أثر الصكوك الإسلامية على بورصة ماليزيا: دراسة قياسية بتطبيق نموذج
	NARDL
61	تمهيد الفصل الثاني:
62	المبحث الأول: مدخل إلى الاقتصاد الماليزي
62	المطلب الأول: نبذة حول ماليزيا كدولة نامية
63	1- التعريف بدولة ماليزيا
63	2- النموذج الماليزي للتنمية الاقتصادية
65	المطلب الثاني: التمويل الإسلامي بماليزيا
65	1- نشأة بورصة ماليزيا
66	2- ظهور التمويل الإسلامي بماليزيا
68	3- النظام المالي كنظام مزدوج بين المالية الربوية و المالية الإسلامية
68	المطلب الثالث: قيام سوق رأس المال الإسلامي الماليزي:
70	1- الخطة الاستراتيجية لسوق رأس المال الماليزي
78	2- الخطة المالية التاسعة
83	المبحث الثاني: تحليل وضعية السوق المالي الماليزي (2007-2017)
83	المطلب الأول: تطور نمو سوق بورصة ماليزيا
86	المطلب الثاني: تحليل تطور الأدوات المالية الإسلامية بماليزيا
91	المبحث الثالث: دراسة قياسية بتطبيق نموذج NARDL

91	المطلب الأول: منهجية الدراسة و الأدوات المستعملة:
92	المطلب الثاني: توصيف النموذج المستخدم
92	1- الإطار النظري لنموذج الانحدار الذاتي للفترات الزمنية المتباطئة الموزعة غير الخطي
92	1-1 ملحة حول نموذج الانحدار الذاتي للفتحات الزمنية المتباطئة الموزعة الخطي ARDL
93	2-1 تقديم نموذج NARDL
96	2- خطوات تطبيق نموذج NARDL
97	1-2 خطوات تطبيق نموذج ARDL
97	1-1-2 اختبار استقرار السلاسل الزمنية
98	2-1-2 أهم اختبارات جذر الوحدة
100	3-1-2 اختبار فترات الإبطاء المثلى
101	4-1-2 تقدير النموذج باستعمال المربعات الصغرى
101	5-1-2 اختبار وجود علاقة توازنه طويلة الأجل
102	6-1-2 تقدير معلمات النموذج
102	2-2 خطوات تطبيق نموذج NARDL
103	1-2-2 اختبار وجود علاقة توازنه طويلة الأجل غير خطية
104	2-2-2 اختبار وجود تماثل بين التأثيرات السالبة و الموجبة للمتغير المراد دراسة تأثيره
104	3-2-2 تقدير المعلمات طويلة الأجل للنموذج
104	4-2-2 اختبار استقرار النموذج
105	3- متغيرات الدراسة و مصادر البيانات
107	4- مواصفات النموذج
109	المطلب الثالث: تقدير نموذج
109	1- تطور متغيرات الدراسة
117	2- اختبار استقرار السلاسل الزمنية

117	3- اختبار وجود تكامل مشترك
119	4- اختبار عدم تماثل الصدمات
119	5- تقدير معادلة النموذج
120	6- اختبار استقرار النموذج
123	خاتمة الفصل الثاني
127	الخاتمة العامة
129	قائمة المراجع
141	الفهرس
146	الملاحق
156	ملخص

الملاحق

ملحق رقم 01: اختبارات جذر الوحدة

		UNIT ROOT TEST TABLE (PP)					
		<u>At Level</u>					
		ST	SU	MYR_USD	I	CPI	OIL
With Constant	t-Statistic	-2.9274	-2.7079	0.2559	-3.0907	-0.3595	-1.3792
	Prob.	0.0431	0.0735	0.9757	0.0280	0.9129	0.5931
		**	*	n0	**	n0	n0
With Constant & Trend	t-Statistic	-2.5395	-2.7951	-1.7734	-5.7897	-2.3251	-2.3876
	Prob.	0.3089	0.1999	0.7161	0.0000	0.4189	0.3855
		n0	n0	n0	***	n0	n0
Without Constant & Trend	t-Statistic	1.1482	1.9000	0.9413	0.7955	0.5779	-0.4010
	Prob.	0.9355	0.9865	0.9080	0.8841	0.8408	0.5390
		n0	n0	n0	n0	n0	n0

