مجلة البحوث الاقتصادية والمالية
ISSN : 2352– 9822
E-ISSN : 2588-1574
المجلد الثامن / العدد الأول
جوان 2021

OEB Univ. Publish. Co.

أثر إصدارات الصكوك في ماليزيا على أداء سوق الأوراق المالية

The impact of sukuk issuances in malaysia on performance of the stock market

زمولي هندة [1*]، عبد الحميد حفيظ [2]

[1] جامعة العربي التبسي –تبسة، الجزائر، *hinda.zemouli@univ-tebessa.dz*

[2] جامعة العربي التبسي –تبسة، الجزائر، *abdelhamid.hafid@univ-tebessa.dz*

تاريخ الاستلام: 2021/05/09 تاريخ قبول النشر: 2021/06/24 تاريخ النشر: 2021/06/30

الملخص:

الصكوك تعبر عن إحدى ابتكارات صناعة التمويل الإسلامي التي كان الهدف منها المساهمة في تطوير التعامل في سوق الأوراق المالية، لذلك جاءت هذه الدراسة لقياس أثر التعامل بالصكوك على حجم التعامل في بورصة ماليزيا باستخدام أسلوب الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة خلال الفترة 2012–2020– بيانات شهرية من خلال نموذجين.

وخلصت أن للتعامل بصكوك أذونات الخزانة الإسلامية الماليزية، صكوك الإسكان الحكومي وصكوك القطاع الخاص تأثير إيجابي معتبر على حجم التداول في النموذجين، أما بالنسبة لصكوك بنك نيجارا ماليزيا القابلة للتداول وصكوك الاستثمار الحكومي الماليزية كان لها تأثير في الاتجاه المعاكس، وبالنسبة لاتفاقيات صكوك القطاع الحكومي كان لها أثرا إيجابيا معنويا.

الكلمات المفتاحية: الصكوك، حجم التداول، الاستقرارية، نموذج متجه تصحيح الخطأ.

تصنيف **JEL** : G01، G23.

[*] **المؤلف المرسل:** زمولي هندة

Abstract:

Sukuk is one of the innovations of the Islamic finance industry. In order to contribute to the development of the stock market, the study aims to measure the effect of dealing in sukuk on volume in the Malaysian Stock market using the ARDL method period from 2012 to 2020, monthly data through two models.

The study concluded that dealing with ST, SH and SP had a significant positive impact to trading volume in the two models. but SG and SM, they had the opposite effect, and for SGS, they had Significant positive effect.

Keywords: Sukuk, trading volume, stationarity, VECM.

Jel Classification Codes: G01, G23.

1- مقدمة

رغم حداثة الأدوات المالية الإسلامية والتي على رأسها الصكوك، إلا أنها استحقت أن تخلق لها مكانة في أسواق الأوراق المالية، لما ساهمت به من تزويد هذه الأخيرة بمنتجات جديدة مبتكرة تضمن الكفاءة الاقتصادية ضمن توجيهات الشريعة الإسلامية.

وفي ظل بروز التجربة الماليزية كأكبر التجارب الرائدة والمرجعية في إصدار الصكوك عالميا، يأتي هذا البحث لدراسة أثر إصدارات الصكوك على نشاط سوق الأوراق المالية الماليزية باستخدام البيانات الشهرية المعتمدة من طرف بنك نيجارا ماليزيا لمجموعة من الصكوك وحجم التداول في سوق الأوراق المالية الماليزية.

1-1- إشكالية الدراسة

انطلقت هذه الورقة البحثية من إشكالية مفادها:

ما مدى أثر إصدارات الصكوك في ماليزيا على حجم التداول في سوق الأوراق المالية الماليزية؟

1-2- فرضيات الدراسة

تقوم الدراسة على فرضيتين أساسيتين للبحث هما:

H_0: يؤدي إصدار الصكوك في السوق المالية الماليزية لتنشيط التعامل في السوق الأوراق المالية ومن ثمة زيادة حجم التداول.

H_1: الصكوك هي آلية من آليات التمويل التي يمكن الاعتماد عليها لتمويل في تمويل الاقتصاد لكن لا يمكن أن يكون لها أثر مباشر في تفعيل حجم نشاط سوق الأوراق المالية ومن حجم التداول.

1-3- الدراسات السابقة

توجد العديد من الدراسات السابقة التي حاولت تحديد العلاقة بن إصدار الصكوك والتعامل في سوق الأوراق المالية بشكل مباشر أو غير مباشر في جزئية، يمكن ذكر البعض منها فيما يأتي:

- **دراسة محمد زيد محمد زين وآخرون والتي جاءت بعنوان "فاعلية الصكوك في سوق التمويل الإسلامي"** وتناولت تحديد مكانة قطاع الصكوك الإسلامية بين المنتجات المالية الإسلامية، وأضحت أنها من أسرع القطاعات نموا في الاقتصاد العالمي من خلال تبيان الاختلافات بين عوائد سوق الصكوك والسوق التقليدية في ماليزيا. وخلصت الدراسة إلى أن الصكوك هي أقوى شريحة في التمويل الإسلامي وتشارك في السوق المالية الدولية، وتعمل على توليد تدفق كبير للأموال عبر الحدود كما أن الصكوك هي الاستثمار المثالي للمستثمرين الذين يحتاجون إلى عوائد استثمار ثابت مع مخاطر منخفضة (Mohdzin & Sakat, 2011, pp. 472-478).

- **دراسة أوكان بولات بعنوان "دور الصكوك في أسواق رأس المال الإسلامية"** جاءت هذه الدراسة للإشارة إلى دور الصكوك في تطوير صناعة التمويل الإسلامي من خلال الدور المهم الذي تلعبه، مقدمة مجموعة من الطرق التي تمكن من خلالها المستثمرين في توسيع سوق التمويل الإسلامي، كما أشارت الدراسة إلى توسع استخدام الصكوك في العديد من الدول الغربية على غرار الدول الإسلامية على رأسها هونكونغ أدى إلي تطوير سوق للأوراق المالية الإسلامية (Polat, 2018, pp. 2-33).

-**دراسة جالو عثمان وجوف فودي بعنوان" تأثير الاستثمار الغير متماثل لعوائد الصكوك على النمو الاقتصادي- دليل من إندونيسيا"** وهدفت لدراسة الارتباط غير المتماثل بين الصكوك، العوائد والنمو الاقتصادي في اندونيسيا، من خلال استخدام نموذج ARDL واختبار السببية GRANGER، والتي خلصت إلى أنه توجد علاقة غير متكافئة على المدى الطويل بين عائد الصكوك والنمو الاقتصادي، وأشار تحليل سببية GRANGER لوجود علاقة سببية أحادية الاتجاه من الصكوك إلى النمو

الاقتصادي، في حين أن معدل الفائدة والتضخم ليس لهم علاقة سببية معا للنمو الاقتصادي (Jalow & Foday, 2020, pp. 1-19).

وتتميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة بتركيزها على تحديد العلاقة المباشرة بين إصدار الصكوك وتفعيل النشاط في سوق الأوراق المالية من خلال زيادة حجم التداول، وذلك باستخدام أسلوب الفجوات الزمنية الموزعة لقياس الأثر في سوق ماليزيا للأوراق المالية، خلال الفترة 2012–2020 بالاعتماد على البيانات الشهرية لمختلف متغيرات الدراسة.

1-4- محاور الدراسة

ولمعالجة الإشكالية المطروحة والوقوف على مختلف تطلعات الدراسة تم تبني التقسيم الموالي:

- الإطار النظري للدراسة؛
- متغيرات الدراسة والمنهجية المستخدمة؛
- تحليل ومناقشة النتائج.

