

# أهمية الصكوك في السوق المالي الإسلامي الماليزي

تقدير العلاقة التوازنية بين الصكوك والسوق المالي الإسلامي باستخدام طريقة المربعات

الصغرى المعدلة كلياً

د. فتنى مايا

جامعة باجي مختار - عنابة -

[mavafetni@yahoo.fr](mailto:mavafetni@yahoo.fr)

## الملخص:

تعد ماليزيا من أكبر الأسواق المالية في مجال إصدار الصكوك، إذ تصدر أكثر من ثلثي قيمة الصكوك في العالم خلال السنوات الأخيرة، فقد تمكنت من تحقيق نمو اقتصادي باهر جعلها تتربع على قائمة دول العشرين، كونها تستطيع مواجهة اعباء ديونها بكفاءة، ودون اللجوء الى الاقتراض الخارجي من البنك الدولي، ويعزو ذلك الى تبني ماليزيا مبادئ الصيرفة الإسلامية منذ الثمانينات، وارساءها للقواعد التنظيمية والتشريعية للتمويل بمختلف الأدوات والصيغ أهمها الصكوك. وعليه تهدف هذه الورقة البحثية لإبراز أهمية الصكوك في التمويل بالسوق المالي الإسلامي بماليزيا من خلال اتباع منهجين: منهج وصفي تحليلي، ومنهج كمي قياسي لتقدير العلاقة التوازنية ما بين الصكوك والسوق المالي الإسلامي في ماليزيا خلال الفترة (2001-2017) باتباع طريقة المربعات الصغرى المعدلة كلياً باستخدام برنامج 9 eviews. وقد توصلت الدراسة الى قوة العلاقة التوازنية بين الصكوك والسوق المالي الإسلامي على المدى الطويل. ف 99% من التغير في السوق المالي الإسلامي بماليزيا تفسره تغيرات الصكوك، اي انه عند زيادة اصدار الصكوك بماليزيا ب 1% يزيد نشاط السوق المالي الإسلامي ب 99%.

**الكلمات المفتاحية:** الصكوك، السوق المالي الإسلامي، نموذج الانحدار الخطي البسيط، طريقة المربعات الصغرى المعدلة كلياً.

التصنيف JEL: G12; G100; C 260; C2

## Astract:

Malaysia is one of the largest financial markets in the sukuk issue, exporting more than two-thirds of the sukuk value in the world in recent years. It has achieved remarkable economic growth which has made it a list of the 20 countries. Because Malaysia adopts the principles of Islamic banking since the eighties, and the establishment of regulations and legislative financing of various instruments and formulas, the most important is sukuk. This paper aims is to demonstrate the importance of sukuk in financing Islamic financial market in Malaysia through two approaches: an analytical descriptive approach and a standard quantitative approach by estimating the relation between sukuk and Islamic financial market in Malaysia during the period 2001-2017 following the fully modified least-squares method -FMOLS- by Using the eviews 9 program. This paper concluded that where a strength long-term balance between sukuk and Islamic financial markets. So, 99% of the evolution in the Malaysian Islamic financial market is explained by the evolution in sukuk, if sukuk issuance increases by 1%, Islamic financial market activity increases by 99%.

**Keywords:** Sukuk, Islamic Financial Market, Simple Linear Regression Model, the fully modified least-squares method.

**Classification JEL:** G12; G100; C 260; C2

## I المقدمة:

تعد الصكوك في الاقتصاد الاسلامي وبالخصوص في الاقتصاد الماليزي بمختلف انواعها بديلا للفائدة المطبقة من طرف البنوك الاسلامية. بحيث يتم اصدارها وفقا لمبادئ الشريعة المسموح بها. وتصدر هذه الصكوك على اساس عقود شرعية، وبضوابط تنظم اصدارها، وتختلف احكام الصك تبعا لاختلاف العقد او الصيغ الاستثمارية التي صدر الصك على اساسها، ويخضع تداولها للشروط الشرعية المتعلقة بطبيعة الموجودات التي تمثلها عند التداول، واحدى خصائصها العائد على اساس الفائدة التي هي نسبة من الربح المحقق، وليس على اساس الفائدة التي هي نسبة ثابتة من راس المال، وتتماشى ادواتها وفقا لمبادئ الشريعة الاسلامية وضوابطها.

عملت ماليزيا على إنشاء وتطوير البورصات التي ترعى عمل كل من الأسهم والسندات والصكوك، فرئيس الوزراء الماليزي سعى لإنشاء بورصة عالية المستوى في جزيرة لوبوان الماليزية، بغية جذب الاستثمار الأجنبي في مجال الأسهم والسندات والصكوك، وأن تكون المركز الإقليمي في هذا المجال. وذلك بهدف تدعيم نشاطها الاقتصادي ورفع المستوى المعيشي للفرد الماليزي إلى أكبر حد ممكن. ساعية في ذلك لأن تثبت عمليا أن مبادئ الاقتصاد الإسلامي ليست عائقا في سبيل النمو الاقتصادي، وذلك من خلال نجاحها في التطبيق الفعلي، وبطبيعة الحال فإن النظام الإسلامي ليس فيه ما يعترض توجهات ماليزيا في هذا المجال، مادامت تستخدم الوسائل المشروعة للوصول إلى أهدافها. مما لاشك فيه ان ماليزيا تعد نموذجا فريدا، فما حققته في أقل من أربعة عقود، لم تحققه العديد من الدول النامية التي كانت لديها ظروف أفضل منها، وبدأت عملية التنمية فيها قبل ماليزيا. فمن المعروف ان هذه التجربة تتميز بالحدثة النسبية وليس لها جذور تاريخية، لان بروز ماليزيا كاققتصاد يحقق معدلات عالية من النمو الاقتصادي لم يتحقق الا منذ فترة زمنية بسيطة لا تتجاوز الثلاثين سنة، وخاصة بعد ازمة 1985 للدول المصدرة للسلع الاولية.

وانطلاقا مما سبق تسعى هذه الورقة البحثية الاجابة على التساؤل الجوهري التالي:

**ما مدى اهمية إصدار الصكوك وتداولها في السوق المالي الاسلامي بماليزيا ؟**

من خلال صياغة الفرضيات التالية:

**الفرضية العدمية:** لا يوجد تأثير متبادل ما بين الصكوك والسوق المالي الاسلامي بماليزيا

**الفرضية البديلة:** يوجد تأثير متبادل ما بين الصكوك والسوق المالي الاسلامي بماليزيا

واختبارها باستخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط بإدخال البيانات والمعطيات في برنامج 9 eviews. وتحليله باستخدام طريقة المربعات الصغرى المعدلة كليا.

## II الدراسات السابقة:

- دراسة ( ربيعة بن زيد و عائشة بخالد، 2013):

تهدف هذه الدراسة الى توضيح دور الصكوك الوقفية كجزء من الصكوك الاجتماعية في تحقيق التكافل الاجتماعي في المجتمع والتنمية الاجتماعية والاقتصادية للدول الاسلامية من خلال سدها الحاجات الاساسية التي ترهق ميزانية الدول الاسلامية، وذلك من خلال تحليل لمفاهيم الوقف والصكوك والتنمية المستدامة من الناحية الاقتصادية والفقهية. وقد توصلت هذه الدراسة الى ان تنوع المجالات العلمية والدينية والاجتماعية والصحية وغيرها التي تمولها الصكوك الوقفية يرفع العبء عن ميزانية الدولة، بحيث يمكن للدولة ان تحقق وفرا دائما في خزينتها العمومية، يمكنها من مواجهة الظروف الاستثنائية.

- دراسة (كمال رزيق وابراهيم الشيخ التهامي، 2019):

تهدف هذه الدراسة الى ابراز اهمية الصكوك الاسلامية في تمويل المشروعات المستدامة والصكوك الخضراء على وجه الخصوص وذلك من خلال تحليل احصائيات وبيانات اصدار الصكوك كما ونوعا (2015-2001) مع تحليل خاص لمجالات استخدام الصكوك الخضراء ونموها ما بين 2012 و2015. وقد توصلت هذه الدراسة الى ان الصكوك الخضراء توفر تمويلا مستقرا للمشاريع البيئية كونها تجذب المستثمرين التقليديين اذا ادرت عائدات معقولة متوائمة مع المخاطر على ان يتم تسويقها بالشكل اللائق.

