



الأسهم الاسلامية ملاذ آمن للاستثمار: دراسة تطبيقية باستخدام نموذج Garch على السوق المالي الماليزي في ظل أزمة كوفيد 19

Islamic Stocks, A Safe Haven For Investment: An Empirical Study Using The Garch Model on On The Malaysian Financial Market During The Covid-19 Crisis

بلعابد منال*

مخبر LFIEGE جامعة باجي مختار، عنابة

الجزائر

manel.belabed@univ-annaba.org

تاريخ النشر: 2022/04/22

تاريخ القبول: 2022/02/28

تاريخ الإرسال: 2022/01/08

ملخص:

عرفت المالية الاسلامية كنظام أكثر متانة خاصة في الأزمات، تهدف الدراسة لاختبار هذه الفرضية من خلال الاسقاط على السوق المالي الماليزي بمقارنة التقلب على المدى الطويل للمؤشر العام والمؤشر الاسلامي للفترة من 2015/1/2 الى 2021/6/30 باستخدام نموذج Garch، وقد وجدنا أن المؤشر الاسلامي كان الأكثر تقلبا. لكن بمقارنة تغير التقلب وسلوك المؤشرين في ظل الأزمة الناتجة عن تداعيات جائحة كوفيد 19، كان المؤشر الاسلامي أقل تأثر بالصدمة، مما يدعم الدراسات السابقة في متانة الأصول الاسلامية وكونها أصول أكثر أمانا خلال فترات الانكماش والركود الاقتصادي.

الكلمات المفتاحية: أسهم اسلامية؛ تقلبات؛ خطر مالي؛ محفظة؛ أزمة

Abstract

Islamic finance has been defined as a more robust system, especially in crises. The study aims to test this hypothesis by projecting on the Malaysian financial market by comparing the long-term volatility of the market index and its Islamic index from 02/01/2015 to 30/06/2021 using the Garch model, and we found that the Islamic index was the most volatile. But by comparing the change in volatility of the two indexes in period of the crisis resulting of the Covid-19 pandemic, the Islamic index was less affected by the shock, which supports previous studies in the solidity of Islamic assets and their being safer assets during periods of economic recession.

Key Words: Islamic stocks ; Volatility ; Financial risk ; Portfolio ; Crisis. (5 at least)

JEL Classification: G11; G13 ; G33.

* مرسل المقال: بلعابد منال manel.belabed@univ-annaba.org

المقدمة:

يشهد سوق الخدمات المالية الاسلامية نمو متسارع واهتمام متزايد في جميع الدول، خاصة بعد الأزمة المالية للرهن العقاري التي سلطت الضوء على أهمية الاستثمارات الأخلاقية والاجتماعية باعتبارها وسائل أكثر تعزيزا للنظام. برز التمويل الإسلامي في الستينيات بفضل الاهتمام المتجدد بالدين في الدول الإسلامية وتراكم فوائض



النقد الأجنبي في الخليج البترودولار، ثم تم تدويله بسرعة بسبب الهجرة ولكن أيضاً بسبب الإلحاح المتزايد والحاجة لنظام قائم على الأخلاقيات. ومع تزايد تطور مفهوم الاعمال الشرعية ووعي المسلمين بإدارة اعمالهم بطريقة توافق معتقداتهم الدينية، يميل هؤلاء للاستثمار في الشركات التي تطبق وتحترم القواعد الشرعية. كما أنه لم تعد المعتقدات الدينية فقط الدافع للاستثمار في الأصول الاسلامية فقد أصبحت الأخيرة تمثل ملاذ آمن للمستثمر المتجنب للمخاطرة. لقد أسالت أزمة الرهن العقاري الكثير من الحبر، وقد كان موضوع متانة الأصول المالية الاسلامية في مواجهة الأزمة بارز في العديد من الدراسات، ان ربط المالية الاسلامية بالجانب المالي ولحقيقي جعل لديها جذور عميقة ضمن صلابتها، أو حتى عطلت موجة العدوى من سلاسل التعثرات المالية للعديد من المؤسسات.

عند تحدث عن الأسواق المالية الاسلامية فسرعان ما يتبادر في الذهن السوق الماليزي باعتبارها الرائدة في هذا المجال ومن أول الدول التي روجت وطورت المنتجات المالية الاسلامية وجعلها محط أنظار المستثمرين. تعد سوق شامل للمنتجات الاستثمارية، وترتبط المشاركين في السوق المحلية والأجنبية بجميع أنواع الفرص لمساعدتهم على التوسع أو الاستثمار بتوفير مجموعة منتجات متنوعة من الأسهم والمشتقات والأصول الإسلامية. لكن في ظل الأزمة المالية الناتجة عن تداعيات فيروس كوفيد 19 التي عصفت بجميع الأسواق المالية والتي لم تكن ماليزيا بمنأى عنها. من هذا الاطار نحاول في دراستنا تقلبات مؤشرات السوق الماليزي العام والاسلامي، ومقارنة أدائهما خاصة في فترة الأزمة الأخيرة. نلخص اشكالية الدراسة في التساؤل التالي: هل مؤشرات الأسهم الاسلامية أقل تقلب وأكثر متانة في مواجهة صدمات الأسواق ؟

وفي ظل هذه الدراسة انطلقنا من الفرضيات التالية:

1- المؤشر الاسلامي أقل تقلب من المؤشر العام للسوق المالي الماليزي

2- المؤشر الاسلامي الماليزي أكثر متانة من المؤشر العام للسوق في ظل أزمة كوفيد 19.

أهمية وأهداف الدراسة: تثرى هذه الدراسة الأدبيات المالية في مجال التمويل الاسلامي بتقديم ودعم المؤشرات الاسلامية، وجعلها أكثر جاذبية بكونها أسهم أقل مخاطرة قد تمثل فرص ملاذ آمن بتقديم الحجج النظرية ودعم الدراسات السابقة بدراسة وفق الأحداث الأخيرة. وتساهم الدراسة في أدبيات التمويل الاسلامي بالنقاط التالية:

- تقديم الحجج النظرية لمتانة الأسهم الاسلامية مقارنة بالمؤشرات التقليدية
- قياس تقلب المؤشر العام للسوق المالي الماليزي والمؤشر الاسلامي
- تقصي سلوك مؤشرات الأسهم الماليزية في ظل الأزمة الناتجة عن تفشي فيروس كوفيد 19.

منهج الدراسة: من أجل اختبار الفرضيات تم اتباع المنهج الوصفي التحليلي من خلال الاعتماد على الأدبيات والدراسات السابقة لتغطية الجانب النظري، واعتماد نموذج GARCH(1.1) لقياس درجة التقلب للمؤشر العام الماليزي والاسلامي، باستخدام برمجية Eviews10



الدراسات السابقة: ان المبادئ العامة للمالية الاسلامية تجعل النظام المالي أكثر استقرار ومقاومة للصدمات، حيث أثبتت عدة دراسات أن مؤشرات المالية الاسلامية كانت أكثر متانة في ظل الأزمات مقارنة بمبئياتها. إن التمويل الإسلامي قادر على تقديم منحج بديل يمكن أن يجعل مساهمة كبيرة في الانتعاش الاقتصادي والمالي والاستقرار، بسبب سهولة الوصول إلى الحلول التمويلية والاستثمارية وتوافقها مع جميع المعتقدات الدينية ان الأدبيات المقارنة لأداء المؤشرات الإسلامية والتقليدية تقدم أدلة متضاربة، فبعض الدراسات وجدت أن المؤشرات الإسلامية قدمت أداء أفضل من المؤشرات التقليدية، بينما لم تجد دراسات أخرى ا فرقاً كبيراً بينهما. قد تعود الأسباب الاختلاف لعينة وفترة الدراسة، فبعض الدراسات تخص الدول ذات الأغلبية المسلمة وأخرى تعتمد على الدول ذات الأقلية المسلمة

