



أثر تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية على النمو الاقتصادي في ماليزيا The impact of activating the Islamic stock market on economic growth in Malaysia

الطالب: كمال قسول

k23.kamel@yahoo.fr

د. مصباح حراق

المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف - ميلت

تاريخ القبول: 04-04-2019

تاريخ الإرسال: 25-02-2019

الملخص:

تعالج هذه الورقة البحثية دراسة تأثير تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية على النمو الاقتصادي في ماليزيا خلال الفترة (2000-2017)، وذلك من خلال تقديم فكرة بسيطة عن هيكل سوق الأوراق المالية الإسلامية، مع إبراز دور الهيئات الرقابية الشرعية في تفعيله، لتدرس في الأخير أثر هذا التفعيل على النمو الاقتصادي، حيث تم استخدام حجم الناتج المحلي الإجمالي المقوم بالأسعار الثابتة للتعبير عن معدل النمو الاقتصادي، كما تم استخدام مؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية والمتمثلة في مؤشر الرسملة السوقية ومؤشر عدد الشركات، للتعبير عن سوق الأوراق المالية الإسلامية، وقد قمنا بتحليل العلاقة السببية واتجاهها بين متغيرات الدراسة بالاعتماد على تقنية شعاع الانحدار الذاتي (VAR) التي تقع ضمن التوجهات الحديثة في تحليل السلاسل الزمنية، وقد خلصت هذه الدراسة إلى وجود علاقة سببية في اتجاه واحد على المدى القصير من مؤشر الرسملة السوقية نحو النمو الاقتصادي، نتائج هذه الدراسة يمكن أن تدفع بالقائمين على أسواق



أثر تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية ----- ط. كمال قسول ود. مصباح حراق

الأوراق المالية في الدول الإسلامية إلى التفكير في تفعيل وتنشيط سوق الأوراق المالية الإسلامية.

الكلمات المفتاحية: سوق الأوراق المالية الإسلامية؛ نمو اقتصادي؛ سببية

غرابجر؛ الفحص الشرعي؛

ABSTRACT:

This paper deals with the impact of the activation of the Islamic stock market with the economic growth in Malaysia during the period (2000-2017), By presenting a simple idea about the structure of the Islamic stock market, highlighting the role of the supervisory bodies in activating it, to study in the latter the impact of this activation on economic growth, The gross domestic product at fixed prices was used to express the economic growth rate. The indices of stock market performance, namely the market capitalization index and the number of companies index, were used to express the Islamic stock market, We analysed the causal relationship and its direction among the study variables using the self-regression beam technique (VAR), which falls within the recent trends in time series analysis, This study concluded that there is a one-way short-term causal relationship of the market capitalization index of economic growth, The results of this study could lead stock market operators in Islamic countries to consider activating and energizing the Islamic stock market.

Keywords: Islamic Stock Market; Economic Growth; Granger Causality; Shari'ah Screening;



أثر تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية ----- ط. كمال قسول ود. مصباح حراق

المقدمة:

يساهم تطوير قطاع الخدمات المالية في حشد المزيد من الفوائض المالية واستخدامها في تمويل المشاريع الاستثمارية، مما يزيد من حجم الاقتصاد الحقيقي عبر قنوات عديدة ويدفع باتجاه الرفع من معدلات النمو الاقتصادي، وقد قامت ماليزيا بصياغة برنامج للتحويل الاقتصادي يسمح لها بالرفع من معدلات النمو ويؤهلها لأن تكون من ضمن الدول المتقدمة بحلول عام 2020، حيث عملت على تطوير عدة قطاعات اقتصادية من ضمنها قطاع الخدمات المالية، الذي رسمت له خطة من مرحلتين تمتد من سنة 2001 إلى غاية 2020، ومن ضمن الخطوط العريضة لهذه الخطة تشكيل نظام مالي مزدوج تقليدي/إسلامي يهدف لجعل ماليزيا قطب دولي للتمويل الإسلامي، ويسمح لها باستقطاب الفوائض المالية التي يسعى أصحابها لتوظيفها وفق أحكام الشريعة الإسلامية؛

تشكل سوق الأوراق المالية إلى جانب الخدمات المالية المصرفية والتأمينات الأركان الثلاثة للسوق المالية في ماليزيا، وقد تم اعتماد النظام المالي المزدوج (تقليدي/إسلامي) في البداية في القطاع المصرفي وقطاع التأمينات، وتماشيا مع تطوير قطاع الخدمات المالية تم تعميم هذا التقسيم على سوق الأوراق المالية من خلال إنشاء قسم سوق الأوراق المالية الإسلامية ICM، إذ لم تكن تخلو سوق الأوراق المالية في ماليزيا من أدوات مالية تتوافق مع احكام الشريعة الإسلامية، إلا أن عملية الاستثمار في هذه الأدوات قبل اعتماد التقسيم، كانت تفرض على المستثمرين عرض قراراتهم الاستثمارية على أهل العلم الشرعي من المختصين في المعاملات المالية الإسلامية قبل تنفيذها، وقد قامت سوق الأوراق المالية في ماليزيا باختصار الطريق على هؤلاء، من خلال استحداث هيئات للرقابة الشرعية مهمتها فرز الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام



أثر تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية ----- ط. كمال قسول ود. مصباح حراق
الشريعة الإسلامية عن بقية الأوراق المالية وعرضها على المستثمرين، بالإضافة إلى ابتكار أدوات ومعاملات مالية جديدة تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية.
بحث العديد من الدراسات أثر التطور المالي على النمو الاقتصادي، وتوصلت أغلبها إلى أن تطوير القطاع المالي له تأثير إيجابي على النمو، إلا أن أغلب هذه الدراسات استهدفت السوق المالي التقليدي، وقد دفعنا سبق ماليزيا لاعتماد صيغ التمويل الإسلامي، وقيامها بإنشاء سوق للأوراق المالية الإسلامية بهدف تنمية الاقتصاد الوطني، إلى مناقشة هذا الموضوع، من خلال الإجابة على السؤال المحوري الذي قمنا بصياغته على النحو التالي:

هل يؤثر تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية على النمو الاقتصادي في ماليزيا؟

1.1 فرضية الدراسة

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

- يؤثر تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية على النمو الاقتصادي في ماليزيا.

2.1 أهمية الدراسة

تكمن أهمية هذه الدراسة في مساهمتها في إثراء الأدبيات المتاحة وسد الفجوة المتعلقة بسوق الأوراق المالية الإسلامية، لا سيما وأن أغلب الدراسات السابقة قد قامت بدراسة العلاقة السببية بين سوق الأوراق المالية التقليدية والنمو الاقتصادي، كما أن هذه الدراسة تتميز باستخدامها لمؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية للتعبير عن سوق الأوراق المالية الإسلامية، والتي نادرا ما تُستخدم في مثل هذه الدراسات، أضف إلى ذلك أن النتائج المتحصل عليها سوف تدفع بالقائمين على أسواق الأوراق المالية في الدول العربية والإسلامية إلى التفكير في تفعيل وتنشيط سوق الأوراق المالية الإسلامية.