- دراسة (عبد الرزاق زيدان ، 2019):

هدفت هذه الدراسة الى بحث واقع صناعة الصكوك الاسلامية قبل وبعد الازمة المالية العالمية 2008 خلال الفترة 2001-2015 وذلك من خلال تحليل احصائيات وبيانات اصدار الصكوك حسب قيمتها او نوعها او الدول المصدرة لها، وقد توصلت هذه الدراسة الى جملة من النتائج اهمها: ان الصكوك الاسلامية عبارة عن اداة استثمارية تتوافق مع الشريعة الاسلامية تم ابتكارها كبديل عن ادوات الاستثمار التقليدية التي تقوم على الغرر، اضافة الى ذلك فقد اظهرت تجارب الدول الرائدة في مجال اصدار الصكوك الاسلامية انها وسيلة ملائمة لتمويل مشروعات البنية التحتية، واداة من ادوات السياسة النقدية. ان الصكوك تعد من الادوات التي لم تتأثر كثيرا بالازمة المالية العالمية. ان انتعاش سوق الصكوك مرتبط بتحسّن اسواق الدين العالمية وباستقرار اسعار النفط والسلع الاستهلاكية.

- دراسة (Seda Yildirim, Durmus Cagri Yildirim, Pelin Diboglu, 2020) :

هدفت هذه الدراسة الى توضيح العلاقة ما بين سوق الصكوك والنمو الاقتصادي، وذلك من خلال بحث اثر تطور سوق الصكوك على النمو الاقتصادي لتسع دول تتبع الصيرفة الاسلامية (بروناي، اندونيسيا، الاردن، الكويت، ماليزيا، نيجيريا، السعودية، باكستان وتركيا) بتحليل بيانات اجمالي صادرات الصكوك -مقدرة من خلال سوق الصكوك- كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي خلال الفترة الممتدة من الثلاثي الاول 2014 الى الثلاثي الرابع 2017، على غرار ذلك تم استخدام سلاسل التضخم، العجز التجاري والضغوط المالية كمتغيرات تحكم. وقد توصلت هذه الدراسة الى انه هناك علاقة تكامل طويلة الامد بين تطور سوق الصكوك والنمو الاقتصادي، فقد كان لحجم الصكوك وكثافتها تأثير ايجابي على النمو على المدى الطويل. اي ان زيادة حجم الصكوك بوحدة واحدة تؤدي الى زيادة النمو ب 0.5%، بينما ادت زيادة كثافة الصكوك الى زيادة النمو ب 1.7%. اما على المدى

القصور فقد لوحظ ان الصكوك لم يكن لها تأثير على النمو. ومع ذلك، ساهمت صادرات الصكوك بشكل ايجابي في معدلات النمو على المدى الطويل.

### III ضوابط اصدار الصكوك الماليزية وتطورها:

تعد الصكوك الاسلامية من أهم الأدوات المالية الاسلامية التي استطاعت أن تجد لها مكانة هامة ومميزة في الأسواق المالية، نظرا لمزاياها العديدة وتنوعها وخصائصها الشرعية، مقارنة بالأدوات المالية الأخرى، ولذلك فقد تمكنت الصكوك الاسلامية من استقطاب أعداد كبيرة من المستثمرين في ماليزيا.

#### 1. الضوابط القانونية والعملية لإصدار الصكوك:

تضمن قانون الاستثمار الحكومي لسنة 1983، السماح للحكومة بإصدار شهادات -لا تحمل فائدة ولا يتم تحديد عائدها مقدما- وتعرف باسم "شهادات الاستثمار الحكومي"<sup>(1)</sup> ولا يقتصر التعامل بهذه الشهادات على بنك "اسلام ماليزيا برهاد" فقط، ولكنها أتحت لكافة المؤسسات الأخرى في النظام المالي والمصرف الماليزي، بالإضافة الى الافراد. وتحدد الغرض من اصدار هذه الشهادات في حصول الحكومة على الاموال اللازمة لتمويل نفقاتها على مشروعات التنمية، والعائد على هذه الشهادات لا يحدد مقدما، وتصدر هذه الشهادات وفقا لمبدأ القرض الحسن.<sup>(2)</sup> وقد تم تشكيل لجنة تشارك فيها جهات حكومية ودينية لتحديد عائد يوزع على حملة الشهادات، وذلك عند حلول اجل الاستحقاق، اذا كانت الشهادات لمدة عام. اما اذا كان اجل الشهادات اكثر من عام، فيتم اعلان العائد بعد عام. وتصدر الحكومة الشهادات لمدة عام او عامين او خمسة اعوام، وشهادات بأجال اطول. وقد تجاوز الرصيد القائم لهذه الشهادات اكثر مما كان مطلوب بعدة مليارات من الدولارات. وتعد شهادات الاستثمار الحكومية الاسلامية في ماليزيا البديل الاسلامي لأدوات وسندات الخزينة. وفي الوقت نفسه يمكن للبنك المركزي الماليزي استخدامها كأداة من ادوات عمليات السوق المفتوحة، واداة تستخدمها البنوك الاسلامية في ماليزيا لاستثمار فوائضها من السيولة النقدية.<sup>(3)</sup> وقد شهدت الصكوك الاسلامية في ماليزيا تطورا لاحقا، وذلك بإصدار صكوك الاجارة الاسلامية، فمثلا في ديسمبر 2004 قام بنك نوريبا/ البحري بإدارة عملية اكتتاب في صكوك اسلامية لصالح ولاية ساراواك الماليزية وكان المبلغ المطلوب للإصدار 350 مليون دولار، في حين بلغ المكتتب به نحو 1.3 مليار دولار.<sup>(4)</sup>

وفي عام 1990 قامت احدى شركات البترول الفرعية متعددة الجنسيات بعملية اصدار صكوك بلغت قيمتها 500 مليون دولار. ومع السماح للبنوك التقليدية بتقديم خدمات مصرفية اسلامية، وفي بداية سنة 1994 بدأت ماليزيا في انشاء السوق النقدية بين البنوك لتسهيل تداول الادوات المالية الاسلامية. وقد مكنت هذه الالية البنوك -التي تحتاج السيولة- من الحصول على السيولة من البنوك الأخرى التي لديها فائض سيولة، وذلك من خلال اصدار شهادات المشاركة لفترة زمنية محددة من ليلة واحدة حتى السنة. ولا يتم تحديد مقدار الربح مقدما، وانما يعتمد ذلك على اجمالي ارباح البنك ذو العجز والمستخدم للسيولة المتاحة له من البنك ذو الفائض من السيولة. وفي عام 2006 ادخل البنك المركزي الماليزي نظام "معدل العائد الأدنى القياسي" وهو عبارة عن العائد على اصدارات شهادات الاستثمار الحكومية بزيادة هامش 0.5%، ولا تلتزم البنوك المصدرة لشهادات المضاربة بإعلان ارباح على اساس هذا المعدل القياسي. والمقصود من هذا المعدل هو ان تسترشد به البنوك التي لديها سيولة فائضة ومستثمرة لها، في تقدير العائد المتوقع، وبالتالي القدرة على التفاوض مع البنوك المصدرة للشهادات بشأن نصيب هذه البنوك المستثمرة من عائد شهادات المضاربة.<sup>(5)</sup>

وفي نفس السياق اصدرت هيئة الاوراق المالية في 2004/07/24 دليلا شاملا للضوابط والشروط التي يجب توافرها لطرح واصدار الصكوك بمختلف انواعها، ويتكون هذا الدليل من اربعة عشر بندا وثلاثة ملاحق،<sup>(6)</sup> اذا يتضمن الملحق الاول جميع المعاملات والعقود التي يتم على اساسها اصدار الصكوك، والتي اجازتها هيئة الرقابة الشرعية التابعة للهيئة، ويتضمن الملحق الثاني المعلومات التي تتعلق بالجهة المصدرة، والتي يلزم تقديمها للهيئة من اجل الحصول على الموافقة على اصدارها، واما الملحق الثالث فيتضمن اقراري مصدر الصكوك ومدير الاصدار، وتصيل ذلك كما يلي:

**الضابط الاول:** يجب على الجهة المصدرة ان تحصل على موافقة هيئة الاوراق المالية على اصدار الصكوك، وذلك تنفيذًا للبند (32) من قانون هيئة الاوراق المالية 1993.

**الضابط الثاني:** يجب على الجهة المصدرة ان تقدم خطة اصدار الصكوك، وذلك بعد حصولها على موافقة الهيئة، وقبل تنفيذ عملية الاصدار.

**الضابط الثالث:** يجب على المصدر والمرشد العام لهيكله الاصدار تسليم الوثائق والمعلومات والقرارات الى هيئة الاوراق المالية، واهم المعلومات المذكورة في الملاحق كالآتي:

القسم الاول: ويتضمن المعلومات التي يجب تسليمها الى الهيئة قبل الحصول على الموافقة على اصدار الصكوك، وهي:

- ✓ تقديم رسالة طلب: ويجب ان تحتوي المعلومات عن المصدر والمنشئ، ونبذة تعريف عن مدراء الاصدار، ووصف العقد التي يتم به اصدار الصكوك، وبيان كيفية استخدام حصيلة الاكتتاب، وتقديم جدول يوضح مصاريف الاصدار، وطلب موافقة هيئة الاوراق المالية فيما يتعلق المراقب الشرعي، والعقد المجاز، وتقديم معلومات اضافية عن الاصدار، واسماء المسؤولين في مكتب مستشار هيكله الاصدار، وعناوينهم.<sup>(7)</sup>
- ✓ شروط وضوابط خطة الاصدار.
- ✓ وثيقة اقرار المصدر واقرار مدير الاصدار.
- ✓ احدث تدقيق او فحص لحسابات المصدر.

