

## أثر إدراج الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في ماليزيا

## The impact of inclusion of Islamic sukuk traded in the stock market on the economic growth in Malaysia

ط.د. قسول كمال<sup>1</sup>، د. حراق مصباح<sup>2</sup><sup>1</sup> مخبر المحاسبة، المالية، الجباية والتأمين، المركز الجامعي عبدالحفيظ بالصفوف-ميلة (الجزائر)، [k23.kamel@yahoo.fr](mailto:k23.kamel@yahoo.fr)<sup>2</sup> مخبر دراسات استراتيجيات التنوع الاقتصادي لتحقيق التنمية المستدامة، المركز الجامعي عبدالحفيظ بالصفوف-ميلة (الجزائر)،[harragmasbah@yahoo.fr](mailto:harragmasbah@yahoo.fr)

تاريخ النشر: 2019/12/19

تاريخ القبول: 2019/12/11

تاريخ الاستلام: 2019/03/11

## ملخص:

تعالج هذه الورقة البحثية دراسة تأثير إدراج الصكوك الإسلامية ضمن الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في ماليزيا خلال الفترة (2000-2017)، وذلك من خلال استكشاف أقسام سوق الأوراق المالية وتطور سوق الصكوك الإسلامية والنمو الاقتصادي خلال فترة الدراسة، بالاعتماد على بيانات هيئة الأوراق المالية، البنك المركزي "بنك نيجارا" ووزارة الإحصاء الماليزية، لتدرس في الأخير العلاقة السببية بين متغيرات الدراسة باستخدام اختبار السببية لغرانجر الذي يعتمد على نموذج VAR، وقد خلصت هذه الدراسة إلى وجود علاقة سببية في الاتجاهين على المدى الطويل.

كلمات مفتاحية: سوق الأوراق المالية؛ الصكوك الإسلامية؛ النمو الاقتصادي؛ سببية غرانجر؛ ماليزيا.

تصنيف JEL : E44، O40، C58.

## Abstract:

This paper aims to study the impact of inclusion of Islamic sukuk within the financial instruments traded in the stock market on the economic growth in Malaysia during the period of (2000-2017), by exploring the parts of the Malaysian stock market, and the development of Islamic sukuk market and economic growth, during the period of study. We adopted the Securities Commission, the Central Bank "Bank Negara" and the department of Statistics in Malaysia, as a data source. We studied the Granger causality relationship, which is based on the VAR model between the variables of the study. This study concluded that there was a causal relationship in both directions over the long term.

**Keywords:** Stock Market; Islamic sukuk; Economic Growth; Granger causality; Malaysia.

**Jel Classification Codes:** E44, O40, C58.

## Résumé:

L'objet de ce papier est d'étudier l'impact de l'insertion des sukuk islamiques dans les instruments financiers négociés en marché boursiers sur la croissance économique en Malaisie au cours de la période 2000-2017, en explorant les différentes parties du marché boursiers et l'évolution du sukuk islamique et de la croissance économique au cours de la période d'étude. Nous avons adopté comme source de données la Commission des valeurs mobilières, la Banque centrale "Bank Negara" et le ministère des statistiques en Malaisie. Nous avons étudié la relation de causalité de Granger dans le cadre du modèle VAR entre les variables de l'étude. le résultat de cette étude indique qu'il existe une relation à long terme dans les deux sens.

**Mots-clés:** Marché boursier; Sukuk islamique; Croissance économique; Causalité de Granger; La Malaisie.

**Codes de classification de Jel:** E44, O40, C58.

## 1. مقدمة:

يسعى القائمون على أسواق الأوراق المالية إلى الرفع من مستوى أدائها باجتذاب أكبر قدر ممكن من رؤوس الأموال، وذلك من خلال توفير أدوات ومعاملات مالية ترضي أصحاب الفوائض المالية وتغريهم لدخول السوق، وقد عملت سوق الأوراق المالية الماليزية في هذا الإطار ووضعت مجموعة من الأدوات والمعاملات المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، من أجل اجتذاب المستثمرين الباحثين عن الاستثمار الحلال، حيث قامت بإدراج الصكوك الإسلامية ضمن الأدوات المالية المتداولة في السوق، إذ تمثل الصكوك صنف السندات المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية:

وقد استقطبت سوق الصكوك الإسلامية الماليزية اهتمام العديد من الباحثين، فهي تمثل أكبر سوق للصكوك الإسلامية في العالم، حيث نمت وتطورت بشكل لافت خلال العقود الماضية حتى أصبحت تمثل ربع سوق الأوراق المالية، وقد قام العديد من الباحثين بدراسة هذا التطور وأثره على الحياة الاقتصادية، حيث يرى قسم منهم أن هذا التطور كان نتيجة اجتذاب مستثمرين جدد كانوا بعيدين عن الاستثمار في سوق الأوراق المالية لاحتوائه على العديد من المخالفات الشرعية، فساهم ذلك في الرفع من حجم سوق الأوراق المالية الماليزية مما أثر على النشاط الاقتصادي ومعدلات النمو، والقسم الآخر يرى أن هذا التطور كان على حساب أقسام أخرى من سوق الأوراق المالية الماليزية، فهو لا يعدوا أن يكون مجرد انتقال للمستثمرين من أدوات مالية تقليدية إلى أدوات مالية تحمل صفات وسمات مختلفة، حيث يشكك العديد من رجال الدين في شرعية الصكوك الإسلامية في ماليزيا، فلا ينعكس بذلك تطور سوق الصكوك الإسلامية داخل سوق الأوراق المالية على الحجم الإجمالي للسوق ولا يكون له أي أثر يذكر على النشاط الاقتصادي ومعدلات النمو:

هذا التباين في الآراء حول حتمية تأثير تطور حجم سوق الصكوك الإسلامية داخل سوق الأوراق المالية الماليزية على معدل النمو الاقتصادي من عدمه، دفعنا لمعالجة هذا الموضوع من خلال الإجابة على السؤال المحوري الذي قمنا بصياغته على النحو التالي:

هل يؤثر إدراج الصكوك الإسلامية ضمن الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية الماليزية على النمو الاقتصادي؟  
1.1 فرضية الدراسة:

إجابة منا على إشكالية الدراسة، وبناء على أسفرت عنه الدراسات السابقة في هذا المجال قمنا بصياغة الفرضية التالية:

- يؤثر إدراج الصكوك الإسلامية ضمن الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية الماليزية على النمو الاقتصادي.

## 2.1 أهمية الدراسة:

تكمن أهمية الدراسة في إبراز القيمة المعرفية للمهتمين بسوق الأوراق المالية الماليزية، من خلال تقديم عرض تفصيلي لجميع أقسام السوق، مع تسليط الضوء على حتمية تأثير قسم خاص من السوق ممثلاً بسوق الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي، حيث تنفرد هذه الدراسة في الربط بين تطور سوق الصكوك ورسملة سوق الصكوك الإسلامية داخل سوق الأوراق المالية، على خلاف أغلب الدراسات السابقة التي ربطت تطور سوق الصكوك بحجم الإصدار السنوي.

