

## دراسة قياسية لأثر إدراج الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية على نشاط السوق في ماليزيا خلال الفترة (2001-2019)

### Econometric Study of The Impact of Inclusion the Islamic Sukuk in the stock Market on Market Activating in Malaysia during the Period (2001-2019)

كمال قسول

جامعة حسيبة بن بو علي-الشلف (الجزائر) k.kassoul@univ-chlef.dz

النشر: 2021/05/31

القبول: 2021/03/16

الاستلام: 2021/02/21

#### ملخص:

تعالج هذه الورقة البحثية أثر إدراج الصكوك الإسلامية ضمن الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية على نشاط السوق في ماليزيا خلال الفترة (2001-2019)، وذلك من خلال التعرف على هذه الأدوات المالية ودورها من الناحية النظرية في تنشيط سوق الأوراق المالية، لتصل في الأخير إلى مدى تفاعل نشاط السوق مع التغيرات الحاصلة في حجم الإصدار، حيث تم استخدام اختبار التكامل المشترك لـ أنجل وجرانجر لدراسة العلاقة التوازنية في الاجل الطويل، مع تقدير نموذج تصحيح الخطأ ودوال الاستجابة لتحديد معامل تصحيح الخطأ وتأثير الصدمات العشوائية، وقد خلصت هذه الدراسة إلى وجود علاقة توازنية طويلة الاجل بين حجم إصدار الصكوك الإسلامية وحجم التداول باعتباره المؤشر المستخدم في التعبير عن نشاط السوق، واستجابة سريعة وموجبة دائما لحجم التداول لصدمات حجم إصدار الصكوك..

الكلمات المفتاحية: صكوك إسلامية؛ سوق الأوراق المالية؛ تكامل مشترك؛ نموذج تصحيح الخطأ؛ دوال الاستجابة.

رموز jel: G15، E37.

#### Abstract:

This paper aims to study the impact of inclusion of Islamic sukuk within the financial instruments traded in the stock market on the on market activity in Malaysia during the period of (2001-2019), by exploring these financial instruments and their theoretical role in revitalizing the stock market, to reach in the bezel interaction of market activity with changes in the volume of issuance, where the joint integration test of Angel and Granger was used to study the long-term equilibrium relationship, with the estimation of the error correction model and response functions to determine the error correction factor and the effect of random shocks. this study found a long-term equilibrium relationship between the volume of Islamic sukuk issuance and trading volume as the indicator used to express market activity, and a quick and positive response to trading volume to shocks of the size of sukuk issuance.

**Keywords:** Islamic sukuk; Stock market; Co-intégration; error correction models; response fonction.

**(JEL) Classification :** G15, E37.

**1. مقدمة:**

تمثل سوق الأوراق المالية عصب الحياة للنظم الرأسمالية المعاصرة والتي يستحيل الاستغناء عنها أو تحييد دورها في العجلة الاقتصادية، فهي تعمل على امتصاص الفوائض المالية من الوحدات الاقتصادية المدخرة وضخها للوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز مالي، بشكل مستمر ومن دون أي انقطاع، مشكلة بذلك نظام ذو حركة آلية يربط بين مجموعة من الأفراد والمشروعات من خلال مجموعة من الأدوات المالية ووفق إجراءات محددة ومعروفة مسبقاً، مع سعي القائمين على هذه الأسواق للرفع من حجم وسرعة تدفق الأموال من وإلى الوحدات الاقتصادية المختلفة لزيادة نشاط السوق والرفع من مستوى كفاءته. يزداد نشاط سوق الأوراق المالية في ظل مناخ استثماري أكثر مرونة من حيث تنوع الأدوات المالية المتاحة، وهو ما دفع باتجاه ابتكار أدوات مالية جديدة، تتيح للمتعاملين مجالات استثمارية مستحدثة، ومع تميز بعض المستثمرين بتغليب الجانب الشرعي في استثماراتهم على أي حجم للعائد المتوقع أو للمخاطرة التي يتضمنها مشروع استثماري معين، عملت بعض أسواق الأوراق المالية إلى إدراج أدوات مالية جديدة تلبي رغبات هؤلاء المستثمرين سميت بالصكوك الإسلامية.

ساهمت الصكوك الإسلامية في زيادة سيولة أصول مالكي بعض المشروعات التي لم تكن لها سوق نشطة لبيعها، وذلك عن طريق دمج أسواق التمويل بأسواق الأوراق المالية، من خلال تصكيك أصول هذه المشروعات و طرحها للاكتتاب الأولي ثم التداول عليها في عملية مشابهة لعملية توريق الديون، كما طُرحت هذه الأدوات كصيغة تمويلية منافسة للصيغ التمويلية التقليدية المنافية لأحكام الشريعة الإسلامية لاستقطاب المدخرين الباحثين عن توظيف أموالهم وفق أحكام الشريعة الإسلامية، وقد شجع القبول الذي لاقتته هذه الأدوات المالية الجديدة، العديد من أسواق الأوراق المالية عبر العالم وفي مقدمتها ماليزيا إلى إدراجها ضمن الأدوات المالية المتداولة في السوق.

**1.1. إشكالية البحثية:**

تعد ماليزيا دولة رائدة في الصناعة المالية الإسلامية بشكل عام، وفي إصدار الصكوك الإسلامية بشكل خاص، فهي تمثل أكبر سوق للصكوك الإسلامية في العالم، حيث نمت وتطورت بشكل لافت خلال العقدين الماضيين حتى أصبحت تمثل ربع سوق الأوراق المالية، ويرى أغلب الباحثين أن هذا التطور راجع إلى استقطاب الصكوك الإسلامية لمتعاملين جدد كانوا بعيدين عن سوق الأوراق المالية لما تحمله من مخالفات شرعية، وهو ما يعني أن زيادة حجم إصدار الصكوك قد أدى إلى ضخ أموال جديدة ورفع من حجم التداول