		<u>At First Difference</u>					
		d(ST)	d(SU)	d(MYR_USD)	d(I)	d(CPI)	d(OIL)
With Constant	t-Statistic	-20.7780	-14.9380	-15.7141	-58.8355	-5.8225	-15.6228
	Prob.	0.0000	0.0000	0.0000	0.0001	0.0000	0.0000
		***	***	***	***	***	***
With Constant & Trend	t-Statistic	-20.9147	-14.9566	-15.9507	-68.5846	-5.6300	-15.6763
	Prob.	0.0000	0.0000	0.0000	0.0001	0.0000	0.0000
		***	***	***	***	***	***
Without Constant & Trend	t-Statistic	-20.6935	-14.8977	-15.6771	-55.3913	-5.8386	-15.6417
	Prob.	0.0000	0.0000	0.0000	0.0001	0.0000	0.0000
		***	***	***	***	***	***

UNIT
ROOT
TEST
TABLE
(ADF)

		<u>At Level</u>					
		ST	SU	MYR_USD	I	CPI	OIL
With Constant	t-Statistic	-2.9021	-2.4520	0.1809	-2.3462	-0.8220	-1.5041
	Prob.	0.0459	0.1283	0.9712	0.1581	0.8114	0.5308
		**	n0	n0	n0	n0	n0
With Constant & Trend	t-Statistic	-2.5927	-2.5770	-1.7794	-1.8353	-2.8379	-2.5003

Trend	Prob.	0.2839	0.2912	0.7132	0.6858	0.1845	0.3279
		n0	n0	n0	n0	n0	n0
Without Constant & Trend	t-Statistic	1.0791	1.7296	0.9444	0.9187	0.4574	-0.4273
	Prob.	0.9271	0.9800	0.9085	0.9045	0.8128	0.5286
		n0	n0	n0	n0	n0	n0
<u>At First Difference</u>							
		d(ST)	d(SU)	d(MYR_US D)	d(I)	d(CPI)	d(OIL)
With Constant	t-Statistic	-20.7494	-13.9159	-15.7218	-16.2968	-5.4572	-15.6228
	Prob.	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
		***	***	***	***	***	***
With Constant & Trend	t-Statistic	-20.8255	-14.0131	-15.9507	-16.3960	-4.9263	-15.7006
	Prob.	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0003	0.0000
		***	***	***	***	***	***
Without Constant & Trend	t-Statistic	-20.6809	-13.6947	-15.6970	-16.2402	-5.4396	-15.6417
	Prob.	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
		***	***	***	***	***	***

Notes: (*)Significant at the 10%; (**)Significant at the 5%; (***) Significant at the 1%. and (no) Not Significant
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

This Result is The Out-Put of Program Has Developed By:

Dr. Imadeddin AlMosabbeh
College of Business and Economics
Qassim University-KSA

ملحق رقم 02: اختبار Bound test

ARDL Bounds Test

Date: 05/11/18 Time: 21:26

Sample: 4/15/2009 3/22/2017

Included observations: 415

Null Hypothesis: No long-run relationships exist

Test Statistic	Value	k
F-statistic	1.939269	5

Critical Value Bounds

Significance	I0 Bound	I1 Bound
10%	2.08	3
5%	2.39	3.38
2.5%	2.7	3.73
1%	3.06	4.15

الملحق رقم 03: اختبار Wald للتكامل المشترك طويل الأجل

Wald Test:
Equation: NARDL01

Test Statistic	Value	df	Probability
F-statistic	373.6423	(7, 394)	0.0000
Chi-square	2615.496	7	0.0000

Null Hypothesis: $C(1)=C(2)=C(7)=C(9)=C(13)=C(14)=C(15)$
=0

Null Hypothesis Summary:

Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.
C(1)	0.941191	0.019518
C(2)	0.612634	0.387195
C(7)	-0.851489	0.376913
C(9)	0.649968	13.60792
C(13)	-3.149159	2.335085
C(14)	-0.098729	0.155923
C(15)	0.244928	0.169447

Restrictions are linear in coefficients.

