

فعالية اصدار الصكوك الاسلامية في الاسواق المالية (دراسة ميدانية للاسواق المالية الاسلامية ماليزيا ،الباكستان، اندونيسيا في الفترة 2009-2001)

فريدة تلي¹، الزهرة بن بريكة²،

¹ جامعة محمد خيضر (بسكرة)، foufatell@yahoo.fr

² جامعة محمد خيضر (بسكرة)، z.benbraika@univ-biskra.dz

تاريخ الاستلام: 2020/07/18 تاريخ القبول: 2020/11/04 تاريخ النشر: 2020/11/09

Abstract Instruments in the Financial markets and the impact of Asaddart Islamic financial instruments on the general index of the markets under study, and the study sample of a set of general indicators of financial markets under study, and versions of instruments for those markets during the period from formation 2001 to 2009. To address the problem of the subject and test imposed been relying on statistical analysis, specifically the correlation coefficient. Using spss 22 program. According to annual data rates of the general indicators selected markets and volume of Sukuk issuance throughout the period under study. The study concluded that the size of the version instruments impact on the general indicators of financial markets, according to the proportion of its control over the financial markets studied belong to them.

Key words: Islamic financial instruments, financial markets, the general index of the market. the

المخلص: يهدف هذا البحث إلى دراسة فعالية الصكوك المالية الإسلامية في الأسواق المالي ومدى تأثير إصدارات الصكوك المالية الإسلامية على المؤشر العام للأسواق محل الدراسة، وتتمثل عينة الدراسة من مؤشرات العامة لأسواق المالية محل الدراسة و إصدارات الصكوك لتلك الأسواق خلال الفترة 2001-2009. ولمعالجة إشكالية البحث وإختبار فرضيته تم الاعتماد على معامل الارتباط. بإستخدام برنامج spss 22 ، وفقا لمعطيات السنوية لأسعار مؤشرات العامة للأسواق المختارة وحجم إصدارات الصكوك طوال الفترة محل الدراسة. وقد خلص البحث إلى أن لحجم الإصدار الصكوك أثر على المؤشرات العامة للأسواق المالية وفقا لنسبة سيطرتها على هذه الأسواق المالية المدروسة المنتمية إليها.

الكلمات المفتاح : الصكوك المالية الإسلامية ، الأسواق المالية ، المؤشر العام للسوق ، معامل الارتباط.

1. مقدمة.

ان ابتكار الادوات المالية و خاصة منها الاسلامية اصبحت ضرورية للصناعة المالية التي تستبعد الربا و الغرر وكل المعاملات الأخلاقية في المعاملات المالية و الاموال :و من بين هذه الادوات المالية اما يسمى بالصكوك المالية الاسلامية التي لها انتشار واسع في تمويل الاسواق المالية الاسلامية و الغير الاسلامية مما لها من امتيازات في ادارة المخاطر و التحوط منها و مواجهة الازمات المالية : فهي وسيلة تمويلية وفق الشريعة الاسلامية مثل الصكوك الاجارة و السلم وغيرها لمواكبة متطلبات الصناعة المالية التمويلية كبديل عن السندات التي تتعامل بفوائد.

لذا نجد هذا النوع من الادوات لمالية (الصكوك المالية الاسلامية) يقبل عليها المستثمرون المسلمون و الغير مسلمون و انتشرت على مستوى دول العالم. و من هذا المنطلق جاءت هذه الرقة البحثية لاختبار فعالية الصكوك الاسلامية على اداء الاسواق المالية ، و منه طرح الاشكالية التالية :

ما مدى فعالية الصكوك الاسلامية على الاسواق المالية ؟

فرضية البحث:

كلما زاد حجم و اداء الصكوك الاسلامية اثر ذلك ايجابا على اداء السوق المالي ككل و العكس صحيح.

وتم استخدام الاساليب الاحصائية و الرياضية من اجل الاجابة على الإشكالية واختبار الفرضية البحث.

أهمية الموضوع: تبرز أهمية الموضوع في ابراز أهمية الصكوك الاسلامية و دورها الفعال في ادارة المخاطر البنكية ، و انواعها التي تناسب جميع النشاطات المالية للبنوك.

2. الاطار المفاهيمي للصكوك الإسلامية:

في هذا المحور سنحاول تسليط الضوء على مفهوم الصكوك الاسلامية : و ابراز أهم الخصائص التي تمتاز بها و الصوابط الشرعية لها.

1.2. مفهوم الصكوك الاسلامية :

هناك العديد من التعاريف للصكوك الاسلامية : كما هناك تضارب في تعريف الصكوك الاسلامية بين جمهور الباحثين و من بين هذه التعاريف التالية:

فعالية اصدار الصكوك الاسلامية في الاسواق المالية (دراسة ميدانية للاسواق المالية الاسلامية ماليزيا ،الباكستان، اندونيسيا في الفترة 2001-2009)

تعرف الصكوك الاسلامية بانها " تحويل الموجودات العينية او المنافع الى صكوك قابلة للتداول مع مراعاة بعض الضوابط الشرعية التي تقوم على اساس ملكية المستثمر اصولا تدر دخلا يمثل عائد الصك" (سامر مظهر قطجعي، 2010، ص357)