داخل السوق، مما ساهم في النهاية في تنشيط سوق الأوراق المالية، رغم هذا، وفي ظل تشكيك العديد من رجال الدين في مدى توافق الصكوك الإسلامية مع احكام الشريعة الإسلامية، لا يزال يعتقد بعض الباحثين أن تطور حجم إصدار الصكوك كان على حساب أدوات مالية أخرى، فالاستثمار فيها لا يعدوا أن يكون مجرد انتقال للمستثمرين من أدوات مالية تقليدية إلى أدوات مالية تحمل صفات وسمات مختلفة، إذ أصبحت الصكوك تطرح نفسها كمنافس شرس للأدوات المالية التقليدية، وانتقل الدافع من التعامل بها من حساسية بعض المستثمرين لمدى توافق معاملاتهم المالية مع أحكام الشريعة الإسلامية إلى دوافع أخرى كتتويج المحفظة المالية، شفافية المعاملات المالية والبعد عن الضبابية بالإضافة لتدنية حجم المخاطر، وهو ما يعني أن مساهمة تطور حجم إصدارها في استقطاب متعاملين جدد إلى السوق كان محدودا جدا، فلم ينعكس بذلك هذا التطور لا على رسملة السوق ولا على حجم التداول، ولم يساهم في النهاية في تنشيط سوق الأوراق المالية.

هذا التباين في الآراء حول حتمية تأثير تطور حجم إصدار الصكوك الإسلامية على نشاط السوق من عدمه، دفعنا لمعالجة هذا الموضوع من خلال الإجابة على السؤال المحوري الذي قمنا بصياغته على النحو التالي:

هل يساهم حجم إصدار الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية في ماليزيا؟

### 2.1. أهمية البحث:

تكمن أهمية هذه الدراسة في القيمة المعرفية التي تقدمها للمهتمين بدراسة سوق الأوراق المالية بشكل عام، كما تسهم في إثراء الأدبيات التي تعنى بدراسة أدوات التمويل الإسلامي ودورها في تنشيط أسواق الأوراق المالية العالمية، وذلك من خلال تسليط الضوء على أكبر سوق للصكوك الإسلامية على مستوى العالم.

### 3.1. أهداف الدراسة:

الهدف الرئيسي من هذه الدراسة هو محاولة استكشاف الدور الذي يلعبه حجم إصدار الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية في ماليزيا، وذلك من خلال التعرف على تجربة ماليزيا في إصدار الصكوك الإسلامية، ودراسة العلاقة التوازنية طويلة الأجل بين حجم إصدار الصكوك الإسلامية وحجم التداول في سوق الأوراق المالية في ماليزيا خلال الفترة (2001-2019).

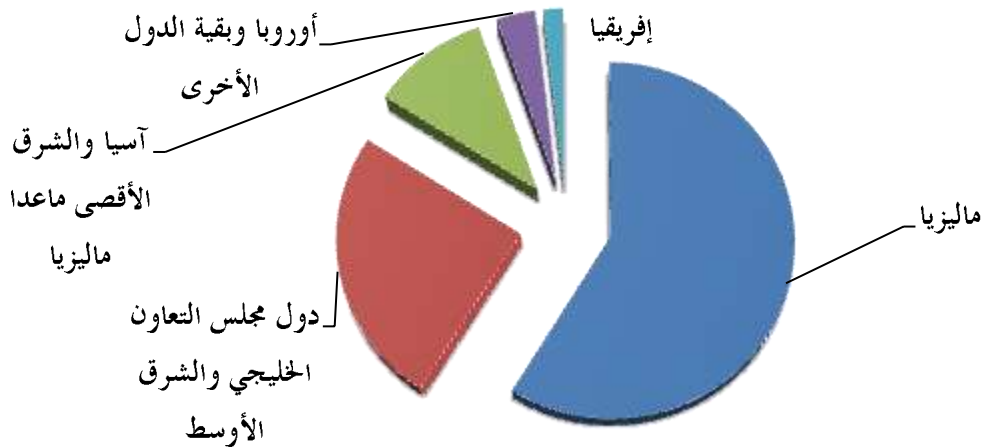
## 2. عرض تجربة ماليزيا في إصدار الصكوك الإسلامية

بعد النجاح الذي حققته مجموعة من المشروعات في عدد من الدول العربية والإسلامية في تمويل احتياجاتها عن طريق الصكوك، بادرت ماليزيا إلى اعتماد هذا النمط من التمويل من أجل منافسة هذه الدول في استقطاب المدخرات المالية التي يسعى أصحابها إلى توظيفها وفق أسس ومبادئ إسلامية.

### 1.2. موقع ماليزيا من الإصدار العالمي للصكوك الإسلامية

ظهرت الصكوك الإسلامية كصيغة من صيغ التمويل الإسلامي في ثمانينيات القرن الماضي، وكان أول ظهور لها في الاردن سنة 1978 في شكل "سندات المقارضة"، ثم تبعتها بعض التجارب في كل من باكستان، السودان، تركيا والبحرين، وتوالت التجارب بعد ذلك إلى ان نضجت الفكرة في ماليزيا ، التي أنشأت أول سوق للصكوك الإسلامية عبر العالم، وصارت تستأثر بحصة الأسد من حجم الإصدارات العالمية، والشكل الموالي يبين التوزيع الجغرافي لإصدارات الصكوك عبر العالم:

الشكل رقم (01): التوزيع الإقليمي لإصدار الصكوك الإسلامية عبر العالم خلال الفترة (2001-2019)



Source: (International islamic financial market, 2020, p. 75)