القسم الثاني: ويتضمن المعلومات التي يجب تسليمها للهيئة بعد الحصول على الموافقة على اصدار الصكوك، وهي: حجم الاصدار، وصيغة الاصدار، وكيفية استخدام حصيلة الاكتتاب، والحد الأدنى للاكتتاب، ومدة الاصدار، وسعر الاصدار، والتصنيف الائتماني، وتعيين الاصول المراد تصكيكها مع بيان قيمتها.

القسم الثالث: الضوابط والشروط التي يجب الالتزام بها في خطة الاصدار، وهي:

- أ- **تقديم معلومات عن المصدر (المنشأة ذات الاغراض الخاصة)**، وهي: الاسم، والعنوان، ورقم الرخصة التجارية، وتاريخ ومكان التأسيس، والوضع القانوني، والانشطة والاعمال الاساسية، ومجلس الادارة، وهيكله الاسهم واسماء مالكيها، ورأس المال المصرح به، ورأس المال المدفوع.
- ب- **الضوابط والشروط الاساسية:** وهي:

✓ اسماء الاطراف المشاركة في عملية اصدار الصكوك، وهي: المستشار الاساسي، والمنظم، والمحامون، والامين، والوكيل المسؤول عن المنشآت، والمكاتبون الاساسيون، والمراقب الشرعي، ومركز الايداع، ووكيل الدفع، وتقرير المحاسب. (8)

✓ وصف العقد الذي يتم على اساسه التصكيك، وحجم الاصدار، وسعر الاصدار، ومدة الاصدار، ومعدل الريح وكيفية دفع العائد الدوري، وتحديد اساس الدفع، وعائد الاستحقاق، والضمان وتوضيح كيفية استخدام حصيلة الاكتتاب، وتحجيج حساب خاص بها، واسم وكالة التصنيف الائتماني، وفئات الصكوك، وضوابط البيع، وحالة الادراج في الاسواق المالية، والحد الادنى للمشاركة (بالعملة الماليزية) او ما يعادلها %، والضمانات، وشروط الضمانات الاساسية.

**الضابط الرابع:** وتحتوي على الجهات المؤهلة لإصدار الصكوك، وهي:

أ- اي شركة ترخص ضمن البند الاول من الفصل الثاني، من قانون هيئة الاوراق المالية: تكون مؤهلة بموجب هذا الدليل.  
ب- المراد بالشركة في الفقرة المذكورة اعلاه، هي اي شركة قائمة، او شركة تحت طور التأسيس، سواء موجودة داخل ماليزيا او خارجها، وهي تشمل ايضا الشركات الاجنبية.

**الضابط الخامس:** تعيين المراقب الشرعي، وهم مواصفاته كالاتي:

أ- يجب ان يكون مراقبا شرعيا مستقلا اجازته هيئة الاوراق المالية، وان لا يكون مفلسا، وان لا يكون متهما باي جنائية ذات طبيعة اجرامية، وان يتمتع بسمعة جيدة، وان يمتلك المؤهلات والخبرات الضرورية في مجال فقه المعاملات الاسلامية، وان تكون لديه خبرة لا تقل عن ثلاث سنوات، في بنك اسلامي او اي مؤسسة مرخص لها من قبل البنك المركزي الماليزي للعمل في مجال الصيرفة الاسلامية.  
ب- ان كان المتقدم لطلب وظيفة المراقب الشرعي شركة، ينبغي ان يكون ضمن موظفيها خبير واحد على الاقل في مجال الشريعة الاسلامية، تتوافر فيه جميع المواصفات المطلوبة في المراقب الشرعي المستقل المذكور اعلاه، اضافة الى ذلك ان لا تكون الشركة او الخبير الشرعي قد خالفا اي قانون يتعلق بالأوراق المالية، او الصيرفة منذ تاريخ تأسيس الشركة، وان لا يكون ايضا قد انهيها العمل بقانون او قرار صدر ضد الشركة.

**الضابط السادس:** يجب الحصول على جميع الموافقات الضرورية التي تتعلق بالإصدار والطرح والدعوة الى الاكتتاب من هيئات من منظمة اخرى قبل تسليم الاقرارات المكتوبة الى هيئة الاوراق المالية، وان اي شرط يفرض من قبل تلك الهيئات المنظمة يجب ان يمتثل له متوافقا مع الصكوك المجازة بموجب هذا الدليل طوال فترة الاصدار.

**الضابط السابع:** متطلبات التصنيف: يجب اخضاع جميع الاصدارات والدعوات التي تصدر للتصنيف الائتماني من قبل وكالة التصنيف المعترف بها لدى هيئة الاوراق المالية، كما يجب ان يسبق الحصول على التصنيف الائتماني، تسليم المعلومات والاقارات المطلوبة الى الهيئة طبقا للبند رقم (2). واما في حالة كون التصنيف الائتماني اقل من الدرجة المطلوبة، يجب على المصدر ان يكشف للمستثمرين ومستشاريهم عن مدى مخاطر الائتمان من اجل تقييم تلك المخاطر، واثرها المباشر في الصكوك.

**الضابط الثامن:** صيغة الاصدار: يجب الاخبار بجميع اصدارات الصكوك الصادرة على نظام FAST اذا كان ادراج الصكوك في سوق الاوراق المالية مطلوباً، كما يجب على المصدر والمستشار الرئيس التأكد من التزام الاصدار بجميع قوانين ومتطلبات FAST.

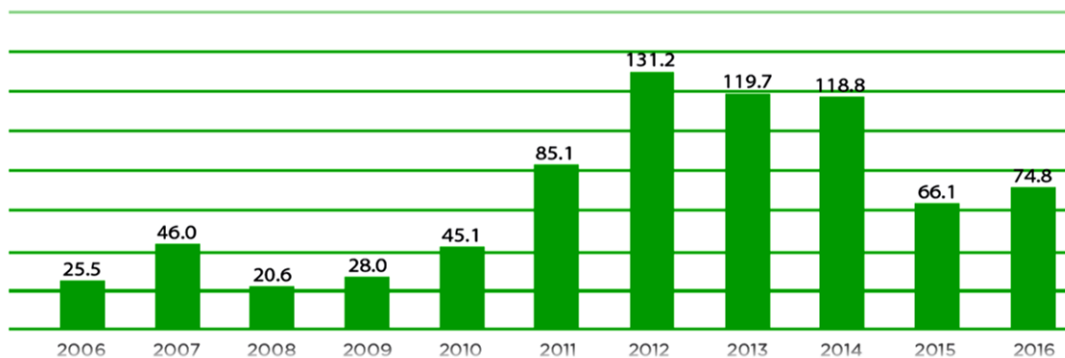
**الضابط التاسع:** استخدام العائدات: يجب استخدام الاموال التي تجمع من الاصدار او الطرح او الدعوة الى الاكتتاب بماليزيا في تمويل الانشطة، التي يعلن عنها من قبل لجنة سوق السندات الوطنية من فترة الى اخرى، كما ينبغي ان تخضع الاموال التي تجمع في ماليزيا بواسطة اي جهة، والتي تشمل الاموال التي تجمع بواسطة شركة غير مقيمة لكل المتطلبات والقوانين التي تصدر من قبل ضابط تغيير العملات الاجنبية بين كل فترة واخرى.<sup>(9)</sup>

## 2. تطور الصكوك:

اطلقت ماليزيا سوق الصكوك في سنة 1996 من خلال شركة الرهن العقاري الوطنية الماليزية Cagams Berhad، ومن ثم تتابع إصدارات الصكوك، ففي سنة 1997 اصدرت شركة خزانة الاستثمارية Berhad Khzanah National (جهاز الاستثمار التابع للحكومة)، ما قيمته 750 مليون دولار امريكي، ولمدة خمس سنوات، وكانت هذه الصكوك مدعومة باسهم شركة خزانة، وتعد هذه الصكوك الاولى من حيث قابليتها للتداول، وهي طريقة مبتكرة في معالجة خدمة الدين، لذا اصدرت على اساس صيغة الاجارة، ويعد هذا الاصدار الحكومي الاول،<sup>(10)</sup> والذي بموجبه قامت الحكومة ببيع حق المستفيد في الاراضي الى شركة الصكوك العالمية الماليزية، ثم يعاد بيعها الى المستفيدين، وتحفظ الشركة بحق المستفيد في الممتلكات في صندوق ائتمان، وقد اصدرت هذه الشهادات بمعدل سعر عائم، ومستنده الى منحى الائتمان السائد للحكومة عوضا عن قيمة الاصول، ومن ثم اتسع النطاق في اصدار الصكوك لدعم قطاعات العقارات، وعلى مستوى نطاق عالمي. وفي سنة 2004 اصدرت ولاية سارواك صكوك اجارة بقيمة 350 مليون دولار امريكي، ولمدة خمس سنوات، بهدف تجميع الاموال لتطوير المشاريع التنموية المختلفة، ورتبه البنك البحرينى "توريبا"، المملوك لمجموعة يو بي اس المصرفية السويسرية.<sup>(11)</sup>