عرفتها المحفظة الاستثمارية بانها "أوراق مالية ذات مدة قابلة للتداول تثبت ملكية حملتها لأصل مولد لدخل دوري" (بن عمر يوسف ، 2014، ص3)، كما عرفتها هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية الصكوك المالية الاسلامية بانها " و تائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة الملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين : أو نشاط استثماري خاص، و ذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك و قفل باب الاكتتاب و بدء استخدامها فيما اصدرت من اجله " (زياد جلال الدباغ، 2012، ص68)

كما عرفها مجتمع الفقه الاسلامي " إصدار اوراق مالية قابلة للتداول ، مبنية على مشروع استثماري يدر دخلا" (حكيم براضية ، 2011، ص74) ، من خلال عرض التعاريف السابقة يمكن القول ان عملية التصكيك هو عبارة عن آلية مالية حديثة النشأة حيث تعمل المؤسسة المالية على تحويل موجوداتها الى اوراق مالية (صكوك) و التي تدعى عملية التصكيك طبقا للشريعة الاسلامية و هي قابلة للتداول بغرض تقليل من المخاطر و توفير السيولة المالية اللازمة و التي تحتاجها المؤسسة لتمويل مشاريعها.

2.2 خصائص الصكوك الاسلامية:

تتميز الصكوك الاسلامية بمجموعة من الخصائص تُميزها عن باقي الاوراق المالية الأخرى التقليدية و تتمثل هذه الخصائص في (معطى الله خير الدين، شرياق رفيق، 2012، ص242) :

- الصكوك عبارة عن وثائق متساوية القيمة تصدر باسم مالكيها لاثبات حق مالكيها في الموجودات الصادرة بموجبها؛
- تكون الصكوك قابلة للتداول في سوق الاوراق المالية (البورصة) في اطار الشروط و الضوابط الشرعية لتداول الاصول و المنافع و الخدمات التي تمثلها؛

- تمثل الصكوك حصة شائعة في ملكية موجودات مخصصة للاستثمار ، أعيانا او منافعا او خدمات او خليط منها و من الحقوق المعنوية و الديون و النقود ، و لا تتل ديننا او التزاما في ذمك مصدرها؛
 - تعطي الصكوك الاسلامية الحق لحاملها في الحصول على الارباح (ان وجدت) التي يحققها ، و ستيلزم ذلك ضرورة فصل الذمة المالية للمشروع عن الذمة المالية للجهة المصدرة له؛
 - تصدر الصكوك الاسلامية على اساس عقد شرعي، و بضوابط شرعية تنظم إصدارها و تداولها ؛
 - الصكوك الاسلامية تخصص حصيلة الاكتتاب فيها للاستثمار في مشاريع او أنشطة تتفق مع احكام الشريعة الاسلامية؛
 - الصك الاسلامي يلزم صاحبه بتحمل مخاطر الاستثمار بنسبة ما يملكه من صكوك حيث تقوم الصكوك على مبدا المشاركة في الربح او الخسارة ؛
- 3. الضوابط الشرعية التي تحكم الصكوك الاسلامية :**
- يوصي المجلس الشرعي بهيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية (حسن حسين شحاته، بدون ذكر السنة ، ص ص5-6) :
- يحكم الصك عقود الاستثمار الاسلامية مثل : المشاركة و المضاربة ،السلم ، الاجازةو نحو ذلك من العقود غير المسماة (الحديثة) متى كانت تتفق مع احكام و مبادئ الشرعية الاسلامية ؛
 - يضبط الصكوك احكام المشاركة و منها خلق الاموال و المشاركة في الربح و الخسارة أي تطبيق مبدا ، الغنم بالغرم؛
 - يكون للجهة المصدرة للصكوك الاختيارية المستقلة، عن اشخاص المشتركين في الصكوك و هي المسؤولة عن إدارة الصكوك؛
 - يتولى ادارة الصكوك الجهة المصدرة لها و ذلك مقابل نسبة شائعة من العائد وفقا لفقهاء المشاركة؛
 - يجوز ان يتدخل طرف ثالث لضمان راس المال الصكوك او ضمان حد ادنى للعائد و يقوم بذلك على سبيل التبرع و المروءة، مثل الحكومة و لقد اجاز الفقهاء ذلك؛

فعالية اصدار الصكوك الاسلامية في الاسواق المالية (دراسة ميدانية للاسواق المالية الاسلامية ماليزيا ،الباكستان، اندونيسيا في الفترة 2001-2009)