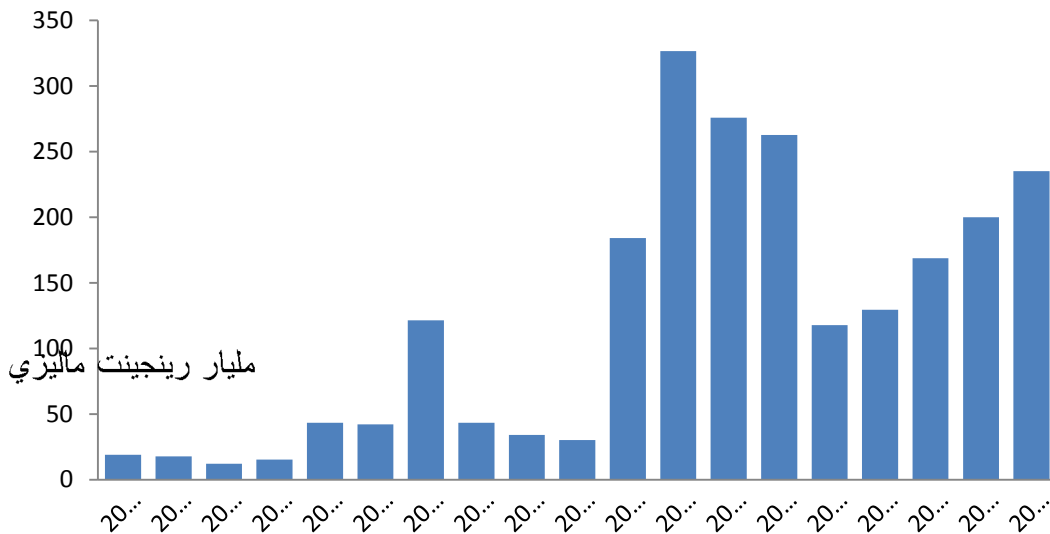
بلغ إجمالي الإصدارات العالمية من الصكوك الإسلامية 145,70 مليار دولار أمريكي سنة 2019، وهي أعلى قيمة سنوية لإصدار الصكوك منذ إطلاقها الرسمية أول مرة سنة 2001 ، والملاحظ من خلال الشكل رقم (1) أن إصدارات الصكوك انتقل إلى دول غير إسلامية، والسبب في ذلك يعود لأمرين، أولهما هو سعي هذه الدول إلى استقطاب الفوائض المالية التي يسعى أصحابها إلى توظيفها وفق أحكام الشريعة الإسلامية (السيولة الإسلامية)، سواء كانوا مقيمين داخل حدود الدولة عبر إصدارات محلية، أو حتى الأجانب من خلال الإصدارات الدولية، أما الأمر الثاني فيعود إلى إقبال غير المسلمين على التعامل بالصكوك الإسلامية لما

تحمله من خصائص وسمات منفردة، تميزها عن بقية الأدوات المالية المتداولة في السوق، كما نلاحظ أيضا استحواذ ماليزيا على أكثر من نصف السوق، ويرجع ذلك سعي هذه الدولة عبر حزمة من مخططات تطوير سوق رأس المال إلى خلق مركز مالي عالمي لصيغ التمويل الإسلامي.

## 2.2. إصدارات الصكوك الإسلامية في ماليزيا

شكل اكتشاف السيولة الإسلامية الكامنة من قبل هيئة صندوق الحجيج التي أنشئت سنة 1962 حافزا أثار موجة من الابتكارات لأدوات مالية إسلامية\_ وفي مقدمتها الصكوك\_ بغية استقطاب هذا الطلب الكامن على الأصول المالية الإسلامية ، وقد كان حجم الإصدار محتشما في بداية الألفية، إلا ان سعي ماليزيا إلى ان تصبح مركز مالي إسلامي، وفي ظل الطلب المتزايد على الأدوات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، تضاعف حجم الإصدار خلال العقد الماضي، والشكل الموالي يبين لنا تطور حجم إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا خلال العتدين الماضيين.

الشكل رقم (02): حجم إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة (2001-2019)



### Source:

- (Securities Commission Malaysia, Annual Report, 2006, pp. 6-45), (Securities Commission Malaysia, Annual Report, 2007, pp. 6-49), (Malaysia Securities Commission, Annual Report, 2008, pp. 6-55), (Malaysia Securities Commission, Annual Report, 2009, pp. 6-51), (Malaysia Securities Commission, Annual Report, 2015, p. 171), (Malaysia Securities Commission, Annual Report, 2017, p. 159), (Malaysia Securities Commission, Annual Report, 2019, p. 183);
- (International Islamic financial market, 2020, p. 157).

نلاحظ من خلال الشكل رقم (2) انطلاقة محتشمة لحجم الإصدار السنوي من الصكوك الإسلامية في ماليزيا بإصدارات دون الـ 20 مليار رينجيت ماليزي، حيث تشكل هذه الفترة الميلاد الرسمي لسوق الصكوك، كما أنها جاءت بعد الأزمة المالية التي ضربت دول جنوب شرق آسيا سنة 1998-1999، ليتضاعف حجم الإصدار بعد ذلك سنتي 2005 و2006 أين فاق الـ 40 مليار رينجيت ماليزي، ثم يحقق سنة 2007 قفزة نوعية يتجاوزه لعتبة الـ 100 مليار رينجيت لأول مرة منذ تأسيس هذه السوق، إلا أن أحداث الأزمة المالية العالمية 2008 ألقّت بضلالها على هذه الصناعة أين عاد حجم الإصدار إلى المستويات التي كان عليها في الثلاث سنوات التي تلت، وقد حقق حجم الإصدار أعلى مستوياته على الإطلاق سنة 2012 أين وصل إلى 326,5 مليار رينجيت ماليزي، لينخفض بعد ذلك ويصل إلى أقل من 120 مليار رينجيت سنة 2015، وقد شهدت الخمسة سنوات الماضية نموا مستمرا في حجم الإصدار إلى ان وصل سنة 2019 إلى 235,2 مليار رينجيت ماليزي.