أثر تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية ----- ط. كمال قسول ود. مصباح حراق

2.1 أهداف الدراسة

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

- تقديم فكرة واضحة عن هيكل سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا ؛
- إبراز دور الهيئات الرقابية الشرعية في تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية في

ماليزيا؛

3.1 الدراسات السابقة

دراسة Chee-Keong Choong and others (2005), "Financial Development and Economic Growth in Malaysia: The Perspective of Stock Market"، أجريت هذه الدراسة على سوق الأوراق المالية الماليزية خلال الفترة (1978، 2000) باستخدام بيانات سنوية، وقد اعتمدت سببية غرانجر في إطار نموذج متجه تصحيح الخطأ VECM لاختبار العلاقة السببية بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، حيث تم التعبير عن تطور سوق الأوراق المالية بمؤشر الرسمة السوقية الذي يقاس بقسمة القيمة السوقية لمجموع الأوراق المالية المدرجة في السوق على الناتج المحلي الإجمالي ومؤشر حجم التداول الذي يقاس بقسمة القيمة السوقية لمجموع الأوراق المالية المتداولة في السوق على الناتج المحلي الإجمالي، أما النمو الاقتصادي فقد تم التعبير عنه بحجم الناتج المحلي الإجمالي الإسمي للفرد، وقد خلصت هذه الدراسة إلى أن المؤشرات المستخدمة في قياس تطور سوق الأوراق المالية تسبب النمو الاقتصادي؛

دراسة Marjan Naseri and Mansur Masih (2014), "Causality between Malaysian Islamic Stock Market and Macroeconomic



أثر تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية ----- ط.كمال قسول ود.مصباح حراق
"Variables"، أجريت هذه الدراسة على سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا
خلال الفترة (2006، 2013) باستخدام بيانات شهرية، وقد اعتمدت سببية غرانجر في
إطار نموذج متجه تصحيح الخطأ VECM لاختبار العلاقة السببية بين سوق الأوراق
المالية الإسلامية ممثلة بالمؤشر الشرعي لبورصة ماليزيا FBMS وثلاثة متغيرات للاقتصاد
الكلي هي عرض النقود M2، مؤشر أسعار المستهلكين وسعر الصرف الحقيقي، وقد
خلصت هذه الدراسة إلى أن متغيرات الاقتصاد الكلي المستخدمة في الدراسة تؤثر على
سوق الأوراق المالية الإسلامية؛

دراسة Siti Aisyah Mustafa and Others (2017), "Economic
Forces and Islamic Stock Market: Empirical Evidence from
Malaysia"، أجريت هذه الدراسة على سوق الأسهم الإسلامية في ماليزيا خلال
الفترة (2007-2014) باستخدام بيانات شهرية، وقد اعتمدت منهجية الانحدار الذاتي
للفجوات الزمنية الموزعة ARDL ونموذج متجه تصحيح الخطأ VECM، لاختبار أثر
قوى الاقتصاد الكلي على أسعار الأسهم الإسلامية، حيث تم التعبير عن قوى الاقتصاد
الكلي بعوامل داخلية هي عرض النقود (M2 و M3)، مؤشر الإنتاج الصناعي، مؤشر
أسعار المستهلكين والمعدل الإسلامي بين البنوك وعوامل خارجية هي سعر الصرف
الحقيقي وسعر الفائدة المحدد من قبل البنك الاحتياطي الفيدرالي في الولايات المتحدة
الأمريكية، وقد خلصت هذه الدراسة حسب منهجية ARDL إلى أن جميع المتغيرات
الاقتصادية الكلية باستثناء المعدل الإسلامي بين البنوك تؤثر في أسعار الأسهم الإسلامية
على المدى الطويل، كما أكدت نتائج منهجية VECM وجود علاقة سببية على المدى
الطويل من جميع المتغيرات الاقتصادية الكلية نحو أسعار الأسهم الإسلامية، أما على المدى



أثر تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية ----- ط. كمال قسول ود. مصباح حراق
القصير فقد وصلت هذه الدراسة إلى أن أسعار الأسهم الإسلامية هي فقط من تسبب
بعض متغيرات الاقتصاد الكلي المدرجة في النموذج؛
دراسة عبد الله غالم وعبد الحفيظ خزان (2016)، "تفعيل دور بورصة الأوراق
المالية وأثرها على النمو الاقتصادي"، أجريت هذه الدراسة على بورصة عمان للأوراق
المالية خلال الفترة (1988، 2013) باستخدام بيانات سنوية، وقد اعتمدت سببية غرانجر
في إطار نموذج متجه تصحيح الخطأ VECM لاختبار العلاقة السببية بين تطور بورصة
الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، حيث تم التعبير عن بورصة الأوراق المالية بالرسملة
السوقية، عدد الشركات المدرجة وحجم التداول، أما النمو الاقتصادي فقد تم التعبير عنه
بمجم الناتج المحلي الإجمالي، وقد خلصت هذه الدراسة إلى وجود علاقة سببية من
الرسملة السوقية وحجم التداول نحو النمو الاقتصادي على المدى القصير؛

دراسة Syamsul Ikram Mohd Noor and Norimah Rambeli
(2017), " Financial Growth and Economic Development: Evidence
from Malaysia", أجريت هذه الدراسة على السوق المالي الماليزي خلال الفترة
(1960، 2010) باستخدام بيانات سنوية، وقد اعتمدت منهجية الانحدار الذاتي للفجوات
الزمنية الموزعة ARDL ونموذج تصحيح الخطأ ECM، لاختبار العلاقة السببية بين التنمية
المالية ممثلة بصافي الائتمان المحلي والنمو الاقتصادي ممثل بالناتج المحلي الإجمالي الحقيقي
للفرد، وقد خلصت هذه الدراسة إلى أن النمو الاقتصادي يسبب التنمية المالية على
المدى القصير وكذلك على المدى الطويل؛

دراسة Karim Bakri Abdul and others (2014), "Islamic Stock
Market Versus Conventional Stock Market", أجريت هذه الدراسة على
سوق الأوراق المالية الماليزية خلال الفترة (2000، 2011) باستخدام بيانات يومية، وقد



أثر تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية ----- ط.كمال قسول ود.مصباح حراق
اعتمدت منهجية سببية غرانجر لاختبار العلاقة السببية بين سوق الأوراق المالية الإسلامية
ممثلة بمؤشر داوجونز الإسلامي DJIM وسوق الأوراق المالية التقليدية ممثلة بمؤشر بورصة
ماليزيا FBM KLCI، وقد خلصت هذه الدراسة لوجود علاقة سببية في الاتجاهين على
المدى القصير؛

1. أقسام سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية ICM

تشكل سوق الأوراق المالية الإسلامية مع الصيرفة الإسلامية والتأمين التكافلي
أركان السوق المالية الإسلامية في ماليزيا، وتتجلى هذه السوق في جميع المعاملات
والعمليات والأنشطة التي يتم تنفيذها في سوق الأوراق المالية، والتي تكون متوافقة مع
أحكام الشريعة الإسلامية، بحيث يمكن تمييزها في قسمين رئيسيين هما قسم سوق الأسهم
الإسلامية وقسم سوق الصكوك الإسلامية.