- اذا حدثت خسارة لا قدرة الله بدون تقصير او اهمال او تعدي من الجهة المصدرة للصكوك و التي تتولى الادارة ، فتكون على المشاركين و ليس على الجهة و التي قد خسرت جهودها اما اذا اثبت تقصير و اهمال من الجهة التي تقوم بادارة المشروع ففي هذه الحالة تتحمل هي الخسارة وفقا لعقد المشاركة؛
- يتم قياس العوائد (الارباح) الدورية قبل نهاية اجل الصكوك وفقا لمبدأ لمحاسبة الفعلية او المحاسبة التقديرية في ضوء المعايير الشرعية التي تضبط ذلك؛
- لا تثبت ملكية الارباح الموزعة الدورية تحت الحساب الا بعد سلامة راس المال وفقا لمبدأ (الريح وقاية لراس المال) اي (لا ربح الا بعد سلامة راس المال)؛
- صيانة امن و امان و سيادة الدولة التي تنشأ فيها المشروعات التي تمول بالصكوك و حقوق الاجيال القادمة وفقا للقاعدة الشرعية (لاضرر ولا ضرار)؛
- يتم تداول الصكوك في السوق الاوراق المالية او باي وسيلة بديلة مناسبة وفق الضوابط الشرعية ،و يتم تقويم الصك عند التداول عن طريق المساومة و التراضي بين البائع و المشتري و ذلك في ضوء اللوائح و الشروط تنظم ذلك؛
- يجوز للجهة المصدرة للصكوك ان تتعهد باعادة شراء الصكوك من حاملها حسب القيمة السوقية لها او بالغر الذي تعرضه ويتم ذلك بالتراضي بين الطرفين و يتم استهلاك الصكوك اما مرة و احدة في نهاية اجل المشروع او العملية او مرة واحدة في نهاية اجل المشروع او العملية او على فترات دورية و هذا يطلق عليه اطفاء الصكوك ، و يجب الاثارة الى ذلك في نشرة الاكتتاب؛

4. انواع الصكوك الاسلامية:

قبل التطرق الى انواع الصكوك الاسلامية سنبرز اهمية هذه الصكوك بالنسبة للمصدر الاصلي و المستثمر ومن ثم الاقتصاد ككل.

1.4 أهمية الصكوك الاسلامية:

تتمثل أهمية الصكوك في جمع المصارف الإسلامية للأموال من أصحابها واستخدامها في الاستثمار، وذلك من خلال اقتناء موجودات تعود بعائد أو دخل، لأنها موظفة في مشروع أو نشاط اقتصادي، والجدير بالذكر أن جذب المصارف الإسلامية على هذه الأموال

وتحقيقها للسيولة اللازمة لتحقيق مشاريعها الاستثمارية بأقل تكلفة تمويل ممكنة، كما يتيح لحملة الصكوك المشاركة في الدخل الناجم عن النشاط الاقتصادي (نوال سمرد، رفيق بشوند، 2015، ص 6) .

كما يمكن تلخيص أهمية التصكيك الإسلامي في النقاط التالية (عبد القوي ريمان محمد عثمان ، 2009 ، ص ص 7-8):

- تساهم في إنعاش الاقتصاد وذلك بالاستفادة من رؤوس الأموال التي تعزف عن المشاركة في المشاريع التي تمول رويماً؛
- أتاحت للحكومات والشركات الحصول على تمويلات مشروعة تساعدها في التوسع في نشاطاتها ومشاريعها وتمويل العجز في الموازنة؛
- بديل شرعي لشهادات الاستثمار والسندات؛
- المساعدة في إدارة السيولة على مستوى الاقتصاد الكلي؛
- المساعدة في تطوير أسواق المال الإسلامية المحلية والعالمية من خلال إيجاد أوراق مالية إسلامية؛

- توفير تمويل مستقر وحقيقي للدولة ومن موارد موجودة أصلاً في الدورة الاقتصادية مما يقلل من الآثار التضخمية؛
- حلول مبتكرة لإشكالات تمويلية؛

2.4 أنواع الصكوك الإسلامية:

تتعدد الصكوك الإسلامية باختلاف آليات إصدارها ، التي تتم ووفق صيغ التمويل الإسلامي ، لذلك فإنه يمطن تصنيف تلك الصكوك على النحو التالي (الطيب داودي، صابرينة كردودي ، 2014 ، ص 3) :

- صكوك السلم: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتحصيل راسمال السلم ، وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك .
- صكوك المراجعة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المراجعة و تصبح سلعة المراجعة مملوكة لحملة الصكوك .
- صكوك الاستصناع : هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة ، ويصبح المصنوع مملوكا لحملة الصكوك .

فعالية اصدار الصكوك الاسلامية في الاسواق المالية (دراسة ميدانية للاسواق المالية الاسلامية ماليزيا ،الباكستان، اندونيسيا في الفترة 2001-2009)

- صكوك الاجارة: هي صكوك ذات قيمة متساوية تمثل ملكية اعيان مؤجرة، او منافع او خدمات ،وهي قائمة على اساس عقد الاجارة كما عرفتة الشريعة الاسلامية.
 - صكوك المشاركة: هي وثائق متساوية القيمة يتم اصدارها لاستخدام حصيلتها في انشاء مشروع ،او تطوير مشروع قائم ،او تمويل نشاط ،ويصبح المشروع او الموجودات النشاط مملوكا لحملة الصكوك في حدود حصصهم ،وتدار الصكوك بتعيين احد الشركاء او غيرهم.
 - صكوك المضاربة: عقد على الشركة براس المال من طرف ،والسعي والعمل من طرف آخر ، وصورتها الحديثة في الاعمال المصرفية الاسلامية يقدم البنك ما يعرف براس المال المضاربة الى العميل المضارب الذي يبذل جهده في استثماره ،بنحو مطلق او مقيد و الربح بزرع بين البنك و العميل بحسب النسب الشائعة المتفق عليها في العقد و تكون الخسارة على رب المال وحده أي البنك و العامل يخسر جهده و تعب ووقته ،الا ان تكون الخسارة ناشئة من التعدي او التقصير او مخالفة الشروط العقدية من قبل المضارب وهو العميل. (محمد محمودالعجولي ،2008،ص 213).
 - صكوك المزارعة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لإستخدام حصيلة الإكتتاب فيها في تمويل مشروع على اساس المزارعة ،ويصبح لحملة الصكوك حصة من المحصول وفق ما حدد العقد .
 - صكوك المساقاة:هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لإستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة ،والانفاق عليها و رعايتها على اساس عقد المساقاة ،ويصبح لحملة الصكوك حصة من المحصول وفق ما حدده العقد.
 - صكوك المغارسة:هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لإستخدام حصيلتها في غرس اشجار و فيها يتطلبه هذا الغرس من اعمال و نفقات على اساس عقد المغارسة، و يصبح لحملة الصكوك حصة في الارض و الغرس.
 - صكوك الوكالة:هي وثائق متساوية القيمة تمثل مشروعات او أنشطة تدار على اساس الوكالة بالاستثمار بتعيين وكيل عن حملة الصكوك لادارتها.
- 3.4 الفرق بين التصكيك الاسلامي و التصكيك التقليدي:

تعتبر هاتين العملتين احد طرق التمويل للمية للاقتصاد، الا انهما لهما اوجه اختلاف يمكن توضيحه في الآتي (اتحاد المصارف العربية، 2008، ص ص 17-18) :

- نوعية الموجودات ،حيث التصكيك من الزاوية الاسلامية ضوابط محددة لنوعية الموجودات التي تمثلها (الموجودات المحرمة).
- بيع الموجودات وهو عبارة عن خصم ديون في النظام التقليدي وعملية بيع او حوالة او صرف في عملية التصكيك الاسلامي .
- العلاقة بين المورق الأصلي والشركة ذات الغرض الخاص شكلية في الإطار التقليدي بنما هي علاقة حقيقية في النظام الاسلامي .
- عدد الأوراق المالية المصدرة بموجب عملية التوريق الاسلامي عادة متعددة بينما هي وحيدة في النظام الاسلامي .
- العائد علي الورقة المالية المصدرة قد يكون فائدة ثابتة في النظم التقليدية بينما يكون عائداً متغيراً او مستقراً من الناحية التقليدية .
- وجود هيئة رقابة شرعية تراقب عملية وهيكلية اصدار الصكوك الاسلامية .
- يتم التداول بدون شروط في النظام التقليدي بينما يتم بشروط محددة في حالة النموذج الإسلامي للتصكيك.

5. النتائج التطبيقية للدراسة :

من خلال هذا المحور سنحاول عرض مجتمع الدراسة و العينة مع تحديد المتغيرات و كيفية قياسها ،مع ابراز أدوات الاحصائية المستعملة و تفسير نتائج الدراسة المتحصل عليها.

1.5 مجتمع و عينة الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة على الاسواق المالية (السوق المالي الماليزي ، السوق المالي الباكستانيو السوق المالي الاندونيسي) مراعين في ذلك تصنيفها عالميا من حيث حجم الاصدارات للصكوك الاسلامية ،و كذلك الموقع الجغرافي ،وتوفر المعلومات لهذين الاسواق و تم العمل على المؤشرات العامة لهذه الاسواق .
و الجدول التالي يوضح المؤشرات العامة للاسواق المالية محل الدراسة

فعالية اصدار الصكوك الاسلامية في الاسواق المالية (دراسة ميدانية للاسواق
المالية الاسلامية ماليزيا ،الباكستان، اندونيسيا في الفترة 2001-2009)

الجدول 1: مؤشرات العامة للاسواق المالية محل الدراسة

اسم السوق	اسم المؤشر	العملة العامة للمؤشر
السوق المالي الماليزي	KLCI	الرنخت الماليزي
السوق المالي الباكستاني	KSE	الروبية الباكستاني
الوس المالي الاندونيسي	JKSE	الروبية الاندونيسية

المصدر: من اعدا الباحثان بالاعتماد على الموقع الالكتروني

<http://sa.investing.com/indices/uk-100-historical-data?cid=27517>

تحديد متغيرات الدراسة: نحن بصدد دراسة تأثير الصكوك الاسلامية على فاعلية

الاسواق المالية لذلك لدينا:

متغير تابع : و هو قيمة المؤشر العام لكل من الاسواق المالية محل الدراسة ، فهو متغير كمي و تم قياسه عن طريق اسعار لاغلاق السنوية لكل من المؤشرات العامة لاسواق المالية لفترة الدراسة 2009/2001.

المتغير المستقل: و هو حجم الاصدار للصكوك المالية الاسلامية للاسواق المالية و هو متغير كمي و تم قياسه من خلال قيمة الاصدارات السنوية للصكوك خلال فترة الدراسة 2009/2001.

و من خلال عرض متغيرا الدراسة تم اعتماد نموذج الانحدار الخطي العام لتحديد العلاقة بين المتغير التابع (Yt) و متغيرات المستقلة (Xt) و يمكن صياغته الاتي

$$Y_t = B_0 + B_1 X_{1t} + B_2 X_{2t} + \dots + B_k X_{kt} + U$$

حيث:

U : متغير عشوائي

B_k: معاملات الانحدار العام

و سيتم اختبار فرضية البحث القائلة : كلما زاد حجم اصدار الصكوك المالية الاسلامية في السوق المالي كلما زاد اداء المؤشر العام و العكس بالعكس.