## 3.1 أهداف الدراسة:

الهدف الرئيسي من هذه الدراسة هو محاولة معرفة العلاقة السببية بين تطور سوق الصكوك الإسلامية داخل سوق الأوراق المالية ومعدل النمو الاقتصادي في ماليزيا، كما نسعى للوصول إلى مجموعة من الأهداف الفرعية نلخصها فيما يلي:

- تقديم فكرة واضحة عن أقسام سوق الأوراق المالية الماليزية؛
- التعرف على واقع تطور سوق الصكوك الإسلامية داخل سوق الأوراق المالية ومعدلات النمو الاقتصادي في ماليزيا خلال الفترة (2000-2017)؛
- دراسة العلاقة السببية واتجاهها بين تطور سوق الصكوك الإسلامية داخل سوق الأوراق المالية ومعدل النمو الاقتصادي في ماليزيا باستخدام اختبار سببية غرانجر الذي يعتمد على نموذج VAR.

## 4.1 منهج الدراسة:

بناءً على الأسئلة الفرعية ومن أجل الوصول إلى أهداف الدراسة، اخترنا أن نتبع المنهج الوصفي التحليلي لاستكشاف متغيرات الدراسة وتحليل التطورات الحاصلة فيها، حيث قمنا بتجميع بيانات ومعلومات عن سوق الأوراق المالية الماليزية، وحاولنا تحليل تطور سوق الصكوك ومعدل النمو الاقتصادي خلال فترة الدراسة، كما استخدمنا أساليب القياس الاقتصادي في تحديد العلاقة السببية واتجاهها بين متغيرات الدراسة.

## 5.1 الدراسات السابقة

- دراسة (Mustapha Jobarteh and Etem Hakan Ergec (2017)، *Islamic Finance Development and Economic Growth : Empirical Evidence from Turkey*، أجريت هذه الدراسة على السوق المالي في تركيا خلال الفترة (2005-2015)، حيث استخدمت اختبار السببية لغرانجر في إطار نموذج متجه تصحيح الخطأ VECM، لاختبار العلاقة بين النمو الاقتصادي ممثلاً بمؤشر الإنتاج الصناعي ومتغيرات التمويل المالي الإسلامي المتمثلة في ودائع البنوك الإسلامية، قروض البنوك الإسلامية الممنوحة للعائلات وقروض البنوك الإسلامية الممنوحة للقطاع الخاص، وقد خلصت الدراسة إلى وجود علاقة سببية في اتجاه واحد من التمويل الإسلامي إلى النمو الاقتصادي على المدى القصير والمدى الطويل؛
- دراسة (Nursilah Ahmed, Siti Nurazira Mohd Daud, Zurina Kefeli (2012)، *Economic Forces and the Sukuk Market*، أجريت هذه الدراسة على سوق الصكوك الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة (1996-2011)، حيث استخدمت اختبار السببية لغرانجر في إطار نموذج VAR، لاختبار العلاقة بين إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية ومتغيرات النمو الاقتصادي المتمثلة في الناتج المحلي الإجمالي، مؤشر أسعار المنتجين ومؤشر أسعار المستهلكين، وقد خلصت الدراسة إلى أن العوامل الاقتصادية الكلية المختارة تؤثر على إصدار الصكوك، فعلى وجه التحديد، تسبب إصدارات الصكوك الناتج المحلي الإجمالي بينما يسبب الناتج المحلي الإجمالي كل من مؤشر أسعار المنتجين ومؤشر أسعار المستهلكين؛
- دراسة أمل علام عثمان و سنوساوي صالح (2017)، *دور الصكوك الإسلامية في تحفيز النمو الاقتصادي*، أجريت هذه الدراسة على سوق الأوراق المالية السوداني خلال الفترة (2002-2015)، حيث استخدمت طريقة المربعات الصغرى OLS لتقدير نموذج الانحدار الخطي البسيط، الذي يمثل فيه الناتج المحلي الإجمالي متغير تابع، وعدد الصكوك المتداولة المتغير المستقل، وقد خلصت الدراسة إلى أن 78,8% من التغيرات التي تحدث في النمو الاقتصادي كانت بسبب تداول الصكوك الإسلامية؛
- دراسة أمل على إبراهيم وآخرون (2018)، *الصكوك الإسلامية كأداة للتمويل وأثرها على النمو الاقتصادي*، أجريت هذه الدراسة على سوق الأوراق المالية لكل من ماليزيا، الإمارات وبريطانيا خلال الفترة (2007-2015)، حيث استخدمت طريقة المربعات الصغرى OLS لتقدير نموذج الانحدار الخطي المتعدد، الذي يمثل فيه الناتج المحلي الإجمالي متغير تابع، أما المتغيرات المستقلة فتمثلت في حجم الصكوك الإسلامية ومعدل الاستثمار الأجنبي المباشر وعدد السكان، وقد خلصت الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين الناتج المحلي الإجمالي وحجم الصكوك الإسلامية وهذا يوضح الدور الذي تلعبه الصكوك الإسلامية في دفع عجلة النمو الاقتصادي؛
- دراسة إسماعيل مومني وفيصل شياد (2016)، *مساهمة المصارف الإسلامية في النمو الاقتصادي: دلائل تجريبية من ماليزيا*، أجريت هذه الدراسة على المصارف الإسلامية العاملة في ماليزيا خلال الفترة (2000-2013)، حيث استخدمت اختبار التكامل المشترك لجوهانسون واختبار السببية لغرانجر في إطار نموذج متجه تصحيح الخطأ ECM، لاختبار العلاقة بين إجمالي التمويل المصرفي الإسلامي ومتغيرات النمو الاقتصادي المتمثلة في الناتج المحلي الإجمالي، الاستثمار الأجنبي المباشر وتكوين رأس المال الثابت الإجمالي، وقد خلصت الدراسة إلى وجود اتجاه نمو مشترك لمتغيرات النمو

الاقتصادي والتمويل المصرفي الإسلامي في الأجل الطويل، وأن التمويل المصرفي الإسلامي لا يسبب النمو الاقتصادي في الأجل القصير؛

- دراسة السعيد بريكة وسناء مرابطي (2017)، دور الصكوك الإسلامية في تحقيق التنمية الاقتصادية-تجربة السودان أنموذجاً، أجريت هذه الدراسة على السوق المالي السوداني خلال الفترة (2013-2015)، حيث تم استعراض أهم الصكوك التي أصدرتها حكومة السودان والدور الذي لعبته في تحقيق التنمية الاقتصادية، وقد خلصت هذه الدراسة إلى أن الصكوك ساهمت في تغطية العديد من احتياجات الموارد المالية في دولة السودان، من عجز الموازنة، وتمويل مشاريع البنى التحتية، وتنشيط السوق الخرطوم للأوراق المالية.

## 2. هيكل سوق الأوراق المالية الماليزية

تعد سوق الأوراق المالية "ميزان حرارة" لقياس الحالة الاقتصادية في بلد ما، لأنها تبين لنا دائماً اتجاه الأسعار لأهم السلع والأوراق المالية والعملات ارتفاعاً وانخفاضاً، وهي في الحقيقة ليست أداة لتسجيل الأسعار فقط بل مؤشر على فعالية وحيوية النشاطات الاقتصادية المتعددة (مصطفى يوسف كافي وآخرون، 2016، صفحة 128)، إذ تمثل بشكل عام أداة أساسية من أدوات النمو الاقتصادي، وذلك من خلال تحريك الأموال بين أصحاب العجز وأصحاب الفائض المالي، حيث تعد أكثر جاذبية للمستثمرين لطول آجال التمويل فيها (بن سميعة، 2017، صفحة 72) وتتشكل سوق الأوراق المالية الماليزية من قسمين رئيسيين هما:

### 1.2 سوق الأوراق المالية التقليدية

وينقسم إلى قسمين رئيسيين هما:

- سوق الأسهم: تعتبر بورصة ماليزيا التي أسست عام 1973 السوق الوحيد لتداول الأسهم في ماليزيا، وهي تتضمن (نسبة، 2013، صفحة 241):