في دراسة (Delle Foglie & Panetta, 2020) قام بالمقارنة بين سوق الأوراق المالية الإسلامية والأسواق التقليدية، للتعرف اذا كانت المؤشرات تمثل الملاذ الآمن "للمستثمرين؟"، و"هل يوفر الاستثمار في الأسهم الإسلامية فوائد التنوع التقليدية؟". من خلال إجراء مراجعة منهجية للأدبيات على عينة من المقالات المنشورة في المجلات الأكاديمية من عام 2009 إلى عام 2019، وخلص لعدم وجود توافق في الآراء بشأن الإجابات. قام (Sadeghi, 2015) بتحليل متانة وكفاءة الاستثمار المتوافق مع الشريعة الاسلامية من المنظور العالمي وعبر البلدان، ووجد أن الأسهم الاسلامية كانت أفضل أداء قليلا خلال فترة أزمة الرهن العقاري، فقد كانت أكثر مرونة ومتانة من نظيراتها على المدى الطويل وهذا لتعزيز مبادئ المالية الاسلامية أساسيات النظام وعدم الفصل بين الاستثمار المالي والاقتصادي، وقد كان الأداء أفضل في الدول ذات الأغلبية المسلمة لتوفر التنوع والسيولة من خلال ارتفاع الطلب على الاستثمارات الشرعية.

أظهر (Khaw, 2019) أن اعتماد مبادئ الشريعة يؤدي لتخفيض المخاطرة من خلال تدني مستوى الرفع المالي، وحظر الأنشطة التي تنطوي على مخاطر عالية، حيث تكون الشركات الشرعية انتقائية في قراراتها الاستثمارية والتمويلية. كما وجد (Mohd Allif Anwar & Norli, 2014) اختلاف كبير بين أداء الشركات خاصة في ظل الأزمات، حيث أثبتت الشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية أنها أكثر متانة في فترات الركود، وأنها تمثل فرص استثمارية لتحقيق التنوع في المحفظة.

أظهرت دراسة (Chidami, 2015) على المؤشرات الإسلامية (DJIMI و S&P Sharia و FTSE Sharia و MSCI Islamic) في سياق الأزمة المالية الأخيرة (2007-2008) أنها كانت أكثر ثباتاً. لكن المؤشرين الإسلاميين (الماليزي والإندونيسي) كانا أكثر تقلباً من نظرائهما التقليديين. وعلى الرغم من أن الأسواق الإسلامية تجنبت التعرض لأزمة الرهن العقاري، إلا أنها كانت عرضة لتأثير الجولة الثانية من الأزمة، نظراً لتأثير العدوى المالية التي تفاقمت بسبب ترابط الأسواق، فقد انتهى الأمر بالأزمة المالية إلى التأثير على المجال الحقيقي للاقتصاد.



تقدم دراسة (Azmat & others, 2018) دعماً قوياً للأسهم الإسلامية وبينت أنها توفر ملائمةً آمناً خلال الأزمات الاقتصادية والمالية، ويمكن للمستثمرين استخدامها لتنويع المحفظة

دراسة (Ahmed & Farooq, 2017) على منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا الفترة بين عامي 2003 و2013، قام فيها بدراسة سلوك ثلاثة محافظ ما قبل الأزمة المالية وبعدها، ووجد تأثير غير متماثل لسلوك التقلب بين المحافظ الثلاثة في ما قبل الأزمة المالية في مقابل ما بعد الأزمة المالية. وقد كانت المحفظة الأكثر توافقاً مع الشريعة الإسلامية الأكثر انخفاضاً في تأثير الصدمات على المدى القصير وتلاشي الأثر على المدى الطويل.

دراسة كل من (Ben Rejeb & Arfaoui, 2019) على عشرة مؤشرات للأسهم الإسلامية للفترة من 1996 إلى 2016 بينت أن أسواق الأسهم الإسلامية أكثر تقلباً من نظيراتها التقليدية. حيث أظهرت المؤشرات الإسلامية درجة أكبر من المخاطر مقارنة بالمؤشرات التقليدية. وقد وجد أن المؤشرات الإسلامية تستفيد من عائدي مرتبب بخطر أكبر من نقص التنويع مقارنة بالمؤشرات التقليدية. كما توصلت الدراسة لوجود ترابط قوي بين الأسواق في كل نوع من أنواع المؤشرات وأيضاً بين أسواق الأسهم التقليدية والإسلامية، خاصة أثناء أزمة الرهن العقاري. وهذا يدل على أن تأثيرات الأزمة قابل للانتقال بين أسواق الأسهم، وحتى أسواق الأسهم الإسلامية ليست محصنة بالكامل ضد تلك الآثار.

قامت دراسة (Merdad, kabir, & William, 2015) بمقارنة عوائد أسهم الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والشركات التقليدية وقد وجدت أثر سلبي لمعامل الشريعة الإسلامية على العوائد لارتفاع الخطر النظامي وقلة التنويع..

قام (Nicola & Batissi, 2015) بالمقارنة بين بيتا لعينة من الشركات المدرجة في بورصة ماليزيا، مصنفة وفقاً لمبادئ التمويل الإسلامي كان لديها في المتوسط مستوى من المخاطر المنتظمة (مقاس بالبيتا) أعلى من الشركات المدرجة غير المتوافقة مع الشريعة الإسلامية. كما وجدت دراسة (Balli & others, 2020) على أكثر من 100 سهم لشركات أمريكية كانت في البداية أسهم عادية، ثم تم قبولها لاحقاً كمتوافقة مع الشريعة واستمرت مع الوضع على مدار ما يقارب عشر سنوات حيث كان لديها بيتا أقل بالمقارنة مع الشركات غير الشرعية. أولاً أدت حالة التوافق في البداية إلى حدوث تقلبات عنيفة لكن مع تخفيف نسب القيود التي كانت في الحدود القصوى سمح الاسترخاء بتعزيز مركز المخاطر.

تشابه دراستنا في محتواه النظري مع الدراسات السابقة الذي يبرز أهمية وفوائد اعتماد التوافق مع الشريعة الإسلامية في الأسواق المالية، إلا أن حاولنا تقديم أهم الحجج النظرية المتوصل إليها. وتختلف دراستنا عن باقي الدراسة الأخرى في كونها دراسة مستحدثة بأخذ تأثير الأحداث العالمية الأخيرة لتفشي جائحة كوفيد 19 على تقلبات السوق المالي الماليزي المعروف بكونها أكثر الأسواق المالية الإسلامية اتساعاً وعمقاً. في حين ركزت أغلب الدراسات التي اختبرت متانة المؤشرات الإسلامية على تأثير أزمة الرهن العقاري.



I. الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية:

بدأ وضع معايير الفرز من قبل فريق من العلماء يتألف من محمد تقي عثمانى (باكستان)، صالح تاغ (تركيا) والشيخ محمد الطيب النجار (مصر) في عام 1987 بهدف إيجاد حل من شأنه أن يسمح للمستثمر المسلم تملك أسهم في الشركات المساهمة المدرجة. في وقت لاحق، بدأت فتوى فحص الأسهم في التسعينيات نتيجة فقاعة الإنترنت التي جذبت العديد من الشباب المسلمين للتداول في البورصة العالمية باستخدام ثروات أسرهم للاستفادة من العائد المرتفع. في هذه الفترة استفسر الشباب المسلمون الملتزمين عن جواز تداول هذه الأسهم. من أجل التعرف على الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، تم تقديم أول مؤشر للأسهم الإسلامية في ماليزيا من قبل RHB Unit Trust Management Bhd في عام 1996. ساعد هذا التطور في خلق المزيد من الفرص للمستثمرين الباحثين عن استثمارات شرعية ومديري الأصول لخلق منتجات جديدة.