وتتنوع إصدارات الصكوك في ماليزيا وفق ما يلي:

- **صكوك المرابحة:** المرابحة هي الزيادة على رأس المال، فهو يبيع ما تملكه البائع بثمن الشراء مع زيادة ربح، إذ أن البائع يذكر للمشتري الثمن الذي اشترى به السلعة ويشترط عليه ربحاً (الهيئي، 2006، صفحة 130)، وبالتالي فصكوك المرابحة حسب المعيار الشرعي رقم 17 لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية تمثل وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة، وتصبح سلعة المرابحة مملوكة لحملة الصكوك (شعيب، 2016، صفحة 28)؛

- **صكوك البيع بالثمن الآجل:** تمثل وثائق متساوية القيمة تثبت لحاملها ملكية شائعة للأصل الذي سيبيع بثمن مؤجل ويُسلمُ حالاً، وتتشابه صكوك البيع بالثمن الآجل مع صكوك المرابحة إلى حد كبير، إلا أن الفرق بينهما يكمن فيما يلي (سحاسورياني، 2007، صفحة 129):

✓ بيع الثمن الآجل يُستوفى ثمنه آجلاً عبر أقساط بتواريخ إيفاء معلومة مسبقاً، أما بيع المرابحة فقد يكون الثمن فيه مؤجلاً وقد لا يكون؛

✓ يتم إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل للاستثمارات طويلة الأجل، و تكون مدة استحقاقها أكثر من 05 سنوات، أما إصدار صكوك المرابحة فيكون للاستثمارات قصيرة ومتوسطة الأجل، وتكون مدة استحقاقها من 03 أشهر إلى سنة تقريباً بالنسبة للاستثمارات قصيرة الأجل، ومن سنة إلى 05 سنوات بالنسبة للاستثمارات متوسطة الأجل.

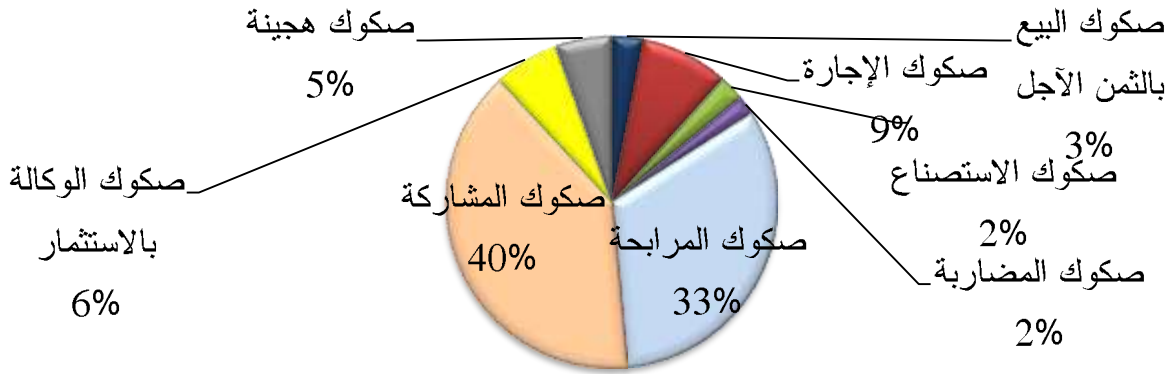
- **صكوك الإجارة:** هي عبارة عن أوراق مالية تمثل ملكية أصول أو منافع معلومة ومحددة جيداً، مربوطة بعقد إيجار، تمثل فيه الأجرة العائد الذي يدفع لحملة الصكوك، بحيث يجب النص على الأجرة بعبارات واضحة في فترة الإيجار الأولى، ويمكن أن تكون ثابتة في الفترات المتجددة التالية، أو أن ترتفع أو تنخفض بربطها بأساس مرجعي أو بأي متغير معروف مثل معدل التضخم أو أي مؤشر أسعار يعلن عنه بشكل دوري، أو بنسبة مئوية متفق عليها (أيوب، 2009، صفحة 631)؛
- **صكوك المشاركة:** المشاركة هي عقد بين اثنين أو أكثر، يتم بمقتضاه اختلاط ماليهما، أو جهديهما لتحصيل الربح، بحيث يأذن كل واحد منهما لصاحبه أن يتصرف بجهده أو في مال الشركة لصالحهما (الغرياني، 2002، صفحة 209)، وصكوك المشاركة هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الشركة بتعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها (البقوم، 2015، صفحة 61)؛
- **صكوك المضاربة:** المضاربة تمثل اتفاق بين طرفين يبذل أحدهما فيه ماله ويبذل الآخر جهده ونشاطه وما يستطيع من وسائل الاستثمار في هذا المال، على أن يكون ربح ذلك بينهما على حسب ما يشترطان، فإذا ربح المشروع كان الربح أنصافاً أو أثلاثاً أو أرباعاً على حسب الاتفاق، وإذا لم يربح المشروع لم يكن لصاحب المال غير رأس ماله وضاع على المضارب كده وما بذله من جهد في العمل، أما إذا خسر المشروع فإن هذه الخسارة تكون على صاحب المال ولا يتحمل المضارب منها شيئاً ما دام لم يفرط ولم يخن (الهييتي، 2006، صفحة 78)، وصكوك المضاربة عبارة عن وثائق تمثل مشاريع أو أنشطة تدار وفق مبدأ المضاربة بتعيين أي من الشركاء أو أي شخص آخر مضارباً لإدارة العمل، ويكون المضارب هو المنشئ (مصدر صكوك المضاربة)، وحملة الصكوك أصحاب رأس المال، وحصيلة الاكتتاب تمثل رأس مال المضاربة (أيوب، 2009، صفحة 627)؛
- **صكوك الوكالة بالاستثمار:** عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية على أنها «وثائق يصدرها فرد أو شركة بقصد استثمار حصيلتها في مشروع معين أو نشاط خاص بصفته وكيلاً بأجر مقطوع أو بنسبة من رأس المال المستثمر، ويكتتب المؤكّلون في هذه الصكوك بقصد الاستثمار والحصول على الربح، وتحدد نشرة إصدار هذه الصكوك طبيعة النشاط ونوع المشروع الذي تستثمر فيه حصيلة هذه الصكوك ومدة الاستثمار وحدود سلطات الوكيل والأجرة التي يستحقها»، فيكون بذلك الوكيل هو المنشئ

(مصدر الصكوك)، وحملة الصكوك هم الموكّلون، وحصيلة الإصدار هو رأس المال المستثمر (الجورية، 2009، صفحة 64)؛

- **صكوك الاستصناع:** الاستصناع هو اتفاق تعاقدى لصناعة السلع، يتيح تعجيل دفع النقود والتسليم الآجل أو الدفع الآجل والتسليم الآجل للسلع المصنعة وفقا للعقد، وصكوك الاستصناع هي وثائق متساوية القيمة تصدر بغية جمع الأموال المطلوبة لإنتاج بند معين، يكون الصانع (البائع) هو المنشئ (مصدر الصكوك)، في حين يكون حملة الصكوك هم مشتري البند المراد إنتاجه (أيوب، 2009، صفحة 636)؛

- **صكوك هجينة:** هي عبارة عن أوراق مالية تمثل مزيج بين سندات الدين الخاصة و الصكوك الإسلامية (Securities Commission Malaysia, 2015, p. 6).