- اللوحة الرئيسية **Main Board**: وهي عبارة عن قائمة أولى تسجل فيها الشركات التي تملك كل منها رأس مال لا يقل عن 60 مليون رينجيت ماليزي؛

- اللوحة الثانوية **Secondary Board**: وهي عبارة عن قائمة ثانية تسجل فيها الشركات التي لا يقل رأس مالها عن 40 مليون رينجيت ماليزي؛

كما يوجد إلى جانب هاتين القائمتين (أندراوس، 2006، صفحة 380): (KPMG, p. 16): (Bursa Malaysia):

- سوق **ACE** ميزدات **MESDAQ** سابقاً: هذه السوق متخصصة في استقطاب الشركات عالية النمو أو ذات تكنولوجيا عالية والتي عادة ما يتم استحداثها حديثاً، بحيث لا تملك سجلات كافية في مجال الأرباح تمكنها من تلبية المتطلبات الأساسية للإدراج في البورصة، وقد أنشئت هذه السوق ككيان مستقل عن بورصة ماليزيا في مارس 2002، تحت اسم سوق ميزدات، وهذا بعد دراسة مستفيضة لتجارب الأسواق المماثلة في الدول الأخرى، كسوق نازدات في الولايات المتحدة الأمريكية، وسوق جاسدات في اليابان، وسوق الاستثمار البديل في المملكة المتحدة، وشبكة التعامل في كندا، وفي سنة 2009 تم تجديد سوق ميزدات إلى سوق بديلة تعرف باسم سوق **ACE** "Access, Certainty and Efficiency" "الوصول اليقين والكفاءة".

ويمثل السهم حصة من رأس مال الشركة المصدر للسهم، فالمساهمون هم أصحاب الشركة يتشاركون فيه في الربح والخسارة، ويمكن قياس أداء الشركة في كثير من الأحيان بقيمة التوزيعات النقدية وبالسعر السوقي للسهم، وتشمل أنواع الأسهم المتداولة في بورصة ماليزيا ما يلي (Bursa Malaysia):

- الأسهم العادية: تسمى كذلك أسهم رأس المال، وتمنح لحاملها حقوق ملكية في الشركة مثل الحق في مشاركة الأرباح، الحق في التصويت في الاجتماعات العامة، الحق في انتخاب المديرين وفصلهم، كما قد يتعرض حامل السهم إلى خسارة أمواله إذا لم تنجح الشركة، وعادة ما تشكل الأسهم العادية الجزء الأكبر من رأس مال الشركة؛

- الأسهم الممتازة: تمنح هذه الأسهم لحملتها الحق في توزيعات الأرباح، والتي عادة ما تكون ثابتة، بحيث يحصل أصحابها على التوزيعات النقدية قبل المساهمين العاديين، كما يمكن تفضيل أصحاب هاته الأسهم فيما يتعلق بتوزيع الأصول عند تصفية الشركة، ولا تحمل الأسهم الممتازة عموماً حق التصويت، ولكن يمكن لهم التمتع بهذا الحق في حال عدم تسديد قيمة الأرباح خلال فترة زمنية معينة.

ب- سوق السندات: تتم عملية إصدار وتداول السندات في ماليزيا من خلال نظام إلكتروني بالكامل يديره ويشرف عليه البنك المركزي الماليزي "بنك نيجارا"، مما يمكن السلطات من مراقبة أنشطة السوق الأولية وإقامة قاعدة بيانات قوية وكاملة للسوق، وتعتبر سوق السندات في ماليزيا سوق غير منظمة ("سوق خارج البورصة" OTC "over-the-counter")، حيث يتم التفاوض على الأسعار وإجراء الصفقات مباشرة بين البائعين والمشتريين على أساس التسليم مقابل الدفع من خلال نظام التحويل الإلكتروني الحقيقي للأموال والأوراق المالية (RENTAS)، ولكن يتم الإبلاغ عن جميع الصفقات من خلال منصة التداول الإلكتروني التي تديرها بورصة ماليزيا من أجل إضفاء الشفافية وتحسين سيولة وكفاءة السوق، كما يدعم سوق السندات وكالاتي التصنيف الائتماني المحلية، "RAM" و"MARCO" وكلاهما تحت رقابة هيئة الأوراق المالية الماليزية "SC" (The World Bank, 2014, pp. 10-11).

وتتمثل السندات المتداولة في بورصة ماليزيا فيما يلي (Asian Development Bank, 2012, p. 7):

- السندات العادية "Straight Bonds" (السندات الحكومية و / أو سندات الشركات): هي أوراق مالية ذات سعر فائدة ثابت إما أن يكون نصف سنوي أو سنوي، كما يميل إلى أن يكون أعلى نسبياً، لها تاريخ استحقاق يتم تحديده وقت الإصدار، يطلق عليها "سندات الفانيليا العادية" في بعض أسواق السندات، حيث لا تحتوي هذه السندات على أي سمات أو ميزات إضافية؛
- السندات العائمة "Floating-rate notes FRN": هي أوراق مالية ذات أسعار فائدة متغيرة تكون مرتبطة بأسعار الفائدة الموجودة في أسواق المال، تتراوح مدتها من 3 إلى 7 سنوات، وعادة ما يتم ربط سعر الفائدة لهذه السندات بسعر الفائدة بين البنوك في كوالالمبور "KLIBOR"، على سبيل المثال "KLIBOR" لمدة 6 أشهر للسندات العائمة التي لها سعر فائدة نصف سنوي، أو "KLIBOR" لمدة 12 شهراً للسندات العائمة التي لها سعر فائدة سنوي؛
- السندات الصفرية "Zero-Coupon Bond": هي أوراق مالية لا تحمل سعر فائدة، حيث تباع بسعر منخفض عن القيمة الإسمية للسند على أن يسترد المكتتب كامل القيمة الإسمية عند تاريخ الاستحقاق، فتكون الفائدة على هذا السند هي الفرق بين القيمة الإسمية للسند وسعر شرائه؛
- السندات متوسطة الأجل "Medium-Term Notes MTN": هي أوراق مالية متوسطة الأجل تتراوح تواريخ استحقاقها من سنة إلى 7 سنوات؛
- السندات القابلة للتحويل "Convertible Bonds": هي أوراق مالية ذات معدل فائدة ثابت تمنح لحاملها الحق في تحويلها إلى عدد محدد من الأسهم العادية وبسعر تحويل محدد مسبقاً، هذه الميزة تجعل المستثمرين الباحثين عن المرح بين ميزات الأسهم وأدوات الدخل الثابت أكثر إقبالاً عليها؛
- السندات بأذون التحويل "Bonds with Warrants": هي أوراق مالية ذات معدل فائدة ثابت يميل إلى أن يكون منخفض نسبياً، تصدر بأذونات تحويل قابلة للفصل، حيث يمنح أذون التحويل خيار شراء عدد محدد من الأسهم

العادية بسعر محدد مسبقًا، وعادة ما يتم فصل أذونات التحويل من السندات وبيعها لمجموعة مختلفة من المستثمرين، ثم يتم تداول كلا من أذون التحويل والسند بشكل منفصل؛

- السندات المدعومة بأصول "Asset Backed Securities ABS": هي أوراق مالية مضمونة برهن أصل معين من الأصول التي يملكها المصدر، إذ يمكن أن تكون هذه الأصول رهون عقارية أو قروض أو مستحقات (ذمم مدينة)، ومن أمثلتها سندات الرهن العقاري الصادرة عن مؤسسة الرهن العقاري الحكومية "Cagamas Berhad".