هناك تسعة مؤشرات شرعية في العالم، بعض هذه المؤشرات أكثر تحديداً في إدراجها للأعمال والأنشطة غير المسموح بها وفقاً للشريعة الإسلامية بينما البعض الآخر أكثر تساهلاً. يمارس جميع المستخدمين طريقة فحص ذات مستويين: نوعي وكمي يختلف نطاق النسب المسموح بها بين المعايير. بعض البلدان لديها مجالس فحص شرعية خاصة بها وتضع معايير مختلفة اعتماداً على الأدوار والأهداف التي تلعبها في الصناعة.

يعد معيار المؤشر الشرعي للهيئة العالمية للمحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية أهم معيار للفحص للشرعي، وقد تم إصداره في 20 ماي 2004. نص المعيار على أن الاستثمار في الشركات التي تتعامل مع الفوائد أو غيرها من الأنشطة المحظورة غير مسموح به من حيث المبدأ ولكن يمكن الاستثمار في أسهمها كاستثناء في ظل شروط محددة.

المعيار الأول لجميع منهجيات الفحص الشرعي هو استبعاد الشركات التي يكون نشاطها التجاري الرئيسي محظوراً. إذا كان النشاط التجاري الرئيسي متوافقاً مع الشريعة الإسلامية، في حين أن بعض الأنشطة الثانوية ليست كذلك، يتحول الفحص إلى ما إذا كانت تلك الأنشطة الثانوية ضمن المعايير المقبولة أم لا.

المعيار الثاني: يشمل الفحص الكمي أو المالي بطريقتين:

- يتمثل النهج الأول في التأكد من أن الأصول الرئيسية للشركة ليست في الغالب نقدية أو متعلقة بالنقد. إذا كانت الأصول الرئيسية للشركة قائمة على النقد، ويجب ألا تكون الأصول الرئيسية للشركة في شكل ديون.
- النهج الثاني هو التأكد من أن الشركة لا تشارك بشكل مباشر أو غير مباشر في الأنشطة المتعلقة بالربا التي تتجاوز الحد المسموح المحدد كما يلي:
- النقد المودع في الأدوات القائمة على الفائدة يجب ألا يتجاوز 30% من القيمة السوقية لإجمالي حقوق ملكية الشركة.

• يجب ألا تتجاوز الديون الربوية 30% من القيمة السوقية للشركة

• إجمالي القيمة السوقية للأصول غير السائلة يجب أن لا تتعدى 30% من إجمالي القيمة السوقية للأصول.



في المقابل، يطبق المجلس الاستشاري الشرعي لهيئة الأوراق المالية في ماليزيا معيار بحد أقصى 33٪ من إجمالي الأصول للنقد المودع في الأدوات التقليدية، باستثناء الودائع في الحسابات الإسلامية. أما الديون الربوية مسقفة بحد أقصى 33 ٪ من إجمالي الأصول، باستثناء تسهيلات التمويل الإسلامي.

ان الفحص الشرعي للأسهم هو العمود الفقري لسوق رأس المال الإسلامي. إن منهجية الفحص الشرعي الفعالة والعملية هي المفتاح لوجود معيار قوي للأسهم، لأنه بناءً على هذا المعيار، يتم تحديد مصير الأسهم، من حيث كونها متوافقة مع الشريعة الإسلامية أو غير متوافقة. كلما كان معيار الفحص الشرعي قويًا من الناحية النظرية وقابل للتطبيق عمليًا، زادت ثقة المستثمرين والمتعاملين الآخرين في سوق رأس المال الإسلامي في السوق. (Ayedh, Shaharuddin, & Kamaruddin, 2019)

هناك الآن اهتمام كبير بالامتثال الشرعي للشركات المدرجة. مثل في الإمارات العربية المتحدة والبحرين وماليزيا، حتى في باكستان، أصدرت هيئة الأوراق المالية في عام 2016 تخفيضًا ضريبيًا بنسبة 2٪ لجميع الشركات المدرجة التي تم تصنيفها على أنها متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية. (Cheong, 2020)

II. التوافق مع الشريعة والمخاطرة

تشير الدراسات التحليلية والتجريبية إلى أن التوافق مع الشريعة الإسلامية قد يؤدي إلى عدد من الفوائد الهامة في سوق رأس المال قد تخفف من المخاطر على المستوى الكلي للأسواق والجزئي للشركات من خلال:

- تعزيز السيولة بتحسين فرص التنوع لدى المستثمرين، كما يمكن أن يسهل الوصول للمدخرات المكتنزة خارج دائرة البنوك لمعتقدات دينية وتوجيهها لاستثمارات منتجة. مما يحسن سيولة الأسواق ويوسع قاعدة المستثمرين، والذي بدوره ينمي تقاسم المخاطر ويقلل كلفة رأس المال.
- كما نجد أن حالة عدم تماثل المعلومة بين الإدارة وأصحاب المصالح التي تظهر نتيجة تفرد الإدارة ببعض المعلومات واستغلالها لتحقيق منفعة شخصية يعد منافي لمقاصد الشريعة، ويلزمها بالإفصاح عن جميع المعلومات، هذا ما يجعل الأسواق الإسلامية قد تصل مستوى الكفاءة القوي الذي يعد أهم أهداف النظرية المالية (Bruce & others, 2010)
- ان مبادئ المالية الإسلامية بمنع الربا والغرر، مشاركة العوائد وربط الاستثمار المالي بالحققي تسمح للشركة باعتماد أسس صحيحة تمكنها من مواجهة تقلبات الأسواق المالية. ففي ظل الاستدانة المنخفضة يقل خطر الرفع المالي ومستحقات الفوائد المركبة التي قد تزيد من تكاليف العجز المالي المباشرة المرتبطة بتكاليف الوكالة من أتعاب المحامين وتكاليف الاخلال بالعقود، أو الغير مباشرة كخطر خسارة عملاء، موردين أو عمال.
- قد يؤدي التقييد على مبلغ الدين إلى تقليل مخاطر الشركة المتوافقة مع الشريعة، لأن المستويات المرتفعة من الديون تحد فعليًا من قدرة الشركة على الوفاء بالمدفوعات التشغيلية. قد يشجع هذا الشركة المتوافقة مع الشريعة الإسلامية على أن تكون أكثر عقلانية خاصة فيما يتعلق بنفقاتها النقدية والرأسمالية، مما يؤدي إلى إنشاء احتياطي نقدي أقوى يجعل الشركة أكثر مرونة في مواجهة الصدمات الخارجية خاصة اذا كانت مدعومة بقاعدة



من الأصول الملموسة. ومع ذلك، فإن تقييد مبلغ الدين قد يجبر الشركة على تمويل عملياتها واستثماراتها بشكل أكبر بمستويات حقوق الملكية والنقد مما يقلل من الاحتياطي النقدي ويجعلها أقل مرونة. قد تشجع هذه القيود أيضًا الشركة على أن تكون أكثر حذرًا في استثماراتها، واختيار المشاريع التي تضيف أكبر قيمة للشركة فقط. نتيجة لذلك، قد يتم تخفيض مخاطر الشركة. هذه العلاقة المعقدة والحاسمة من العلاقات بين الجوانب التشغيلية المختلفة للشركة لم تتم دراستها تجريبيًا. (Cheong, 2020)