1.2 سوق الأسهم الإسلامية

يتم في هذه السوق التعامل على الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية
بالإضافة إلى ما يتعلق بهذه الأسهم مثل صناديق الاستثمار الإسلامية، وأما مؤشر الشريعة
فلا يعد من الأدوات المالية الإسلامية، بل مقياس لمعرفة أداء السوق¹، وقد تمت صياغة
أول قائمة للأسهم الإسلامية في جوان 1997، وتم الإعلان الرسمي عنها في سنة 1998،
من خلال نشرها مرتين في السنة في شهري أبريل وأكتوبر، وبداية من سنة 2007 تم
تغيير شهر الإعلان إلى ماي ونوفمبر من كل سنة²؛

¹ - زرزار العياشي، "ضرورة إنشاء سوق للأوراق المالية الإسلامية: تجربة سوق رأس المال الإسلامي
في ماليزيا"، مجلة بيت المشورة، العدد 3، قطر، 2015، ص34.

² - Norlita Binti Zainudin and others, "Revised Shariah Screening Methodology for Shariah-Compliant Securities: New Standard TO Meet Global Expectation", 1st International Conference on Management and



أثر تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية ----- ط. كمال قسول ود. مصباح حراق

2.2 سوق الصكوك الإسلامية

تعتبر سوق الصكوك منصة هامة لتوفير التمويل طويل الأجل المتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، كما تساهم بشكل كبير في التنمية الاقتصادية، وتطبق تشكيلة متنوعة من مبادئ الشريعة الإسلامية في هيكلية الصكوك مثل المراجعة، الاستصناع، الإجارة، المشاركة، المضاربة والوكالة بالاستثمار، حيث تمنح مرونة أكبر في التمويل لمصدري الصكوك وتزيد من عمق تشكيلة الأدوات المالية الإسلامية المتاحة للمستثمرين، ويتمتع مصدرو الصكوك بتخفيضات ضريبية على المصاريف المتعلقة بالإصدار، كما يمكنهم استبدال عائدات الإصدار بالعملات الأجنبية¹.

2. الهيئات الرقابية الشرعية في سوق الأوراق المالية الإسلامية

تعتبر صناعة الخدمات المالية المحرك الرئيسي للتنمية الاقتصادية في ماليزيا، فهي واحدة من بين اثني عشر قطاع اقتصادي رئيسي في البلاد²، ومن بين التوصيات الرئيسية التي قدمها مخطط القطاع المالي، تحويل ماليزيا لمركز مالي دولي رائد ومركز عالمي للتمويل الإسلامي بالتحديد، وذلك من خلال الوصول بقطاع التمويل الإسلامي

Muamalah (1st ICoMM), International Islamic University College Selangor, Malaysia, 2014, p80.

¹ - Securities Commission Malaysia, "Islamic Fund and Wealth Management Blueprint", Malaysia, 2017, p7.

² - القطاعات الاثني عشر بالترتيب هي النفط والغاز والطاقة - زيت النخيل - الخدمات المالية - السياحة - خدمات الأعمال - الإلكترونيات والكهرباء - الجملة والتجزئة - التعليم - الرعاية الصحية - الاتصالات والبنية التحتية - الزراعة - كوالا لمبور الكبرى / وادي كلانج.



أثر تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية ----- ط.كمال قسول ود.مصباح حراق
لمستوى 40٪ من إجمالي التمويل في ماليزيا بحلول عام 2020¹، وفي سعيها لتطوير سوق
الأوراق المالية أدرجت هيئة الأوراق المالية الماليزية SC عملية تطوير سوق الأوراق المالية
الإسلامية ضمن جداول أعمالها الرئيسية، وقد أدرجت هذه الأجنحة لاحقاً في المخطط
الرئيسي الذي أطلق في 22 فيفري 2001، وفي هذا الإطار تم انشاء نظام سوق مزدوج
(تقليدي/إسلامي) مماثل لما هو موجود في القطاع المصرفي وقطاع التأمينات، حيث
قامت هيئة الأوراق المالية الماليزية SC بخلق عدد من الهيئات لترسيخ البنية التحتية التي
تعمل على تطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية، وتشمل هذه الهيئات ما يلي²:

1.3 قسم سوق الأوراق المالية الإسلامية ICDM

أنشأت هيئة الأوراق المالية الماليزية SC هذا القسم كفرع من شعبة سياسات
السوق والتنمية. وتشمل مسؤولياته إجراء البحوث وتطوير منتجات سوق الأوراق المالية
الإسلامية من أدوات الملكية وأدوات الدين، ويعمل بهذا القسم موظفين متخصصين في
الأسواق المالية، مع حيازتهم على خلفية في العلوم الشرعية، لا سيما في تخصصات فقه
المعاملات (القانون التجاري الإسلامي) والتمويل الإسلامي الحديث، فالجمع بين هاتين
الخلفتين المختلفتين أمر أساسي في إنشاء مجموعة عمل قادرة على تحقيق الأهداف
المسطرة، كما تقوم هاته الهيئة بعرض نتائج أبحاثها على اللجنة الاستشارية الشرعية SAC
للموافقة عليها؛

2.3 اللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية IISG

¹-The COMCEC Coordination Office, "The Role of Sukuk in Islamic Capital Markets", Report to the International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance and RAM Rating Services Berhad, Turkey, 2018, p73.

²- Securities Commission Malaysia, "Resolution of the Securities Commission Shariah Advisory Council", Second Edition, Malaysia, 2006, p.p 2-4.