2-الإطار النظري للدراسة

سيم سرد الإطار النظري لهذه الدراسة كما يلي:

2-1-الصكوك

على الرغم من أن الصكوك معروفة منذ القدم، إلا أنها مع ذلك تعتبر من المواضيع المستجدة على الساحة الاقتصادية، ونخص بالذكر الأسواق المالية منها، نظرا للأهمية البالغة التي توفرها كأداة استثمار تمويلية تعمل على تنمية المال، بأفضل وأكفأ الأدوات المالية المبنية على أحكام الشريعة الإسلامية، التي كانت دائما سباقة لوضع وإيجاد حلول لمعالجة مختلف المشاكل الاقتصادية المصاحبة للتغيرات السريعة في عصر السرعة المالية.

2-1-1- تعريف الصكوك

تعريف الصكوك حسب كل هيئة تشريعية كما يلي:

عرف مجمع الفقه الإسلامي الدولي في القرار رقم: 178 (4/19)، الصكوك على أنها: إصدار وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية موجودات (أعيان أو منافع أو حقوق أو خليط من المنافع والأعيان والنقود والديوان) قائمة

فعلا، أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، وتصدر وفق عقد شرعي، وتأخذ أحكامه (مجمع الفقه الاسلامي الدولي، 2009).

ويعرفها مجلس الخدمات المالية على أنها: "الصكوك جمع صك، ويمثل كل صك حق ملكية لنسبة مئوية شائعة في موجودات عينية، أو مجموعة مختلطة من الموجودات العينية وغيرها، وقد تكون الموجودات في مشروع محدد أو نشاط استثماري معين وفقا لأحكام الشريعة (مجلس الخدمات المالية الاسلامية، 2009، ص03)، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله (الحقيل، 2011، ص 383).

وتعرف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI) الصكوك على أنها:" وثائق متساوية القيمة، تمثل حصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص (هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية، 2007، ص 467).

2-1-2- خصائص الصكوك

للصكوك جملة من الخصائص يذكر منها:

- تمثل حصص ملكية شائعة في الموجودات.
- لا يكفي اعتبار حامل الصك مالكا لحق مالي في العائد أو في ارتفاع قيمة الصك فقط دون استحقاق ثابت في أصل الموجودات.
- الصك الاستثماري الإسلامي يخصص حصيلة الاكتتاب فيه للاستثمار في مشاريع أو أنشطة تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية.
- انتفاء ضمان المدير المضارب أو الوكيل أو الشريك (بدران، 2014، ص ص 18-21).
- الصك وثيقة تثبت الحق لصاحبها في الملكية بالاشتراك مع الغير، ولكل شخص قيمة مالية محددة مسجلة عليه (عوجان، 2015، ص 15).
- يحصل صاحب الصك على حصة من الأرباح ويتحمل حصة في الخسارة في حدود ما يمثله الصك.
- قابل للتداول في إطار الشروط والضوابط الشرعية الخاصة بالموجودات التي تمثلها عند التداول، والتي تحدد في نشرة الاكتتاب.

- يكون للشركة أو المؤسسة المصدرة الشخصية المعنوية المستقلة المعنوية المستقلة عن أصحاب الصكوك (عزب، 2019، ص ص 244-245).

2-1-3- أنواع الصكوك الإسلامية

تقسم الصكوك وفق عدة تقسيمات، وفي هذه الدراسة سيتم الدمج بين معيار العائد وفق المعيار الشرعي رقم 17 الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.

2-1-3-1-صكوك العائد الثابت

أ- **صكوك الأصول الثابتة المؤجرة:** هي صكوك تمثل أصولا ثابتة مرتبطة بعقد إجارة ذي أجرة دورية ثابتة، والتي تمثل عقارات موجودة تباع لحملة الصكوك، ثم تستأجر منهم بأجرة ثابتة، فهي بذلك مرتبطة بتوفير المنفعة من خلال مبدأ التمكين.

ب- صكوك المنافع: هي وحدات متماثلة من منافع ثابتة محددة موصوفة في الذمة، يتم استيفاؤها خلال مدة زمنية لاحقة (الجندي، 2017، ص ص238-239).

ج- صكوك السلم: السلم هي شراء سلعة مؤجلة مقابل ثمن فوري (AAOIFI, 2015, p. 289)، وتقوم صكوك السلم على أنها:" وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتحصيل رأس مال السلم، وتصيح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك حال استلامها مستقبلا (البشير، 2017، ص 308).

د- صكوك المرابحة: المرابحة هي البيع بالزيادة على الثمن الأول (بشير، 2007، ص308)، وصكوك المرابحة هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها كتمويل لتغطية تكاليف سلعة المرابحة على أن تصبح سلعة المرابحة مملوكة لحملة الصكوك.

هـ- صكوك الإجارة: هي حصص متساوية في عقد مستأجر، تمنح صاحبها حق الانتفاع بالعقار أو التملك، قابلة للتداول، يتحمل صاحبها جميع تكاليف الصيانة وإلحاق الضرر بالعقار (Junaida & Muhammad, 2010, p. 26).

و- صكوك الاستصناع: تمثل وثائق يصدرها المشتري لعين يلتزم البائع بتصنيعها بمواد من عنده أو مؤسسة مالية تنوب عنه، لاستخدام حصيلتها في تصنيع العين (أكرم وجعفري، 2019، ص 96).

2-1-3-3- صكوك العائد المتغير

أ- **صكوك المشاركة:** وتعد من أهم صيغ توظيف الأموال واستثمارها في الفقه الإسلامي، فهي تمثل حصصا شائعة في رأس مال الشركة (علي، 2019، ص 228).

ب- صكوك المضاربة: هي حصص متساوية القيمة في رأس مال المضاربة (قندوز، 2008، ص 180).

ج- صكوك المزارعة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع على أساس المزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من المحصول بناءً على ما تم تحديده في العقد.

د- صكوك المساقاة: هي وثائق متساوية القيمة في يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع على أساس المزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من المحصول بناءً على ما تم تحديده في العقد.

هـ- صكوك المغارسة: تمثل وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس (السمرقندي، 2017، ص 42).

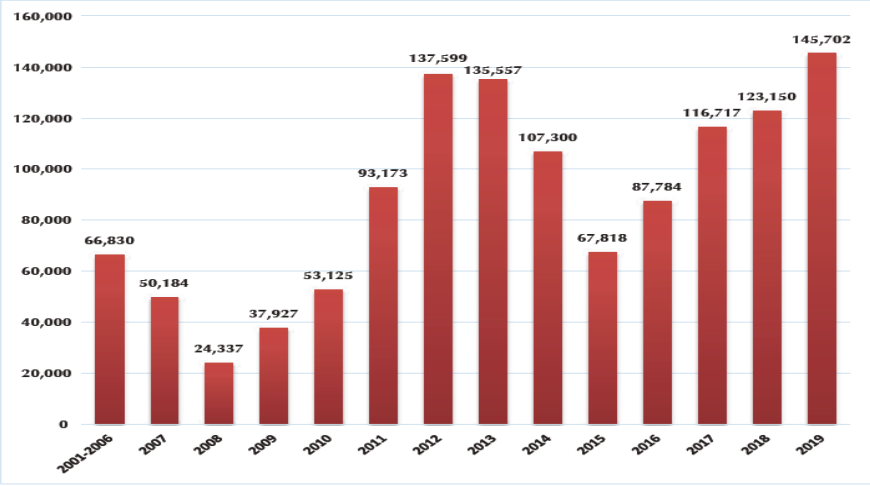
و- صكوك الوكالة بالاستثمار: هي وثائق متساوية القيمة تصدر على أساس المشاركة، تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة بالاستثمار بتعيين وكيل عن حملة الصكوك لإدارتها (كمال، 2019، ص 48).