و لدراسة هذه العلاقة تم الاستعانة برنامج SPSS version 22

6. تفسير نتائج الدراسة التطبيقية:

من خلال هذا المحور سيتم تحليل النتائج المتحصل عليها و الاجابة على فرضية الدراسة.

1.6 أثر اصدار الصكوك على المؤشر العام للسوق :

نحاول في هذه النقطة دراسة الارتباط بين الاصدارات الكلية السنوية للصكوك مع مؤشر العام لكل سوق من الأسواق الأوراق المالية المعنية بدراستنا، وذلك بالاستعانة بالبرنامج الاحصائي SPSS ؛

• دراسة الارتباط بين إجمالي إصدار الصكوك الإسلامية والمؤشر العام لسوق الأوراق المالية الماليزي

تبين هذه الدراسة ابراز الدور الذي تلعبه الصكوك المصدرة في التأثير على أحد أهم المؤشرات المالية في ماليزيا، وهو COMPOSIT INDICE وهذا حتى نخرج بنتائج تساعد على فهم ما هو دور الصكوك الإسلامية في الأسواق المالية.

بفرض أن: SUK GLOB إجمالي إصدار الصكوك الإسلامية السنوية لكل سنة من سنوات الدراسة في ماليزيا.

IND COMP المؤشر العام لسوق الأوراق الماليزي لآخر يوم تداول من شهر ديسمبر من كل سنة من سنوات الدراسة.

وباستخدام برنامج SPSS يمكن اختيار الفرضيتين التاليتين:

H_0 : المتغير المفسر SUK GLOB ليس له علاقة بالمتغير التابع COMP IND.

H_1 : المتغير المفسر SUK GLOB له علاقة بالمتغير التابع COMP IND.

وبالاستعانة بالمعطيات المتعلقة بإصدارات الصكوك السنوية والمؤشر العام للبورصة الماليزية COMP IND المتحصل عليهما للفترة الممتدة من 2001 إلى 2009 المبينة في الملحق رقم (01) تحصلنا على النتائج والتي لخصناها في الجدول التالي:

فعالية اصدار الصكوك الاسلامية في الاسواق المالية (دراسة ميدانية للاسواق
المالية الاسلامية ماليزيا ،الباكستان، اندونيسيا في الفترة 2001-2009)

الجدول رقم(2) ملخص دراسة أثر إصدار الصكوك على المؤشر العام للسوق المالي الماليزي:

INDIC KLCI	696,507	0,030	Sukuk
T	15,629	7,938	
R	0 ,949		
R2	0 ,900		
F	63,015		
Sig	0,000	100 %	

المصدر : من إعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS و الاعتماد على الملحق رقم (01).

يتبين من خلال هذا النموذج أن العلاقة طردية بين إجمالي إصدار الصكوك الإسلامية والمؤشر العام لسوق الماليزي وأن العلاقة قوية بينهما، ويظهر ذلك من خلال: - t-statistic : إحصائية ستودنت المحسوبة المقدرة بـ 15,629 أكبر من الجدولة وعليه فان العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع لها معنوية احصائية ،مما يعني قبول H1 و رفض H0 - الإحصائية F المحسوبة وتساوي 63,015.

- دلالة صحة النموذج SIG - تساوي 0.000 بمعنى صحة قيام نموذج بين المتغير المستقل الصكوك الإسلامية للفترة 2001 / 2009 ومؤشر أسعار سوق العام الماليزي لنفس الفترة مقبول بنسبة % 100 أي يمكن الاعتماد على هذا النموذج لقياس أثر الصكوك الإسلامية على مؤشر العام لسوق الماليزي. وعليه يدل النموذج على وجود ارتباط بين إجمالي اصدار الصكوك الاسلامية ومؤشر العام لسوق المالي الماليزي، وهو ارتباط قوي ويقدر بـ %94 (R 0 ,949)، في حين أن العلاقة بين المتغيرين جيدة وتقارب %90 .R2.

• دراسة الارتباط بين إجمالي إصدار الصكوك الإسلامية والمؤشر العام لسوق الأوراق المالية الاندونيسية:

وتمكن هذه الدراسة إبراز الدور الذي تلعبه الصكوك المصدرة في التأثير المؤثر العامل للأسواق المالية الاندونيسية ، وهو المؤشر JKSE وهذا حتى نخرج بنتائج تساعد على فهم ما هو دور الصكوك في الأسواق المالية.

بفرض أن: SUK GLOB إجمالي إصدار الصكوك الإسلامية السنوية في اندونيسيا. JKSE INDIC المؤشر العام للسوق المالي الإماراتي لآخر يوم تداول من شهر ديسمبر .

وباستخدام برنامج SPSS يمكن اختيار الفرضيتين التاليتين:

H0 المتغير المفسر SUK GLOB ليس له علاقة بالمتغير التابع JKSE IND.

H1 المتغير المفسر SUK GLOB له علاقة بالمتغير التابع JKSE IND.