## 2.2 سوق الأوراق المالية الإسلامية:

لا تختلف سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا عن نظيرتها التقليدية من حيث شكل المعاملات وآليات التسعير، إلا أنها تتميز بطبيعة منتجاتها التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، إذ نجد لكل فئة من المنتجات المتشابهة سوق خاص بها، وعليه نجد أن سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا تنقسم إلى ما يلي:

أ- سوق الصكوك الإسلامية: بداية سوق الصكوك الماليزية ضمن السوق المالي بشكل عام كانت في سنة 1990 من خلال أول إصدار للصكوك الإسلامية في العالم من قبل شركة "شيل Shell"، وفي سنة 2006 ازداد الطلب العالمي على الصكوك الماليزية، مما أدى إلى زيادة حجم السوق، وسمح بتطور هيكل إصدار الصكوك وفقا للمعاملات المالية الإسلامية كالإجارة والمشاركة والمرابحة وجعل منها أدوات مالية شائعة الاستخدام، كما عمل وجود نظام مالي إسلامي متكامل على النمو المستمر لسوق الصكوك في ماليزيا، جعلها تتصدر حجم الإصدار العالمي، وتصدر السندات والصكوك من قبل نفس الهيئة (وسيلة ذات الغرض الخاص "SPV")، كما يتم تداولهما أيضا على نفس منصة التداول الإلكتروني (Hafizi & Others, 2011, p. 7).

وتتمثل الصكوك الإسلامية المتداولة في بورصة ماليزيا فيما يلي (Securities Commission Malaysia, 2015, p. 6):

- صكوك البيع بالثمن الآجل: هي أوراق مالية متساوية القيمة تثبت ملكية صاحبها غير المجزأة لأصل مباع بمبدأ البيع بالثمن الآجل، بما في ذلك الحقوق المستحقة الناشئة عن العقد الأساسي؛
- صكوك الإجارة: هي أوراق مالية متساوية القيمة تثبت ملكية صاحبها غير المجزأة لأصل مؤجر و/أو حق انتفاع و/أو خدمات، والحقوق المستحقة الناشئة عن العقد الأساسي؛
- صكوك الاستصناع: هي أوراق مالية متساوية القيمة تثبت ملكية صاحبها غير المجزأة لأصل سيتم تصنيعه مستقبلاً، بما في ذلك الحقوق المستحقة الناشئة عن العقد الأساسي؛
- صكوك المضاربة: هي أوراق مالية متساوية القيمة تثبت ملكية صاحبها غير المجزأة في مشروع مضاربة (مشروع استثماري يدار بصيغة المضاربة)؛
- صكوك المرابحة: هي أوراق مالية متساوية القيمة تثبت ملكية صاحبها غير المجزأة للأصل المباع بمبدأ المرابحة، بما في ذلك الحقوق المستحقة الناشئة عن العقد الأساسي؛
- صكوك المشاركة: هي أوراق مالية متساوية القيمة تثبت ملكية صاحبها غير المجزأة في مشروع مضاربة (مشروع استثماري يدار بصيغة المشاركة)؛
- صكوك الوكالة بالاستثمار: هي أوراق مالية متساوية القيمة تثبت ملكية صاحبها غير المجزأة في أصول يتم استثمارها من خلال وكيل الاستثمار.

ب- سوق الأسهم الإسلامية: تمثل هاته السوق الآلية التي يمكن من خلالها التعامل بالأسهم الإسلامية (الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية)، وذلك من خلال تقديم التوجيهات والتوضيحات للمستثمرين الراغبين في الاستثمار في الأسهم الإسلامية. حيث يتم تطبيق منهجية فحص لتمييز الأسهم المباحة من الأسهم المحرمة في سوق الأوراق المالية الماليزية، وذلك بحساب نسبة الأنشطة الغير متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية للشركة المصدرة للسهم من إجمالي أنشطة الشركة

ومقارنتها مع المعايير المرجعية المسموح بها شرعاً، فتتم بذلك تحديد قائمة الأسهم الإسلامية والتي يتم تحديثها مرتين في السنة، وهذا في شهري ماي ونوفمبر من كل سنة (8, p. Securities Commission Malaysia, 2017).

### 3. تطور سوق الصكوك والنمو الاقتصادي في ماليزيا خلال الفترة (2000-2017)

تعتبر سوق الصكوك الإسلامية الماليزية الأكبر في العالم من حيث حجم الإصدار السنوي والرسملة السوقية، وهذا راجع لتبني ماليزيا لصيغ التمويل الإسلامي وسعيها لاجتذاب رؤوس الأموال الإسلامية من مختلف دول العالم، وتوجيهها نحو تمويل مختلف الأنشطة الاقتصادية من أجل الرفع من معدلات النمو الاقتصادي.

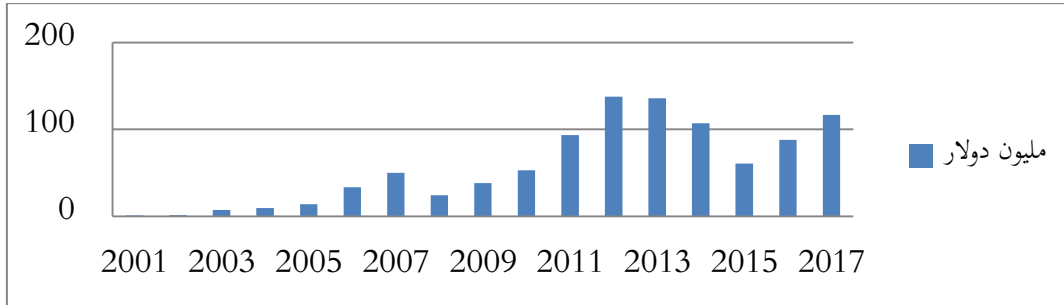
#### 1.3 تطور سوق الصكوك الإسلامية

##### أ- تطور سوق الصكوك الإسلامية عالمياً

نجحت الصكوك الإسلامية في خلق حيز خاص بها ضمن بقية الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، حيث أصبحت سوق الصكوك الإسلامية تنافس على اجتذاب المستثمرين من كافة أنحاء العالم بغض النظر عن معتقداتهم الدينية، والشكل الموالي يوضح لنا تطور حجم إصدار الصكوك الإسلامية عالمياً خلال العقدين الماضيين.

نلاحظ من خلال الشكل (1) النمو المتسارع لسوق الصكوك الإسلامية خلال الفترة 2001-2007، حيث بلغ حجم الصكوك المصدرة 50,04 مليون دولار، وقد تأثرت سوق الصكوك العالمية إلى حد ما بأحداث الأزمة المالية العالمية حيث انخفض حجم الصكوك المصدرة إلى النصف نتيجة الذعر المالي الذي انتشر في معظم الأسواق المالية العالمية، إلا أن سوق الصكوك سرعان ما تعافت وواصلت ارتفاعها إلى غاية سنتي 2012، 2013 حيث بلغت 137,60 مليون دولار ثم اخذت في الانخفاض نتيجة الركود العالمي وما تبعه من انخفاض لأسعار النفط العالمية حيث بلغت 60,69 مليون دولار في سنة 2015، وقد عاد حجم الاصدار العالمي للارتفاع في السنتين الماضيتين حيث بلغت 116,72 مليون دولار سنة 2017.

الشكل 1: تطور إصدار الصكوك الإسلامية عالمياً خلال الفترة (2001-2017)



**Source :** International Islamic financial market, IIFM Sukuk Report : A Comprehensive study of the Global Sukuk Market, 7<sup>th</sup> Edition, kingdom of Bahrain, 2018, p 21.