شهد سوق الصكوك العالمية انتعاشاً في عام 2016 بصفة ملحوظة، بعد ثلاث سنوات متتالية من التراجع عقب بلوغها الذروة في عام 2012. وسجلت إصدارات الصكوك العالمية نمواً قوياً بنسبة 13.2% عن العام السابق لتصل إلى 74.8 مليار دولار أمريكي. بشكل عام، ظل إصدار الصكوك مشابهاً للاتجاهات التاريخية السابقة، حيث واصلت ماليزيا كونها المحرك الرئيسي لإصدار الصكوك لهذا العام، حيث استأثرت بحصة سوقية بلغت 46.4% من إجمالي الإصدارات، تليها إندونيسيا والإمارات العربية المتحدة، بحصص 9.9% و 9.0% على التوالي.

الشكل البياني رقم (1): إجمالي الإصدارات في العالم -مليار دولار-

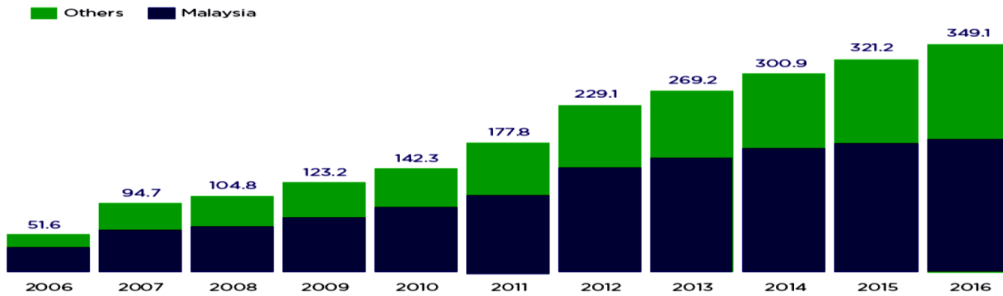


**Source:** Global sukuk market 2016: a record year for corporate issuance, 27 march 2017, word islamic finance marketplace, p1. Sur: [www.mifc.com](http://www.mifc.com)

ارتفعت قيمة الصكوك العالمية المستحقة إلى مستوى قياسي بلغ 349.1 مليار دولار أمريكي في ديسمبر 2016 ، بزيادة بلغت

8.7% مقارنة ب 321.2 مليار دولار أمريكي في نهاية عام 2015. فقد بلغ سوق الصكوك الثانوية في ماليزيا 183.8 مليار دولار أمريكي، وهو ما يمثل 52.6 % من إجمالي الصكوك المعلقة. تتبعها في ذلك المملكة العربية السعودية والإمارات العربية المتحدة بحصة سوقية بلغت 16.3% و 8.9% على التوالي.

الشكل البياني رقم (2): إجمالي الصكوك المتداولة - مليار دولار -



Source: Global sukuk market 2016: a record year for corporate issuance, 27 march 2017, word islamic finance marketplace, p2. Sur: [www.mifc.com](http://www.mifc.com)

### 3. السوق المالي الإسلامي الماليزي:

شهد السوق المالي الإسلامي الماليزي نموا هائلا منذ تقريبا اكثر من ثلاثين سنة، اذ ساهم عالميا في ابتكار المنتجات والوساطة المالية: منتجات سوق الأسهم الإسلامية في ماليزيا تشمل الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، ومؤشرات الأسهم، والصناديق الائتمانية وإدارة الأصول، والمنتجات المهيكلة، وصناديق الاستثمار العقاري، وصناديق الاستثمار المتداولة ورأس المال الاستثماري الإسلامي والأسهم الخاصة. فقد بدأت سوق الأسهم الإسلامية العمل سنة 1995، مما فتح المجال للاستثمارات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية. ففي جوان 2013، كان هناك 800 ورقة مالية إسلامية مدرجة في بورصة ماليزيا بقيمة سوقية 1.6 تريليون رينجيت أي 63 % من إجمالي القيمة السوقية للبورصة، وفقا لهيئة الأوراق المالية الماليزية.<sup>(12)</sup>

#### 1.3. الهيئات والمؤسسات المنظمة:

يشرف على تنظيم عملية اصدار واطفاء الصكوك بماليزيا هيئتين: البنك المركزي والمجلس الاستشاري الشرعي لهيئة الاوراق المالية الماليزية الذي تم تأسيسه بمقتضى القانون العام للهيئة، ويتكون من عشرة اعضاء ومن مهامه التفحيص والتدقيق للتأكد من أن الادوات موافقة لمتطلبات الشرعية، وكذا تصنيف الشركات المدرجة في البورصة.<sup>(13)</sup>

وتتمثل الهيئات المسؤولة التي تنظم الاوراق المالية الاسلامية عموما في ماليزيا بهيئة الاوراق المالية الماليزية (SC) وهي الجهة المنفردة التي تنظم وترخص جميع اصدارات الاوراق المالية الاسلامية والتقليدية. وفيما يتعلق بالمتطلبات القانونية والاجراءات العامة. كل من هذين النوعين يتعرض الى نفس المتطلبات والاجراءات وليس هناك حاجة الى القوانين المختلفة في هذا الشأن. وبالرغم من ذلك نجد ان هناك بعض المتطلبات الاضافية التي اقترتها هيئة الاوراق المالية الماليزية لإصدار الاوراق المالية الاسلامية .

#### 1.1.3. هيئة الاوراق المالية الماليزية:

ساهمت هيئة الاوراق المالية الماليزية في تطوير سوق راس المال الماليزي بعد 1990 وفق استراتيجيات واضحة ومحددة. وقد تم انشائها في 1 مارس 1993 وتم اعتبارها الجهة العليا في ادارة سوق راس المال في ماليزيا. ومن الاستراتيجيات الفاعلة التي انتهجتها الهيئة في ماليزيا:<sup>(14)</sup>



• توفير كافة التسهيلات في مجال البحث والدراسة والمناقشة والحوار وكل ما من شأنه تطوير سوق راس المال الماليزي فاللجنة الشرعية تقوم بالتعاون مع قسم سوق راس المال الاسلامي على عمل الدراسات والمناقشات والحوارات الدورية بينهم وبين متعاملي السوق.

• جعل ماليزيا مركزا دوليا لسوق راس المال الاسلامي من خلال:

✓ توفير المنتجات والخدمات التنافسية ذات الصلة بسوق راس المال الاسلامي بشكل مستمر.

✓ التأكد من ان ماليزيا توفر اطارا تنظيمية وضريبية ومحاسبية ملائمة وشاملة لسوق راس المال الاسلامي. (تم تعيين هيئة

الاوراق المالية الماليزية رئيسا للجنة التنفيذية في المنظمة الدولية لهيئة الاوراق المالية IOSCO international

commission organization of securities واعتراف سوق داو جونز الاسلامي DJIM بسوق راس المال الاسلامي

الماليزي، واعتبره نموذجا عالميا في القطاع المالي الاسلامي).

✓ توفير البنية التنظيمية والقانونية والرقابية لحماية المتعاملين في سوق راس المال الماليزي حيث اصدرت الهيئة التعليمات

والتشريعات اللازمة، وتحرص على تقديم توجيهات وارشادات لكافة المتعاملين لحماية حقوقهم، ومن اصدارات الهيئة في هذا

المجال:

➤ التعليمات الخاصة بعرض الصكوك الاسلامية في جويلية 2004، وهي التعليمات لتوجيه المتعاملين في هذا السوق حول

الاجراءات المتعلقة بإصدارات الصكوك في ماليزيا، وضرورة توفير معلومات عن التشريعات والقوانين. لذ تم الموافقة على

76% من اجمالي السندات في 2007، 54% منها شرعية، وقد تم حصر اجراءات الموافقة على الصكوك من طرف لجنة

مراقبة عمليات البورصة.