وبالاستعانة بالمعطيات المتعلقة بإصدارات الصكوك السنوية والمؤشر العام للسوق المالي الاندونيسي JKSE INDICE المتحصل عليهما للفترة الممتدة من 2001 إلى 2009 المبينة في الملحق رقم (02) تحصلنا على النتائج المبينة والتي لخصناها في الجدول التالي :

الجدول رقم (03) ملخص دراسة أثر إصدار الصكوك على المؤشر العام للسوق المالي

Indic JKSE	1288,276	0,470	Sukuk
T	3,636	0,318	
R	0,119	-	
R2	0,014	-	
F	0,101	-	
Sig	0,760	24%	

المصدر : من إعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS والاعتماد على الملحق رقم (02) .

يتضح من خلال هذا النموذج أنه لا توجد علاقة بين إصدار الصكوك الإسلامية والمؤشر العام للسوق الإماراتي JKSE IND ، وما يؤكد ذلك :

- t-statistic للمتغير المستقل أقل من 2، مما يعني رفض H1 وقبول H0

- قيمة الاحتمال اقل للمتغير المستقل، من 0.05 فهذا يعني رفض H1 وقبول H0

فعالية اصدار الصكوك الاسلامية في الاسواق المالية (دراسة ميدانية للاسواق
المالية الاسلامية ماليزيا ،الباكستان، اندونيسيا في الفترة 2001-2009)

- الإحصائية F صغيرة جدا وتساوي 0,101
- كلا من R, R2, sig تساوي 11% , 1,4% , 24% وهذا يعني وجود ارتباط وعلاقة
ضعيفة جدا لهذا النموذج.

• دراسة الارتباط بين إجمالي إصدار الصكوك الإسلامية والمؤشر العام لسوق
الأوراق المالية الباكستاني:

وتمكن هذه الدراسة من إبراز الدور الذي تلعبه الصكوك المصدرة في التأثير على
المؤشر العامل للأسواق المالية الباكستانية ، وهو INDICE KSE وهذا حتى نخرج بنتائج
تساعد على فهم ما هو دور الصكوك في الأسواق المالية.

بفرض أن: SUK GLOB إجمالي إصدار الصكوك الإسلامية السنوية في الباكستانية.
IND KSE المؤشر العام للسوق المالي الباكستاني لآخر يوم تداول من شهر
ديسمبر .

وباستخدام برنامج SPSS يمكن اختيار الفرضيتين التاليتين:

H0 المتغير المفسر SUK GLOB ليس له علاقة بالمتغير IND KSE.

H1 المتغير المفسر SUK GLOB له علاقة بالمتغير التابع IND KSE.

وبالاستعانة بالمعطيات المتعلقة بإصدارات الصكوك السنوية والمؤشر العام للسوق
المالي الباكستاني IND KSE المتحصل عليهما للفترة الممتدة من 2001 إلى 2009
المبينة في الملحق رقم 03 تحصلنا على النتائج المبينة والتي لخصناها في الجدول التالي:
الجدول رقم 4: ملخص دراسة أثر إصدار الصكوك على المؤشر العام للسوق المالي
الباكستاني :

Indi KSE	98,827	0,003	Sukuk
T	1,131	0,629	
R	0,231		
R2	0,053		
F	0396		
Sig	0,54	46 %	

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على برنامج SPSS والاعتماد على الملحق رقم: (03).

يتضح من خلال هذا النموذج أنه لا توجد علاقة بين إصدار الصكوك الإسلامية والمؤشر العام للسوق الباكستاني KSE IND، وما يؤكد ذلك :

- t-statistic: للمتغير المستقل أقل من 2، مما يعني رفض H1 وقبول H0 .

- قيمة الاحتمال اقل للمتغير المستقل، من 0.05 فهذا يعني رفض H1 وقبول H0 .

- الإحصائية F صغيرة جدا وتساوي 0,396

- كلا من R, R2, sig تساوي 23,1% , 5,3% , 54% وهذا يعني وجود ارتباط وعلاقة

ضعيفة جدا لهذا النموذج.

7. الخاتمة.

إداء المؤشر العام للسوق له علاقة وطيدة بإصدار الصكوك المالية في حال إذا كان السوق يعتمد بشكل كبير على الصكوك المالية الإسلامية مثل ماليزيا حيث سجلت قيمة السوقية للمالية الإسلامية مقرنة بالمالية التقليدية نسبة 56% اما في الدول التي لا تعتمد على الادوات المالية الإسلامية، وبالخصوص الصكوك المالية الإسلامية فبالضرورة لا تكون للصكوك المالية الإسلامية أثر على مؤشرها العام للسوق، لأن المؤشر العام للسوق يعكس أدائه أداء جميع ما يتداول في السوق، فكلما زاد نسبة الصكوك المالية الإسلامية في السوق المالي زاد تأثيرها على المؤشر العام للسوق أي أنه توجد علاقة طردية بين المتغيرين فكلاما ارتفع حجم إصدارات الصكوك في السوق زاد تأثيرها على أداء المؤشر العام للسوق وعلى أداء السوق ككل والعكس تماما في حالة انخفاض .