أثر تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية ----- ط. كمال قسول ود. مصباح حراق

أنشأت هيئة الأوراق المالية الماليزية SC هذه اللجنة سنة 1994 بعضوية تضم مستشارين شرعيين وممثلين عن الشركات المدرجة في السوق، وقد ناقشت هذه اللجنة جميع المسائل المتعلقة بسوق الأوراق المالية الإسلامية واتخذت مجموعة من القرارات، حيث عقدت ثمانية اجتماعات بين سنتي 1995 و1996؛

3.3 اللجنة الاستشارية الشرعية SAC

بعد أن نجحت اللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية IISG في استكشاف أساس تطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية، قامت هيئة الأوراق المالية الماليزية SC بتوسيع دورها من خلال ترقيتها في ماي 1996 إلى هيئة رسمية أكثر تدعى اللجنة الاستشارية الشرعية SAC، والتي تركز نطاق اختصاصها في تقديم المشورة لهيئة الأوراق المالية الماليزية SC في جميع المسائل المتعلقة بالتنمية الشاملة لسوق الأوراق المالية الإسلامية، حيث فرضت نفسها كمركز مرجعي لجميع مسائل سوق الأوراق المالية الإسلامية، كما تعمل أيضا على إصدار قائمة الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

3. دور الهيئات الرقابية الشرعية في تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية

قامت اللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية IISG بإيعاز من قسم سوق الأوراق المالية الإسلامية ICDM بدراسة مدى توافق الأوراق المالية المدرجة في السوق مع أحكام الشريعة الإسلامية، حيث صيغت مجموعة من المعايير لاستخدامها كمبادئ توجيهية أساسية، وقد استمرت هذه الدراسة بعد إنشاء اللجنة الاستشارية الشرعية SAC التي حلت محل اللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية IISG، حيث غطت هذه الدراسة زوايا مختلفة مع الأخذ بعين الاعتبار وجهات النظر من داخل وخارج البلاد قبل نشر القائمة الأولية للأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة



أثر تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية ----- ط. كمال قسول ود. مصباح حراق

الإسلامية، كما عملت اللجنة الاستشارية الشرعية SAC على التحديث المستمر للمعايير المستخدمة كأساس للتصنيف، وهذا بناء على الأبحاث والدراسات المرتبطة بهذا المجال، بما يتماشى مع متطلبات تطوير وتطور سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا، وكان نتيجة هذا العمل صياغة قائمة الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في جوان 1997، وقد اعتمدت اللجنة الاستشارية الشرعية SAC في عملها على نهجين، تمثل النهج الأول في دراسة مدى توافق الأدوات المالية التقليدية المدرجة في السوق المحلي مع أحكام الشريعة الإسلامية، حيث ركزت الدراسة على هيكل وآلية استخدام الأدوات المالية التقليدية للتأكد من مدى مخالفتها لمبادئ الشريعة الإسلامية، أما النهج الثاني فقد تمثل في خلق وتطوير أدوات مالية جديدة تكون مبنية على مبادئ الشريعة الإسلامية¹.

في المرحلة الأولى من عملية صياغة قائمة الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، تقوم اللجنة الاستشارية الشرعية SAC بتصنيف الأوراق المالية المدرجة في السوق على أنها غير متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية إذا انحصر نشاط الشركة المصدرة للورقة المالية بشكل كلي، في الخدمات المالية القائمة على الربا، القمار، تصنيع أو بيع المنتجات غير الحلال أو المنتجات ذات الصلة، التأمين التقليدي، الأنشطة الترفيهية غير المسموح بها وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية، تصنيع أو بيع منتجات التبغ أو المنتجات ذات الصلة، تداول الأوراق المالية الغير متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية والأنشطة الأخرى التي تعتبر غير متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، كما تأخذ اللجنة الاستشارية الشرعية SAC بعين الاعتبار مدى مساهمة الإيداعات المالية التقليدية أو غيرها

¹ - Ibid, p144.



أثر تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية ----- ط. كمال قسول ود. مصباح حراق
من الأدوات المالية التي تحمل فائدة، أو الأرباح الموزعة من أي أدوات مالية تقليدية، في
الإيرادات التي تحصلها الشركة المصدرة للورقة المالية¹.
تختص المرحلة الثانية من عملية صياغة قائمة الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام
الشريعة الإسلامية في فحص الشركات المختلطة، وهي الشركات التي تكون أنشطتها
الرئيسية مباحة ولكنها تمارس في نفس الوقت أنشطة محرمة، وقد تكون هذه الممارسة إما
من قبل الشركة الأم أو من قبل بعض فروعها، وتشتمل هذه المرحلة على تقييمين وفق
ما يلي:

1.4 التقييم النوعي

تنظر اللجنة الاستشارية الشرعية SAC من خلال هذا التقييم في معيارين إضافيين
لفحص الشركات المختلطة، إذ يأخذ هذا التقييم بعين الاعتبار ما يلي²:
- أن يكون لدى الشركة صورة جيدة، أي أن التصور العام تجاه الشركة يجب أن
يكون جيدا؛
- أن تكون الأنشطة الأساسية للشركة مهمة وتعتبر "مصلحة"³ للأمة الإسلامية
عامة وللبلد بشكل خاص، وأن تكون الأنشطة المحظورة صغيرة جدا وتنطوي على أمور
مثل "عموم البلوى"⁴ و"العرف"¹ وحقوق المجتمع غير المسلم التي يقبلها الإسلام.

¹ - Norlita Binti Zainudin and others, OP-Cit, p80.

² - Ibid, p81.

³ - يستخدم مصطلح "المصلحة" في سوق الأوراق المالية الماليزية للتعبير عن المسائل التي لا يكون لها
نص واضح على تحريمها من القرآن أو السنة، كما تحقق في نفس الوقت منفعة عامة؛

⁴ - يستخدم مصطلح "عموم البلوى" في سوق الأوراق المالية الماليزية للتعبير عن المسائل المحظورة
الصغيرة التي يمارسها أغلب الناس ولا يمكن تجنبها عند إجراء المعاملات التجارية؛



أثر تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية ----- ط. كمال قسول ود. مصباح حراق

2.4 التقييم الكمي

يتم فيه قياس نسب مساهمة كل فئة من فئات الأنشطة المحرمة في الأرباح المحققة قبل الضريبة ومقارنتها مع مجموعة من المؤشرات المرجعية التي حددتها اللجنة الاستشارية الشرعية SAC بناء على الاجتهاد، فإذا تجاوزت هذه النسب المؤشرات القياسية المسموح بها، تصنف الأوراق المالية للشركة المعنية على أنها غير متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وتمثل هذه المؤشرات فيما يلي²:

- مؤشر الخمسة بالمائة (5%) : يستخدم لمقارنة الأنشطة المحظورة بشكل واضح والمستعملة في المرحلة الأولى من التقييم (الخدمات المالية القائمة على الربا، القمار، تصنيع أو بيع المنتجات غير الحلال أو المنتجات ذات الصلة، التأمين التقليدي، الأنشطة الترفيهية غير المسموح بها وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية، تصنيع أو بيع منتجات التبغ أو المنتجات ذات الصلة، تداول الأوراق المالية الغير متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية والأنشطة الأخرى التي تعتبر محرمة وفقاً للشريعة الإسلامية)؛

- مؤشر العشرة بالمائة (10%) : يستخدم لمقارنة الأنشطة التي تنطوي على عنصر "عموم البلوى" ؛

¹ - يستخدم مصطلح "العرف" في سوق الأوراق المالية الماليزية للتعبير عن الممارسات المالية التي يقوم بها أغلب أفراد المجتمع، بحيث يمكن استخدامها كأساس قانوني طالما لم تكن تتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية؛

² - Siti Naaishah Hambali and others, "Syari'ah Compliant Issues In The Islamic Capital Market and Shari'ah Screening in Malaysia", Faculty of Law, University Kebangsaan, Malaysia, 2010, p.p 6-7, Online: <https://www.aseanlawassociation.org/11GAdocs/workshop3-malaysia.pdf> (Visited 31/12/2018).