- حظر الأعمال المضاربية والاستثمارات عالية المخاطرة يجعلها في مستوى مقبول من الخطر، تكون عوائدها المنتظرة من أنشطتها الحقيقية التي قد يسهل تحديد احتمالية وقوعها، فلا تكون هناك انحرافات كبيرة بين العوائد المتوقعة والمحقة مما يخفض درجة المخاطرة. إلا أنه قد يجرمها من فرص تحقيق أرباح إضافية.
 - تساعد القيود المفروضة على الحيازات النقدية الشركات على اتخاذ قرارات استثمارية فعالة لأنها تمنع الشركات من تخزين الأموال الزائدة التي يمكن للمديرين استثمارها لتحقيق مكاسب شخصية، مما يؤدي إلى تقليل حدة نزاعات الوكالة لأن المديرين يميلون إلى التصرف بشكل أقل انتهازية. تتعلق النسبة المالية الثالثة بمبلغ النقد المتاح في الشركة، كلما انخفضت النسبة دل على أن الشركة غير قادرة على تمويل النفقات الرأسمالية الكبيرة وغير قادرة على تمويل المزيد المشاريع. إلا أن يقيد المسيرين من التلاعب بالأرباح في حال الفائض النقدي. إن تأثير هذه النسب المالية التي تميز الشركة المتوافقة مع الشريعة الإسلامية متباين (Omar & Ahmed, 2018)
 - بالرجوع لنظرية ترتيب مصادر التمويل نجد أن التمويل الإسلامي يعد ثاني أفضل مصدر تمويلي بعد التمويل الداخلي، فقد وجدت الدراسات أن أغلب الشركات التي تنجذب له هي الأقل ربحية، ففي ظل نقص الأموال الداخلية تزيد حالة عدم التأكد بشأن ملاءة الشركة مما يزيد من تكاليف الوكالة ويصعب الحصول على قروض جديدة وقد تؤدي لرفض مشاريع ذات مردودية. فيكون التمويل الإسلامي البديل المناسب لتقليل تكاليف الوكالة وضعف الاستثمار مما يقلل من الخطر المالي خاصة التمويل بالمرابحة التي تعد أقل مخاطرة للبنوك المانحة للتمويل. (Menhat, Sabariah, & Woei-Chyuan, 2017)
- أن عوامل الاستثمار الأخلاقية والاجتماعية تنطوي على بعض المخاطر المحددة التي لا توجد عادة في الاستثمارات التقليدية، تشمل هذه المخاطر: الانحراف على معايير الشريعة، وعدم وجود تجربة كبيرة، وتعرض كبير للشركات التي قد تكون دون المستوى الأمثل ورأس المال العامل المنخفض. لذا يجب أن تؤخذ هذه المخاطر في الاعتبار (Rafi & Roman, 2011).



III. منهجية الدراسة:

1. مجتمع وعينة الدراسة:

تم اسقاط الدراسة على السوق المالي في ماليزيا باعتبارها الرائدة في مجال التمويل الاسلامي وتجمع النوعين من الأسهم التقليدية والاسلامية. بدأت عملية الفرز الشرعي للشركات الماليزية المدرجة سنة، 1995 وتم نشر أول قائمة للأسهم / الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في بورصة ماليزيا في عام 1997. تم الإعلان عن قائمة الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة مرتين خلال عام 1998. في عام 1999 أطلقت بورصة ماليزيا أول مؤشر شرعي لكوالالمبور. في عام 2004 شاركت هيئة الأوراق المالية المعايير المستخدمة في فحص الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية. (Cheong, 2020)

2. مؤشرات بورصة ماليزيا:

- هناك العديد من مؤشرات البوصة في ماليزيا ومن أهم مؤشرات بورصة ماليزيا الحالية:
- مؤشر FTSE Bursa Malaysia KLCI : يتألف من أكبر 30 شركة مدرجة في المجلس الرئيسي من خلال القيمة السوقية التي تلي متطلبات الأهلية لقواعد FTSE Bursa Malaysia Ground
 - أدخلت بورصة ماليزيا ومجموعة FTSE تحسينات على مؤشر كوالالمبور المركب (KLCI) في 2009، وقد تم تعزيز مؤشر كوالالمبور المركب (KLCI) لضمان بقائه قويا في قياس الاقتصاد الوطني مع الارتباط المتزايد بالاقتصاد العالمي. تم دمج مع منهجية حساب المؤشر المقبولة دوليا لتوفير مؤشر أكثر قابلية للاستثمار وقابلية للتداول وإدارة بشفافية. يوفر KLCI المحسن، مع كونه ممثلاً لسوق الأوراق المالية الماليزي، منصة لمجموعة واسعة من الفرص القابلة للاستثمار والجذابة.
 - مؤشر FTSE Bursa Malaysia KLSI تم إطلاقه في 1999/04 لتلبية مطالب المستثمرين الباحثين عن استثمارات متوافقة مع الشريعة الإسلامية. يعمل كمعيار لتتبع أداء الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية
 - مؤشر Emas Shariah تم إطلاقه في جانفي 2007، أصبح المؤشر المعباري للاستثمارات الماليزية المتوافقة مع الشريعة بعد إلغاء تنشيط KLSI في نوفمبر 2007
 - مؤشر FTSE Bursa Malaysia Mid 70 Index يضم أسهم 70 شركة من أكبر الشركات المدرجة في بورصة ماليزيا الموجودة في مؤشر FTSE Bursa Emas
 - مؤشر FTSE Bursa Malaysia Top 100 Index يضم أسهم 100 شركة من أكبر الشركات المدرجة في بورصة ماليزيا الموجودة في مؤشر FTSE Bursa Emas
 - مؤشر FTSE Bursa Malaysia Asian Palm Oil Plantation Index يتألف هذا المؤشر من شركات من البلدان المتقدمة والناشئة في منطقة آسيا والمحيط الهادئ باستثناء اليابان وأستراليا ونيوزيلندا التي تجني إيرادات كبيرة من أنشطة زيت النخيل.



● مؤشر FTSE Bursa Malaysia Hijrah Shariah Index تم تصميمه ليتم استخدامه كأساس للمنتجات الاستثمارية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية. يضم 30 أكبر شركة في مؤشر FBM EMAS التي تلي متطلبات الفحص الشرعي.

3. نموذج GARCH:

قام الباحث Bollerler سنة 1986 بتوسيع لنموذج أكثر تعميماً يدعى نموذج الانحدار الذاتي العام المشروط باختلاف التباين Autoregressiv Conditional Generalized Heteroscedasti GARCH. حيث ان التباين المشروط في هذا النموذج في الفترة t لا يعتمد فقط على مربع الخطأ في الفترة السابقة، بل يأخذ أيضاً بمتوسط التباين على المدى الطويل $V L$ وتكتب معادلة التباين للنموذج كما يلي:

$$\sigma_{2n} = \gamma V L + \alpha u_{2n-1}^2 + \beta \sigma_{2n-1}^2$$

حيث تمثل على الترتيب α β γ معاملات متوسط التباين على المدى الطويل، البواقي مربعة للفترة السابقة والتباين المشروط للفترة السابقة. كما أنه يشترط أن مجموع المعاملات يساوي 1

$$\gamma + \alpha + \beta = 1$$

بأخذ $\omega = Vt$ يمكن كتابة معادلة النموذج على الشكل التالي:

$$\sigma_{2n} = \omega + \alpha u_{2n-1}^2 + \beta \sigma_{2n-1}^2$$

وتستعمل هذه الأخيرة عند تقدير المعاملات α β ω ، حيث يمكن حساب γ التي تساوي $1 - \alpha - \beta$ والتباين على