ز- صكوك الخضراء الإسلامية: الصكوك الخضراء هي ببساطة صكوك عادية، إلا أن تصنيفها الأخضر يميزها عن شبيهتها العادية، فهي تلتزم بالمشاريع البيئية، وتعرف على أساس أدوات ذات الدخل الثابت، تستخدم عائداتها حصريا لتمويل أو إعادة التمويل جزئيا أو كليا للمشاريع الخضراء الجديدة والمستثمرة مثل: الطاقات المتجددة مشاريع كفاءة الطاقة.

2-2-تطور إصدارات الصكوك على الساحة الاقتصادية العالمية

لم تعد إصدارات الصكوك الإسلامية حاليا جدلية عالمية، بعدما شهدته من تطورات مطرودة ظهرت من خلال الطلب المتزايد عليها على حد المنافسة بين المستثمر المسلم والأجنبي، بحيث باتت الأداة التمويلية الأولى المفضلة التي جمعت بين الكفاءة الاقتصادية والمبادئ الشرعية معا، تحت إطار الحداثة التي تتميز بها.

شكل رقم (01): تطور إصدارات الصكوك عالميا (2001-2019)



Source:(IIFM, 2020, p. 21)

لقد عرف إصدار الصكوك الإسلامية نقلة نوعية وكمية متميزة جاعلة منها الأداة التمويلية الأولى المطلوبة في السوقين النقدية والمالية، من حيث متطلبات تمويل البنية التحتية المرتفعة، وهذا في خضم التأثيرات العكسية لكل من السياسات النقدية للولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا من خلال قرارات كل من البنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي والمصرف المركزي الأوروبي، إلا أنها استطاعت أن تشارك في رسم ملامح اقتصاد جديد فرضت فيه مبادئ الشريعة الإسلامية عنوانا للكفاءة الاقتصادية بعيدا عن كل المخاطر المالية.

وفي قراءة تحليلية استقرائية للشكل أعلاه، نجد:

- **من سنة 2001 إلى سنة 2007**، نلاحظ أن سوق الصكوك الإسلامية شهد بداية رواج معتبر، حققت فيه السوق المالية أكثر من 50 مليار رنجيت ماليزيا بسبب كفاءة قرارات المجلس الاستشاري الشرعي لماليزيا SAC الخاصة بهيئة الأوراق المالية لماليزيا SC والتي ساهمت في تطوير المنتجات وهيكلة الأدوات المالية المبتكرة في السوق المالية الماليزية ICM.
- **سنة 2008**، والتي تعد سنة الانحراف في سير صناعة الصكوك الإسلامية، بعد أن سجلت عائدات النفط تراجعا ملموسا على إثر أزمة الرهن العقاري المالية العالمية.

- **من سنة 2009 إلى سنة 2013**، استمرت سوق الصكوك الإسلامية في النمو لتحقق أعلى معدل إصدار بما يقارب 140 مليار رنجيت ماليزي، وهذا لظهور عوامل جديدة تحكمت في عملية الإصدار والتي على رأسها تبني دول مجلس الخليج إصدارات جملة من الصكوك بفئات من المستوى الأول والثاني.
- **من سنة 2014 إلى سنة 2020:** واصلت سوق الصكوك الإسلامية تحقيق معدلات إصدار متزايدة وهذا يدل على أن سوق الصكوك أصبح محرك أساسي في تفعيل نشاط سوق الأوراق المالية خاصة بعد أن أصبح سوق الصكوك لا يقتصر على متدخلين مسلمين وعرب فقط.

ويمكن القول أنه وعلى أساس تراكمي للفترة من 2001 إلى 2019، واصلت ماليزيا باقتناص مركز الزيادة في السيطرة على سوق الصكوك الإسلامية على المستويين المحلي والدولي بقيمة 733,75 مليار دولار، حسب تقرير السوق المالية الإسلامية الدولية IIFM لسنة 2020.

كما وتجدر الإشارة أن هناك العديد من إصدارات الصكوك العالمية ضمن المخطط المالي لسنة 2020، مع احتمالية أن يكون هناك تباطؤ في الإصدارات في سوق الأوراق المالية الإسلامية بسبب وباء Covid19 خلال الجزء الأول من العام المنصرم.

3- قياس أثر الصكوك على نشاط سوق الأوراق المالية الماليزية

سيتم قياس أثر تداول الصكوك على حجم التداول في سوق الأوراق المالية الماليزية من خلال الآتي:

3-1-تحديد المتغيرات المستخدمة في الدراسة

النموذجين المستخدمين في قياس وتحليل الأثر كما تم ذكره سيعتمدان على جملة من المتغيرات مصنفة كالأتي:

3-2-1- المتغير التابع

تم التعبير عن المتغير التابع بمؤشر حجم التداول VT في بورصة ماليزيا كراصد للتطورات الشهرية لحجم التداولات على الأوراق المالية في السوق خلال الفترة 2012-2020، فهذا المؤشر يعتد به لإعطاء أفضل صورة على حجم نشاط البورصة.

3-2-2- المتغيرات المستقلة

تم حصر المتغيرات المستقلة في الدراسة فيما يلي:

- صكوك بنك نيجارا ماليزيا القابلة للتداول SM

تعد صكوك بنك نيجارا ماليزيا القابلة للتداول من المستندات قصيرة الأجل التي يصدرها البنك، ويتم تداولها في السوق الثانوي. ويتحدد سعر هذه الصكوك استنادًا إلى مبدأ الخصم، وهي إحدى الوسائل التي يستخدمها البنك لإدارة السيولة. وقد تم الأخذ التطورات الشهرية الخاصة بها خلال للفترة 2012-2020، وتم الحصول عليها من موقع الرسمي للبنك المركزي الماليزي- بنك نيجارا -.

- صكوك أذونات الخزانة الإسلامية الماليزية ST

وهي صكوك تصدر عن البنك المركزي الماليزي لتمويل الإنفاق الحكومي وفق الشريعة الإسلامية. وسيتم الاعتماد على بياناتها الشهرية خلال الفترة 2012- 2020 وفق لما جاء به الموقع الرسمي للبنك المركزي الماليزي- بنك نيجارا -.

- صكوك الاستثمار الحكومي الماليزية SG

وهي سندات الدين الحكومي تصدرها حكومة ماليزيا لجمع الأموال لتمويل نفقات التنمية الحكومية من سوق رأس المال المحلي، وسيتم الاعتماد على قيمتها الشهرية خلال الفترة 2012-2020، وذلك من خلال الموقع الرسمي للبنك المركزي الماليزي- بنك نيجارا -.

- صكوك الإسكان الحكومية SH

هي من الصكوك القابلة للتداول والخاصة بقطاع الإسكان التي تصدرها الحكومة، وقد تم الاعتماد على قيمتها بشكل شهري خلال الفترة 2012- 2020، وتم الحصول على مختلف البيانات الخاصة بها من الموقع الرسمي للبنك المركزي الماليزي - بنك نيجارا -.

- صكوك القطاع الخاصSP

هي من بين الصكوك التي تصدرها المؤسسات الخاصة ويتم تداولها على مستوى السوق، أما البيانات الخاصة فهي للفترة 2012-2020، وتم الحصول عليها من الموقع الرسمي للبنك المركزي الماليزي- بنك نيجارا -.

- اتفاقيات صكوك القطاع الحكومي SGS

هي أدوات مالية قصيرة الأجل مستحدثة من طرف بنك نيجارا لا تحمل فائدة تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية وتعبر عن اتفاق حول صكوك القطاع الحكومي كما

أن التعامل به محدود وفي العادة لا يصنف من بين الصكوك، وقد تم الاعتماد على القيم الشهرية لهذا المتغير خلال الفترة 2012– 2020، أما عن مصدر القيم هو الموقع الرسمي للبنك المركزي الماليزي– بنك نيجارا –.