أثر تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية ----- ط. كمال قسول ود. مصباح حراق

- مؤشر العشرين بالمائة (20%) : يستخدم لمقارنة مدفوعات الإيجار المتولدة عن المحلات التي تمارس فيها أنشطة غير متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، مثل الإيجار المتولد عن محل يستغل لممارسة القمار أو بيع الخمر وما شابه ؛

- مؤشر الخمسة وعشرين بالمائة (25%) : يستخدم لمقارنة الأنشطة المسموح بها عموما وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية كما أنها تحتوي على عنصر "المصلحة" العامة، ولكنها تتضمن بعض الأنشطة الأخرى المحرمة، مثل أنشطة الفنادق والمنتجعات، تداول الأسهم، الوساطة المالية، فهذه الأنشطة قد تحتوي أيضا على أنشطة أخرى محرمة.

قامت اللجنة الاستشارية الشرعية SAC بمراجعة هذه المؤشرات المرجعية في سنة 2012، من خلال خفضها من أربعة إلى اثنتين فقط هما¹ :

- مؤشر الخمسة بالمائة (5%) : يستخدم لمقارنة الأنشطة المحظورة بشكل واضح والمستعملة في المرحلة الأولى من التقييم؛

- مؤشر العشرين بالمائة (20%) : يستخدم لمقارنة أنشطة الفنادق والمنتجعات، تداول الأسهم، الوساطة المالية، مدفوعات الإيجار المتولدة عن المحلات التي تمارس فيها أنشطة غير متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، بالإضافة إلى الأنشطة الأخرى التي تعتبر غير متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية؛

لم تطرأ أي تغييرات على التقييم النوعي في المنهجية المنقحة، إلا أن فحص الأوراق المالية أصبح يمر بالتقييم الكمي أولا، ثم التقييم النوعي، ليتوج في النهاية بالحصول على شهادة الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

¹ - Md. Mahmudul Alam and others, "The Islamic Shariah Principles for Investment in Stock Market", Qualitative Research in Financial Markets, vol 9, issue 2, United Kingdom, 2017, p137.



أثر تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية ----- ط. كمال قسول ود. مصباح حراق

تصنف وحدات صناديق الاستثمار على أنها أوراق مالية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية إذا كانت الأوراق المالية المكونة لمحفظة الصندوق متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، كما تعتبر السندات غير متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية ما لم يتم إصدارها وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية (مبادئ إصدار الصكوك الإسلامية)¹، إذ تختص الصكوك الإسلامية بضرورة حصولها على "تصريح الشريعة" من قبل اللجنة الاستشارية الشرعية SAC قبل إصدارها، على أن يتضمن هذا التصريح ما يلي²:

- المبررات المنطقية لإصدار الصكوك وبنيتها وآليتها؛

- الأحكام الشرعية والمبادئ والمفاهيم المعمول بها المستخدمة في إصدار الصكوك؛

- المسائل الشرعية ذات الصلة المتعلقة بتوثيق إصدار الصكوك.

يتم استخدام قائمة الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية الصادرة عن اللجنة الاستشارية الشرعية SAC من قبل بورصة ماليزيا، حيث يتم وسم الأوراق المالية المدرجة في البورصة والمتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية بالرمز [S] في نهاية اسم الورقة المالية، كما تستخدم في تحديد قائمة الأسهم المكونة لمؤشر الشريعة KLSI، بالإضافة إلا أنها تعتبر مرجع للمستثمرين الباحثين عن استثمار أموالهم وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية³.

4. أثر تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية على النمو الاقتصادي

تسعى ماليزيا من خلال تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية إلى اجتذاب المزيد من المستثمرين لسوق الأوراق المالية، وهذا من أجل تنمية صناعة الخدمات المالية التي

¹ - Siti Naaishah Hambali and others, Op-Cit, P7.

² - Securities Commission Malaysia, "Guidelines on Issuance of Private Dept Securities and Sukuk to Retail Investors", 1st Issued , Malaysia, p30.

³ - Siti Naaishah Hambali and others, Op-Cit,. P3.



أثر تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية ----- ط. كمال قسول ود. مصباح حراق
تعتبر المحرك الرئيسي للتنمية الاقتصادية في هذا البلد، ومن أجل دراسة أثر هذا التفعيل على النمو الاقتصادي، قمنا بتحليل العلاقة السببية واتجاهها بين مؤشري الرسملة السوقية وعدد الشركات اللذان يعبران عن حجم سوق الأوراق المالية الإسلامية، ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الذي يعبر عن النمو الاقتصادي، باستخدام برنامج Eviews 7 وبالاعتماد على تقنية شعاع الانحدار الذاتي (VAR) التي تقع ضمن التوجهات الحديثة في تحليل السلاسل الزمنية، وقد اعتمدنا النتائج المتحصل عليها عند مستوى معنوية 10%.

1.5 متغيرات الدراسة ومصادر البيانات

تتمثل متغيرات الدراسة فيما يلي:

- معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي GDP: اعتمدت العديد من الدراسات السابقة

على استعمال معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي لتمثيل معدل النمو الاقتصادي، ويمثل الناتج المحلي الإجمالي القيمة السوقية لكل السلع والخدمات النهائية المنتجة في ماليزيا خلال السنة، حيث سنعمد في هذه الدراسة على البيانات المقومة بالأسعار الثابتة لتلافي أثر التضخم؛

- مؤشر رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية ICM: يقصد برسملة السوق

مجموع الأوراق المالية المدرجة في السوق بمتوسط أسعارها في نهاية المدة، فهو يشير إلى إجمالي القيمة السوقية لمجموع الأوراق المالية المدرجة في السوق تبعا للسعر السوقي لهذه الأوراق، إلا أنه غالبا ما يقاس معدل رسملة السوق من خلال قسمة القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة في السوق على الناتج المحلي الإجمالي¹، ويعبر هذا المؤشر في هذه

¹ - يعقوبي محمد، "تأثير تغيرات أسعار صرف العملات على مؤشرات أسعار الأسهم في الأسواق المالية العالمية"، رسالة ماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الشلف، الجزائر، 2012، ص63.