من خلال ما سبق نستنتج بأن :

- للصكوك المالية الإسلامية أثر إيجابي على مؤشر العام للسوق المالي وعلى السوق المالي ككل نظرا لما تمتاز به من خصائص و لأدائها عالي في كافة الاسواق المالية التي تنتمي إليها ؛

- لكن درجة تأثيرها على المؤشر العام للسوق يعتمد على نسبة سيطرتها على السوق المالي وتواجدها فيه؛

**فعالية اصدار الصكوك الإسلامية الإسلامية في الاسواق المالية (دراسة ميدانية للاسواق
المالية الإسلامية ماليزيا ،الباكستان، اندونيسيا في الفترة 2001-2009**

• للصكوك المالية الإسلامية اثر إيجابي على اقتصاديات الدول التي تعتمد عليها في تمويلها؛

- للصكوك المالية الإسلامية اثر على الاسواق المتواجدة فيه ؛
- فعالية الصكوك الإسلامية وقوة اثرها على المؤشرات العامة للأسواق المالية يعتمد

على حجمها في هذه الأسواق

ومنه يؤكد صحة الفرضية : كلما زاد حجم إصدارات الصكوك المالية الإسلامية في السوق المالية ازيد أداء المؤشر العام لذلك السوق والعكس بالعكس ؛

قائمة المراجع.

الكتب:

- زياد جلال الدماغ،" الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية"، دار الثقافة، عمان، الطبعة الاولى 2012.
- محمد محمود العجلوفي،"البنوك الإسلامية احكامها ومبادئها وتطبيقاتها المصرفية، دار الميسرة ، الاردن ، الطبعة الاولى ، 2008.
- سامر مظهر قطقجي،"صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية"، شعاع النشر والعلوم، حلب، 2010.

المذكرات:

- بن عمر يوسف ،تقييم فعالية الصكوك المالية الإسلامية في الاسواق المالية "دراسة اثر المؤشرات العامة للأسواق الاوراق المالية التالية : (ماليزيا ، البحرين ، الامارات ، السعودية) خلال الفترة (2001-2012)، مذكرة ماستر تخصص مالية المؤسسة ،جامعة قاصدي مرباح ورقلة 2013/2014.

- حكيم براضية، التصكيك و دوره في ادارة السيولة بالبنوك الإسلامية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير تخصص محاسبة و مالية ،جامعة حسبية بن بوعلي الشلف 2010/2011.

مقالات:

- سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، إدارة المخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية، مجلة دراسات اقتصادية اسلامية المجلد 20 العدد 1.

- حسن حسين شحاته، مفهوم الصكوك الاستثمار الإسلامية و خصائصها و دورها في تمويل التنمية، بدون ذكر السنة النشر.
ملتقيات:

- نوال سمرد، رفيق بشوند، دور السوق المالي الإسلامي في معالجة السيولة النقدية- الصكوك الإسلامية نموذجاً- مداخلة مقدمة في المؤتمر الدولي الثاني للمالية والمصرفية الإسلامية أيام 28-30 جويلية 2015.

- معطي الله خير الدين، شرياق رفيق: الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، مداخلة مقدمة للملتقى الدولي حول مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، جامعة قلمة يومي 4/3 ديسمبر 2012.

- عبد القوي رمان محمد عثمان، الصكوك الإسلامية وإدارة السيولة، مداخلة مقدمة إلى المؤتمر الرابع للمصارف الإسلامية سورية 2009.

- الطيب داودي: صبرينة كردودي، كفاءة الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة، مداخلة مقدمة للمؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، يومي 5-6 ماي 2014.

- إتحاد المصارف العربية، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، مداخلة مقدمة لمنتدى المصرفية الإسلامية بيروت، 2008.

الملاحق.

الملحق رقم (01) : جدول يمثل إجمالي الإصدارات الصكوك السنوية للأسواق المالية الثلاث: ماليزيا، اندونيسيا، باكستان بالقيمة خلال الفترة 2001 الى الوحدة بالدولار الأمريكي 2009:

السنوات	ماليزيا	اندونيسيا	الباكستان
2001	680	-	-
2002	761	19	6

فعالية اصدار الصكوك الاسلامية في الاسواق المالية (دراسة ميدانية للاسواق
(المالية الاسلامية ماليزيا ،الباكستان، اندونيسيا في الفترة 2001-2009

2003	4,073	64	-
2004	4,957	84	-
2005	7,311	60	600
2006	17,060	-	180
2007	26,529	193	1,065
2008	5,897	681	214
2009	12,477	1,555	192

Source :Desktop research including daily news alert ,publications &
Jan 2001 – 31st December 2009 information providers

الملحق رقم (02) : جدول يمثل اسعار الإغلاق في 12/31/... من كل سنة للمؤشرات
العامة للأسواق المالية كل من ماليزيا واندونيسيا والباكستان خلال الفترة 2001 الى 2009

السنوات	ماليزيا KLSE	اندونيسيا JKSE	الباكستان KSE
2001	696,02	392,036	1273,06
2002	646,32	424,940	2701,41
2003	793,94	691,890	4471,60
2004	907,43	1000,233	6218,40
2005	899,43	1162,635	9556,61
2006	1096,24	1805,523	10040,50
2007	1445,03	2745,826	14077,16
2008	876,78	1355,408	58665,01
2009	1272,78	2534,356	9206,21

الملحق رقم (03) : الجدول يمثل إجمالي إصدار الصكوك واسعار اغلاق المؤشر العام
في كل سنة للسوق المالي الماليزي خلال الفترة 2009/2001 :

السنوات	المتغير التابع قيمة المؤشر	المتغير المستقل حجم الصكوك المصدرة
---------	----------------------------	------------------------------------