3-2- المنهجية المستخدمة في قياس وتحليل الأثر

لقياس أثر المتغيرات المستقلة السالفة الذكر على المتغير التابعة سيتم استخدام المنهجية الآتية:

3-2-1- اختبار ديكي- فولار الموسع

وهو أفضل الأساليب لاختبار الاستقرارية وتحديد درجة تكامل المتغيرات ويعتبر تعديل لاختبار ديكي- فولار Dickey-Fuller. وقبل الحديث عن المنهجية التي يقوم عليها اختبار ADF لابد من الإحاطة بالمبدأ الذي يقوم عليه اختبار DF والذي يشمل العديد من القرارات، فطبيعة عملية جذر الوحدة ترى أن عملية السير العشوائي قد لا يكون لها اتجاه أو لها اتجاه عام محدود وعشوائي. وتقدير اختبار DF في الحالات الممكنة يتم في ثلاثة أشكال المختلفة: (جارات، 2015، ص 1048)

ΔVT_t هي سير عشوائي: $\Delta VT_t = \lambda VT_{t-1} + \varepsilon_t$

ΔVT_t هي سير عشوائي باتجاه: $\Delta VT_t = (\beta_t + \lambda VT_{t-1}) = \varepsilon_t$

ΔVT_t هي سير عشوائي باتجاه ولها اتجاه عام: $\Delta VT_t = \beta_t + \lambda VT_{t-1} + \varepsilon_t$

حيث إن: t هو الزمن أو متغير الاتجاه العام.

هذا بالنسبة لاختبار DF أما اختبار ADF يتم من خلال زيادة المعادلات الثلاث السابقة قيم فترات زمنية متأخرة، وهو ما يعبر عنه بالانحدار أدناه: (عطية، 2004، ص ص 655-660)(Emekankoro, 2016, pp. 71-71)

حيث أن: n طول فترة الإبطاء.

$$\Delta BN_t = \alpha_1 + \alpha_2 t + \lambda BN_{t-1} + \sum_{r=1}^{m} \beta_i BN_{t-r} + U_t$$

حيث:

m: طول فترة الإبطاء.

وتتمثل الفروض المراد اختبارها في:

فرض العدم: H_0 وجود جذر وحدة:

$$\alpha = 0$$

الفرض البديل: H_1 عدم وجود جذر وحدة:

$$\alpha \neq 0$$

3-2-2- تحليل التكامل المشترك

لقياس أثر تداول الصكوك المعبر عنها بمجموعة من المتغيرات المستقلة السالفة الذكر على نشاط بورصة ماليزيا كمتغير تابع، سيتم استخدام أسلوب الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL، وهو الأسلوب الأكثر تطور والذي يمكن من خلاله تجاوز المشاكل التي تواجه التكامل المشترك وتصحيح الخطأ خاصة عندما تكون درجة استقرارية البيانات المستخدمة تختلف من حيث المستوى.

وقد تمت صياغة نماذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة وفق الصيغ اللوغارتمية الموالية: (Menegaki, 2019, p. 3)

النموذج الأول:

$$d(LNVT_t) = c + \lambda LNVT_{t-1} + \beta_1 LNSM_{t-1} + \beta_2 LNST_{t-1} + \beta_3 LNSG_{t-1} + \beta_4 LNSH_{t-1} + \beta_5 LNSP_{t-1}$$
$$+ \sum_{i=1}^{n} \alpha_{1,i} dLNVT_{t-1} + \sum_{i=0}^{k} \alpha_{2,i} d(LNSM_{t-i}) + \sum_{i=0}^{k} \alpha_{3,i} d(LNST_{t-i})$$
$$+ \sum_{i=0}^{k} \alpha_{4,i} d(LNSG_{t-i}) + \sum_{i=0}^{k} \alpha_{5,i} d(LNSH_{t-i}) + \sum_{i=0}^{k} \alpha_{6,i} d(LNSP_{t-i}) + \varepsilon_t$$

حيث:

λ : نسبة الخطأ الأجل القصيرة التي يمكن تصحيحها في وحدة الزمن؛

β : الميل في نموذج العلاقة طويلة الأجل؛

Ln: لوغريتم نيبيري؛

c: ثابت.

النموذج الثاني:

$$d(LNVT_t) = c + \lambda LNVT_{t-1} + \beta_1 LNSM_{t-1} + \beta_2 LNST_{t-1} + \beta_3 LNSG_{t-1} + \beta_4 LNSH_{t-1} + \beta_5 LNSP_{t-1} + \beta_6 LNSGS_{t-1} + \beta_7 LNSGT_{t-1}$$
$$+ \sum_{i=1}^{n} \alpha_{1,i} dLNVT_{t-1} + \sum_{i=0}^{k} \alpha_{2,i} d(LNSM_{t-i}) + \sum_{i=0}^{k} \alpha_{3,i} d(LNST_{t-i})$$
$$+ \sum_{i=0}^{k} \alpha_{4,i} d(LNSG_{t-i}) + \sum_{i=0}^{k} \alpha_{5,i} d(LNSH_{t-i}) + \sum_{i=0}^{k} \alpha_{6,i} d(LNSP_{t-i})$$
$$+ \sum_{i=0}^{k} \alpha_{7,i} d(LNSGS) + \sum_{i=0}^{k} \alpha_{8,i} d(LNSGT) + \varepsilon_t$$

حتى تكون هناك علاقة تكامل مشترك أي علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة وهي الصكوك والمتغير التابع حجم التداول لابد أن تحقق λ الشرطين المواليين:

- **الشرط اللازم:** تكون إشارتها سالبة؛
- **الشرط الكافي:** تكون معنوية.

ولتحليل التكامل المشترك يتم استخدام اختبار الحدود الذي طوره كل من Pesaran and Slim والذي يتم من خلاله الكشف عن ما إذا كان هناك تكاملا مشتركا فريدا أي أن هناك حالة انحدار المتغير التابع على المتغيرات المستقلة.

3-3-3-تحديد معلمات نموذج تصحيح الخطأ

بعد إثبات أن هناك علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات بمعنى أنه توجد علاقة توازنية على المدى الطويل وذلك حسب منهجية Pesaran and Slim، سيتم صياغة نموذج تصحيح الخطأ Vector error correction، والذي سيعبر حسب هذه الدراسة على العلاقة طويلة الأجل التي تحتوي على متغيرات ذات فجوة زمنية، وكذا العلاقة قصيرة الأجل بإدخال فروق السلاسل الزمنية التي تعبر عن التغير بين القيم من فترة إلى أخرى.

وحتى تكون إمكانية تصحيح الخطأ والرجوع للوضع التوازني لابد أن تعبر λ عن نسبة مئوية من الخطأ الأجل القصير التي يمكن تصحيحها في وحدة الزمن للعود للوضع التوازني طويل الأجل، وذلك لربط السلوك في المدى للمتغير التابع مع قيمته في المدى الطويل.

4- التحليل ومناقشة النتائج

في هذا الجزء سيتم تحليل النتائج ومناقشاتها وفق الموالي:

4-1- نتائج اختبار ديكي- فولار الموسع

سيتم من خلال هذا الاختبار فحص استقرارية متغيرات الدراسة مع مرور الزمن وقد كانت النتائج كما هي واردة في الجدول الآتي:

جدول 1: نتائج اختبار ديكي- فولار الموسع

ADF Test of unit Root										
Series	Lags	Levels				Lags	stDifferenciall			
		Mac Val		ADF	Prob		Mac Val		ADF	Prob
		1%	%5				1%	%5		
VT	2	-2.5876	-1.9439	-1.4081	0.1473	2	-2.5876	-1.9439	-16.7162	0.00
SM	2	-3.4950	-2.8897	-1.9393	0.3133	2	-2.5876	-1.9439	-12.7857	0.00
ST	2	-4.0524	-3.4553	-5.4060	0.0001	2	/	/	/	/
SG	1	-4.0486	-3.4536	-6.2969	0.000	1	/	/	/	/
SH	1	-3.4943	-2.8894	-6.7410	0.000	1	/	/	/	/
SP	1	-3.4943	-2.8894	-5.5471	0.000	1	/	/	/	/
SGS	1	-4.0486	-3.4536	-8.1417	0.000	1	/	/	/	/

المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج EVIEWS9 وفق تطبيق TEST dickey-fuller Augmented.