أثر تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية ----- ط. كمال قسول ود. مصباح حراق
الدراسة عن حجم سوق الأوراق المالية الإسلامية مقارنة بحجم الناتج المحلي الإجمالي في
ماليزيا؛

القيمة السوقية لمجموع الأوراق المالية الإسلامية المدرجة في السوق

الناتج المحلي الإجمالي

مؤشر رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية =

- مؤشر عدد الشركات المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية INC: يدل

مؤشر عدد الشركات على عمق السوق وتنوعها، ويقاس بنمو العدد نسبة إلى الفترات
السابقة، إذ تشير الزيادة في عدد الشركات إلى تطور السوق، إلا أن هذا المؤشر قد يفقد
دلالته إذا لم يصاحبه استخدام مؤشر الرسملة السوقية، فقد يكون عدد الشركات المدرجة
كبير، بينما إجمالي الرسملة السوقية للأوراق المالية الصادرة عن تلك الشركات صغير¹،
ويعبر هذا المؤشر في هذه الدراسة عن عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية
والمتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية وفق تصنيف اللجنة الاستشارية الشرعية SAC،
فهو يمثل عمق سوق الأوراق المالية الإسلامية.

عدد شركات الفترة الحالية - عدد شركات الفترة السابقة

عدد شركات الفترة السابقة

مؤشر عدد الشركات المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية =

- ومن أجل تقدير النموذج المعتمد في هذه الدراسة تم استخدام بيانات سنوية من
هيئة الأوراق المالية الماليزية، البنك المركزي الماليزي، بورصة ماليزيا ووزارة الإحصاء

¹ - سليم جابو، "تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية"، رسالة ماجستير، قسم علوم
التسيير، جامعة ورقلة، الجزائر، بتصرف، 2012، ص 53.



أثر تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية ----- ط. كمال قسول ود. مصباح حراق

الماليزية لحساب مؤشرات سوق الأوراق المالية الإسلامية، كما تم استخدام بيانات البنك الدولي لتحديد معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، وهذا خلال الفترة (2000-2017)، وقد كان من المفيد تمديد فترة الدراسة لزيادة عدد المشاهدات إلا أن حداثة سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا حالة دون ذلك، إذ تعد سنة 1998 سنة الإعلان عن أول قائمة رسمية للأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة من قبل اللجنة الاستشارية الشرعية SAC، كما صعب علينا كذلك استخدام بيانات فصلية لأن البيانات المنشورة عن المتغيرين سنوية في الغالب.

2.5 نموذج الدراسة

لأغراض هذه الدراسة استخدمنا نموذج شعاع الانحدار الذاتي VAR والذي يعتبر نموذج من المعادلات الهيكلية بحيث يكون المتغير التابع دالة في القيم السابقة له والقيم السابقة للمتغير المستقل أو المتغيرات المستقلة وفق ما يلي¹:

$$Y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^m \alpha_i \cdot Y_{t-i} + \sum_{j=1}^n \alpha_j \cdot X_{t-j} + U_t \dots\dots\dots(01)$$

$$X_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^m \beta_i \cdot X_{t-i} + \sum_{j=1}^n \beta_j \cdot Y_{t-j} + V_t \dots\dots\dots(02)$$

ومن هاتين المعادلتين يمكن استنتاج فرضيات العدم التالية:

في المعادلة رقم (01): إن X لا يسبب Y وتحقق إذا فقط إذا كان

$$\sum_{j=1}^n \alpha_j = 0$$

في المعادلة رقم (02): إن Y لا يسبب X وتحقق إذا فقط إذا كان

$$\sum_{j=1}^n \beta_j = 0$$

وعليه سيكون لدينا أربعة احتمالات:

- لا توجد علاقة سببية بين المتغيرين؛

¹ - حايده حميد، البشير عبد الكريم، دراسة قياسية لعلاقة الصادرات بالنمو الاقتصادي في الجزائر (1966-2015)، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد 14، العدد 19، الجزائر، 2018، ص151.



أثر تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية ----- ط. كمال قسول ود. مصباح حراق

- وجود علاقة سببية في اتجاه واحد وهي أن X يسبب Y فقط؛
 - وجود علاقة سببية في اتجاه واحد وهي أن Y يسبب X فقط؛
 - وجود علاقة سببية في الاتجاهين وهي أن X يسبب Y و Y يسبب X .
- إن بناء النموذج VAR يتطلب ما يأتي¹:
- أن تكون السلاسل الزمنية المستخدمة مستقرة، أي لا تحوي جذر الوحدة؛
 - تحديد عدد درجات الإبطاء الزمني التي ستعتمد في النموذج؛
 - دراسة العلاقة السببية بين المتغيرات.

6 . تحليل النتائج:

1.6 دراسة استقرارية السلاسل الزمنية

للتحقق من استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة سنقوم بإجراء اختبار جذر الوحدة، فرغم تعدد هذه الاختبارات إلا أننا اعتمدنا اختبار ديكي-فولر الموسع ADF، ففي حالة عدم الاستقرار سنقوم بترع الاتجاه العام إذا كانت السلسلة الزمنية من النوع TS أو إجراء الفروق إذا كانت السلسلة الزمنية من النوع DS، وقد جاءت نتائج الاختبارات وفق ما يلي:

اتضح لنا من نتائج الجدول (1) أن السلسلة الزمنية ICM من النوع TS ، فالسلسلة لا تحتوي على جذر وحدة وفي نفس الوقت نجد أن معامل الاتجاه العام (الزمن) معنوي، وبعد نزع الاتجاه العام تصبح السلسلة مستقرة عند المستوى، أما بالنسبة للسلسلتين الزميتين INC و GDP فهي مستقرة عند المستوى.

¹ - عثمان نقاز، منذر العواد، "استخدام نماذج VAR في التنبؤ ودراسة العلاقة السببية بين إجمالي الناتج المحلي وإجمالي التكوين الرأسمالي في سورية"، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 28، العدد 2، سورية، 2012، ص340.