الملحق رقم 04: اختبار Wald للتماثل

Wald Test:
Equation: NARDL01

Test Statistic	Value	df	Probability
t-statistic	-2.373745	394	0.0181
F-statistic	5.634665	(1, 394)	0.0181
Chi-square	5.634665	1	0.0176

Null Hypothesis: $C(2)/-C(1)=C(7)/-C(1)$

Null Hypothesis Summary:

Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.
$-C(2)/C(1) + C(7)/C(1)$	-1.555607	0.655339

Delta method computed using analytic derivatives.

الملحق رقم 06: تقجير نموذج NARDL:

Dependent Variable: ST
 Method: ARDL
 Date: 05/11/18 Time: 21:41
 Sample (adjusted): 5/06/2009 3/22/2017
 Included observations: 412 after adjustments
 Maximum dependent lags: 4 (Automatic selection)
 Model selection method: Akaike info criterion (AIC)
 Dynamic regressors (4 lags, automatic): SU_POS SU_NEG MYR_USD I
 CPI OIL
 Fixed regressors: C
 Number of models evaluated: 62500
 Selected Model: ARDL(1, 4, 1, 3, 0, 0, 2)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
ST(-1)	0.941191	0.019518	48.22273	0.0000
SU_POS	0.612634	0.387195	1.582235	0.1144
SU_POS(-1)	-0.281628	0.568190	-0.495658	0.6204
SU_POS(-2)	-0.146756	0.559162	-0.262457	0.7931
SU_POS(-3)	0.846205	0.538678	1.570891	0.1170
SU_POS(-4)	-1.065477	0.346880	-3.071597	0.0023
SU_NEG	-0.851489	0.376913	-2.259114	0.0244
SU_NEG(-1)	0.736822	0.375265	1.963474	0.0503
MYR_USD	0.649968	13.60792	0.047764	0.9619
MYR_USD(-1)	-45.17137	21.06949	-2.143923	0.0327
MYR_USD(-2)	58.25102	20.25339	2.876112	0.0042
MYR_USD(-3)	-17.42281	12.54072	-1.389299	0.1655
I	-3.149159	2.335085	-1.348627	0.1782
CPI	-0.098729	0.155923	-0.633189	0.5270
OIL	0.244928	0.169447	1.445454	0.1491
OIL(-1)	-0.579266	0.268825	-2.154809	0.0318
OIL(-2)	0.441973	0.171034	2.584123	0.0101
C	49.58988	23.84475	2.079698	0.0382
R-squared	0.982890	Mean dependent var		577.4668
Adjusted R-squared	0.982152	S.D. dependent var		56.93928
S.E. of regression	7.606916	Akaike info criterion		6.938699
Sum squared resid	22798.88	Schwarz criterion		7.114375
Log likelihood	-1411.372	Hannan-Quinn criter.		7.008188
F-statistic	1331.387	Durbin-Watson stat		2.069283
Prob(F-statistic)	0.000000			

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

Restrictions are linear in coefficients.