### 2.1.3. اللجنة الاستشارية الشرعية:

ان سوق راس المال الماليزي خاضع للرقابة الشرعية، وتعتبر اللجنة الاستشارية الشرعية Shariah Advisory Council SAC

الجهة الرقابية الشرعية العليا، وقد اسست من قبل هيئة الاوراق المالية الماليزية سنة 1996، وتمارس الرقابة في هذا السوق بالتعاون

مع قسم سوق راس المال الاسلامي في الهيئة والذي يقوم بدراسة الادوات المالية المتداولة في هذا السوق وتحليلها بدقة. بالإضافة الى

المستشارين الشرعيين المستقلين الذين يلعبون دورا هاما في عملية اصدار الصكوك الاسلامية بصورة خاصة. وتقوم هذه الهيئة ب: (15)

• اصدار الفتاوي الشرعية في الامور المعنية تتعلق بالأوراق المالية الاسلامية.

• توثيق جميع الارشادات والقوانين المتعلقة بإصدارات الاوراق المالية الاسلامية.

• تقديم التوجيهات لقسم سوق المال الاسلامي فيما يتعلق بالقضايا الشرعية. ويقوم المجلس الاستشاري الشرعي بغرض تطوير

الاسواق المالية الاسلامية بما يأتي:

✓ تيسير وسائل تطوير وتنظيم الادوات المالية الجديدة.

✓ إزالة الشبهة وغرس الثقة في نفوس المتعاملين من خلال نشر القرارات الشرعية.

✓ مناقشات دورية مع المتعاملين ومدراء السوق المالية والخبراء الشرعيين لأخذ آرائهم القيمة لتمكن من إصدار القرار المناسب.

✓ مشاركات في مؤتمرات وندوات دولية.

✓ توعية ونشر المعلومات عن تطور الاسواق المالية الاسلامية في ماليزيا.

### 2.3. آلية العمل:

تم وضع خطة لتطوير السوق المالي الماليزي منذ 2001 والتي تضمنت 152 توصية غطت احدى عشر ناحية، ومن اهم مقترحات التوصية:

الهيكل التنظيمي، الإدارة التنظيمية Corporate Governance، سوق الأوراق المالية الإسلامية، التكنولوجيا والتجارة الإلكترونية، التدريب والتعليم، سوق الأسهم، سوق السندات، سوق المشتقات، قطاع السمسة، مؤسسات التسويق، الادارة والاستثمار. واستهدفت هذه الخطة تطوير قطاعات خلال فترات معينة جاءت كالتالي:

المرحلة الاولى: 2001-2004 واستهدفت تقوية الوسطاء والمؤسسات الاستثمارية المحلية.

المرحلة الثانية: 2005-2006 العمل على مزيد من تقوية القطاعات الأساسية وجعل السوق بصفة تدريجية قابلا للانفتاح.

اما المرحلة الثالثة: 2007-2010 فقد توجهت لتقوية مقتضيات السوق والمرافق لتلبية التحديات الدولية في مختلف الجوانب الإيجابية.<sup>(16)</sup>

تم تأسيس قسم سوق راس المال الاسلامي في 1994 من طرف هيئة الاوراق المالية الماليزية، ويتولى قسم التطوير والاستراتيجية الرقابة عليه، وهو يمثل الجهة الادارية لهذه الهيئة في عمل الدراسات المتعلقة بأنشطة ومعاملات سوق راس المال الاسلامي والادوات المالية المتداولة في هذا السوق. ومن الوظائف الاساسية لهذا السوق الاهتمام بالدراسات والبحوث الخاصة بإقرارات الادوات المالية الاسلامية، وبعض الادوات المالية التقليدية التي تتم وفقا لأحكام الشريعة، وهو مسؤول مسؤولية كاملة عن اصدار القوانين المتعلقة بسوق راس المال الاسلامي، وتعديل القوانين التي تخالف مبادئ الشريعة الاسلامية ليتم تنفيذها في السوق، ومعاينة المخالفين للقوانين.<sup>(17)</sup> بالإضافة الى دراسة وتقييم الاسهم الصادرة عن الشركات المساهمة المدرجة في البورصة الماليزية للأوراق المالية من منظور شرعي، وتقديم نتائج دراسته الى اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الاوراق المالية، ويتم التدقيق في قائمة الاوراق المالية مرتين كل سنة، لذا فان معظم المستثمرين المسلمين الراغبين للاستثمار في الاسهم المدرجة في القائمة الرئيسية في البورصة الماليزية، لا بد ان يراجعوا هذه القائمة للتأكد من مطابقتها لأحكام الشريعة الاسلامية. وتقوم هيئة الاوراق المالية الماليزية بجمع المعلومات عن الشركات من عدة مصادر، كالتقارير السنوية، وردود الشركات على الاستفسارات الصادرة عن الهيئة للحصول على المعلومات التفصيلية عن الشركات، للتأكد من ان أنشطة كل الشركات المدرجة في البورصة الماليزية لم تكن مخالفة للشريعة.<sup>(18)</sup>

#### 4. تقدير العلاقة التوازنية بين الصكوك والسوق المالي الاسلامي باستخدام طريقة المربعات الصغرى المعدلة كليا:

يعد الإقتصاد القياسي أسلوب من أساليب التحليل الإقتصادي يهتم بالتقدير العددي (الكمي) للعلاقات بين المتغيرات الإقتصادية معتمدا في ذلك على النظرية الإقتصادية، والرياضية والإحصاء، للوصول إلى هدفه الخاص بإختبار الفروض والتقدير ومن ثم التنبؤ بالظواهر الإقتصادية.

#### 1.4 نموذج الدراسة:

تحتل النماذج الإقتصادية الكلية مكانة وموضعا أساسيا مهما في الدراسات الإقتصادية الحديثة، وهذا راجع إلى تطور الطرق الإحصائية المطبقة على الإقتصاد.

ويمكن أن يعرف النموذج الإقتصادي بأنه عبارة عن إستخدام اللغة الرياضية لإعادة صياغة موضوع النموذج وهذا في شكل نظام يبين السببية والبنوية - التشكيلية في عناصر الموضوع الأصلي.<sup>(19)</sup>

و تقسم النماذج الإقتصادية الكلية إلى ثلاث فئات:

1- النماذج النظرية - التحليلية الكلية

- 2- النماذج التطبيقية ذات الغرض الواحد تتعلق بهيكل العلاقات الإنتاجية المتبادلة بين القطاعات.  
3- النماذج الاقتصادية القياسية المفصلة ذات الأغراض المتعددة.

وقد وجهت للنماذج الاقتصادية البنوية (ونعني بها صياغة النظرية الاقتصادية على شكل معادلات، حيث أن كل معادلة تعطي تفسيرات سببية للظواهر) مجموعة من الإنتقادات (غرنجر 1969 و سيمس 1980) وهذا بسبب هشاشتها في مواجهة الإختلالات الاقتصادية التي وقعت في السبعينيات ( أزمة البترول، العجز المالي...) وهذا ما يؤدي إلى عدم صلاحية التنبؤات، وكل هذا عمل على إعادة صياغة وتقدير النماذج البنوية وهذا باللجوء إلى تكثيف الدراسات، فتوصلوا في الأخير إلى بناء نموذج واحد هو نموذج المعادلات الأتية الخطية أو ما يطلق عليها بنموذج الانحدار الذاتي (VAR)<sup>(20)</sup>.

يعد تحليل الانحدار طريقة إحصائية تهدف إلى تحديد العلاقة الكمية بين المتغير الاقتصادي المراد تفسيره ( المتغير التابع والذي يرمز له بالرمز  $Y$  ) وبين متغير واحد مستقل أو أكثر ( ويرمز له ب  $X$  ) . وعندما يكون هناك متغير واحد تسمى هذه العملية انحدار بسيط . وإذا قمنا بوضع البيانات الخاصة  $X$  و  $Y$  في صورة رسم بياني ، فعندئذ يمكننا استخدام تحليل الانحدار لتقدير الخط المؤدى إلى تدنية الانحرافات الرأسية لبيانات المشاهدات الخاصة ب  $XY$  . وتعرف هذه الطريقة بطريقة المربعات الصغرى.