الشكل رقم (03): نسبة إصدار كل نوع من أنواع الصكوك الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة (2001-2019)



#### Source:

- (Securities Commission Malaysia, Annual Report, 2006, pp. 6-45), (Securities Commission Malaysia, Annual Report, 2007, pp. 6-49), (Malaysia Securities Commission, Annual Report, 2008, pp. 6-55), (Malaysia Securities Commission, Annual Report, 2009, pp. 6-51), (Securities Commission Malaysia, annual Report, 2010, pp. 6-54), (Securities Commission Malaysia, Annual Report, 2011, pp. 6-53), (Securities Commission Malaysia, Annual Report, 2012, pp. 6-62), (Securities Commission Malaysia, Annual Report, 2013, p. 235), (Securities Commission Malaysia, Annual Report, 2014, p. 144), (Malaysia Securities Commission, Annual Report, 2015, p. 169), (Malaysia Securities Commission, Annual Report, 2017, p. 159), (Malaysia Securities Commission, Annual Report, 2019, p. 183);
- (International islamic financial market, 2020, p. 158).

### 3. أثر إدراج الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية على نشاط السوق في ماليزيا

من أجل تقدير النموذج المعتمد في هذه الدراسة تم استخدام بيانات سنوية خلال الفترة (2001-2019)، والتي تم استقاؤها من التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية الماليزية وبورصة ماليزيا، بالإضافة إلى تقارير السوق المالية الإسلامية الدولية، وقد كان من المفيد تمديد فترة الدراسة، إلا أن حداثة إدراج الصكوك



الإسلامية في سوق الأوراق المالية حالة دون ذلك، وقد تم اعتماد النتائج المتحصل عليها عند حد المعنوية 5%.

### 1.3. متغيرات ونموذج الدراسة

تتمثل متغيرات الدراسة فيما يلي:

- حجم إصدار الصكوك الإسلامية: يمثل قيمة إجمالي الصكوك الإسلامية التي تم إصدارها خلال السنة الواحدة بأسعارها الاسمية وقت الاكتتاب؛
  - حجم التداول: يمثل قيمة إجمالي الأوراق المالية التي تم تداولها في السوق خلال السنة الواحد بمختلف أسعار تداولها، فهو يعكس مستوى سيولة سوق الأوراق المالية، كما يمكن من خلاله التعرف على مدى نشاط السوق، فارتفاع قيمته تعني زيادة في نشاط سوق الأوراق المالية والعكس بالعكس.
- وقد استخدمنا لأغراض هذه الدراسة نموذج انحدار خطي لتحديد طبيعة العلاقة بين حجم إصدار الصكوك الإسلامية وحجم التداول في سوق الأوراق المالية بعد إدخال اللوغاريتم النبري على المتغيرات، وذلك فق ما يلي:

$$LTRA_t = \alpha + \beta \cdot LSUK_t + \varepsilon_t \dots \dots \dots (1)$$

حيث LTRA يمثل اللوغاريتم النبري لحجم التداول في سوق الأوراق المالية وLSUK يمثل اللوغاريتم النبري لحجم إصدار الصكوك الإسلامية.

### 2.3. دراسة استقرارية السلسلتين الزميتين

للتحقق من استقرارية السلسلتين الزمنية قمنا بتحديد عدد درجات الإبطاء المثلى لكل سلسلة، ثم قمنا بعد ذلك باختبار خلوها من جذر الوحدة، وذلك باستخدام اختبار ديكي فولر الموسع ADF، وفي حالة احتوائها عليه، نقوم بإجراء الفروق إلى ان تستقر السلسلة، وقد جاءت النتائج وفق ما هو موضح في الجدول رقم (2).

تأكد لنا من خلال الجدول رقم (2) أن السلسلتين الزميتين للمتغيرين LTRA وLSUK غير مستقرتين عند المستوى، حيث نجد في النماذج الثلاثة أن قيمة إحصائية ADF أكبر من القيمة الحرجة عند حد المعنوية 5%، وبعد إجراء الفروق الأولى نلاحظ استقرار هاتين السلسلتين مما يعني أنهما متكاملتين من الدرجة 1. (1)

الجدول رقم (02): نتائج اختبار استقرارية السلسلتين الزمنية باستخدام اختبار ديكي-فولر الموسع

المتغيرات	درجة الابطاء	المستوى والفروق	النموذج	إحصائية ADF	القيم الحرجة %5	الاحتمال	درجة التكامل
LTRA	3	عند المستوى	بحد ثابت واتجاه عام	-2,3383	-3,7332	0,3930	I(1)
			بحد ثابت وبدون اتجاه عام	-2,8034	-3,0655	0,0799	
			بدون حد ثابت وبدون اتجاه عام	1,8903	-1,9644	0,9808	
	الفرق الأول	عند	بحد ثابت واتجاه عام	-6,3949	-3,7332	0,0005	
			بحد ثابت وبدون اتجاه عام	-5,5693	-3,0655	0,0004	
			بدون حد ثابت وبدون اتجاه عام	-4,6718	-1,9644	0,0001	
LSUK	1	عند المستوى	بحد ثابت واتجاه عام	-2,4260	-3,6908	0,3555	I(1)
			بحد ثابت وبدون اتجاه عام	-1,3691	-3,0403	0,5736	
			بدون حد ثابت وبدون اتجاه عام	0,5229	-1,9614	0,8189	
	الفرق الأول	عند	بحد ثابت واتجاه عام	-3,8994	-3,7104	0,0360	
			بحد ثابت وبدون اتجاه عام	-4,0189	-3,0521	0,0077	
			بدون حد ثابت وبدون اتجاه عام	-3,9439	-1,9628	0,0006	

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 9.