أشارت نتائج اختبار ADF الواردة في الجدول أعلاه أن بعض المتغيرات مثل VT وSM غير مستقرة المستوى لكون t المحسوبة أقل من t الجدولية وهو ما يعني عدم قبول الفرض البديل H1 الذي يقضى بعدم وجود جذر الوحدة عند مستوى معنوية 5% و1%، كما أن عدد فترات التباطؤ Lags حسب معيار S/C كانت مختلفة من متغير إلى آخر وتراوحت بين 0 و2 حسب ما هو موضح في الجدول، وبعد إجراء الفرق الأول أظهر الاختبار أنها مستقرة الفرق الأول لكون t المحسوبة أكبر من t الجدولية، وبذلك يتم قبول الفرض البديل H1 الذي يقضى بعدم وجود جذر الوحدة عند مستوى المعنوية 5% و1%، وبما أن هذه المتغيرات أظهرت أنها مستقرة الفرق الأول فهذا يعني أنها متكاملة من الدرجة الأولى I(1)، أما متغيرات أخر مثل ST وSG وSH وSP وSGS أظهرت أنها مستقرة عند المستوى لكون t المحسوبة أكبر من t الجدولية، وبذلك يتم قبول الفرض البديل H1 الذي يقضى بعدم وجود جذر الوحدة عند مستوى المعنوية 5% و1%، كما أن عدد فترات

التباطؤ Lags لهذه المتغيرات حسب معيار S/C كانت مختلفة من متغير إلى آخر وتراوحت بين 1 و2.

4-2- نتائج للتكامل المشترك – اختبار الحدود-

بعدما تم إثبات أن السلاسل الزمنية لبعض متغيرات النموذج مستقرة الفرق الأول، أي متكاملة من الدرجة الأولى والبعض الأخر مستقرة عند المستوى، سيتم استخدام أسلوب الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة الذي يتماشى مع هذه الحالات، وقد أشارت نتائج اختبار الحدود إلى ما يلي:

النموذج الأول:

جدول 2: نتائج التكامل المشترك-اختبار الحدود-

Test Statistic	Value	K
F-statistic	11.32349	5
Critical Value Bounds		
Significance	I0 Bound	I1 Bound
10%	2.26	3.35
5%	2.62	3.79
2.5%	2.96	4.18
1%	3.41	4.68

المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج EVIEWS وفق تطبيق Coefficient diagnostics – bounds test.

النموذج الثاني:

جدول3 : نتائج التكامل المشترك-اختبار الحدود-

Test Statistic	Value	K
F-statistic	5.725143	6
Critical Value Bounds		
Significance	I0 Bound	I1 Bound
10%	2.12	3.23
5%	2.45	3.61
2.5%	2.75	3.99
1%	3.15	4.43

المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج EVIEWS وفق تطبيق Coefficient diagnostics – bounds test.

تشير نتائج اختبار الحدود للتكامل المشترك الواردة في الجدول أعلاه إلى رفض الفرضية الصفرية H_0 القائلة بعدم وجود تكامل مشترك، وقبول الفرضية البديلة H_1 بوجود تكامل مشترك بين متغيرات نموذج الدراسة عند مستوى معنوية 5% لكون F-statistic أكبر من قيمة I1 Bound، الأمر الذي يدل على وجود علاقة توازنية في المدى الطويل بين المتغيرات، وتشير هذه النتائج إلى وجود علاقة سببية.

4-3- العلاقة التوازنية طويلة الأجل

وفقا نموذج تصحيح الخطأ Vector error correction وباستخدام برنامج Eviews9 تأخذ العلاقة التوازنية للآجال الطويلة الشكل المبين في الجدول الآتي:

النموذج الأول:

جدول 4: العلاقة التوازنية طويلة الأجل

LnVT= 5.667302-0.137596lnSM +1.100163lnST-3.129699lnSG+0.624886lnSH+ 2.905253LNSP						
SM	ST	SG	SH	SP	CointEq(-1)= -1.470047	
0.0331	0.0228	0.0205	0.0129	0.0373	0.0119	T

المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج EVIEWS وفق التطبيق Coefficient diagnostics – Cointegration and long run form.

يتضح أن معامل الضبط أو تصحيح الخطأ سالب ومعنوي أي أن هناك تصحيح من المدى القصير إلى المدى الطويل بسرعة تصل إلى (-1.470047)، أما عن العلاقة الدالية بين المتغيرات تشير إلى أن:

- وجود علاقة عكسية ذات معنوية بين التطورات الحاصلة في قيمة صكوك بنك نيجارا ماليزيا القابلة للتداول SM وبين حجم التداول في بورصة ماليزيا للأوراق المالية VT خلال فترة الدراسة، حيث تشير النتائج إلى أن ارتفاع في قيمة صكوك بنك نيجارا ماليزيا القابلة للتداول بنسبة 1% يؤدي إلى تراجع حجم التداول بورصة ماليزيا بنسبة 13.75%، وهذا ما يتوافق مع معظم نظريات الاستثمار التي ترى أن الاستثمار في الأدوات القصيرة الأجل يعتبر بديل عن الاستثمار في السوق الأوراق المالية وهو ما يفسر العلاقة العكسية.
- وجود علاقة ايجابية معنوية بين صكوك أذونات الخزانة الإسلامية الماليزية ST وحجم التداول VT في سوق الأوراق المالية، حيث أن زيادة صكوك أذونات الخزانة الإسلامية الماليزية بنسبة 1% يؤدي إلى زيادة الحجم بنسبة 110.01%، وهو ما

يتفق مع وجهة النظر القائلة بوجود العلاقة الإيجابية بين توجه الاستثمار للأدوات القصيرة ونشاط سوق الأوراق المالية.

- العلاقة التي تربط بين الاستثمار في صكوك الاستثمار الحكومي الماليزية SG وحجم التداول VT في سوق الأوراق المالية الماليزية هي علاقة عكسية، حيث أشارت النتائج إلى أن التغير في قيمة هذه الصكوك بنسبة 1% يؤدي إلى تراجع في قيمة الحجم بمقدار 312.96%، وهو ما لا يتفق مع المنطق الاستثمار المالي الذي يرى أن زيادة الاعتماد على الصكوك كأدوات استثمار طويلة الأجل تؤدي إلى زيادة نشاط سوق الأوراق المالية، ربما يرجع الأمر لعدم اتخاذ هذه الصكوك كداعمة أساسية للاستثمار في هذه السوق.
- ما يلاحظ هو أنه كان لصكوك الإسكان الحكومية SH تأثيرا إيجابيا معنويا ومباشرا على حجم التداولVT في سوق الأوراق المالية في ماليزيا خلال فترة الدراسة، حيث دلت الدراسة أن تغير في قيمة صكوك الإسكان الحكومية بـ 1% تؤدي إلى زيادة الحجم بالبورصة ماليزية بشكل مباشر بـ 62.42%، وهو ما يعني أن الصكوك كأداة استثمارية تودي لتفعيل نشاط سوق الأوراق المالية.
- وجود علاقة إيجابية معنوية بين صكوك القطاع الخاص الماليزية SP وحجم التداول VT في سوق الأوراق المالية في ماليزيا، حيث أن تغير في قيمة صكوك الإسكان الحكومية بـ 1% تؤدي إلى زيادة مضاعفة حجم التداول في سوق الأوراق المالية في ماليزيا بشكل مباشر بـ 290.52%، وهذا ما يعني أن لها تأثيرا كبيرا على حجم السوق، نظرا لسياسة تشجيع الاستثمار الخاص التي انتهجتها ماليزيا.