المدى الطويل $V L = \omega / \gamma$ الذي يكتب كما يلي

$$\alpha + \beta < 1$$

إذا لم يتحقق الشرط يكون تقدير التباين على المدى الطويل سلبياً. (Hull & Others, 2010)

4. قياس تقلب المؤشر العام والاسلامي الماليزي

تم اعتماد المؤشر العام لسوق ماليزيا KLCI والمؤشر الاسلامي FTSE Bursa Malaysia Hijrah Shariah Index لكونهما متناهيان في عدد الأسهم المدرجة (30 سهم) في كل منهما. المؤشر الأول يعكس حجم السوق ككل والمؤشر الثاني أكبر وأهم الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

تم أخذ العوائد اليومية للمؤشرين للفترة الزمنية من 2015/01/02 الى 2021/06/30. وقد تم الحصول على

أسعار الاغلاق اليومية من موقع www.investing.com

وقمنا بحساب R_m عوائد كل مؤشر كما يلي:

$$R_m = \ln\left(\frac{p_{i,t}}{p_{i,t-1}}\right)$$

حيث: $P_{i,t}$ سعر اغلاق المؤشر i للفترة t

$P_{i,t-1}$ سعر اغلاق المؤشر i للفترة $t-1$



غالبًا يتم أخذ العوائد اللوغاريتمية عندما يتعلق الأمر بتحليل السلاسل المالية، للسماح بالمقارنة مع السلاسل المالية الأخرى. كما أن سلسلة أسعار الأصول المالية ليست ثابتة، لذلك ننتقل إلى اعتماد الفرق الأول لجعل السلسلة ثابتة، مما يسمح بتقدير معلمات النموذج المحدد. (Chidami, 2015)

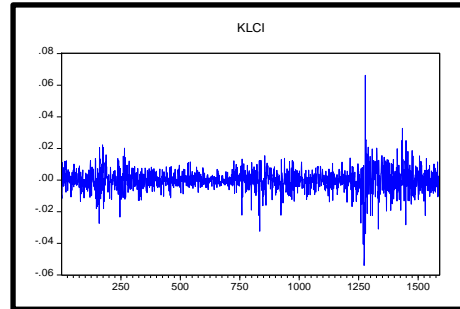
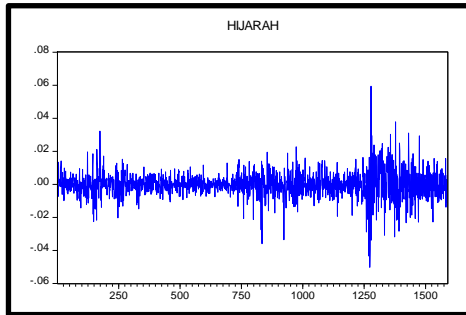
جدول 1: "الاحصاءات الوصفية لمؤشرات الدراسة"

| | Mean | Med | Max | Min | S D, | Skew | Kurtos | Jae-Ber | Prob |
|---------|-------|------|--------|-------|--------|-------|--------|---------|-------|
| KLCI | -8,44 | 0,00 | 0,0662 | -0,05 | 0,0072 | -0,26 | 12,71 | 6267,69 | 0,000 |
| HIJARAH | -7,55 | 0,00 | 0,059 | -0,05 | 0,0077 | -0,08 | 9,25 | 2588,64 | 0,000 |

المصدر: من اعداد الطالبة باعتماد برمجية Eviews 10

من خلال تقدير الاحصاءات الوصفية لكلا المؤشرين نلاحظ أن المتوسط الحسابي للمؤشر التقليدي قدر بـ 8.44- والمتوسط الحسابي للمؤشر الاسلامي 7.5505- اي انه افضل مقارنة بالمؤشر السابق، كما أنه حقق أعلى قيمة. غير أنه لتقدير حجم التغير نأخذ قيمة الانحراف المعياري حيث كانت أكبر نسبيًا في المؤشر الاسلامي 0.007763 و قدرت 0.007195 في المؤشر العام مما يدل على التشتت الأكبر في الأسهم الإسلامي. معامل الالتواء في كلا المؤشرين يختلف عن الصفر وذو قيمة سالبة خلافا لما هو عليه في التوزيع الطبيعي، مما يدل على أن ذيل التوزيع طويل جهة اليسار، مما يجعل عوائد المؤشرين تتأثر بالصدمات السالبة أكثر من الصدمات الموجبة. كما تميزت كلا السلسلتين محل الدراسة بمعامل تفرطح أكبر من القيمة 3 مما يدل على أن التوزيع في هذه السلاسل يحتوي على القيم الشاذة. بالنسبة لإحصائية Jarque Berra دعت الاحتمالات الحرجة لهذا الاختبار إلى رفض فرضية التوزيع الطبيعي للعوائد وهذا عند مستوى معنوية 1 % وذلك في كلا السلسلتين. يظهر الشكل الموالي النتائج التي تم الحصول عليها لسلسلة الزمنية لكل مؤشر خلال مدة الدراسة، كما يلي:

الشكل 2: " التمثيل البياني لسلسلة عوائد كل مؤشر"



المصدر: من اعداد الباحثة باعتماد برمجية Eviews 10



من خلال الاطلاع على بيانات نلاحظ التقلبات المستمرة للمؤشرين طوال فترات الدراسة مع تسجيل قيم حرجة الا أنه عموماً نلاحظ نفس الاتجاه في المنحنيات، حيث سجلت كل المؤشرات ارتفاع التقلب في سنة 2015 و 2018. مع بروز تشتت كبير في نهاية الفترة التي تمثل بوادر لبداية الأزمة مع انتشار جائحة الكورونا.

جدول 2 "اختبار جذر الوحدة"

| Method | Dickey-Fuller | Phillips-Perron |
|---------|-----------------------|------------------------|
| KLCI | -39.75770 (0.0000) | -39.79347 (0.00000) |
| HIJARAH | -38.88938 (0.0000) | -38.92052 (0.0000) |

المصدر: من اعداد الباحثة باعتماد برمجية Eviews 10

من خلال الجدول وباعتماد الاختبارين Dickey-Fuller و Phillips-Perron نلاحظ عند المستوى أن درجة الاحتمالية أقل من نسبة المعنوية 0,05 في كلا المؤشرين، مما يمكن من رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة التي تفيد بعدم وجود جذر الوحدة، واستقرارية السلسلة عند المستوى. مما يمكننا من اعتماد السلسلتين لتطبيق نموذج Garch لكن أولاً يجب التأكد من وجود أثر Arch

جدول 3: "اختبار عدم تجانس التباين (أثر ARCH)"

| | Klci | Hijarah |
|---------------|----------------------|----------------------|
| F-statistic | 202.0994 (0.000) | 91.69380 (0.000) |
| Obs*R-squared | 179.4832 (0.0000) | 86.79161 (0.0000) |

المصدر: من اعداد الباحثة باعتماد برمجية Eviews 10

يتم تحديد وجود أثر ARCH من خلال اختبار فيشر ومضاعف لاغرانج Multiplier Lagrange أو ما يعرف باختبار LM لنفس الغرض السابقة؛ وهو اختبار يمكننا من معرفة ما إذا كانت الأخطاء تتبع ARCH. حيث أساس فرضية العدم H_0 أن الأخطاء متجانسة أي أن الأخطاء السابقة لا تؤثر على الخطأ الحالي وبالتالي لا يوجد أثر ARCH.

من خلال الجدول نلاحظ أن القيمة المحسوبة لكل من اختبار فيشر ولاقرنج كبيرة ومعتبرة وهي أكبر من القيمة الجدولية، كما أن درجة الاحتمالية أقل من 0,05 مما يمكن من رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة بعدم تجانس التباين والتأكد من وجود أثر ARCH.