#### أ- حجم سوق الصكوك الإسلامية في ماليزيا من حجم سوق الصكوك العالمية

تعتبر ماليزيا دولة رائدة في صيغ التمويل الإسلامي، فقد عملت على تكييف أنظمتها المالية والتشريعية بما يسمح بخلق وتداول الأدوات المالية الإسلامية ومن بينها الصكوك، ونتيجة لذلك أصبحت تمثل ماليزيا أكبر مصدر للصكوك في العالم، والجدول الموالي يوضح لنا التوزيع الإقليمي لإجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية في العقدين الماضيين.

نلاحظ من خلال الجدول (01) تركيز الإصدارات العالمية للصكوك الإسلامية في ماليزيا، فهي تستأثر لوحدها بأكثر من نصف الحصة السوقية العالمية، بما يعادل 612,305 مليون دولار، تليها دول مجلس التعاون الخليجي والشرق الاوسط برع الحصة السوقية العالمية، والحصة المتبقية موزعة على بقية دول العالم.

الجدول (1): التوزيع الإقليمي لإجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية خلال الفترة (2001-2017)

المنطقة	حجم الصكوك المصدرة (مليون دولار)	النسبة المئوية من القيمة الإجمالية
آسيا والشرق الأقصى (ما عدا ماليزيا)	93,497	9,57%
ماليزيا	612,305	62,53%
دول مجلس التعاون الخليجي والشرق الأوسط	228,387	23,3%
إفريقيا	21,938	2,2%
أوروبا وبقية الدول	23,082	2,36%
المجموع	979,209	100%

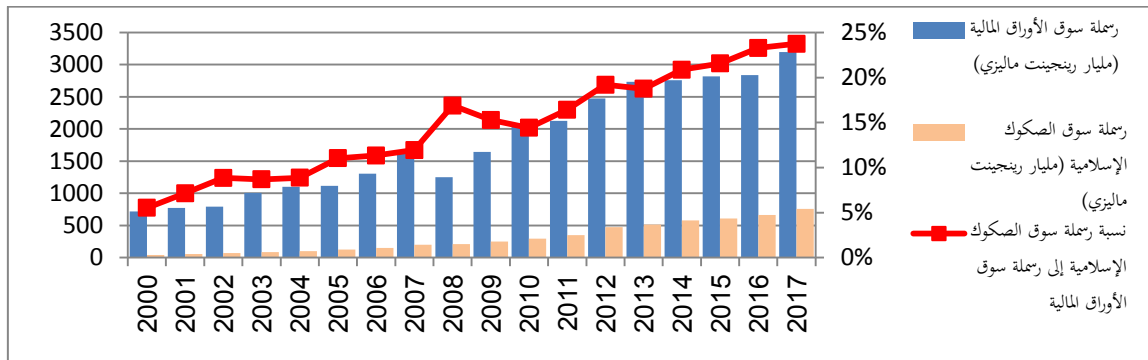
Source : International islamic financial market, Op-Cit, p p 57-58.

### 2.3 تطور سوق الصكوك الإسلامية في ماليزيا:

نلاحظ من خلال الشكل (2) نمو حجم سوق الصكوك الإسلامية بشكل مستمر خلال فترة الدراسة، فخلال الفترة 2000-2010 تضاعف حجم سوق الصكوك الإسلامية أكثر من 6 مرات، وكانت أكبر زيادة خلال هذه الفترة في سنة 2007 إذ ارتفع حجم السوق بأكثر من 50% ليصل إلى 198,40 مليار رينجيت ماليزي، ويعود هذا إلى حجم الإصدار الكبير والغير مسبوق للصكوك الإسلامية خلال هذه السنة حيث بلغ 121,30 مليار رينجيت ماليزي، ففي سعيها لتصبح مركز مالي إسلامي عالمي، عملت ماليزيا خلال هذه السنة على إصدار أنواع جديدة ومبتكرة من الصكوك مثل صكوك المشاركة وصكوك الإجارة، كما أصدرت أيضا صكوك مقومة بالعملة الأجنبية، وقد تواصل نمو سوق الصكوك خلال الفترة 2010-2017 ولكن بمعدل يقل عن الفترة السابقة، حيث تضاعف حجم السوق بمرة ونصف تقريبا ليصل في سنة 2017 إلى 759,64 مليار رينجيت ماليزي وهو ما يمثل ربع حجم سوق الأوراق المالية تقريبا، وكانت أكبر زيادة خلال هذه الفترة في سنة 2012، حيث شهدت هذه السنة إصدار هيئات أجنبية لصكوك مقومة بالعملية المحلية بالإضافة إلى تزايد إصدار الصكوك المقومة بالعملة الأجنبية وهو ما يمثل إدارة ماليزية للسيولة الإسلامية العالمية:

كما نلاحظ أيضا التزايد المستمر لنسبة حجم سوق الصكوك الإسلامية داخل سوق الأوراق المالية الماليزية خلال الفترة 2000-2008، فقد كان يشكل حجم سوق الصكوك 5,52% من حجم سوق الأوراق المالية ليصل إلى 16,89% من حجم السوق الإجمالي، وقد شهدت سنتي 2009 و2010 انخفاض متواصل لهذه النسبة لتعود للارتفاع بعد ذلك، ويعود هذا لتأثر سوق الأوراق المالية الماليزية بأحداث الأزمة المالية العالمية 2008 التي ضربت الاقتصاد العالمي وحالة الذعر المالي التي سادت مختلف أسواق الأوراق المالية العالمية، حيث نلاحظ بوضوح من خلال الشكل (2) انخفاض حجم سوق الأوراق المالية في سنة الأزمة ثم سرعان ما عاد السوق للتعافي بعد ذلك، وعلى العكس من ذلك لا نلاحظ أي أثر للأزمة المالية العالمية على سوق الصكوك، وهو ما يفسر سلوك متحني نسبة رسملة سوق الصكوك الإسلامية إلى رسملة سوق الأوراق المالية خلال هذه الفترة.

الشكل 2: حجم سوق الصكوك الإسلامية داخل سوق الأوراق المالية في ماليزيا خلال الفترة (2000-2017)



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات هيئة الأوراق المالية الماليزية، بورصة ماليزيا والبنك المركزي الماليزي.

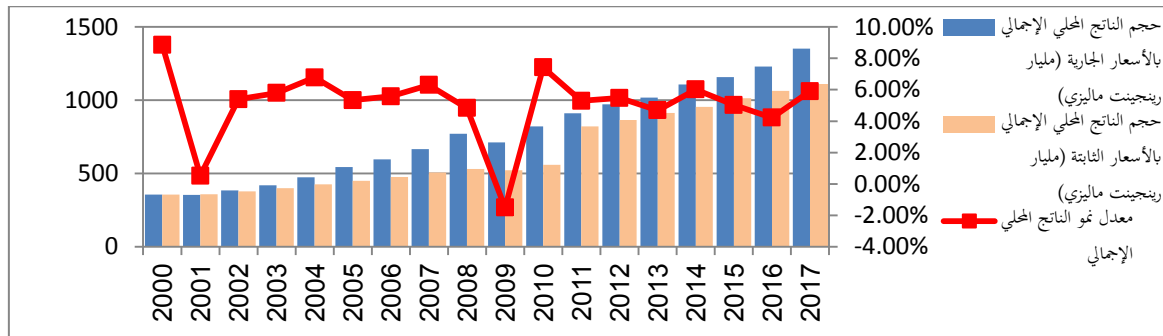
## 2.3 تطور النمو الاقتصادي في ماليزيا:

حافظت ماليزيا على نمو اقتصادي سريع وشامل لمدة تقارب نصف قرن، فقد بلغ متوسط نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي نسبة 6,4% سنويا منذ عام 1970، حيث تفوقت على معظم نظرائها في المنطقة، فقد شهد الاقتصاد الماليزي تحولا دراماتيكيًا من الاعتماد على الزراعة وصادرات السلع الأساسية إلى اقتصاد أكثر تنوعا وانفتاحا، وقد جاء هذا النمو الاقتصادي نتيجة سلسلة من الإصلاحات الهيكلية التي بدأت في السبعينيات، حيث استغلت ماليزيا موقعها الجغرافي الملائم للانفتاح على طرق التجارة العالمية من أجل تشجيع التصنيع الموجه للتصدير وتشجيع التكامل الإقليمي من خلال بيئة مفتوحة نسبيا على التجارة والاستثمار، ولم يكن رد البلد على صدمة الأزمة المالية الآسيوية 1997-1998 بالابتعاد عن التكامل العالمي، بل اختارت ماليزيا تعزيز السياسات التحوطية الكلية وتعزيز القطاع المالي من خلال تعزيز القدرة المؤسسية على التكيف، وتوسيع وتعميق الأسواق المالية -ولا سيما أسواق السندات بالعملية المحلية- والاضطلاع بمزيد من الإشراف الوقائي والموجه نحو المخاطر، وساعدت هذه الجهود في الحد من المخاطر الناجمة عن الاضطرابات في الأسواق المالية الخارجية وعززت استقرار الاقتصاد المحلي وجعلته أكثر مرونة (Koen & others, 2017, p. 6).

نلاحظ من خلال الشكل (3) تزايد حجم الناتج المحلي الإجمالي بشكل مستمر في فترة الدراسة فيما عدا سنة 2009 والتي تعتبر سنة ما بعد الأزمة المالية العالمية 2008، ويرجع الفضل في ذلك لبرنامج النمو الاقتصادي الذي انتهجته الحكومة الماليزية بعد الأزمة المالية الآسيوية 1997-1998، حيث يقول Ulrich Zachau مدير البنك الدولي في ماليزيا وتايواند "إن التقدم الذي أحرزته ماليزيا على مدى السنوات العشرين الماضية يرجع إلى العديد من السياسات السليمة التي تبنتها الحكومة الماليزية خلال الأزمة المالية الآسيوية والتي استمرت إلى وقتنا الحالي"،

كما نلاحظ من خلال الشكل (3) أيضاً أن معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي كان جيداً على مدار فترة الدراسة باستثناء سنتي 2001 و2009، اللتان تشكلان فترة ما بعد الأزمة (الأزمة المالية الآسيوية 1997-1998 والأزمة المالية العالمية 2008).

الشكل 3: حجم الناتج المحلي الإجمالي في ماليزيا خلال الفترة (2000-2017)



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات وزارة الإحصاء الماليزية.

## 4. تحليل النتائج:

قمنا بتحليل العلاقة السببية واتجاهها بين تطور سوق الصكوك الإسلامية داخل سوق الأوراق المالية ومعدل النمو الاقتصادي في ماليزيا، بالاعتماد على منهجية سببية غرانجر في إطار نموذج VAR، والتي جاء بها سيمس Sims سنة 1981، وقد اعتمدنا النتائج المتحصل عليها عند حد المعنوية 5%.

## 1.4 متغيرات الدراسة ومصادر البيانات:

من أجل تقدير النموذج المعتمد في هذه الدراسة تم استخدام بيانات سنوية خلال الفترة (2000-2017) من هيئة الأوراق المالية، البنك المركزي ووزارة الإحصاء في ماليزيا، وقد كان من المفيد تمديد فترة الدراسة، إلا أن حداثة إدراج الصكوك الإسلامية ضمن الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية حالة دون ذلك، كما صعب علينا كذلك استخدام بيانات فصلية لأن البيانات المنشورة عن المتغيرين سنوية في الغالب.

وتتمثل متغيرات الدراسة فيما يلي:

أ- معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي: اعتمدت العديد من الدراسات السابقة على استعمال معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي لتمثيل معدل النمو الاقتصادي، ويمثل الناتج المحلي الإجمالي القيمة السوقية لكل السلع والخدمات النهائية المنتجة في ماليزيا خلال السنة، حيث سنستخدم في هذه الدراسة على البيانات المقومة بالأسعار الثابتة لتلافي أثر التضخم؛

$$\text{معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي} = \frac{\text{حجم الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة الحالية} - \text{حجم الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة السابقة}}{\text{حجم الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة السابقة}} \times 100$$

ب- نسبة رسملة سوق الصكوك الإسلامية إلى رسملة سوق الأوراق المالية: تعبر هذه النسبة عن مدى اتساع وتطور سوق الصكوك الإسلامية داخل سوق الأوراق المالية، حيث تتمثل رسملة سوق الصكوك الإسلامية في القيمة الإسمية لجميع الصكوك الإسلامية المتداولة في سوق الأوراق المالية الماليزية خلال السنة، أي أنها تشتمل على إصدارات السنة الجارية وإصدارات السنوات السابقة التي لم تتم تصفيتهما بعد.

$$\text{نسبة رسملة سوق الصكوك الإسلامية إلى سوق الأوراق المالية} = 100 \times \frac{\text{رسملة سوق الصكوك الإسلامية}}{\text{رسملة سوق الأوراق المالية}}$$

#### 2.4 نموذج الدراسة:

لأغراض هذه الدراسة استخدمنا نموذج انحدار خطي لتحديد طبيعة العلاقة بين تطور سوق الصكوك داخل سوق الأوراق المالية ومعدل النمو الاقتصادي وفق ما يلي:

$$GGDP_t = \alpha + \beta \cdot SUKCM_t + \varepsilon_t \dots \dots \dots (1)$$

حيث GGDP: يمثل معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، SUKCM تمثل نسبة رسملة سوق الصكوك الإسلامية إلى رسملة سوق الأوراق المالية.

ويتمثل النموذج الإحصائي المستخدم لاختبار العلاقة السببية بين تطور سوق الصكوك الإسلامية داخل سوق الأوراق المالية ومعدل النمو الاقتصادي بالاعتماد على سببية غرانجر في إطار نموذج VAR على المعادلتين التاليتين:

$$SUKCM_t = \beta_0 + \sum_{k=1}^m \beta_k SUKCM_{t-k} + \sum_{e=1}^n \alpha_e GGDP_{t-1} + \mu_t \dots (2)$$

$$GGDP_t = \delta_0 + \sum_{k=1}^m \delta_k GGDP_{t-k} + \sum_{e=1}^n \partial_e SUKCM_{t-1} + v_t \dots (3)$$

حيث  $\alpha, \beta, \delta, \partial$ ، هي مقدرات النموذج،  $t$  يعبر عن الزمن،  $e$  و  $k$  هي عدد الإبطاءات، و  $\mu, v$ ، تمثل حدود الخطأ وهما

غير مرتبطين خطياً، حيث نقوم باختبار الفرضيتين التاليتين:

$$H_0: \alpha_e = \partial_e = 0$$

$$H_1: \alpha_e \neq 0 \text{ et } \partial_e \neq 0$$

فرفض الفرضية الصفرية في المعادلة (02) يعني وجود علاقة سببية من GGDP إلى SUKCM، ورفض الفرضية الصفرية

في المعادلة (03) يعني وجود علاقة سببية من SUKCM إلى GGDP، وفي حالة رفض الفرضية الصفرية في المعادلتين يعني ذلك

وجود علاقة سببية في الاتجاهين، أما في حالة عدم رفض الفرضية الصفرية فيعني ذلك عدم وجود علاقة سببية بين المتغيرين.