النموذج الثاني:

جدول 5: العلاقة التوازنية طويلة الأجل

LnVT= -22.064404-0.036625lnSM+0.966804lnST-6.107157lnSG+0.314201lnSH+4.188837lnSP+4.311023lnSGS							
SM	ST	SG	SH	SP	SGS	CointEq(-1)= -0.316724	
0.5065	0.0175	0.0147	0.0883	0.0188	0.0385	0.0000	T

المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج EVIEWS وفق التطبيق Coefficient diagnostics – Cointegration and long run form.

يتضح أن معامل الضبط أو تصحيح الخطأ سالب ومعنوي أي أن هناك تصحيح من المدى القصير إلى المدى الطويل بسرعة تصل إلى (0.316724-)، أما عن العلاقة الدالية بين المتغيرات تشير إلى أن:

- وجود علاقة عكسية ذات معنوية بين التطورات الحاصلة في قيمة صكوك بنك نيجارا ماليزيا القابلة للتداول SM وبين حجم التداول VT في سوق الأوراق المالية في ماليزيا للأوراق المالية خلال فترة الدراسة، حيث تشير النتائج إلى أن ارتفاع في قيمة صكوك بنك نيجارا ماليزيا القابلة للتداول بنسبة 1% يؤدي إلى تراجع حجم التداول في سوق الأوراق المالية في ماليزيا بنسبة 3.66%، وهذا ما يتوافق مع معظم نظريات الاستثمار التي ترى أن الاستثمار في الأدوات القصيرة الأجل يعتبر بديل عن الاستثمار في السوق الأوراق المالية وهو ما يفسر العلاقة العكسية.
- وجود علاقة إيجابية معنوية بين صكوك أذونات الخزانة الإسلامية الماليزية ST وحجم التداول VT في سوق الأوراق المالية في ماليزيا للأوراق المالية، حيث أشارت النتائج إلى أن زيادة هذه الصكوك بنسبة 1% يؤدي إلى تزايد الحجم بنسبة 96.68%، وهو ما لا يتفق مع وجهة النظر القائلة بوجود العلاقة العكسية بين توجه الاستثمار للأدوات القصيرة ونشاط سوق الأوراق المالية.
- العلاقة التي تربط بين الاستثمار في صكوك الاستثمار الحكومي الماليزية وحجم التداول في سوق الأوراق المالية في ماليزيا هي علاقة عكسية، حيث أشارت النتائج إلى أن التغير في قيمة هذه الصكوك بنسبة 1% يؤدي إلى تراجع في قيمة حجم التداول بشكل كبير. بمقدار 610.71%، وهو ما لا يتفق مع المنطق الاستثمار المالي الذي يرى أن زيادة الاعتماد على الصكوك كأدوات استثمار طويلة الأجل تؤدي إلى زيادة نشاط سوق الأوراق المالية ربما يرجع الأمر هنا لأنه لم تتخذ هذه الصكوك كداعمة أساسية لاستثمار في هذه السوق.
- ما يلاحظ هو أنه كان لصكوك الإسكان الحكومية SH تأثيرا إيجابيا معنويا ومباشرا على حجم التداول VT في سوق الأوراق المالية في ماليزيا خلال فترة الدراسة، حيث دلت الدراسة أن تغير في قيمة صكوك الإسكان الحكومية بـ 1% تؤدي إلى زيادة حجم التداول في سوق الأوراق المالية في ماليزيا بشكل مباشر بـ 31.42%، أي أن الصكوك كأداة استثمارية تودي لتفعيل نشاط سوق الأوراق المالية.

- وجود علاقة إيجابية معنوية بين صكوك القطاع الخاص SP الماليزية وحجم التداول VT في بورصة ماليزيا، حيث دل النموذج الثاني من الدراسة أن تغير في قيمة صكوك الإسكان الحكومية بـ 1% تؤدي إلى زيادة مضاعفة حجم التداول في سوق الأوراق المالية في ماليزيا بشكل مباشر بـ 418.83%، وهذا ما يعني أن صكوك القطاع الخاص لها تأثيرا كبيرا على حجم سوق الأوراق المالية الماليزية، نظرا لسياسة تشجيع الاستثمار في القطاع الخاص التي انتهجتها ماليزيا خلال فترة الدراسة.
- وجود علاقة ايجابية معنوية بين اتفاقيات صكوك القطاع الحكومي SGS وحجم التداول VT في سوق الأوراق المالية الماليزية، حيث أن أي تغير في قيمة الصكوك الحكومية بـ 1% تؤدي إلى زيادة حجم التداول في سوق الأوراق المالية في ماليزيا بشكل مباشر بـ431.10%، وهو ما يتفق مع منطق الاستثمار المالي الذي يرى أن زيادة الاعتماد على الصكوك كأدوات استثمار طويلة الأجل تؤدي إلى زيادة نشاط سوق الأوراق المالية.
- مما سبق يلاحظ أنه كان هناك نفس التأثير الايجابي في النموذجين (01) و(02) لكل من صكوك أذونات الخزانة الإسلامية الماليزية ST، صكوك الإسكان الحكومي SH وصكوك القطاع الخاصSP على حجم التداول VT في السوق الماليزية للأوراق المالية، كما أن لاتفاقيات صكوك القطاع الحكومي SGH هي الأخرى تأثيرا إيجابيا معنويا في النموذج (02)، أما عن صكوك بنك نيجارا ماليزيا القابلة للتداول SM وصكوك الاستثمار الحكومي الماليزية SG كان لهما تأثير سلبي في النموذجين (01) و(02).

5- خاتمة

جاءت هذه الورقة البحثية لدراسة أثر إصدارات الصكوك في ماليزيا على نشاط سوق الأوراق المالية، من حيث تحديد أثر جملة من الصكوك على حجم التداول في سوق الأوراق المالية الماليزية، باستخدام أسلوب الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة خلال الفترة 2012-2020، والذي استخدم اختبار جذر الوحدة وفق اختبار ديكي-فولار الموسع واختبار التكامل المشترك- اختبار الحدود- لاختبار العلاقة التوازنية طويلة الأجل،

بالإضافة لاستخدام نموذج متجه تصحيح الخطأ لتقدير العلاقة قصيرة الأجل بين المتغيرات.

وقد خلصت الدراسة إلى النتائج التالية:

- بعض المتغيرات مستقرة عند المستوى والبعض الأخر غير مستقرة المستوى ولكنها مستقرة الفرق الأول وفق اختبار ديكي فولر الموسع.
- هناك علاقة طويلة الأجل المتغيرات وفق اختبار الحدود.
- كان لصكوك أذونات الخزانة الإسلامية الماليزية وصكوك الإسكان الحكومية وصكوك القطاع الخاص التأثير الإيجابي المعنوي والمباشر على حجم التداول في بورصة ماليزيا في النموذجين (01) و(02).
- حققت كل من صكوك بنك نيجارا ماليزيا القابلة للتداول وصكوك الاستثمار الحكومي علاقة عكسية معنوية على حجم التداول في بورصة ماليزيا في كلتا النموذجين (01) و (02)؛
- وجود علاقة إيجابية معنوية بين اتفاقيات صكوك القطاع الحكومي وحجم التداول في سوق الأوراق المالية الماليزية في النموذج (02).