الملحق رقم 07 : اختبار Heteroskedasticity

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	1.920096	Prob. F(1,412)	0.1666
Obs*R-squared	1.920467	Prob. Chi-Square(1)	0.1658

Test Equation:

Dependent Variable: RESID²

Method: Least Squares

Date: 10/16/18 Time: 14:03

Sample (adjusted): 4/22/2009 3/22/2017

Included observations: 414 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	54.14937	6.451131	8.393780	0.0000
RESID ² (-1)	0.068079	0.049130	1.385675	0.1666
R-squared	0.004639	Mean dependent var		58.13123
Adjusted R-squared	0.002223	S.D. dependent var		117.6505
S.E. of regression	117.5197	Akaike info criterion		12.37591
Sum squared resid	5690084.	Schwarz criterion		12.39536
Log likelihood	-2559.813	Hannan-Quinn criter.		12.38360
F-statistic	1.920096	Durbin-Watson stat		2.002376
Prob(F-statistic)	0.166596			

الملحق رقم 08 : اختبار Breusch-Godfrey

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.041313	Prob. F(2,402)	0.9595
Obs*R-squared	0.085281	Prob. Chi-Square(2)	0.9583

الملحق رقم 05: تقدير

نموذج ARDL

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: ARDL

Date: 10/16/18 Time: 14:04

Sample: 4/15/2009 3/22/2017

Included observations: 415

Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ST(-1)	0.003147	0.022973	0.136980	0.8911
SU	-0.006513	0.058086	-0.112125	0.9108
MYR_USD	0.157487	12.91269	0.012196	0.9903
MYR_USD(-1)	-0.121109	20.25530	-0.005979	0.9952
MYR_USD(-2)	-0.002666	12.87794	-0.000207	0.9998
I	-0.019421	2.041273	-0.009514	0.9924
CPI	0.004023	0.156445	0.025715	0.9795
OIL	-0.002796	0.169032	-0.016543	0.9868
OIL(-1)	0.004493	0.267352	0.016807	0.9866
OIL(-2)	-0.003332	0.168650	-0.019756	0.9842
C	-1.014436	16.80487	-0.060366	0.9519
RESID(-1)	-0.006964	0.054950	-0.126730	0.8992
RESID(-2)	-0.015067	0.054689	-0.275505	0.7831

R-squared	0.000205	Mean dependent var	8.75E-14
Adjusted R-squared	-0.029639	S.D. dependent var	7.648002
S.E. of regression	7.760515	Akaike info criterion	6.966799
Sum squared resid	24210.69	Schwarz criterion	7.092986
Log likelihood	-1432.611	Hannan-Quinn criter.	7.016697
F-statistic	0.006886	Durbin-Watson stat	1.993340
Prob(F-statistic)	1.000000		

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 10/16/18 Time: 14:03

Sample (adjusted): 4/22/2009 3/22/2017

Included observations: 414 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	54.14937	6.451131	8.393780	0.0000
RESID^2(-1)	0.068079	0.049130	1.385675	0.1666

R-squared	0.004639	Mean dependent var	58.13123
Adjusted R-squared	0.002223	S.D. dependent var	117.6505
S.E. of regression	117.5197	Akaike info criterion	12.37591
Sum squared resid	5690084.	Schwarz criterion	12.39536
Log likelihood	-2559.813	Hannan-Quinn criter.	12.38360
F-statistic	1.920096	Durbin-Watson stat	2.002376
Prob(F-statistic)	0.166596		