### 3.3 اختبار علاقة التكامل المشترك لـ أنجل وغرنجر

كشفت لنا دراسة استقرارية السلسلتين الزمنية LTRA و LSUK أنهما متكاملتين من نفس الدرجة (1)، وهو ما يعني إمكانية وجود مسار مشترك بين المتغيرين في الأجل الطويل، ولتأكيد ذلك أو نفيه استخدمنا اختبار التكامل المشترك لـ أنجل وغرنجر، وذلك من خلال تقدير العلاقة الانحدارية في الأجل الطويل بين المتغيرين بطريقة المربعات الصغرى OLS، ثم التأكد من استقرارية بواقي النموذج.

#### 1.3.3 تقدير العلاقة الانحدارية في الاجل الطويل

بعد إجراء الانحدار بين LTRA و LSUK بطريقة المربعات الصغرى، حصلنا على النتائج التالية:

$$LTRA_t = 4,1463 + 0,3959.LSUK_t \dots\dots\dots(2)$$

t-Statistic 13,9973 5,9292

Prob (0,0000) (0,0000)

R<sup>2</sup>= 0,6740 R<sup>2</sup> = 0,6548 F= 35,1559 Prob(F-statistic) = 0,0000

فمن خلال المعادلة رقم (2) والنتائج المرافقة لها نلاحظ ما يلي:

- وجود علاقة طردية بين حجم إصدار الصكوك الإسلامية وحجم التداول في سوق الأوراق المالية، وأن تغير حجم الإصدار بـ 1% يؤدي إلى تغير حجم التداول بـ 0,3959% في نفس الاتجاه، كما أن التغيرات في حجم إصدار الصكوك الإسلامية يفسر 67,40% من التغيرات الحاصلة في حجم التداول في سوق الأوراق المالية، والباقي (32,60%) تفسره عوامل أخرى غير مدرجة في النموذج؛

- معنوية معاملات النموذج وهو ما يبينه احتمال إحصائية ستيودنت للثابت ولحجم إصدار الصكوك الإسلامية الذي يقل عن 5%، كما أن النموذج معنوي إجمالاً وهو ما يبينه احتمال إحصائية فيشر الذي يقل كذلك عن الـ 5%.

### 2.3.3. اختبار استقرارية بواقي النموذج

حسب منهجية التكامل المشترك لأنجل وجرانجر، لا يمكن الوثوق في هذا النموذج إلا إذا كان المزيج الخطي المتولد من تقدير العلاقة الانحدارية طويلة الأجل بين المتغيرين أو ما يعرف بالبواقي ( $\varepsilon_i = LTRA-4,1463-0,3959LSUK$ ) مستقرًا في المستوى، وللتأكد من ذلك قمنا باستخدام اختبار ديكي فولر الموسع ADF، وقد جاءت النتائج وفق ما هو موضح في الجدول رقم (3).

الجدول رقم (03): نتائج اختبار استقرارية سلسلة البواقي  $\varepsilon_i$

المتغيرات	درجة الابطاء	المستوى والفروق	النموذج	إحصائية ADF	القيم الحرجة %5	الاحتمال	درجة التكامل
$\varepsilon_i$	1	عند المستوى	بحد ثابت واتجاه عام	-4,3744	-3,7104	0,0155	I(0)
			بحد ثابت وبدون اتجاه عام	-4,6735	-3,0521	0,0021	
			بدون حد ثابت وبدون اتجاه عام	-4,5908	-1,9628	0,0001	

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 9.

تأكد لنا من خلال الجدول رقم (3) أن السلسلة الزمنية لبواقي النموذج  $\varepsilon_i$  مستقرة عند المستوى، حيث نجد في النماذج الثلاثة أن قيمة إحصائية ADF أقل من القيمة الحرجة عند حد المعنوية 5%، وهو ما يعني أنها متكاملة من الدرجة I(0)، كما يدل ذلك على وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرين وعلى وجود علاقة طويلة الأجل بينهما.

## 3.3.3. الاختبارات التشخيصية لبواقي النموذج المقدر

حتى نستطيع الوثوق بنتائج النموذج المقدر، وجب علينا إجراء مجموعة من الاختبارات التشخيصية على بواقي النموذج المقدر والتي تظهر في الملحق رقم (1)، حيث تثبت إحصائية "جارك-بيرا Jarque-Bera" أن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي لأن احتمالها يقدر بـ 0,3640 وهو أكبر من 5% حد المعنوية، أما الرسم البياني لبواقي النموذج المقدر والفعلية فيشير إلى أنها متطابقة تقريباً، كما تشير إحصائية LM إلى خلو النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي بين البواقي فاحتمال  $\chi^2$  بلغ 0,1442 وهو أكبر من حد المعنوية، وإحصائية "آرش ARCH" تشير إلى ثبات تباين البواقي، فاحتمالها يقدر بـ 0,5217 وهو أكبر من حد المعنوية، وعليه يمكن القول ان النموذج يجتاز المشاكل القياسية ويتمتع بالقبول من الناحية الإحصائية، كما يتسم بقدر كبير من الدقة والجودة.