تلي فريدة / بن بريكة الزهرة

680	696,02	2001
761	646,32	2002
4073	793,94	2003
4957	907,43	2004
7311	899,43	2005
15060	1096,24	2006
26529	1445,03	2007
5897	876,78	2008
12477	1272,78	2009

المصدر : من إعداد الباحثان بالإعتماد على الملحق رقم (01) ورقم (02)
الملحق رقم (04) : الجدول يمثل إجمالي إصدار الصكوك وأسعار اغلاق المؤشر العام
 في كل سنة للسوق الاندونيسي خلال الفترة 2009/2001:

المتغير التابع قيمة المؤشر	المتغير المستقل حجم الصكوك المصدرة	السنوات
392,036	-	2001
424,940	19	20012
691,890	64	2003
1000,233	84	2004
1162,635	60	2005
1805,523	-	2006
2745,826	193	2007
1355,408	681	2008
2534,356	1,555	2009

المصدر : من اعداد الباحثان بالاعتماد على الملحق (1) و(2)
الملحق رقم (05) : الجدول يمثل إجمالي إصدار الصكوك وأسعار اغلاق المؤشر العام
 في كل سنة للسوق الباكستاني خلال الفترة 2009/2001:

المتغير التابع قيمة المؤشر	المتغير لمستقل حجم الصكوك المصدرة	السنوات
----------------------------	-----------------------------------	---------

فعالية اصدار الصكوك الاسلامية في الاسواق المالية (دراسة ميدانية للاسواق
المالية الاسلامية ماليزيا، الباكستان، اندونيسيا في الفترة 2001-2009)

-	1273,06	2001
6	2701,41	2002
-	4471,60	2003
-	6218,40	2004
600	9556,61	2005
180	10040,50	2006
1,065	14077,16	2007
214	58665,01	2008
192	9206,21	2009

المصدر من اعداد الباحثان بالاعتماد على الملحق (1) و (2)

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation	Modifier les statistiques				
					Variation de R-deux	Variation de F	ddl1	ddl2	Sig. Variation de F
1	,949 ^a	,900	,886	89,48534	,900	63,015	1	7	,000

a. Prédicteurs : (Constante), sukuk

ال

ملحق رقم (05): إجمالي الصكوك من 2001 إلى 2009 المؤشر المالي KSE

⊕

ANOVA^a

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1	Régression	504603,743	1	504603,743	63,015	,000 ^b
	Résidus	56053,388	7	8007,627		
	Total	560657,131	8			

a. Variable dépendante : indic

b. Prédicteurs : (Constante), sukuk

Coefficients^a

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	T	Sig.	Corrélations			Statistiques de colinéarité	
	B	Ecart standard				Bêta	Corrélation simple	Partielle	Partielle	Tolérance
			1 (Constante)							
<u>Sukuk</u>	,030	,004	,949	7,938	,000	,949	,949	,949	1,000	1,000

a. Variable dépendante : indice

الملحق رقم (06): إجمالي الصوك من 2001 إلى 2009 المؤشر الاندونسي JKSE

Variables introduites/éliminées^a

Modèle	Variables introduites	Variables éliminées	Méthode
1	<u>inssurance sukuk^b</u>	.	Introduire

a. Variable dépendante : indice JKSE

b. Toutes les variables demandées ont été introduites.

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation	Modifier les statistiques				
					Variation de R-deux	Variation de F	ddl1	ddl2	Sig. Variation de F
1	,119 ^a	,014	-,127	913,248542	,014	,101	1	7	,760

a. Prédicteurs : (Constante), inssurance sukuk

ANOVA^a

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1	Régression	84228,533	1	84228,533	,101	,760 ^b
	Résidus	5838160,301	7	834022,900		
	Total	5922388,834	8			

a. Variable dépendante : indice JKSE

b. Prédicteurs : (Constante), inssurance sukuk

Coefficients^a

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.	Intervalle de confiance à 95,0% pour B		Corrélations	Statistiques de colinéarité
	B	Ecart standard				Borne inférieure	Borne supérieure		
			1 (Constante)					1288,276	354,284
<u>inssurance sukuk</u>	,470	1,479	,119	,318	,760	-3,028	3,968	,119	1,000

a. Variable dépendante : indice JKSE

فعالية اصدار الصكوك الاسلامية في الاسواق المالية (دراسة ميدانية للاسواق
المالية الاسلامية ماليزيا، الباكستان، اندونيسيا في الفترة 2001-2009)

الملحق رقم (07) اجمالي الصكوك مع المؤشر KSE الباكستاني

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation	Modifier les statistiques				
					Variation de R-deux	Variation de F	ddl1	ddl2	Sig. Variation de F
1	,231 ^a	,053	-,082	207,01499	,053	,396	1	7	,549

a. Prédicteurs : (Constante), *insurence sukuk*

Modèle	1	Coefficients ^a																
		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés		Intervalle de confiance à 95,0% pour B				Corrélations			Statistiques de colinéarité					
		B	Ecart standard	Bêta	T	Sig.	Borne inférieure	Borne supérieure	Corrélation simple	Partielle	Partielle	Tolérance	VIF					
		98,827	87,398		1,131	,295	-107,838	305,491										
		<i>insurence sukuk</i>	,003	,004	,231	,829	,549	-,007	,012			,231	,231	,231	1,000	1,000		

a. Variable dépendante : indice KSE