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى قياس اثر الصكوك الإسلامية على بورصة ماليزيا كسوق مالي ناشئ خلال الفترة الممتدة من 2009 على غاية 2017، وذلك من أجل تحليل اثر الصدمات السالبة و الموجبة في أسعار الصكوك الإسلامية على أسعار مؤشر كوالالمبور المركب الممثل للأسهم المتداولة بسوق ماليزيا للأوراق المالية، و ذلك بتطبيق نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المتباطئة غير الخطي NARDL والذي يسمح باختبار تماثل الصدمات السالبة و الموجبة لأسعار الصكوك على مؤشر الأسهم الإسلامية المتداولة بسوق ماليزيا للأوراق المالية. حيث استعمل الباحث من أجل تحقيق أهداف دراسته أسعار أسبوعية لمؤشر الصكوك الإسلامية (SU) مؤشر كوالالمبور المركب للأسهم (ST) أسعار صرف (MYR/USD) أسعار النفط (OIL) معدلات الربح المطبقة ما بين البنوك الإسلامية الماليزية (I) وكذا مؤشر أسعار المستهلك (CPI)، توصلت الدراسة إلى العديد من النتائج أهمها أنه هناك عدم تماثل في اثر الصدمات الموجبة والصدمات السالبة للصكوك الإسلامية على الأسهم المتداولة في بورصة ماليزيا، وبالتالي هذه الصكوك يمكن أن تكون مصدر تنويع جيد للمستثمر في بورصة ماليزيا.

الكلمات المفتاحية: الصكوك الإسلامية، تماثل الصدمات، الأسواق الناشئة، NARDL

Abstract :

This study aims to measure the impact of Islamic sukuk on the Malaysian Stock Exchange as an emerging financial market during the period from 2009 to 2017, in order to analyze the impact of negative and positive shocks in the prices of Islamic Sukuk on the prices of the stock index traded on the Malaysian Stock Exchange, by applying the Non linear auto regressive distributed lags model (NARDL), which allows testing the symmetry of negative and positive shocks in the Islamic Sukuk traded on the Malaysia Stock Exchange. In order to achieve the objectives of this study, the researcher used weekly prices for the Islamic Sukuk Index (SU), the Kuala Lumpur Composite Stock Index (ST), exchange rates (MYR / USD)), oil prices (OIL), the Inter bank profit rates applied among Malaysian Islamic banks (I), as well as the Consumer Price Index (CPI). The study found many results, the most important of which is that there is an asymmetry in the impact of positive and negative shocks of Islamic bonds on shares traded on the Malaysian stock exchange, and therefore these sukuk can be a good source of diversification for the investor in the Malaysian Stock Exchange.

Key words: Islamic Sukuk, asymmetric effect, emerging markets, Nardl



REPUBLIQUE ALGERIENNE DEMOCRATIQUE ET POPULAIRE
MINISTRE DE L'ENSEIGNEMENT SUPERIEUR ET DE LA RECHERCHE SCIENTIFIQUE
Université Djillali Liabès de Sidi Bel Abbès

Vice-Rectorat

de la Formation Supérieure de troisième cycle, de l'Habilitation Universitaire, de la
Recherche Scientifique et de la Formation Supérieure de Post-Graduation

Fiche de Présentation

Thèse de Doctorat en sciences/Doctorat/ Mémoire de Magister

Type de la PG نوع ما بعد التدرج	<input checked="" type="checkbox"/> Doctorat <input type="checkbox"/> Doctorat en sciences <input type="checkbox"/> Magister
------------------------------------	--

اسم و لقب الطالب	متاجر ويداد
Nom et Prénom de l'étudiant	Metadjer widad
e-mail de l'étudiant / البريد الإلكتروني للطالب	Louati-2015@hotmail.com
Numéro de téléphone رقم هاتف الطالب / l'étudiant	00213560101062

*التخصص / Spécialité	مالية
*الفرع / Option	مالية و نقود
Intitulé de la thèse / mémoire عنوان الأطروحة / المذكرة	قياس أثر الصكوك الإسلامية على الأسواق المالية الناشئة بتطبيق نموذج-NARDL دراسة قياسية لبورصة ماليزيا-
Nom et Prénom de l'encadreur اسم و لقب المؤطر	قادري علاء الدين
Date de soutenance تاريخ المناقشة	16/11/2020

(*) Se conformer aux intitulés des spécialités et des options portées sur la dernière attestation d'inscription.