## 4.3. تقدير نموذج تصحيح الخطأ وتحليل الصدمات

بعد اثبات اتصاف السلسلتين الزمنية كمجموعة بخاصية التكامل المشترك في الأجل الطويل، وجب تقدير العلاقة بينهما في الاجل القصير من خلال نموذج تصحيح الخطأ ECM، وذلك من أجل الكشف عن سرعة تكيف اختلالات في الاجل القصير والتي تؤدي إلى تعديل القيم الفعلية لحجم التداول باتجاه قيمه التوازنية في الأجل الطويل، وقد جاءت نتائج التقدير وفق ما يلي:

$$D(LTRA)_t = 0,2498.D(LSUK)_t - 0,6387.e_{t-1} \dots\dots\dots(3)$$

t-Statistic	2,8669	-3,3618
Prob	(0,0112)	(0,0040)
$R^2 = 0,4260$	$\bar{R}^2 = 0,3902$	DW = 2,0822

نلاحظ من خلال المعادلة رقم (3) أن معامل حد تصحيح الخطأ معنوي وسالب وهو ما يدعم النتائج المتوصل إليها في اختبار استقرارية بواقي النموذج عند المستوى، ويؤكد وجود علاقة تكامل مشترك طويلة الأجل بين المتغيرات المقدر في الأجل القصير، أما قيمته التي تساوي -0,6387 فهي تقيس لنا سرعة عودة حجم التداول إلى قيمته التوازنية في الأجل الطويل بمعدل 63,87% كل سنة، أي أن اختلالات الأجل القصير يتم تصحيحها خلال سنة وستة أشهر وعشرون يوم تقريباً.

وتسمح لنا دوال الاستجابة التي تظهر في الملحق رقم (2) بقياس أثر التغير المفاجئ في حجم إصدار الصكوك الإسلامية بمقدار انحراف معياري واحد على حجم التداول، وقد تم تقدير دوال الاستجابة من خلال نموذج الـ VAR خلال فترة زمنية تمتد لعشرة سنوات، حيث نلاحظ وجود استجابة سريعة وموجبة دائماً لحجم التداول في سوق الأوراق المالية للصدمات العشوائية المطبقة على حجم إصدار الصكوك الإسلامية،

كما كان التأثير كبيرا في الأجل القصير عنه في الأجل الطويل، إذ نلاحظ وجود استجابة متزايدة حتى السنة الثالثة بعد الصدمة، أين يصل حجم التداول لأعلى قيمة نتيجة الصدمة، ليبدأ بعد ذلك في الانخفاض والعودة إلى التوازن خلال السنوات اللاحقة.

#### 4. الخاتمة

تناولنا في هذا البحث أثر إدراج الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية على نشاط السوق في ماليزيا، من خلال دراسة العلاقة التوازنية طويلة الأجل بين حجم إصدار الصكوك الإسلامية وحجم التداول في سوق الأوراق المالية في ماليزيا، وقد خلصت هذه الدراسة إلى أن إدراج الصكوك الإسلامية ضمن الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية يساهم في تنشيط السوق، وقد اتسم هذا البحث بقصر فترة الدراسة بسبب حداثة الصكوك الإسلامية، إذ يمكن للباحثين مستقبلا توسيع هذه الفترة، من أجل الوصول إلى نتائج أكثر دقة وتعبير، كما توصلت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج والتوصيات نوردتها فيما يلي:

#### 1.4. النتائج

- تمثل الصكوك الإسلامية أوراق مالية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، تتمتع بخصائص وسمات تميزها عن بقية الاوراق المالية المتداولة في السوق؛
- نظريا، تساهم الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الاوراق المالية من خلال اجتذاب المزيد من المتعاملين إلى السوق، حيث تعمل على استقطاب اصحاب الفوائض المالية الساعين لتوظيفها وفق احكام الشريعة الإسلامية والمؤسسات المالية الإسلامية التي طالما ظلت بعيدة عن سوق الأوراق المالية بسبب المخالفات الشرعية، أضف إلى ذلك أن عملية التصكيك في حد ذاتها تتطلب إضافة متعاملين جدد إلى السوق؛
- تستأثر ماليزيا بحصة الأسد من حجم الإصدارات العالمية للصكوك الإسلامية، حيث استحوذت لوحدها على ما يزيد عن 58% من حجم الإصدارات السنوية في العالم خلال الفترة (2001-2019)؛
- يمثل اكتشاف السيولة الإسلامية الكامنة في ماليزيا، الحافز الرئيسي لإدراج الصكوك الإسلامية ضمن الادوات المالية المتداولة في سوق الاوراق المالية، وقد كان حجم الإصدار محتشما في البداية إلا أنه تضاعف مع مرور الوقت ووصل إلى أكثر من 326 مليار رينجيت ماليزي سنة 2012؛
- تركز إصدارات الصكوك الإسلامية في ماليزيا بشكل أساسي على صكوك المرابحة وصكوك المشاركة، حيث شكل هاذين النوعين حوالي 73% من إصدارات الصكوك الإسلامية في هذا البلد؛

- توجد علاقة تكامل مشترك بين حجم إصدار الصكوك الإسلامية وحجم التداول في سوق الأوراق المالية في الاجل الطويل، حيث يتم تصحيح اختلالات الأجل القصير لحجم التداول بمعدل 63,87% كل سنة، أي في غضون سنة وستة أشهر وعشرون يوم تقريبا؛
- يتفاعل حجم التداول في سوق الأوراق المالية طرديا مع حجم إصدار الصكوك الإسلامية، فتغير هذا الأخير بـ 1% يؤدي إلى تغير حجم التداول بـ 0,3959% في نفس الاتجاه، كما أن التغيرات الحاصلة في حجم إصدار الصكوك الإسلامية تفسر 67,40% من التغيرات الحاصلة في حجم التداول في سوق الأوراق المالية؛
- أظهرت لنا دوال الاستجابة أن تطبيق صدمة عشوائية على حجم إصدار الصكوك الإسلامية يحدث استجابة سريعة وموجبة دائما لحجم التداول في سوق الأوراق المالية، ويكون تأثير هذه الصدمة كبير في الأجل القصير عنه في الأجل الطويل؛
- أظهرت لنا هذه الدراسة وجود مساهمة كبيرة لحجم إصدار الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية في ماليزيا.