أثر تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية ----- ط. كمال قسول ود. مصباح حراق

الجدول (1): نتائج اختبار استقرارية السلسلتين الزميتين باستخدام اختبار ديكي -

فولر الموسع

دراسة استقرارية السلسلة الزمنية ICM عند المستوى				
النموذج	الاحتمال	t المحسوبة	t الجدولة	القرار
وجود حد ثابت واتجاه عام	0,1300	-4,4698	-3,2977	غير مستقرة
	الاتجاه العام			
	الاحتمال	t المحسوبة	معامل الاتجاه	
	0,00610	2,2873	0,03750	
دراسة استقرارية السلسلة الزمنية TICM (تمثل ICM بعد نزع الاتجاه العام) عند				
النموذج	الاحتمال	t المحسوبة	t الجدولة	القرار
وجود حد ثابت	0,1300	-4,4698	-3,2977	مستقرة
وجود حد ثابت	0,00220	-4,6572	-2,6665	مستقرة
بدون حد ثابت	0,00010	-4,7926	-1,6061	مستقرة
دراسة استقرارية السلسلة الزمنية INC عند المستوى				
النموذج	الاحتمال	t المحسوبة	t الجدولة	القرار
وجود حد ثابت	0,07920	-3,4396	-3,2977	مستقرة
وجود حد ثابت	0,07020	-2,8664	-2,6665	مستقرة
بدون حد ثابت	0,00620	-2,9149	-1,6061	مستقرة
دراسة استقرارية السلسلة الزمنية GDP عند المستوى				
النموذج	الاحتمال	t المحسوبة	t الجدولة	القرار
وجود حد ثابت	0,00110	-5,8380	-3,2977	مستقرة
وجود حد ثابت	0,00010	-6,0656	-2,6665	مستقرة



أثر تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية ----- ط. كمال قسول ود. مصباح حراق

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

وبما أن السلاسل الزمنية الثلاث مستقرة عند المستوى فلا يمكننا استخدام نموذج تصحيح الخطأ ECM، الذي يعد النموذج الأمثل في مثل هذه الدراسات، بحيث يعتمد هذا النموذج على السلاسل الزمنية المتكاملة من الدرجة الأولى، وعليه قمنا بتحليل العلاقة السببية بين متغيرات الدراسة بالاعتماد على تقنية شعاع الانحدار الذاتي (VAR).

2.6 تحديد عدد درجات الإبطاء الزمني الأمثل

يتم تحديد هذا العدد من خلال اختيار أقل قيمة لمجموعة من المعايير والتي يقابلها أفضل عدد لدرجات الإبطاء، وقد قمنا باختيار أفضل إبطاء لأكثر عدد من المعايير، حيث تم إجراء ثلاثة درجات إبطاء وأوضح النتائج المقدرة أن أفضل عدد لدرجات الإبطاء هو 1 وفق ما هو موضح في الجدول (2).

3.6 تقدير نموذج شعاع الانحدار الذاتي VAR

بعد أن حددنا درجة الإبطاء الزمني المثلى بدرجة واحدة، قمنا بتقدير (1)VAR، وقد أعطت نتائج التقدير الخاصة بمعادلة الناتج المحلي الإجمالي كمتغير تابع المقدرات الموضحة في الجدول (3)

الجدول (2): نتائج اختيار عدد درجات الإبطاء الزمني الأمثل

عدد	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	NA*	,1062044	,9255369	,06715* 10	,9240289
1	,5694215	,442281* 3	,710134* 9	,2765710	,704101* 9
2	,1630694	,2558518	,3897510	,3810211	,3791910
3	,9439198	,2949718	,8009679	,2170711	,7858829

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



أثر تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية ----- ط. كمال قسول ود. مصباح حراق

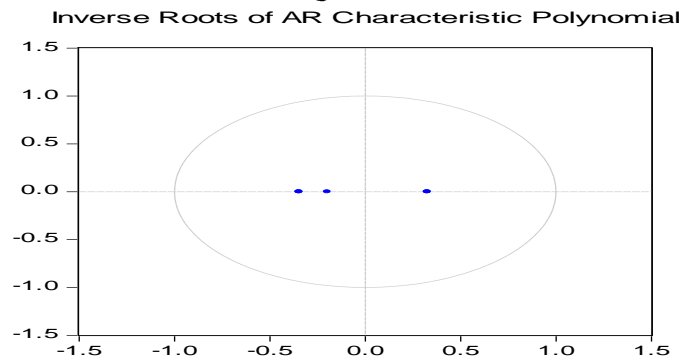
الجدول (3): نتائج تقدير نموذج VAR

GDP=C(1)*GDP(-1)+C(2)*TICM(-1)+C(3)INC(-1)+C(4)				
المعلمة	القيمة المقدرة	الانحراف	t المحسوبة	الاحتمال
C(1)	-0,370363	,1514990	-2,444655	,01910
C(2)	,6244712	,8867152	,3733014	,00010
C(3)	,0471360	,0519830	,9067530	,37010
C(4)	,6118246	,8372310	,8972517	,00000
المؤشرات الإحصائية				
R ²	,1019498	F	,6515290	

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج 7 Eviews

وحتى نستطيع الوثوق بنتيجة النموذج المقدر لابد من اختبار استقراره، حيث أن عدم استقرارية النموذج تجعل من النتائج المتحصل عليها غير صحيحة، والشكل 1 يوضح نتيجة اختبار استقرارية النموذج، إذ يظهر لنا جليا أن مقلوب الجذور الأحادية لكثير الحدود تقع داخل الدائرة الأحادية وهذا يعني أن النموذج VAR(1) مستقر.

الشكل 1: اختبار استقرارية نموذج VAR(1)





أثر تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية ----- ط. كمال قسول ود. مصباح حراق

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 7

4.6 اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء

يعتبر غياب الارتباط الذاتي للأخطاء من أهم الشروط التي ينبغي توفرها في النماذج المقدرة باستخدام طريقة المربعات الصغرى، إذ أن فعالية مقدرات هذه الطريقة تتوقف على مدى تحقق شرط استقلالية الأخطاء، وفي هذا الصدد يتم استعمال اختبار مضاعف لاغرانج المتعدد (LM)، وذلك باختبار الفرضيات التالية¹:

H_0 : عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء و H_1 : وجود ارتباط ذاتي للأخطاء

ومن خلال نتائج اختبار مضاعف لاغرانج المتعدد (LM) المبينة في الجدول (4) لا يمكننا رفض الفرضية الصفرية مما يعني أن النموذج خال من الارتباط الذاتي بين الأخطاء.

5.6 اختبار السببية لغرانجر وفق تقنية VAR

يظهر لنا من خلال الجدول (5) أن هناك علاقة سببية في اتجاه واحد بين المتغيرين TICM و GDP، أي أن مؤشر رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية يسبب معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، في حين لا توجد علاقة سببية بين المتغيرين INC و GDP.

الجدول (4): نتائج اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء

Lags	L-MStat 2	Prob
1	,1551358	,51860
2	,497746	,68930
3	,4665911	,99740

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 7

¹ - حايده حميد، البشير عبد الكريم، مرجع سبق ذكره، ص 158.