جدول 4 : "تقدير نموذج GARCH(1.1)"

| Variable | Klci | Hijarah |
|-----------------------|-------------------------|-------------------------|
| C | -4.0105 (0.7539) | 5.0705- (0.7005) |
| DKLCI(-1) | -0.010628 (0.6706) | 0.002149 (0.9297) |
| Variance Equation | | |
| C | 4.3307*** (0.0218) | 3.5007*** (0.0358) |
| RESID(-1)^2 | 0.078448*** (0.000) | 0.072471*** (0.0000) |
| (GARCH(-1 | 0.914524*** (0.0000) | 0.924948*** (0.0000) |
| T-DIST. DOF | 7.008004 (0.000) | 5.910568 (0.000) |
| R-squared | 0.000183- | 0.000085 |
| Adjusted R-squared | 0.000813- | 0.000545- |
| S.E. of regression | 0.007197 | 0.007768 |
| Sum squared resid | 0.082193 | 0.095757 |
| Log likelihood | 5883.957 | 5773.126 |
| Durbin-Watson stat | 1.973404 | 1.956168 |
| Mean dependent var | 7.8605- | 7.5505- |
| S.D. dependent var | 0.007194 | 0.007766 |
| Akaike info criterion | 7.398309- | 7.258812- |
| Schwarz criterion | 7.378029- | 7.238532- |
| .Hannan-Quinn criter | 7.390776- | 7.251278- |

المصدر: من اعداد الباحثة باعتماد برمجية Eviews 10

نلاحظ من خلال الجدول أن معاملات نموذج GARCH للتباين موجبة ومعنوية عند مستوى 1%. كما أن α_1 و β موجبتان بقيمة مجموعهما أقل من الواحد، كما أن مجموعهما > 1 أقل من الواحد. قدرت بـ 0.992972 في المؤشر العام و 0.997419 في المؤشر الاسلامي. مما يحقق شرط الاستقرار لنموذج GARCH 1.1.

المعامل الأول من معادلة التقلب الشرطي يمثل الحد الأدنى من عتبة التباين التي لا يقع دونها التباين الشرطي وقدر بـ 4.33. لمؤشر العام و 3.5 في المؤشر الاسلامي. مما يدل على انخفاض التقلب الحدي في الأسهم الاسلامية. المعامل الثاني يمثل مجموع البواقي مربعة الذي يعكس تأثير الصدمات على التقلبات عندما يحدث الانهيار في الوقت t ، تختلف قيمة الصدمات اختلافاً كبيراً عن متوسطها، وبالتالي تكون البواقي كبيرة جداً. تأخذ قيمة 0.078 في المؤشر العام و 0.072 في المؤشر الاسلامي. وبالتالي فان تأثير الصدمات أقل في المؤشر الاسلامي



المعامل الثالث يمثل مجموع الفروق السابقة، والتي لها تأثير في قياس استمرارية التقلب في الواقع، إذا كان التقلب في الوقت t منخفضاً، فإن مساهمته في التباين الشرطي في الوقت $t + 1$ ستكون أيضاً، مما يزيد من احتمال التباين المنخفض. وقد كانت نتائج المؤشرين متقاربة، بقيمة 0.91 في المؤشر العام و0.92 في المؤشر الاسلامي

تمثل المعادلة التالية للتقلب الغير شرطي وهي أقصى قيمة للتقلب قد تسجل مع تغير عامل الزمن

$$V_L = \omega / (1 - \alpha_1 - \beta_1)$$

في المؤشر العام قدرت بـ 616.266 والمؤشر الاسلامي 1356.334

مما يعني أن التقلب على المدى الطويل في المؤشر الاسلامي أعلى من المؤشر العام في السوق المالي الماليزي، ويمكننا من رفض الفرضية الأولى.

1.4. تحليل نتائج الدراسة:

بالرجوع لنتائج نموذج GARCH(1.1) الذي استطعنا من خلاله تقدير التباين على المدى الطويل وجدنا فرق كبير وواضح بين المؤشرين، حيث سجل المؤشر الاسلامي أكثر قيمة وكان الأكثر تقلباً، وهذا يتوافق مع دراسة (Ben Rejeb & Arfaoui, 2019)h التي وجدت أن المؤشر الاسلامي كان أكثر تقلباً لقلة التنوع. كما وجدت دراسة أن (Chidami, 2015) المؤشر الاسلامي في ماليزيا وأندونيسيا كان الأكثر تقلباً على عكس باقي المؤشرات الاسلامية وقد أرجع ذلك لتساهل في معايير الفحص في ماليزيا وأندونيسيا نفس النتيجة توصل اليها. (Cheong, 2020).

من خلال مقارنة النتائج والدراسات السابقة يمكننا تفسير تقلب المؤشر الاسلامي الماليزي للأسباب التالية:

- محدودية أدوات التحوط المسموحة في الأصول الاسلامي، حسب دراسة (Akguc & Naseem, 2020) فان المؤسسات الاسلامية تشهد قلة أدوات التحوط المتوافقة مع الشريعة الاسلامية، كما أن الأدوات المستحدثة يقل اللجوء اليها للتخوف منها وكونها في مرحلة مبكرة لم يتم وضع اطار قانوني ومحاسبي خاص بها، كما ينقصها عملية التسويق (Saadiah & others, 2014).
- ارتباط التقلب بعامل السيولة، في السوق غير السائلة، قد تظل الأسعار دون تغيير لفترة زمنية معينة، بسبب عدم وجود معاملات. في هذه الحالة، لا ينبغي تفسير التقلبات المنخفضة على أنها مخاطر سوق منخفضة، ولكن على أنها مخاطر سيولة عالية. حسب دراسة (Chidami, 2015) يمكن أن يكون عامل السيولة أساسياً في تفسير التقلبات خاصة وأن السوق الماليزي يكثر الطلب فيه على المنتجات الاسلامية أكثر مقارنة بالمنتجات التقليدية لكونها دولة ذات أغلبية اسلامية وكونها الرائدة في مجال الاستثمار الشرعي، فالمنتجات الغير اسلامية أقل سيولة مما يجعلها أقل تقلباً.
- التساهل في معايير الفحص والتأكد من احترام النسب الكمية المحددة من طرف الهيئة الشرعية
- عدم ثبات حالة الشركة من متوافقة الى غير متوافقة مع الشريعة الاسلامية، تشير نتائجنا إلى أن الحفاظ على الامتثال للشريعة أمر مهم للحفاظ على ثقة المستثمرين. حسب (Omar & Ahmed, 2018) مقارنة



أداء المحافظ في فترة الأزمة . قبل وبعد، كانت المحفظة الأكثر توافقا مع الشريعة هي الأقل تقلبا خلال أزمة الرهن العقاري.