#### 3.4 دراسة استقرار السلاسل الزمنية:

للتحقق من استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة قمنا بإجراء اختبار جذر الوحدة، فرغم تعدد هذه الاختبارات

إلا أننا اعتمدنا اختبار ديكي-فولر الموسع ADF، وقد اتضح لنا من نتائج الجدول (2) أن السلسلة الزمنية SUKCM من النوع TS

Trend Stationary، فالسلسلة لا تحتوي على جذر وحدة وفي نفس الوقت نجد أن معامل الاتجاه العام (الزمن) معنوي، إذ لا

يمكن أخذ الفروق في السلسلة TS فمصدر عدم الاستقرار ناتج عن وجود اتجاه عام تحديدي "ثابت"، وبعد نزع الاتجاه العام

تصبح السلسلة مستقرة في المستوى، أما بالنسبة للسلسلة الزمنية GGDP فهي مستقرة في المستوى، وعليه فإن السلسلتين

الزمنيتين متكاملتين من الدرجة صفر؛

الجدول 2: نتائج اختبار استقرارية السلسلتين الزمنيتين باستخدام اختبار ديكي-فولر الموسع

دراسة استقرارية السلسلة الزمنية $SUKCM$ عند المستوى				
النموذج	الاحتمال	t المحسوبة	t الجدولة	القرار
وجود حد ثابت واتجاه عام	0,0166	- 4,3773	- 3,7332	غير مستقرة
	الاتجاه العام			
	الاحتمال	t المحسوبة	معامل الاتجاه العام	
	0,0009	4,3771	0,0175	
دراسة استقرارية السلسلة الزمنية $SUKCM$ عند المستوى بعد نزع الاتجاه العام				
النموذج	الاحتمال	t المحسوبة	t الجدولة	القرار
وجود حد ثابت واتجاه عام	0,0166	- 4,3773	- 3,7332	مستقرة
وجود حد ثابت وبدون اتجاه عام	0,0029	- 4,5673	- 3,0656	مستقرة
بدون حد ثابت واتجاه عام	0,0001	- 4,7309	- 1,9644	مستقرة
دراسة استقرارية السلسلة الزمنية $GGDP$ عند المستوى				
النموذج	الاحتمال	t المحسوبة	t الجدولة	القرار
وجود حد ثابت واتجاه عام	0,0016	- 5,6437	- 3,7105	مستقرة
وجود حد ثابت وبدون اتجاه عام	0,0002	- 5,8736	- 3,0522	مستقرة

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج  $Eviews 7$ .

وبما أن السلسلتين مستقرتين في المستوى فلا يمكننا استخدام نموذج تصحيح الخطأ  $ECM$ ، الذي يعد النموذج الأمثل في مثل هذه الدراسات، بحيث يعتمد هذا النموذج على السلاسل الزمنية المتكاملة من الدرجة الأولى، وعليه قمنا بدراسة السببية في إطار نموذج  $VAR$ ، وفق المنهجية المقترحة من قبل سيمس  $Sims$  والتي تعتمد على السلاسل الأصلية لاختبار وجود علاقة سببية طويلة الأجل بين التغيرات في قيم متغيرات الدراسة المعتمدة.

#### 4.4 تحديد عدد درجات الإبطاء المثلى "k":

تتطلب عملية اختيار عدد درجات الإبطاء الكثير من الحذر، إذ أوضحت دراسة كابورال-بيتيس سنة 1999 أنه في حالة اختيار عدد درجات إبطاء أقل من عدد درجات الإبطاء الحقيقية يسبب تحيز المعلومات، أما اختيار عدد درجات إبطاء أكثر من عدد درجات الإبطاء الحقيقية يجعل من التقدير غير معنوي بالرغم من معنوية المعلومات (عياد، 2017، صفحة 270)، وقد تم إجراء أربعة درجات إبطاء حيث أوضحت النتائج المقدر أن أفضل عدد لدرجات الإبطاء هو 2 وفق ما هو موضح في الجدول (3).

الجدول 3: نتائج اختبار عدد درجات الإبطاء المثلى "k"

عدد درجات الإبطاء	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	NA	0,000000173	- 8,005454	- 7,914160	- 8,013905
1	28,42381	0,000000155	- 10,01801	- 9,744126	- 10,04336
2	12,03001*	0,000000076*	- 10,78325	- 10,32678*	- 10,82550
3	4,266689	0,000000083	- 10,82135*	- 10,18229	- 10,88050*
4	0,637043	0,000000173	- 10,37733	- 9,555681	- 10,45338

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج  $Eviews 7$ .

#### 5.4 تقدير نموذج مُتَّجه الانحدار الذاتي VAR:

بعد تحديد درجة الإبطاء المثلى  $k=2$ ، قمنا بتقدير VAR(2)، وقد جاءت نتائج التقدير وفق ما هو موضح في الجدول (4).

الجدول 4: نتائج تقدير نموذج مُتَّجه الانحدار الذاتي VAR

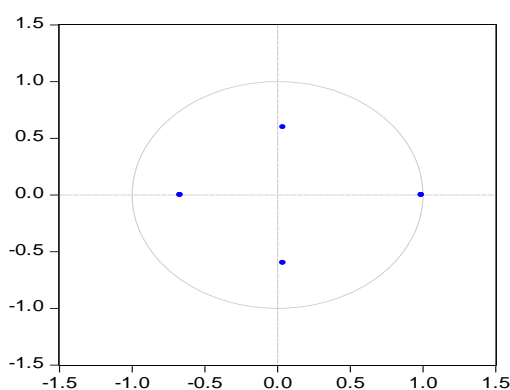
	<i>SUKCM</i>	<i>GGDP</i>
<i>TSUKCM (-1)</i>	0,403595 (0,25344) [ 1,59245]	-0,947258 (0,27547) [-3,43874]
<i>TSUKCM (-2)</i>	0,593236 (0,25922) [ 2,28851]	0,916574 (0,28175) [ 3,25316]
<i>GGDP (-1)</i>	0,412464 (0,17913) [ 2,30264]	-0,010774 (0,19469) [-0,05534]
<i>GGDP (-2)</i>	0,306206 (0,17218) [ 1,77843]	0,070965 (0,18714) [ 0,37921]
<i>c</i>	- 0,018155 (0,01808) [-1,00418]	0,063185 (0,01965) [ 3,21546]
$R^2$	0,946060	0,555777
<i>F</i>	48,23237	3,440591

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج **Eviews 7**.

وحتى نستطيع الوثوق بنتيجة النموذج المقدر لابد من اختبار استقراره، حيث أن عدم استقرارية النموذج تجعل من النتائج المتحصل عليها غير صحيحة، والشكل (4) يوضح نتيجة اختبار استقرارية النموذج، إذ يُظهر لنا أن مقلوب الجذور الأحادية لكثير الحدود داخل الدائرة الأحادية وهذا يعني أن النموذج VAR(2) مستقر.

الشكل 4: اختبار استقرارية نموذج VAR(2)

Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج **Eviews 7**.