#### 1.4. التوصيات

- ضرورة تشجيع المشروعات على طلب التمويل من خلال إصدار الصكوك الإسلامية لما لذلك من أثر إيجابي على نشاط سوق الأوراق المالية؛
- العمل على ابتكار وتطوير أدوات مالية إسلامية مع تعزيز الأدوات القائمة من أجل اجتذاب المزيد من أصحاب الفوائض المالية الساعين لتوظيف أموالهم وفق أحكام الشريعة الإسلامية؛
- يوصي الباحث القائمين على الأسواق المالية في الدول العربية والإسلامية وبالأخص تلك التي تعاني أسواقها المالية من الركود، بالعمل على إدراج الصكوك الإسلامية ضمن الأدوات المالية المتداولة في السوق لما لذلك من أثر سريع على زيادة نشاط السوق.

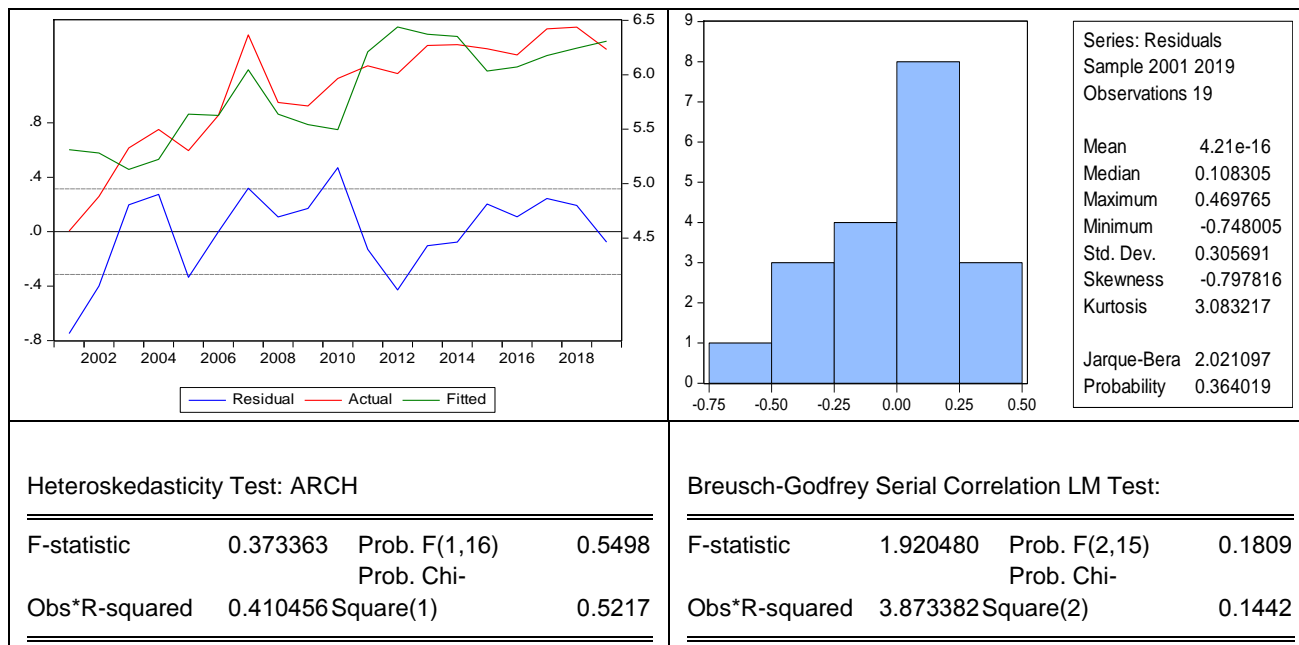
#### 5. المراجع

1. أسامة عبدالحليم الجورية. (2009). صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد. رسالة ماجستير. قسم الدراسات العليا، معهد الدعوة الجامعي، لبنان.
2. الصادق عبد الرحمان الغرياني. (2002). أحكام المعاملات المالية في الفقه الإسلامي. بنغازي، ليبيا: دار الكتب الوطنية.

3. صفر الدين جعفر سحاسورياني. (2007). سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في معاملاته. رسالة ماجستير. جامعة اليرموك، الأردن.
4. علي هلال مشرف البقوم. (2015). دور الشركة ذات الغرض الخاص في الصكوك الإسلامية. أطروحة دكتوراه. قسم المصارف الإسلامية، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، الأردن.
5. قيصر عبدالكريم الهيبي. (2006). أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية (البورصات). دمشق، سوريا: دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع.
6. محمد أيوب. (2009). النظام المالي في الإسلام. بيروت، لبنان: أكاديمية أنترناشيونال.
7. يونس شعيب. (2016). الصكوك الإسلامية ودورها في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة. أطروحة دكتوراه. قسم الاقتصاد والإدارة، جامعة قسنطينة، الجزائر.
8. International islamic financial market. (2020). *IIFM Sukuk Report: a Comprehensive Study of the Global Sukuk Market*. kingdom of Bahrain.
9. Malaysia Securities Commission. (2008). *Annual Report*. Malaysia.
10. Malaysia Securities Commission. (2009). *Annual Report*. Malaysia.
11. Malaysia Securities Commission. (2015). *Annual Report*. Malaysia.
12. Malaysia Securities Commission. (2017). *Annual Report*. Malaysia.
13. Malaysia Securities Commission. (2019). *Annual Report*. Malaysia.
14. Securities Commission Malaysia. (2006). *Annual Report*. Malaysia.
15. Securities Commission Malaysia. (2007). *Annual Report*. Malaysia.
16. Securities Commission Malaysia. (2010). *annual Report*. Malaysia.
17. Securities Commission Malaysia. (2011). *Annual Report*. Malaysia.
18. Securities Commission Malaysia. (2012). *Annual Report*. Malaysia.
19. Securities Commission Malaysia. (2013). *Annual Report*. Malaysia.
20. Securities Commission Malaysia. (2014). *Annual Report*. Malaysia.
21. Securities Commission Malaysia. (2015). *Guidelines on Issuance of Private Dept Securities and Sukuk to Retail Investors*. Kuala Lumpur, Malaysia.

6. الملاحق

الملحق رقم 1: اختبارات تشخيص بواقي نموذج



الملحق رقم 2: دالة استجابة حجم التداول في سوق الأوراق المالية لحجم إصدار الصكوك الإسلامية