5. دراسة أثر أزمة كوفيد-19 على المؤشر التقليدي والاسلامي

اختبرت الدراسات السابقة فرضية متانة الأصول الاسلامية خلال الأزمات على فترة أزمة الرهن العقاري، لكن حاولنا في دراستنا تحيين الدراسة بأخذ الأزمة العالمية التي شهدتها العالم نتيجة تفشي فيروس كوفيد 19 بأخذ بداية شهر ديسمبر 2019 بداية الأزمة الى غاية 2021/06/30 مما يمثل فترة 19 شهر خلال الأزمة. وقد مثلت 389 مشاهدة مع بداية كوفيد، لذلك أخذنا مقابلها 389 مشاهدة للعوائد اليومية للمؤشرين قبل الأزمة حيث: Klc1: عوائد المؤشر العام قبل الأزمة Klc2: عوائد المؤشر العام بعد الأزمة H1: عوائد المؤشر الاسلامي قبل الأزمة H2: عوائد المؤشر الاسلامي بعد الأزمة

جدول 5: "الاحصاءات الوصفية لمؤشرات الدراسة"

| | Mean | Median | Max | Min | Std, Dev, |
|----------|---------|----------|----------|--------|-----------|
| KLCI1 | -0,0005 | -0,0002 | 0,015382 | -0,032 | 0,005961 |
| HIJARAH1 | -0,0004 | -0,0002 | 0,022729 | -0,036 | 0,007173 |
| KLCI2 | -4,8405 | 8,59E-05 | 0,066263 | -0,054 | 0,010576 |
| HIJARAH2 | 2,3507 | -0,001 | 0,059428 | -0,050 | 0,011544 |

المصدر: من اعداد الباحثة باعتماد برمجية 10 Eviews

من خلال تقدير الاحصاءات الوصفية لكلا المؤشرين طوال الفترة وقبل الأزمة وبعدها، نلاحظ أن المتوسط الحسابي لعوائد المؤشرات كان سالب ماعدا متوسط عوائد المؤشر الاسلامي خلال الأزمة موجب بقيمة 2.35 مما يشير بأن غالبية الأصول الاسلامية حققت عوائد ايجابية خلال أزمة كوفيد-19. بأخذ قيمة الانحراف المعياري نجد أنها أكبر في المؤشر الاسلامي في الفترتين مقارنة بعوائد المؤشر العام مما يدل على التشتت الأكبر في الأسهم الاسلامي. بالنظر للعمود (max) ومقارنة القيم نجد أنه أكبر قيمة للمؤشرين سجلت خلال فترة الأزمة أي أنها سمحت بتحقيق عوائد ايجابية وأن بعض الشركات المدرجة في المؤشرين قد استفادت من تقلبات السوق المالي والصددمات الخارجية. لكن كذلك القيم الدنيا فقد كانت أكبر في فترة الأزمة مما يؤكد التشتت الكبير للعوائد خلال الفترة، حيث من عمود Std, Dev الانحراف المعياري ارتفعت قيمته في كلا المؤشرين.

جدول 6 : "تقدير التقلب قبل وبعد أزمة كوفيد"

| | Klc1 | Klc2 | Hijarah1 | Hijarah2 |
|----------------|----------|----------|----------|----------|
| α_0 | 2.000096 | 3.000032 | 6.000003 | 2.000062 |
| α_1 | 0.084459 | 0.071553 | 0.113150 | 0.054476 |
| β | 0.829777 | 0.896382 | 0.772713 | 0.926639 |
| γ | 0.085764 | 0.032065 | 0.114137 | 0.018885 |
| V_L | 23.3209 | 93.560 | 52.5684 | 105.907 |
| Variance V_L | | 301.185% | | 101.465% |



نلاحظ من خلال الجدول أن معاملات نموذج GARCH للتباين موجبة ومعنوية عند مستوى 1% المعامل الأول من معادلة التقلب الشرطي يمثل الحد الأدنى من عتبة التباين التي لا يقع دوها التباين الشرطي، وقد ارتفع في المؤشر العام خلال الأزمة من 2.000096 الى 3.0000032 بينما انخفض التقلب الشرطي للمؤشر الاسلامي من 6.000003 الى 2.000062.

المعامل الثاني يمثل مجموع البواقي مربعة الذي يعكس تأثير الصدمات على التقلبات عندما يحدث الانحياز في الوقت t، تختلف قيمة الصدمات اختلافاً كبيراً عن متوسطها، حيث انخفض هذا المعامل في كلا المؤشرين خلال الأزمة، ففي المؤشر العام من 0.0844 الى 0.071 بينما الانخفاض أكثر في المؤشر الاسلامي من 0.113 الى 0.0544.

المعامل الثالث يمثل مجموع الفروق السابقة، والتي لها تأثير في قياس استمرارية التقلب في الواقع، وقد ارتفع هذا المعامل في كلا المؤشرين ففي المؤشر العام من 0.829 الى 0.896 بينما في المؤشر الاسلامي من 0.772 الى 0.9266.

من خلال حساب التباين على المدى الطويل في عوائد المؤشرين قبل الأزمة الصحية كوفيد 19 وبعدها، وجدنا ارتفاع قيمة التقلب في كلا المؤشرين وقد سجل المؤشر الاسلامي أعلى قيمة ب 105.907 طوال الفترة.

لكن لتحليل المؤشر الأكثر مقاومة للصدمة قمنا بحساب التقلب قبل وبعد الأزمة، كما قمنا بقياس التغير النسبي في قيمة التقلب لتحديد التغير الأكبر والأثر الأعلى للأزمة على عوائد المؤشرين، وقد وجدنا أن التقلب في المؤشر العام ارتفع بنسبة 301.185% بينما في المؤشر الاسلامي ارتفع بنسبة 101.465% وهو أقل مقارنة بالمؤشر السابق مما يدل على أن الأصول الاسلامية أكثر متانة نسبياً في مواجهة صدمات الأسواق المالية والأزمات، مما يمكننا من قبول الفرضية الثانية.

2.4. تحليل نتائج الدراسة:

من الواضح أن أسواق الأسهم الاسلامية الماليزية لم تكن بمعزل تماماً عن الأزمة وهذا نتيجة انتقال العدوى وارتباط الأزمة بالاقتصاد الحقيقي وهو ما يتوافق مع دراسة كل من (Chidami, 2015) و (Ben Rejeb & Arfaoui, 2019)

في الواقع تعمل الشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية في بيئة معقدة ومع تراجع الاقتصاد العالمي وانخفاض وتيرة الانتاج في بعض الشركات على غرار التي توقفت كلياً عن الانتاج، حيث ترتبط نتائج الشركات الاسلامية بالأرباح المحققة من عمليات الاستغلال ويقل فيها الاعتماد على النتيجة المالية، على عكس الشركات التقليدية التي تشكل أرباحها من مزيج أنشطة الاستغلال والعوائد المالية المحققة في اطار المضاربة المحظورة شرعاً.

حسب (Azmat & others, 2018) يعود لانخفاض الرافعة المالية وحظر الأنشطة عالية المخاطرة. يمكن أن تساعد قضايا الكفاءة والسيولة، جنباً إلى جنب مع وجود مستثمرين واعين بالشريعة في تفسير الأداء أفضل في



فترات الانكماش الأسهم الشركات الإسلامية. هذه النتيجة لها آثار مهمة على المستثمرين ومديري المحافظ الذين يرغبون في تنوع مخاطرهم في فئات الأصول الأخرى من الأسهم التقليدية. رغم عوامل الاستقرار التي تحظى به المالية الإسلامية إلا أنها غير محصنة تماما من الأزمات لأنها تعمل في بيئة معقدة وغير آمنة. ينبغي على صناع القرار وحتى الأكاديميون وباحثو الشريعة العمل معًا لتزويد الأسواق المالية الإسلامية بالتقنيات والأدوات المناسبة من أجل التخفيف تأثير الصدمات المالية على الأسواق الإسلامي واتخاذ تدابير وقائية لحماية التمويل الإسلامي من عدم الاستقرار الخارجي، وتداعيات الأسواق المالية التقليدية.