#### 6.4 اختبار السببية:

من أشهر الطرق والمنهجيات المستعملة لدراسة السببية نجد ثلاثة اختبارات رئيسية هي كل من (Granger 1969) و (Sims 1972) و (Gwekes 1983)، وتعد منهجية غرانجر الأكثر استخداما وانتشارا، إذ جرى تقديرها باستخدام نموذج VAR

هذا الاختبار يسمح لنا بتقدير وتحديد العلاقة السببية واتجاهها بين المتغيرين (عياد، 2017، صفحة 268)، وقد جاءت نتائج هذا الاختبار وفق ما هو موضح في الجدول (5).

الجدول 5: نتائج اختبار سببية غرانجر بالاعتماد على نموذج VAR

المتغير التابع	المتغير المستقل	الفرضية الصفرية	$\chi^2$	الاحتمال
SUKCM	GGDP	GGDP لا يسبب SUKCM	6,105585	0,0472
GGDP	SUKCM	SUKCM لا يسبب GGDP	11,85506	0,0027

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 7.

بناء على نتائج اختبار السببية المدرجة في الجدول (5) لا يمكننا قبول الفرضية الصفرية عند في كلا الحالتين، مما يعني وجود علاقة سببية بين SUKCM وGGDP في الاتجاهين على المدى الطويل، وعليه يمكننا استنتاج ما يلي:

- النمو الاقتصادي يسبب تطور سوق الصكوك الإسلامية داخل سوق الأوراق المالية في ماليزيا على المدى الطويل؛
- تطور سوق الصكوك الإسلامية داخل سوق الأوراق المالية يسبب النمو الاقتصادي في ماليزيا على المدى الطويل

5. خاتمة:

تناولنا من خلال هذه الورقة البحثية أثر إدراج الصكوك الإسلامية ضمن الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية الماليزية على النمو الاقتصادي، من خلال دراسة العلاقة السببية للأجل الطويل بين تطور واتساع سوق الصكوك الإسلامية داخل سوق الأوراق المالية ومعدل النمو الاقتصادي، وقد خلصت هذه الدراسة إلى أن إدراج الصكوك الإسلامية ضمن الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية يؤثر على النمو الاقتصادي في ماليزيا، وهو ما يتفق مع كل الدراسات السابقة التي تطرقنا إليها في بداية هذا المقال والتي خلصت إلى أن تطور صيغ التمويل الإسلامي بشكل عام يؤثر على النمو الاقتصادي، كما توصلت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج والتوصيات نوردتها فيما يلي:

#### 1.5 النتائج:

- تمثل الصكوك الإسلامية في ماليزيا صنف السندات المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، حيث يتم التعامل بها في سوق السندات على منصة للتداول الإلكتروني؛
- تعتبر سوق الصكوك الإسلامية في ماليزيا أكبر سوق للصكوك الإسلامية في العالم من حيث الرسمة السوقية وحجم الإصدار السنوي؛
- تشكل سوق الصكوك الإسلامية ربع حجم سوق الأوراق المالية الماليزية؛
- كان معدل النمو الاقتصادي جيداً على مدار فترة الدراسة باستثناء سنتي 2001 و2009، اللتان تشكلان فترة ما بعد الأزمة (الأزمة المالية الآسيوية 1997-1998 والأزمة المالية العالمية 2008)؛
- يسبب تطور واتساع حجم سوق الصكوك الإسلامية داخل سوق الأوراق المالية النمو الاقتصادي في ماليزيا على المدى الطويل؛
- يسبب النمو الاقتصادي تطور واتساع حجم سوق الصكوك الإسلامية داخل سوق الأوراق المالية في ماليزيا على المدى الطويل.

#### 2.5 التوصيات:

- العمل على تطوير وتوسيع سوق الصكوك الإسلامية داخل سوق الأوراق المالية، وذلك بزيادة حجم الإصدار السنوي وتطوير وتنظيم سوق التداول، لما لهذا من أثرٍ إيجابي على معدل النمو الاقتصادي؛

- ضرورة تطوير صيغ التمويل الإسلامي وتوسيع العمل بها داخل السوق المالية الماليزية من أجل اجتذاب السيولة الإسلامية واستثمارها في مختلف أوجه النشاط الاقتصادي؛
- ضرورة بذل المزيد من الجهود لتصبح مركز مالي إسلامي عالمي من أجل اجتذاب السيولة الإسلامية العالمية واستثمارها داخل ماليزيا، وذلك من خلال تشجيع الإصدارات الأجنبية للصكوك المقومة بالعملية المحلية وتشجيع إصدار الصكوك المقومة بالعملية الأجنبية وإزالة القيود على هذا القطاع؛
- اقتضت هذه الدراسة على أثر قسم واحد من أقسام سوق الأوراق المالية الإسلامية وهو قسم سوق الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي، ويمكن توسيع الدراسة من خلال إدراج قسم سوق الأسهم الإسلامية مما يمكننا من دراسة أثر سوق الأوراق المالية الإسلامية ككل على النمو الاقتصادي.

## 6. قائمة المراجع:

### 1.6 قائمة المراجع العربية:

- عاطف وليد أندراوس، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، (مصر: دار الفكر الجامعي، 2006).
- عزيزة بن سمينة، البورصة والأسواق المالية، دار الأيام، (الأردن: دار الأيام، 2017).
- مسعودة نصبة، نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال تجربة ماليزيا أنموذجا، أطروحة دكتوراه، جامعة بسكرة، الجزائر، 2013.
- مصطفى يوسف كافي وآخرون، أسواق مالية ونقدية، دار الاعصار العلمي، (الأردن: دار الاعصار العلمي، 2016).
- هشام عياد، العلاقة السببية بين معدل الفقر، اللامساواة والنمو الاقتصادي باستعمال منهجية Toda\_Yamamoto، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات الإدارية والاقتصادية، المجلد 2، العدد 7، 2017.

### 1.6 قائمة المراجع الأجنبية:

- Asian Development Bank, ASEAN+3 Bond Market Guide, Section 7: Malaysia Bond Market Guide, Volume 1, Part 2, Manila, Philippines, 2012.
- Bursa Malaysia, , Corporate History: <http://www.bursamalaysia.com/corporate/about-us/corporate-history/> Retrieved 05/12/2018.
- Bursa Malaysia, Securities-Equities- Products-Shares: <http://www.bursamalaysia.com/market/securities/equities/products/shares> Retrieved 13/12/2018.
- Hafizi & Others, Sukuk Defaults and Its Implication: A Case Study of Malaysian Capital Market, 8th International Conference on Islamic Economics and Finance, 19-21 décembre 2011, Doha, Qatar.
- Koen & others, Malaysia's economic success story and challenges, Economics Department, Organisation de Coopération et de Développement Économiques OCDE, Paris, France, 2017.
- KPMG Global Network, chapter 5: financial system of Malaysia: [http://www.kpmg.com.my/kpmg/publications/tax/I\\_M/Chapter5.pdf](http://www.kpmg.com.my/kpmg/publications/tax/I_M/Chapter5.pdf) Retrieved 25/12/2018.
- Securities Commission Malaysia, Guidelines on Issuance of Private Dept Securities and Sukuk to Retail Investors, 1<sup>st</sup> Issued, Kuala Lumpur, Malaysia, 2015.
- Securities Commission Malaysia, Islamic Fund and Wealth Management Blueprint, Kuala Lumpur, Malaysia, 2017.
- The World Bank, Financial Sector Assessment Program-Malaysia-Bond Market Development- Technical Note, USA: country report 2013.
- International islamic financial market, IIFM Sukuk Report : A Comprehensive study of the Global Sukuk Market, 7th Edition, kingdom of bahrain, 2018.