يستنتج أن الصكوك حققت النتيجة الإيجابية في تفعيل أداء سوق الأوراق المالية في ماليزيا سواءً منها الصكوك العادية وحتى الاتفاقيات الجديدة منها، وهو ما يتفق مع أغلب نتائج الدراسات السابقة والى جاءت في المحتوى.

6- قائمة المراجع

- AAOIFI. (2015). Shariah standards. Mannama: king faha national library catalogin- in- publication date.
- Angeliki Menegaki .(2019) .The ARDL méthod in the energy-growth nexus field best implementationstrategies .economies review ،(105)7 .
- COMCEC .(2018) .The role of sukuk in islamic capital market.
- COMCEC .(2018) .The role of sukuk in islamic markrt.
- Emekankoro, A. (2016). Auto regressive distributed lag(ardl) cointegrationtechnique: application and interpretation. Journal of statistical and econcometrics, vol:5 (n:4).

- IIFM9 .(TH,2020) .SUKUK.
- Jalow , o., & Foday, j. (2020, Septembre 17). investigating the asymmetric effect of sukuk retarns on economic growth-evidence from indonesia,a NARDEL prospective. Munich Personal Repec Archive(102939).
- Jonas Kibalakuma) .:janvier, 2018 .(Modélisation ARDL test de cointegrationau bornes et approche de todayamamoto :éléments de théorie et pratique sur logiciels .Hal archives-ouvertes.fr: France.
- Junaida, H., & Muhammad, A. (2010). islamic capital market, sukuk and its management in the current scenario. Sweden: Umea school of business and economics.
- Mohdzin, m., & Sakat, a. (2011). the effectiveness of sukuk in islamic finance market. aistralian journal of basic and applied sciences, 5(12).
- Polat, o. (2018). The role of sukuk in islamic capital markets. Dans P. o. group (Éd.). ankara: COMEC coordination office necatibey caddesu.
- أبي نصر أحمد بن محمد السمرقندي. (2017). كتاب الشروط و علوم الصكوك– دراسة عن الصكوك الاسلامية بين النظرية و التطبيق. القاهرة، مصر: دار الوفاء للنشر.
- بدران أحمد جابر. (2014). الصكوك كأداة للتمويل بين النظرية والتطبيق (الإصدار الطبعة الاولى). القاهرة، مصر: مركز الدرسات الفقهية والاقتصادية.
- بدران أحمد جابر. (2014). الصكوك كأداة للتمويل بين النظرية والتطبيق (الإصدار الطبعة الأولى). القاهرة، مصر: مركز الدرسات الفقهية والاقتصادية.
- حفوظة الأمير عبد القادر، زيدي البشير. (2017). استفادة الجزائر من تجربة الصكوك الاسلامية كالية لتمويل التنمكية الاقتصادية (تجرتي السودان، ماليزيا نموذجا). مجلة الباحث في العلوم المالية والمحاسبة (العدد:4).

- عزب حماد مصطفى. (ماي، 2019). التنظيم القانوني للصكوك الاسلامية وأهميته في تفعيل دورها بتحقيق التنمية الاقتصادية و الاجتماعية – دراسة في القانونين الكويتي و المصري. مجلة كلية القانون الكويتية العالمية (العدد:4).
- جارات دامو دار جو. (2015). الاقتصاد القياسي (المجلد 2). الرياض، السعودية: دار المريخ.
- رامي محمد كمال. (2019). الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة بدلا عن السندات التقليدية (الإصدار الطبعة الأولى). مكة، السعودية: دار طيبة الخضراء للنشر والتوزيع.
- الجندي عبد الرحمان. (2017). صكوك الاستثمار، المعيار الشرعي رقم (17). البحرين: هيئة المراجعة و المحاسبة للمؤسسات المالية الاسلامية.
- عطية عبد القادر محمد عبد القادر. (2004). الحديث في الاقتصاد القياسي– بين النظرية و التطبيق–. القاهرة، مصر: الدار الجامعية.
- قندوز عبد الكريم. (2008). الهندسة المالية الاسلامية بين النظرية والتطبيق. دمشق، سوريا: مؤسسة الرسالة ناشرون.
- علي فاطمة محمد راشد. (2019). السياسة المالية ودورها في تخصيص الموارد الاقتصادية بين الاقتصاد الوضعي والاسلامي. الاسكندرية، مصر: دار التعليم الجامعي.
- مجلس الخدمات المالية الاسلامية. (2009). متطلبات كفاية رأس المال للصكوك والتصكيك، والاستثمارات العقارية.
- مجلس الخدمات المالية الاسلامية. (2009). متطلبات كفاية رأس المال للصكوك والتصكيك، والاستثمارات العقارية.
- مجمع الفقه الاسلامي الدولي. (30 أفريل, 2009). الصكوك الاسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها. قرار رقم: 178(19/4). تاريخ الاسترداد 01 نوفمبر، 2020، من irfa aifa.org: irfa aifa.org.
- أكرم محمد، جعفري فارس. (2019). التجربة الماليزية في إصدار الصكوك الاسلامية. مجلة إسرا الدولية للمالية الاسلامية (العدد:4).

- بشير محمد عثمان. (2007). المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الاسلامي (الإصدار الطبعة 6). الأردن: دار النفائس للنشر و التوزيع.
- الحقيل. مساعد بن عبد الله (2011). ربح ما يضمن–دراسة بن عبد الله بن حمد. الرياض، السعودية: دار اليمان للنشر والتوزيع.
- الحقيل مساعد بن عبد الله بن حمد. (2011). ربح ما لم يضمن– دراسة تأصيلية تطبيقية–. الرياض المملكة العربية السعودية: دار اليمان للنشر و التوزيع.
- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية. (2007). المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الاسلامية، البند:02 من المعيار الشرعي رقم:17.
- عوجان وليد. (2015). الصكوك الاسلامية و تطبيقاتها المعاصرة. منتدي فقه الاقتصاد الاسلامي. الامارات العربية المتحدة: دائرة الشؤون الاسلامية والعمل الخيري.
- عوجان وليد. (2015). الصكوك الاسلامية و تطبيقاتها المعاصرة. منتدى فقه الاقتصاد الاسلامي. عمان: دائرة الشؤون الاسلامية والعمل الخيري.

7–الملاحق:

ملحق 01: البيانات الشهرية للمتغيرات المستقلة والمتغير التابع (2012–2020)

	VT	SM	ST	SG	SH	SP	SGS
2012M1	1722,11	46801,46	320	41001,5	-	15811,884	108717,158
2012M2	2411,14	39508,836	350,4	56010,34	-	13165,224	103848,874
2012M3	1746,63	68164,776	70,38	40102,22	-	20850,484	100814,276
2012M4	1395,11	62219,352	880	30331,44	-	13330,894	74415,2
2012M5	1079,81	55423,28	782	34358,18	-	16548,38	76084,526
2012M6	965,97	40584,436	215,356	37327,28	-	24451,958	87623,368
2012M7	1159,81	35361,848	368,328	71481,4	4240	17312,568	101342,216
2012M8	1219,45	32855,592	14,91	30302,56	180	11170,404	81037,216
2012M9	1034,22	37551,674	416	22963,4	640	34238,44	42866,494
2012M10	1077,4	53601,896	296,144	27067,8	470	16856,336	83456,744
2012M11	1059,34	60045,836	474,916	23946,72	140	16334,1	58905,896
2012M12	807,04	88692,488	494,32	19761,46	240	18487,5	42900,592
2013M1	24267,31	91120,794	192,026	41925,2	1	18815,518	68649,64
2013M2	15669,57	54986,074	813,71	26226,56	240	15579,868	80893,814
2013M3	18369,19	86612,008	344,198	28320,9	1670	16724,884	72142,686
2013M4	19935,75	91881,366	404,902	40993,76	1040	21740,742	101021,648