الخاتمة

بعد أزمة الرهن العقاري توجهت الأنظار للبحث عن نظام مالي بديل قائم على أساس أخلاقي، وقد جذبت الأصول الإسلامية الاهتمام بكونها أكثر صلابة وأقل تأثرًا بتداعيات الأزمة، لكونها مبنية على أسس ومبادئ متينة كحرمة الربا، وعدم الفصل بين الاستثمار الحقيقي والمالي، جعلها تتميز بقاعدة أصول ملموسة تشكل وسادة أمان لها، بالإضافة لكونها منخفضة الرفع المالي وتحظر فيها أعمال المضاربة التي ترتفع فيها حالة عدم التأكد. غير أنه في الفترات العادية اختلفت الدراسات السابقة في مقارنة تقلب الأصول الإسلامية بنظيراتها التقليدية، وقد ناقشنا في هذه الورقة فرضية استقرار ومتانة المؤشرات المالية الإسلامية في ظل الأزمات والصدمات، من خلال الاسقاط على السوق المالي الماليزي، خلصت الدراسة لمجموعة من النتائج نذكر منها:

- التمويل الإسلامي قادر على تقديم نهج بديل يمكن أن يساهم في الانتعاش الاقتصادي والمالي والاستقرار، بسبب سهولة الوصول إلى الحلول التمويلية والاستثمارية وتوافقها مع جميع المعتقدات الدينية
- هناك عدة معايير لتصنيف الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية قد تختلف من دولة لأخرى، يمارس جميع المستخدمين طريقة فحص ذات مستويين: نوعي وكمي يختلف نطاق النسب المسموح بها بين المعايير.
- يتم تصنيف الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية نوعا بتحديد الأنشطة المسموح بها شرعا. ويتم تصنيف كميًا بتصنيف نسبة الدين المسموح بها للقروض الربوية، الودائع الربوية والأرباح الغير شرعية
- تساهم أسس النظرية المالية الإسلامية في تعزيز أسواق رأسمال من خلال توسيع قاعدة التنوع وتوفير السيولة. كما تنافي مقاصد الشريعة حالة عدم تماثل المعلومة وتعمل على الوصول لمستوى الكفاءة القوي.
- المؤشر الإسلامي الماليزي أكثر تقلب من المؤشر العام على المدى الطويل، لارتفاع حجم تداول الأسهم الإسلامية مقارنة بالتقليدية التي تظل أسعار ثابتة لفترة لقلّة التداول، التخوف من فقدان السهم صفة الشرعية يجعله أكثر حساسية للتقلبات.
- أثر الأزمة الناتجة عن تداعيات فيروس كورونا كان أقل حدة في المؤشر الإسلامي مقارنة بالمؤشر العام، مما يتوافق مع الدراسات السابقة بكون المؤشرات الإسلامية أكثر متانة في ظل الصدمات.



- رغم عوامل الاستقرار التي تحظى به المالية الاسلامية الا انها غير محصنة تماما من الأزمات لأنها تعمل في بيئة معقدة وغير آمنة، وبمجرد انتقال الأزمة من القطاع المالي الى الاقتصاد الحقيقي تظهر بوادر الوهن.
- لا تنزال سوق الأسهم الاسلامية في مرحلة مبكرة من النضج والاستقرار، لابد من تعزيز نموها بضمان أدوات تحوط تدعم وتخفف حجم المخاطر وحالة عدم التأكد المحيطة بها.

التوصيات

- تشجيع وترويج الاستثمار في الاسهم المتوافقة مع الشريعة الاسلامية لتحقيق البعد الاخلاقي والاجتماعي الذي تؤكد عليه الابحاث المالية اليوم خاصة في الدول ذات الأقلية المسلمة.
- توصي الدراسة بالتحليل القطاعي للأسهم التقليدية والاسلامية لتحديد القطاع الأكثر تقبلا.

آفاق الدراسة:

- دراسة سلوك المستثمرين أكثر لمعرفة نقاط القوة والضعف في الأسهم الاسلامية من وجهة نظرهم، لتفسير التقلب وتدارك النقائص
- تشجيع وتمويل الدراسات لتطوير أدوات تحوط متوافقة مع الشريعة الاسلامية تكون مبتكرة وفعالة بعيدة عن محاكاة الأدوات التقليدية

قائمة المراجع:

- Ayedh , A., Shaharuddin , A., & Kamaruddin , M. (2019). Shariah Screening Methodology: Does It 'Really' Shariah Compliance? *IQTISHADIA*, 12(2), 145-175.
- Cheong, C. (2020). Risk, Resilience, and Shariah-Compliance. *Research in International Business and Finance* , 101-303.
- Hull, J., & Others. (2010). *Gestion des risques et institution financiere*. France: Pearson Education.
- Ahmed, N., & Farooq, O. (2017). Does the Degree of Shari'ah Compliance Affect the Volatility? Evidence from the MENA Region. *Research in International Business and Finance*, 45, 150-157.
- Akguc, S., & Naseem, A. (2020). Shariah Compliance and Investment Behavior: Evidence from GCC Countries. *Emerging Markets Finance and Trade*, 57(13), 3766-3791.
- Azmat, S., & others. (2018). Sailing With the Non-Conventional Stocks When There Is No Place to Hide. (Elsevier, Ed.) *ournal of International Financial Markets Institutions and Money Forthcoming*, 57(C), 1-16.
- Balli, F., & others. (2020). Transition to Islamic equities: Systematic risk and Shari'ah compliance. *Global Finance Journal*, 283-311.
- Ben Rejeb, A., & Arfaoui, M. (2019). Do Islamic stock indexes outperform conventional stock indexes? a state space modeling approach. *European journal of management and business economics*, 28(3), 301-322.



- Bruce, A. H., & others. (2010). Islamic Finance and Market Segmentation: Implications for the Cost of Capital. *International Business Review*, 21(1), 12-22.
- Chidami, M. (2015, 10 21). La volatilité des indices boursiers islamiques dans le contexte de la crise financière. Rabat , Maroc: Ecole Mohammadia d'Ingénieurs.
- Delle Foglie, A., & Panetta, d. (2020). Islamic stock market versus conventional: Are islamic investing a 'Safe Haven' for investors? A systematic literature review. (Elsevier, Ed.) *Pacific-Basin Finance Journal*, 64(C).
- Khaw, K. L.-H. (2019). Firm Risk And Corporate Policies: From The Shariah Certification Perspective. *International Journal of Business and Society*, 1257-12575.
- malaysia, B. (2021, 9 9). *FTSE Bursa Malaysia KLCI*. Retrieved from Bursa malaysia:
https://www.bursamalaysia.com/trade/our_products_services/indices/ftse_bursa_malaysia_indices/overview
- Menhat, M., Sabariah, N., & Woei-Chyuan , W. (2017). Which firms use islamic financing? *Economics letters*, 20(3), 15-17.
- Merdad, H. j., kabir, h., & William, H. (2015). The islamic risk factor in expected stock returns: an empirical study in Saudi Arabia. *Pacific-Basic finance journal*, 22-44.
- Mohd Allif Anwar, A., & Norli, A. (2014). Performance Measurement Analysis: Shariah-compliant vs. Non Shariah-compliant securities. *Malysian Accounting review*, 13(01), 75-109.
- Nicola, M., & Batissi, E. (2015). A Comparative Study on Beta in Islamic Finance: Evidence from Malaysian Stock Exchange. *International Journal of Finance and Accounting*, 333-338.
- Omar, F., & Ahmed, N. (2018). Does the degree of Shariah compliance Affect the volatility? *Research in international buisness and finance*, 45, 150-157.
- Rafi, H., & Roman, K. (2011). Risk and return characteristics of Islamic equity funds. *Emerging markets review*, 12(2), 189-203.
- Saadiah , M., & others. (2014). The use of Islamic hedging instruments as non-speculative risk management tools. *Venture Capital*, 16(3), 207-226.
- Sadeghi, M. (2015). Is Shariah-compliant investment universally sustainable? A comparative study. *Islamic banking and finance – Essays on corporate finance, efficiency and product development*. qatar: Blooms bury.