يمكن نمذجة العلاقة بين المتغيرين  $Y_i$  و  $X_i$  على الشكل:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_i + \varepsilon_i \quad (i=1; 2; \dots; n)$$

حيث يسمى  $Y_i$  المتغير المفسر أو التابع و  $X_i$  بالمتغير المفسر أو المستقل،  $\beta_0 + \beta_1$  هما معلما النموذج. أما  $\varepsilon_i$  فيمثل الخطأ في تفسير  $Y_i$ ، ويرجع وجود حد الخطأ الى عدة اسباب منها:

- اهمال بعض المتغيرات المستقلة التي يمكن ان تؤثر على المتغير التابع في النموذج
- الصياغة الرياضية غير السليمة للنموذج.
- حدوث خطأ في كل من تجميع البيانات وقياس المتغيرات الاقتصادية.<sup>(21)</sup>

مما سبق يمكننا استخدام طريقة المربعات الصغرى من خلال تقدير دالة السوق المالي الاسلامي وفق نموذج قياسي يتم تحليله حسب برنامج Eviews 9 . من خلال صياغة نموذج الانحدار البسيط وتحليله قياسيا واحصائيا، وذلك لتقدير علاقة الصكوك بالسوق المالي الاسلامي خلال الفترة (2001-2017)، مع بيان نوعية البيانات المستخدمة وطبيعتها ومنهجية التحليل القياسي. سيتم تحديد المتغير التابع والمتغير المستقل في النموذج، فقد تم تقدير دالة السوق المالي الاسلامي الماليزي، باعتبار ان السوق المالي الماليزي دالة في الصكوك، وعليه يمكن تقدير معادلة نموذج الانحدار البسيط وفق المعادلة التالية:

$$Y = f(X)$$

$$Y = b + ax + vt$$

$Y$ : الاصدارات الاجمالية في السوق المالي الاسلامي الماليزي بالمليار رينجت

$X$ : اصدارات الصكوك بالمليار رينجت

$vt$ : المتغير العشوائي

#### 2.4. الاساليب القياسية المستخدمة في التحليل:

لغايات التحليل ولتحقيق اهداف الدراسة تم استخدام العديد من النماذج القياسية التي توضح العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع للدراسة. ولقد تم الاعتماد على السلاسل الزمنية المتعددة (Multivariable Time Series Model) باستخدام فحوصات السببية ضمن اطار نموذج متجه تصحيح الخطأ (Error Correction Model). حيث تم معالجة البيانات باستخدام برنامج الاقتصاد القياسي E-views9 للحصول على نتائج دقيقة. ان نموذج الانحدار الخطي البسيط يتكون من نموذج يوضح العلاقة التوازنية طويلة الاجل واخر يدرس العلاقة قصيرة الاجل (نموذج تصحيح الخطأ)، الا ان طريقة التقدير تختلف فالأول طريقة المربعات الصغرى المصححة كلياً ( لان المتغيرين غير مستقرين وبينهما علاقة تكامل مشترك) والآخر طريقة المربعات الصغرى العادية (لان المتغيرين مستقرين بعد اجراء الفروق الاولى)

اما النموذج VAR لم استخدمه لأنه اعطى نتائج سيئة (نظرا لصغر حجم العينة  $n=17$ ) فعلاقة التكامل المشترك واضحة جدا لكنها لم تظهر باستخدام نموذج VAR ، وعليه تم استخدام طريقة المربعات الصغرى المعدلة كلياً.

#### 1.2.4. دراسة الاستقرار واختبار التكامل المشترك

في حالة تطبيق طريقة المربعات الصغرى على السلاسل غير المستقرة قد تعطي نتائج خاطئة، وهو ما يعرف بالانحدار الزائف، لذلك قبل تقدير النموذج سنقوم بسلسلة من الاختبارات لدراسة استقرارية السلاسل وتحديد درجة تكاملها، ومن ثم نقوم باختبار التكامل المشترك.

#### أ- دراسة استقرارية السلاسل:

لمعرفة درجة تكامل كل سلسلة تم تطبيق اختبار ديكي فولر المطور على السلاسل في المستوى وبعد أخذ الفروق الأولى فكانت النتائج كما هي موضحة في الجدول التالي:

جدول رقم (1) : اختبار (ADF) لاستقرارية السلاسل

درجة التكامل	بعد أخذ الفروق الأولى				في المستوى				المتغيرات
	جذر الوحدة	النموذج المناسب	الثابت	الاتجاه العام	جذر الوحدة	النموذج المناسب	الثابت	الاتجاه العام	
I(1)	0.001	بدون اتجاه عام وثابت	0.25	0.12	0.82	بدون اتجاه عام وثابت	0.33	0.09	Y
I(1)	0.001	بدون اتجاه عام وثابت	0.20	0.10	0.91	بدون اتجاه عام وثابت	0.36	0.11	X

المصدر: من اعداد الباحثة اعتمادا على مخرجات E-views9

يلخص الجدول أعلاه نتائج اختبار الاستقرارية ديكي فولر المطور (ADF)، ولإجراء هذا الاختبار تم أولاً اختيار النموذج المناسب من بين ثلاث نماذج ( نموذج يحتوي على الاتجاه العام والثابت، نموذج يحتوي على الثابت فقط، نموذج لا يحتوي لا على الاتجاه

العام ولا على الثابت) ، وبدلاً من عرض القيم الحرجة والجدولية تم عرض الاحتمالية (Prob) مباشرة لأنها تقود إلى نفس النتيجة، فإذا كانت الاحتمالية أكبر من 0,05 تم قبول الفرضية الصفرية وإلا يتم رفضها.

بينت نتائج هذا الاختبار أن جميع السلاسل غير مستقرة في المستوى، ثم بعد إجراء الفروق الأولى أصبحت السلاسل جميعها مستقرة، أي أنها متكاملة من نفس الدرجة وهي الدرجة الأولى (1) ، وهذا ما يعني تحقق الشرط الضروري لوجود التكامل المشترك، أي أن هناك احتمال وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات محل الدراسة ينبغي اختبارها باستخدام الطرق المناسبة. هناك عدة طرق لاختبار التكامل المشترك، منها الطريقة المقترحة من طرف Engle et Granger والثانية من طرف Hansen.

#### ب- اختبار التكامل المشترك باستخدام طريقة أنجل وجرونجر ذات المعادلة الواحدة

تطبق هذه الطريقة على مرحلتين، أولاً نقدر العلاقة التوازنية طويلة الأجل بين المتغيرات التي لها نفس درجة التكامل، وبعد ذلك نقوم باستخراج سلسلة البواقي ونطبق عليها اختبار ديكي فولر فإذا اثبت الاختبار أنها مستقرة دل ذلك على وجود علاقة تكامل مشترك. وحتى لا نطيل في عرض النتائج نقوم باستعراض الجدول الذي يوضح احصائية الاختبار واحتماليته:

#### جدول رقم (2): اختبار التكامل المشترك بطريقة أنجل وجرونجر

Cointegration Test - Engle-Granger		
Date: 02/22/19 Time: 09:29		
Equation: UNTITLED		
Specification: Y X C		
Cointegrating equation deterministics: C		
Null hypothesis: Series are not cointegrated		
Automatic lag specification (lag=0 based on Schwarz Info Criterion, maxlag=3)		
	Value	Prob.*
Engle-Granger tau-statistic	-4.058381	0.0293
Engle-Granger z-statistic	-16.89140	0.0188

المصدر: مخرجات E-views9

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن احتمالية الاختبار (0,02) أقل من 0,05 مما يعني رفض فرضية احتواء سلسلة البواقي على جذر الوحدة، أي قبول فرضية وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرين.

#### 2.2.4. تقدير العلاقة التوازنية طويلة الأجل باستخدام طريقة المربعات الصغرى المعدلة كليا FMOLS

هناك عدة طرق لاختبار وتقدير هذه العلاقة، من بين الطرق طريقة أنجل وجرونجر ذات المرحلتين التي تعتمد على طريقة المربعات الصغرى العادية في تقدير معاملات العلاقة طويلة الأجل، إلا أن مقدرات هذه الطريقة تتميز بانحياز ( في حالة العينات الصغيرة كما هو الحال في دراستنا) ويزداد هذا الانحياز كلما صغر حجم العينة لوجود ارتباط بين الأخطاء والمتغيرات المفسرة (أو بتعبير أدق بين أخطاء العلاقة طويلة الأجل وتجديدات innovation المتغيرات المفسرة)، هذا التحيز سماه philipes(1995) تحيز الداخلية طويل الأجل<sup>(22)</sup> الذي يستلزم توزيعات غير معيارية للاختبارات المستخدمة . لذلك تم تطوير طريقة أخرى تصحح هذا التحيز تعرف بـ طريقة المربعات الصغرى المعدلة كليا . FMOLS بتطبيق هذه الطريقة تم الحصول على النتائج التالية :

#### جدول رقم (3): نتائج تقدير العلاقة التوازنية طويلة الأجل باستخدام طريقة FMOLS

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X	2.628122	0.050307	52.24145	0.0000
C	-51.20945	15.07691	-3.396548	0.0043
R-squared	0.992075	Mean dependent var	406.6338	
Adjusted R-squared	0.991509	S.D. dependent var	673.5908	
S.E. of regression	62.06944	Sum squared resid	53936.61	
Long-run variance	2425.272			

المصدر: مخرجات E-views9

نلاحظ من خلال نتائج التقدير القيمة المرتفعة جدا لمعامل التحديد (99% من التغير في المتغير التابع تفسره متغيرات النموذج). كما نلاحظ معنوية المتغير المستقل عند 1% (الاحتمالية Prob اقل من 0,01)، كما توضح إشارة معلمة المتغير المستقل X العلاقة الطردية بين المتغيرين ، فكلما زاد X بوحدة واحدة أدى ذلك الى إرتفاع Y في الاجل الطويل بـ 2,62 وحدة ، وهذا ما يوضح التأثير الكبير للصكوك X على السوق المالي الاسلامي Y.