الملخص (بالعربية) :

تهدف هذه الدراسة إلى قياس اثر الصكوك الإسلامية على بورصة ماليزي كسوق مال ناشئ خلال الفترة الممتدة من 2009 على غاية 2017 وذلك من أجل تحليل اثر الصدمات السالبة و الموجبة في أسعار الصكوك الإسلامية على أسعار مؤشر الأسهم المتداولة بسوق ماليزي للأوراق المالية، و ذلك بتطبيق نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المتباطئة غير الخطي NARDL و الذي يسمح باختبار تماثل الصدمات السالبة و الموجبة في متغير مؤشر السهم الإسلامية المتداولة بسوق ماليزي للأوراق المالية. حيث استعمل الباحث من أجل تحقيق أهداف دراسته أسعار أسبوعية لمؤشر الصكوك الإسلامية (SU) (مؤشر كوالالمبور المركب للأسهم ST) (أسعار اصرف MYR/USD) (أسعار النفط OIL) (معدلات اربح المطبقة ما بين البنوك الإسلامية الماليزية) (وكذا مؤشر أسعار المستهلك (CPI) (توصلت الدراسة إلى العديد من النتائج أهمها أنه هناك عدم تماثل في اثر الصدمات الموجبة والصدمات السالبة للصكوك الإسلامية على الأسهم المتداولة في بورصة ماليزي، وبالتالي هذه الصكوك يمكن أن تكون مصدر تنوع جيد للمستثمر في بورصة ماليزي

ت المفتاحية : الصكوك الإسلامية، تماثل الصدمات، الأسواق الناشئة NARDL

Résumé (en Français) :

Cette étude vise à mesurer l'impact des instruments islamiques sur la Bourse malaisienne en tant que marché monétaire émergent au cours de la période 2009 à la fin de 2017 afin d'analyser l'impact des chocs négatifs et positifs sur les prix des sukuk islamiques sur prix des indices boursiers malaisiens, en appliquant le modèle NARDL non linéaire, qui permet un test de symétrie de choc négatif et positif dans la variable de l'indice de flèche islamique. Négocié sur une bourse malaisienne. Afin d'atteindre les objectifs de son étude, le chercheur a utilisé les prix hebdomadaires de l'indice sukuk. Islamique (SU Kuala Lumpur Composite Stock Index) STExchange Rates) (MYR/USD Oil Prices) (Oil Profit Rates Applied Among Malaysian Islamic Banks) (Ias e. Consumer Price Index), étude de l'IPC a révélé Pour de nombreux résultats, dont le plus important est qu'il y ait une asymétrie dans l'impact des chocs positifs et des chocs négatifs des instruments islamiques sur Actions négociées à la Bourse malaisienne, et donc ces instruments peuvent être une bonne source de diversification pour l'investisseur à la Bourse malaisienne

Les mots clés :sukuk islamique, symetrie des chocs, marché émergents, NARDL

Abstract (en Anglais) :

This study aims to measure the impact of Islamic sukuk on the Malaysian Stock Exchange as an emerging financial market during the period from 2009 to 2017, in order to analyze the impact of negative and positive shocks in the prices of Islamic Sukuk on the prices of the stock index traded on the Malaysian Stock Exchange, by applying the Non linear auto regressive distributed lags model (NARDL), which allows testing the symmetry of negative and positive shocks in the Islamic Sukuk traded on the Malaysia Stock Exchange. In order to achieve the objectives of this study, the researcher used weekly prices for the Islamic Sukuk Index (SU), the Kuala Lumpur Composite Stock Index (ST), exchange rates (MYR / USD)), oil prices (OIL), the Inter bank profit rates applied among Malaysian Islamic banks (I), as well as the Consumer Price Index (CPI). The study found many results, the most important of which is that there is an asymmetry in the impact of positive and negative shocks of Islamic bonds on shares traded on the Malaysian stock exchange, and therefore these sukuk can be a good source of diversification for the investor in the Malaysian Stock Exchange

Keywords : Islamic Sukuk, asymmetric effect, emerging markets, Nardl