أثر تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية ----- ط. كمال قسول ود. مصباح حراق

الجدول (5): نتائج اختبار السببية لغرانجر وفق تقنية VAR

المتغير التابع	المتغير المستقل	الفرضية الصفرية	χ^2	الاحتمال
GDP	TICM	TICM لا يسبب	,1257619	,00000
GDP	INC	INC لا يسبب	,8222010	,36450
TICM	GDP	GDP لا يسبب	,0005720	,98090
INC	GDP	GDP لا يسبب	,0057530	,93950

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

7. الخاتمة:

تناولنا من خلال هذه الورقة البحثية أثر تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية على النمو الاقتصادي في ماليزيا، من خلال دراسة العلاقة السببية للأجل القصير بين مؤشري الرسمة السوقية وعدد الشركات ومعدل النمو الاقتصادي، وقد خلصت هذه الدراسة إلى أن زيادة حجم سوق الأوراق المالية الإسلامية مقارنة بحجم الناتج المحلي الإجمالي يؤثر على النمو الاقتصادي في ماليزيا، وهو ما يتفق مع كل الدراسات السابقة التي تطرقنا إليها في بداية هذا المقال، والتي خلصت إلى ان التطور المالي بشكل عام يؤثر على النمو الاقتصادي، وقد اتسم هذا البحث بقصر فترة الدراسة بسبب حداثة سوق الاوراق المالية الإسلامية في ماليزيا، إذ يمكن للباحثين مستقبلا توسيع هذه الفترة، مع إضافة دراسة العلاقة السببية للأجل الطويل، من أجل الوصول إلى نتائج أكثر دقة وتعبير، كما توصلت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج والتوصيات نوردتها فيما يلي:

1.7 النتائج

- عملت ماليزيا على تطوير صناعة الخدمات المالية من خلال إنشاء نظام مالي مزدوج تقليدي/إسلامي، يهدف إلى خلق قطب مالي للتمويل الإسلامي في ماليزيا، مما



- أثر تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية ----- ط. كمال قسول ود. مصباح حراق
- يسمح باستقطاب الفوائض المالية المحلية والأجنبية التي يسعى أصحابها لتوظيفها وفق أحكام الشريعة الإسلامية؛
- تشكل سوق الأوراق المالية الإسلامية إلى جانب الصيرفة الإسلامية والتأمين الإسلامي أركان النظام المالي الإسلامي في ماليزيا؛
- تنقسم سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا إلى سوق الأسهم الإسلامية وسوق الصكوك الإسلامية؛
- تعد عملية خلق هيئات للرقابة الشرعية مهمتها فرز الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية عن بقية الأوراق المالية، بمثابة تفعيل لسوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا؛
- تعد اللجنة الاستشارية الشرعية SAC، اللاعب الرئيسي في سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا؛
- تعد قائمة الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية الصادرة عن اللجنة الاستشارية الشرعية SAC، المرجع الرئيسي للمستثمرين الباحثين عن الاستثمار الحلال في ماليزيا؛
- يسبب زيادة حجم سوق الأوراق المالية الإسلامية مقارنة بحجم الناتج المحلي الإجمالي، النمو الاقتصادي في ماليزيا على المدى القصير؛
- لا تسبب زيادة عدد الشركات المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، النمو الاقتصادي في ماليزيا على المدى القصير؛
- يؤثر تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية على النمو الاقتصادي في ماليزيا.



أثر تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية ----- ط. كمال قسول ود. مصباح حراق

2.7 التوصيات

- العمل على تطوير وتنشيط سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا لما لهذا من أثر إيجابي على معدل النمو الاقتصادي؛
- ضرورة تطوير صيغ التمويل الإسلامي وتوسيع العمل بما داخل سوق الأوراق المالية الماليزية، من أجل اجتذاب الفوائض المالية المحلية والأجنبية واستثمارها في مختلف أوجه النشاط الاقتصادي؛
- ضرورة التعاون بين قسم سوق الأوراق المالية الإسلامية ICDM واللجنة الاستشارية الشرعية SAC من أجل التحيين المستمر لمعايير التصنيف الشرعي، بما يتماشى مع التطور المستمر للمعاملات المالية في سوق الأوراق المالية؛
- ضرورة محافظة اللجنة الاستشارية الشرعية SAC على ثقة المستثمرين في قائمة الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية الصادرة عنها، من خلال التزامها بالمهنية التامة في عملية التصنيف؛
- يوصي الباحثين، القائمين على أسواق الأوراق المالية في الدول العربية والإسلامية بتفعيل وتنشيط سوق الأوراق المالية الإسلامية لما لذلك من أثر إيجابي على النمو الاقتصادي.

8. المراجع

1.8 الرسائل

1. سليم جابو، "تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية"، رسالة ماجستير، قسم علوم التسيير، جامعة ورقلة، الجزائر، بتصرف، 2012.



أثر تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية ----- ط. كمال قسول ود. مصباح حراق

2. يعقوبي محمد، "تأثير تغيرات أسعار صرف العملات على مؤشرات أسعار الأسهم في الأسواق المالية العالمية"، رسالة ماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الشلف، الجزائر، 2012.

2.8 المجالات

3. حايده حميد، البشير عبد الكريم، دراسة قياسية لعلاقة الصادرات بالنمو الاقتصادي في الجزائر (1966-2015)، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد 14، العدد 19، الجزائر، 2018.

4. زرزار العياشي، "ضرورة إنشاء سوق للأوراق المالية الإسلامية: تجربة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا"، مجلة بيت المشورة، العدد 3، قطر، 2015.

5. عثمان نقاز، منذر العواد، "استخدام نماذج VAR في التنبؤ ودراسة العلاقة السببية بين إجمالي الناتج المحلي وإجمالي التكوين الرأسمالي في سورية"، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 28، العدد 2، سورية، 2012.

6. Md. Mahmudul Alam and others, "The Islamic Shariah Principles for Investment in Stock Market", Qualitative Research in Financial Markets, vol 9, issue 2, United Kingdom, 2017.

3.8 الملتقيات

7. Norlita Binti Zainudin and others, "Revised Shariah Screening Methodology for Shariah-Compliant Securities: New Standard TO Meet Global Expectation", 1st International Conference on Management and Muamalah (1st ICoMM), International Islamic University College Selangor, Malaysia, 2014.



أثر تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية ----- ط. كمال قسول ود. مصباح حراق

4.8 التقارير

8. Securities Commission Malaysia, "Guidelines on Issuance of Private Debt Securities and Sukuk to Retail Investors", 1st Issued , Malaysia.

9. Securities Commission Malaysia, "Islamic Fund and Wealth Management Blueprint", Malaysia, 2017.

10. Securities Commission Malaysia, "Resolution of the Securities Commission Shariah Advisory Council", Second Edition, Malaysia, 2006.

11. The COMCEC Coordination Office, "The Role of Sukuk in Islamic Capital Markets", Report to the International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance and RAM Rating Services Berhad, Turkey, 2018.

5.8 المواقع الإلكترونية

12. Siti Naishah Hambali and others, "Syari'ah Compliant Issues In The Islamic Capital Market and Shari'ah Screening in Malaysia", Faculty of Law, University Kebangsaan, Malaysia, 2010, Online:

<https://www.aseanlawassociation.org/11GAdocs/workshop3-malaysia.pdf> (Visited 31/12/2018).