#### 3.2.4. اختبار ثبات علاقة التكامل المشترك: (Hansen 1992)

من أجل التحقق من ثبات معاملات العلاقة التوازنية طويلة الأجل و تأكيد نتائج اختبار انجل جرونجر قمنا باستخدام اختبار آخر للتكامل المشترك:

هذا الاختبار هو اختبار Hansen 1992 الذي يعتمد على بواقي نموذج الانحدار المقدر باستخدام طريقة FMOLS ، ويختبر الفرضية الصفرية التي تنص على وجود تكامل مشترك بمعلمات مستقرة مقابل الفرضية التي تنص على وجود تغير لهاته المعلمات مع الزمن. (23)

نتائج هذا الاختبار موضحة في الجدول التالي:

#### جدول رقم (4): نتائج اختبار استقرارية معاملات علاقة التكامل المشترك (Hansen)

Lc statistic	Stochastic Trends (m)	Deterministic Trends (k)	Excluded Trends (p2)	Prob.*
0.260969	1	0	0	0.1918

\*Hansen (1992b) Lc(m2=1, k=0) p-values, where m2=m-p2 is the number of stochastic trends in the asymptotic distribution

المصدر: مخرجات E-views9

من خلال احتمالية الاختبار (Prob>0.2) نقبل فرضية وجود علاقة تكامل مشترك ذات معاملات مستقرة وهذا ما يؤكد نتائج اختبار أنجل جرونجر.

#### 4.2.4. نموذج تصحيح الخطأ (ECM)

نموذج تصحيح الخطأ يصف العلاقة قصيرة الأجل الموجودة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، كما يعمل على تصحيح الانحراف عن العلاقة التكاملية طويلة الأجل من خلال معامل سرعة التصحيح. نموذج تصحيح الخطأ يكتب وفق الصيغة التالية:

$$d(y)_t = \alpha + \beta_1 d(x)_t + \gamma e_{t-1}$$

حيث يعبر  $d$  عن الفروق الأولى للمتغيرات

$\gamma$  : يمثل معامل سرعة التصحيح،

$e_{t-1}$  : يمثل سلسلة بواقي نموذج العلاقة طويلة الأجل مؤخرة بفترة زمنية واحدة.

تم استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية لتقدير العلاقة السابقة والنتائج موضحة في الجدول التالي:

جدول رقم(5): نتائج تقدير العلاقة قصيرة الأجل

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-9.835060	15.50631	-0.634262	0.5378
D(X)	2.837084	0.107535	26.38298	0.0000
E(-1)	-1.152561	0.251153	-4.589079	0.0006
R-squared	0.983191	Mean dependent var		123.0107
Adjusted R-squared	0.980389	S.D. dependent var		401.1781
S.E. of regression	56.18032	Akaike info criterion		11.07187
Sum squared resid	37874.74	Schwarz criterion		11.21348
Log likelihood	-80.03900	Hannan-Quinn criter.		11.07036
F-statistic	350.9472	Durbin-Watson stat		2.157115
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: مخرجات E-views9

يتبين لنا من خلال نتائج تقدير العلاقة قصيرة الأجل أو نموذج تصحيح الخطأ معنوية معامل سرعة تصحيح الخطأ وإشارته السالبة صحة النموذج - وهذا ما يؤيد النتائج السابقة المتعلقة باختبار التكامل المشترك -، حيث بلغت قيمة هذا المعامل -1,15 والتي يتم تفسيرها بنسبة التصحيح السنوية أي إذا حصل انحراف عن العلاقة التوازنية طويلة الأجل بـ 1% فإن الانحراف سيصحح كلياً في السنة الأولى (بل أقل من سنة) مما يدل على قوة العلاقة التوازنية بين المتغيرين.

يوضح أيضاً إختبار ستودنت معنوية المتغير المستقل DX عند مستوى 1% حيث بلغت قيمة احتمالية الإختبار تقريبا 0 (0,000) وهذه القيمة أقل من 0,01، كما تشير إشارة المعلمة إلى العلاقة الطردية بين المتغيرات في الأجل القصير، أما قيمة هذه المعلمة فتوضح أن حجم التأثير في الأجل القصير كان أكبر منه في الأجل الطويل، فكلما زاد DX بوحدة واحدة أدى ذلك إلى زيادة DY بـ 2,83 وحدة (تقريباً 3ضعاف).

#### IV الخاتمة:

تعد تجربة ماليزيا في إصدار الصكوك الإسلامية وتمويل مختلف القطاعات من التجارب الرائدة التي يمكن الأخذ بها في جانب وترك جوانب أخرى خصوصاً أن الجانب الشرعي والفقهني لإصدار والتعامل بالصكوك على مستوى سوق الصكوك الإسلامي بماليزيا تعرض ولا زال يتعرض للعديد من الانتقادات ووجهات النظر بخصوص توافق الصكوك المصدرة سواء بالعملة الماليزية أو

بعمليات اخرى مع أحكام الشريعة الاسلامية خاصة مسألة جواز بيع الدين اي توريق الديون في الذمم على الرغم من ان هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الدولية اقرت بعدم جواز تصكيك الديون في الذمم وذلك لعدم جواز بيع الدين عند جمهور الفقهاء .  
اصبحت سوق الاوراق المالية الاسلامية في ماليزيا من اهم مكونات سوق راس المال الماليزي، حيث تلعب دورا هاما في تنشيط وتفعيل عملياته، وتؤدي هذه السوق باعتبارها موازية لسوق الاوراق المالية التقليدية وسوقا مكملا للجهاز المصرفي الاسلامي الى توسيع وتعميق سوق راس المال الماليزي، وهذا ما جعلها اكثر جاذبية للمتعاملين المسلمين وغير المسلمين. فقد نجحت ماليزيا في تطوير سوق راس المال الاسلامي من خلال الاستراتيجيات والخطط المطبقة، وتبني ذلك من خلال تطور هذا السوق من حيث الاصدار والتداول فيه، فقد اصبح سوق راس المال الاسلامي من اهم الاسواق المدعمة للتنمية الاقتصادية في ماليزيا وخصوصا بعد ازمة الرهن العقاري.  
تتميز هذه الدراسة بكونها من الدراسات الحديثة جدا ذات الأهمية البالغة التي تبحث في اثر اصدار وتداول الصكوك على السوق المالي الاسلامي الماليزي، كما تتميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة كونها تحلل الضوابط القانونية والعملية لعملية اصدار الصكوك وكذا تطور نمو اصدارها وتداولها عالميا خلال الفترة (2016-2006)، على غرار ذلك تم اختبار العلاقة طويلة الاجل المباشرة خلال الفترة (2017-2001) ما بين الصكوك والسوق المالي الاسلامي الماليزي وقياس الاثر باستخدام طريقة المربعات الصغرى المعدلة كليا، وليس غير المباشرة كعلاقة الصكوك والنمو الاقتصادي، وقد تم اختيار ماليزيا باعتبارها الدولة الرائدة والتي تتقدم بسرعة في مجال الصيرفة الاسلامية عامة وصدار الصكوك خاصة منذ ثلاثين سنة تقريبا.

## V النتائج والتوصيات والاقتراحات:

**اختبار الفرضية:** توجد علاقة ما بين الصكوك و تطور السوق المالي الاسلامي الماليزي، اي ان اصدارات الصكوك تفسر معنويا تطور السوق المالي الاسلامي الماليزي.

توصلت الدراسة القياسية باستخدام طريقة المربعات الصغرى المعدلة كليا **FMOLS** الى قوة العلاقة التوازنية بين الصكوك والسوق المالي الاسلامي على المدى الطويل. ف 99% من التغير في السوق المالي الاسلامي بماليزيا تفسره تغيرات الصكوك، اي انه توجد علاقة طردية بين المتغيرين، فكلما زاد اصدار الصكوك بوحدة واحدة أدى ذلك الى إرتفاع نشاط السوق المالي الاسلامي في الاجل الطويل بـ 2,62 وحدة، وهذا ما يوضح التأثير الكبير للصكوك على السوق المالي الاسلامي بماليزيا.

وعليه فانه يمكن الاخذ بالتجربة الماليزية في اصدار الصكوك ودعمها القوي للتنمية وترك جوانب اخرى خصوصا ان الجانب الشرعي والفقهي لإصدار والتعامل بالصكوك على مستوى سوق الصكوك الاسلامي بماليزيا تعرض ولا زال يتعرض للعديد من الانتقادات ووجهات النظر بخصوص توافق الصكوك المصدرة سواء بالعملة الماليزية او بعملات اخرى مع أحكام الشريعة الاسلامية خاصة مسألة جواز بيع الدين اي توريق الديون في الذمم على الرغم من ان هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الدولية اقرت بعدم جواز تصكيك الديون في الذمم وذلك لعدم جواز بيع الدين عند جمهور الفقهاء. بينما في ماليزيا تتم عملية إصدار هذه الصكوك عن طريق بيع العينة التي يعتبر التحايل على الربا.