2013M5	47773,98	66187,486	92,698	65345,2	873,2	26074,788	115648,614
2013M6	36732,06	64205,512	410	33443,836	824,8	21035,85	89501,318
2013M7	32413,54	59159,298	140	37598,42	8,8	19259,992	100620,332
2013M8	37941,37	39806,508	271,53	11494,98	3500,1	11321,132	48836,888
2013M9	34141,99	71275,892	770	17418,88	564,76	12364,398	65793,038
2013M10	37354,11	34701,992	40	23175	260	10442,708	90889,874
2013M11	36205,21	48619,638	437,584	23877,9	900	11701,12	53272,876
2013M12	23955,61	46749,534	458,794	8599,52	0,2	9174,68	31606,732
2014M1	31189,21	53225,34	657,658	13625,18	24,8	10938,128	58170,904
2014M2	47451,32	49402,78	220	19783,38	2865	11353,52	50337,704
2014M3	37856,05	51852,198	213,202	28886,98	3932,4	12953,266	51657,258
2014M4	48379,08	63089,732	1153,45	23144,34	4660	11014,518	61086,408
2014M5	33054,77	43287,76	839,74	41698,6	2920	10495,352	64060,616
2014M6	31512,38	38408,5	336,46	25771,08	1304	12114,914	38134,836
2014M7	41013,02	40240,064	1774,28	48190,68	370	14386,452	48215,616
2014M8	72362,68	48962,212	567,92	23225,3	3210	19524,352	66452,144
2014M9	49588,44	63456,93	377,542	25620,266	1840	14411,508	41615,942
2014M10	43015,76	49028,3	613,898	37905,954	3380	16769,38	96263,098
2014M11	39321,69	48959,898	994,798	30592,802	739	12155,7	57875,858
2014M12	34996,95	38710,56	352,478	19593,242	40	14384,42	62326,684
2015M1	38967,89	32375,628	477,468	49928,892	420	10051,6	106770,74
2015M2	31488,93	20676,814	299,628	36740,184	2192,18	9399,556	76982,366
2015M3	50136,72	10835,384	860,96	60615,666	1600	21820,838	94005,942
2015M4	48784,94	3072,01	907,906	67593,738	3377,14	23582,998	82107,874
2015M5	34315,49	5904	363,78	37333,65	880	23630,42	50202,85
2015M6	32922,91	1856,408	124,16	28729,574	440	22226,798	85444,342
2015M7	36080,61	8040,612	921,54	49200,158	1280	17776,24	101537,124
2015M8	39180,61	3911,44	838	24828,384	511,2	9449,38	90031,164
2015M9	38623,26	2064	4472,374	19339,192	20	7061,982	100105,358
2015M10	46069,11	906	2974,29	32847,792	60	10699,66	92893,458
2015M11	49874,491	-	3603,98	22457,494	280	10239,718	74990,474
2015M12	37221,1	34,326	470	26534,91	440	8404,4	53196,926
2016M1	39450,85	-	878	70668,498	100	17543,52	77118,584
2016M2	28535,28	125,72	2059,41	60982,614	284	21696,82	82725,75
2016M3	41190,77	-	964	66698,872	1380	23778,992	72101,856
2016M4	35799,98	-	964	66783,734	1434,8	20337,466	85606,3
2016M5	36382,57	-	50	47880,314	300	24275,04	94882,524
2016M6	31598,17	-	64,74	54245,256	190	23679,94	137702,26

2016M7	29773,89	-	80	76720,674	980	18024,44	103815,616
2016M8	46643,05	-	700	56356,85	640	26899,206	85569,988
2016M9	31771,94	-	5518,66	35156,772	600	27818,54	94168,89
2016M10	30015,07	-	1262	47154,946	3760	23762,92	67220,756
2016M11	33564,64	-	2972	51267,358	580	14454,51	111890,846
2016M12	25232,29	-	1118	24459,898	-	9663,16	76808,85
2017M1	37240,46	-	746	41616,506	-	17345,5	61465,218
2017M2	44074,34	-	437,22	31383,48	-	15413,38	84746,062
2017M3	84200,97	-	361,8	22116,69	200	17490,5	147410,42
2017M4	67709,93	-	872	21541,398	100	8884,58	86415,462
2017M5	69137,56	-	531,04	42075,662	-	12798,1	98030,334
2017M6	36359,24	-	392,8	37618,94	300	18442,476	61898,48
2017M7	37085,06	-	234	21162,114	460	10850,64	62327,784
2017M8	38207,99	-	387,64	34319,616	1480	24422,52	70211,596
2017M9	46560,72	-	522,66	40824,98	-	22060,52	93224,372
2017M10	59441,72	-	158	18803,762	120	18940,28	60585,088
2017M11	54752,64	-	2833,44	26920,978	-	14223,19	89345,256
2017M12	42324,53	-	274	15169,768	-	10373,488	44877,608
2018M1	96456,65	-	1775,12	47154,104	360	16021,82	65904,444
2018M2	45997,57	-	1072,1	22312,056	100	10760,2	60407,758
2018M3	52188,03	13,12	1142,8	46524,65	-	22948,1	79956,092
2018M4	53266,92	260	254,36	26235,022	836,74	18105,92	58576,234
2018M5	53091,09	-	4278,8	24101,558	-	7533,62	81161,118
2018M6	47652,02	3080	624,24	20834,018	60	9531,72	60651,446
2018M7	55993,49	1997,14	2292	40564,936	457,14	17237,94	73543,016
2018M8	49393,96	2799,4	940	53738,846	420	22101,7	71759,336
2018M9	36597,55	1700	3230,84	35648,876	140	16377,172	70171,714
2018M10	50908,2	2279,34	100	30557,812	355	21980,36	51219,684
2018M11	41356,25	4789,64	1320,002	25412,474	-	12045,238	60809,946
2018M12	36437,3	1800	1040	29082,636	460	16430,296	56259,238
2019M1	51275,8	900	1260	67702,02	1480	22295,68	97141,624
2019M2	45581,07	800	200	63741,062	1020	18171,5	88256,394
2019M3	62655,82	220	988	95403,02	1000	30716,8	101214,342
2019M4	69936,1	780	400	78114,362	520	29712,7	104541,316
2019M5	46725,83	1006,66	1360	55739,948	360	25286,9	91645,236
2019M6	34254,12	288	1290	57154,472	1420	22990,16	102848,968
2019M7	62291,94	588	920	60833,434	360	29432,586	113458,902
2019M8	46257,66	700	1400	75796,89	400	32758,02	129764,914

2019M9	38641,29	140	2159,14	31832,46	100	17436,84	92836,032
2019M10	52960,26	280	1640	45245,86	440	16306,4	96615,866
2019M11	54879,79	200	1098,5	57338,1	420	15303,7	93821,196
2019M12	48151,15	100	1173,5	34142,2	60	22366,5	60491,024
2020M1	60809	600	340	82271,9	340	26602,1	103458,312
2020M2	62869,26	485,7	1421,3	97398,9	420	33410,8	142087,892
2020M3	86891,16	100	932,3	78881,9	300	28315,3	175608,862
2020M4	114462,18	-	2207,7	68221,4	1560	24531,8	118912,746
2020M5	118500,04	-	7317,4	55142,7	1140	20839,7	91449,518
2020M6	157183,79	-	7284,7	52089,6	180	26654,2	97648,49
2020M7	211688,07	-	10824,9	94868,4	-	31220,9	149099,314
2020M8	269353,96	-	5136	58595,2	-	22681,7	109932,598
2020M9	160075,74	-	6228	31499,2	20	19554,2	97004,07

Source: Central Bank Negara Malaysia.