## VI المراجع:

1. أ. شعبان محمد علي، "الصكوك ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية"، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية (مصر)، 2014.



2. أ. هادي كاظم الحسناوي، "طرق القياس الإقتصادي"، دار وائل، عمان (الأردن)، 2002.
3. ر. بن زيد وع. بخالد، "دور الصكوك الوقفية في تمويل التنمية المستدامة"، مجلة اداء المؤسسات الجزائرية، العدد 2، 2013.
4. ر. محمود، "الصكوك الإسلامية في ضوء المعاملات المصرفية في الرأسمالية والإسلام وأسرار الصكوك في مصر والعالم"، منشأة المعارف، الإسكندرية (مصر)، 2013.
5. ع. ر. زيدان، "صناعة الصكوك الإسلامية خلال الفترة 2001-2015: الواقع، التحديات والآفاق"، مجلة الاقتصاد والمالية، المجلد 5، العدد 1، 2019.
6. ع. عبد الفضيل عيد، "الصكوك الاستثمارية الإسلامية: دراسة مقارنة"، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية (مصر)، 2015.
7. ك. رزيق وأ. شيخ التهامي، "أهمية الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات المستدامة-الصكوك الخضراء نموذجاً"، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 10، العدد 1، 2019.
8. م. شيخي، "طرق القياس الإقتصادي: محاضرات وتطبيقات"، ط1، دار الحامد، عمان (الأردن)، 2011.
9. ه. محمد صبري، "أحكام السوق المالية: الأسهم والسندات ضوابط الانتفاع والتصرف بها في الفقه الإسلامي"، دار النفائس، عمان، (الأردن)، 1999.
10. هيئة الأوراق المالية الماليزية، التقرير السنوي، 2003، 2005.
11. ي. حسن يوسف، "الصكوك المالية وأنواعها"، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية (مصر)، 2014.
12. Berson G et Pirotte A, Econométrie des Séries Temporelles, PUF, Paris, 1995.
13. Global sukuk market 2016: A record year for corporate issuance, 27 march 2017, word islamic finance marketplace: [www.mifc.com](http://www.mifc.com)
14. Hansen B.E , Testing for parameter instability in linear models, Journal of Policy Modeling, 14 (4),1992.
15. <http://www.ibbm.org.my/v2/wp-content/uploads/2011/06/CIAFIN-Oct-08-Chap-1.pdf>
16. Hurlin C, La Méthode d'Estimation des Moindres Carrés Modifiés, 1998 <http://www.univ-orleans.fr/deg/masters/ESA/CH/FullyModified.pdf>
17. Malaysian investment development authority, august 2013\_ [:http://www.mifc.com/index.php?ch=28&pg=72&ac=45&bb=uploadpdf](http://www.mifc.com/index.php?ch=28&pg=72&ac=45&bb=uploadpdf)
18. Razazila .W and Abdullah. w; Roudaki .J; Murray .C , The evolution of the Islamic capital market in Malaysia, [http://www.victoria.ac.nz/sacl/about/events/past-events2/past-conferences/6ahic/publications/6AHIC-75\\_FINAL\\_paper.pdf](http://www.victoria.ac.nz/sacl/about/events/past-events2/past-conferences/6ahic/publications/6AHIC-75_FINAL_paper.pdf)
19. Siti Naaishah Hambali, Jasri J, Hasani M .A and Nazura A.M, Syari'ah Compliant Issues In The Islamic Capital Market and Shari'ah Screening in Malaysia: <http://www.aseanlawassociation.org/11GAdocs/workshop3-malaysia.pdf>
20. Yildirim .S, Yildirim .D C, Diboglu .P, Does Sukuk Market Development Promote Economic Growth, PSU Research Review, Emerald Publishing Limited, Prince Sultan University, july 2020.

## VII الملاحق: اختبار الاستقرار - اختبار جذر الوحدة للسلاسل -

السلسلة Y

Null Hypothesis: Y has a unit root  
Exogenous: Constant, Linear Trend  
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

	t-Statistic	Prob.*
<b>Augmented Dickey-Fuller test statistic</b>	<b>-1.062436</b>	<b>0.9037</b>
Test critical values:		
1% level	-4.667883	
5% level	-3.733200	
10% level	-3.310349	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.  
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations  
and may not be accurate for a sample size of 16

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
Dependent Variable: D(Y)  
Method: Least Squares  
Date: 02/22/19 Time: 09:46  
Sample (adjusted): 2003 2018  
Included observations: 16 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Y(-1)	-0.233987	0.220236	-1.062436	0.3074
C	-202.6056	206.7655	-0.979881	0.3450
@TREND("2002")	45.42553	25.37302	1.790308	0.0967

Null Hypothesis: Y has a unit root  
Exogenous: Constant  
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

	t-Statistic	Prob.*
<b>Augmented Dickey-Fuller test statistic</b>	<b>0.015091</b>	<b>0.9468</b>
Test critical values:		
1% level	-3.920350	
5% level	-3.065585	
10% level	-2.673459	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.  
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations  
and may not be accurate for a sample size of 16

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
Dependent Variable: D(Y)  
Method: Least Squares  
Date: 02/22/19 Time: 09:47  
Sample (adjusted): 2003 2018  
Included observations: 16 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Y(-1)	0.002859	0.189436	0.015091	0.9882
C	114.5236	114.7443	0.998076	0.3352

Null Hypothesis: Y has a unit root  
Exogenous: None  
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

	t-Statistic	Prob.*
<b>Augmented Dickey-Fuller test statistic</b>	<b>0.564688</b>	<b>0.8273</b>
Test critical values:		
1% level	-2.717511	
5% level	-1.964418	
10% level	-1.605603	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.  
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations  
and may not be accurate for a sample size of 16

السلسلة X

Null Hypothesis: X has a unit root  
Exogenous: Constant, Linear Trend  
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.792260	0.9445
Test critical values:		
1% level	-4.667883	
5% level	-3.733200	
10% level	-3.310349	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.  
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations  
and may not be accurate for a sample size of 16

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
Dependent Variable: D(X)  
Method: Least Squares  
Date: 02/22/19 Time: 09:48  
Sample (adjusted): 2003 2018  
Included observations: 16 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X(-1)	-0.172766	0.218068	-0.792260	0.4424
C	-65.20425	72.24942	-0.902488	0.3832
@TREND("2002")	15.73692	9.196187	1.711244	0.1108

Null Hypothesis: X has a unit root  
Exogenous: Constant  
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	0.352662	0.9734
Test critical values:		
1% level	-3.920350	
5% level	-3.065585	
10% level	-2.673459	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.  
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations  
and may not be accurate for a sample size of 16

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
Dependent Variable: D(X)  
Method: Least Squares  
Date: 02/22/19 Time: 09:48  
Sample (adjusted): 2003 2018  
Included observations: 16 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X(-1)	0.063495	0.180045	0.352662	0.7296
C	38.73455	41.73291	0.928153	0.3691

Null Hypothesis: X has a unit root  
Exogenous: None  
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	1.027967	0.9118
Test critical values:		
1% level	-2.717511	
5% level	-1.964418	
10% level	-1.605603	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.  
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations  
and may not be accurate for a sample size of 16

(1) عادل عبد الفضيل عيد، 2015، ص 408.

(2) يوسف حسن يوسف، 2014، ص 284.

(3) عادل عبد الفضيل عيد، 2015، ص 409.

(4) يوسف حسن يوسف، 2014، ص 284.

(5) احمد شعبان محمد علي، 2014، ص 232.

(6) زياد جلال الدماغ، 2012، ص249.

(7) المصدر نفسه، ص250.

(8) المصدر نفسه، ص251.

(9) المصدر نفسه، ص253.

(10) المصدر نفسه، ص254.

(11) المصدر نفسه، ص255.

(12) MIFC, 2013.

(13) هيئة الاوراق المالية الماليزية، التقرير السنوي 2003، ص45.

(14) Wan razazila wan Abdullah; Jamal Roudaki

(15) Siti Naaishah Hambali, Jasri Jamal, Hasani Mohd Ali and Nazura Abdul Manap

(16) IBBM, 2011

(17) هارون محمد صبري، 1999، ص 211.

(18) هيئة الاوراق المالية الماليزية، 2005، ص 14.

(19) أموري هادي كاظم الحسنوي، 2002، ص 7.

(20) Bersson G et Pirotte A, 1995 , PP225-226.

(21) شيخي محمد، 2011، ص 19.

(22) Christophe Hurlin ,1998 , p2.

(23) Hansen B.E , 1992 , pp 520-521.