دورکفاءة الأسواق المالية الإسلامية و مدى تكاملها مع الأسواق التقليدية في اتخاذ قرار الاستثمار، دراسة حالة ماليزيا

The role of efficiency of Islamic financial markets and their integration with conventional markets in investment decision making, case study of Malaysia

بن فريحة حسام
houssam206@hotmail.com
جامعة الجيلالي اليابس بسيدي بلعباس (الجزائر)

تاريخ التقديم: 2021/04/28 تاريخ القبول: 2021/08/16 تاريخ النشر : 2021/11/03

الملخص : تهدف هذه الدراسة إلى تحديد الفرص الاستثمارية المتاحة في بورصة ماليزيا من خلال اختبار كفاءة السوق المالي الإسلامي و التقليدي عند مستوى ضعيف، و من خلال دراسة درجة التكامل فيما بينها للفترة الممتدة من 2017 إلى غاية 2018. حيث خلصت الدراسة إلى كفاءة المؤشرات المدروسة عند المستوى الضعيف وأنه لايمكن للمستثمرين تحقيق مكاسب غير عادية بالاستفادة من البيانات التاريخية، كما أظهرت النتائج أن جميع المؤشرات المدروسة متكاملة فقط على المدى القصير و بالتالي وجود فرص للتنويع الاستثماري على المدى الطويل.

الكلمات المفتاحية : كفاءة الأسواق، المؤشرات الإسلامية، اختبار الاستقرارية، اختبار التكامل.

تصنيف JEL: G14، C19.

Abstract: This study aims to identify investment opportunities in Bursa Malaysia through testing the weak form efficiency of Islamic and conventional financial markets, and through testing the integration between them using Johansen co-integration test and the Granger causality test for 2017 and 2018. This study demonstrates that indices are efficient, and investors can not realize gains above average using historical data. Results show also that indices are co-integrated only in the short-term, this leads us to say that there are opportunities for investments diversification in the long-term.

Key words : Financial markets; Islamic indices; stationary test; integration test.

JEL Classification Codes: G14, C19.

تمهيد :

يعد الاستثمار المالي من العمليات المعاصرة، التي تتم في إطار التبادلات المالية السائدة في سوق المال، الذي يضم سوق رأس المال وسوق النقد، فالاستثمار المالي هو حيازة المستثمر لأصل مالي يتخذ شكل سهم أو سند.. الخ، تعطي الحق لحاملها في المطالبة بالأرباح والفوائد والحقوق الأخرى التي تقرها القوانين ذات العلاقة بالاستثمار في الأصول المالية، حيث يحاول المستثمر اختيار الأصول المالية التي تعظم العائد المتوقع لمستوى خطر معين، أو تقلل الخطر إلى الحد الأدنى لعائد متوقع مطلوب.

ومع ظهور مؤسسات مالية ومصرفية تتعامل وفق أحكام الشريعة الإسلامية وارتفاع حجم التمويل الإسلامي بشكل كبير، برزت الحاجة أيضاً إلى سوق مالي إسلامي تساعدها على توسيع الاستثمارات وتوجيهها نحو تلك المتفقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، ولتتمكن السوق المالية الإسلامية من تحقيق أهدافها الاقتصادية بكفاءة ينبغي أن تتمتع هي نفسها بالكفاءة، بمعنى أن تعكس أسعار الأدوات المالية المتداولة فيها كل المعلومات المتاحة والمتعلقة بهذه الأدوات، و باعتبار أن ماليزيا دولة رائدة في مجال التمويل الإسلامي وتعرف تطور كبير في هذا المجال، يمكن طرح الاشكالية التالية:

ما هي الفرص الاستثمارية المتاحة في بورصة ماليزيا بالنظر إلى مستوى كفاءة المؤشرات الإسلامية والتقليدية، وبالنظر إلى مدى تكاملها فيما بينها ؟

فرضيات الدراسة:

- لا يمكن تحقيق عوائد استثنائية في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي كونه يتصف بالكفاءة.
- المؤشرات الإسلامية والتقليدية غير متكاملة، وبالتالي يوجد فرص للتنويع الاستثماري.

أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى إعطاء رؤية علمية للتطورات النظرية التي تبين أهمية إقامة الأسواق المالية الإسلامية مع الإشارة إلى بعض التجارب الرائدة، كما تهدف هذه الدراسة إلى الخروج بنتائج وتوصيات تطبيقية تساعد على فهم السوق المالي الإسلامي في ماليزيا من حيث الكفاءة ودرجة تكامله مع الأسواق المالية التقليدية، لما يمثله ذلك من أهمية للاستثمار في الأصول المالية الإسلامية وفي تنويع المحافظ الاستثمارية.

منهجية الدراسة:

من أجل المعالجة الجيدة للموضوع والإجابة على التساؤل المطروح تم الاعتماد على الأسلوب الوصفي التحليلي من خلال استعراض الجانب النظري لكفاءة الأسواق المالية الإسلامية، والاعتماد على المنهج الاستقرائي لتحليل السلاسل الزمنية للسوق المالي الماليزي من خلال استعمال برنامج Eviews 10.

دراسات سابقة:

- دراسة حنان ابراهيم النجار بعنوان "آليات بناء مؤشرات سوق الأسهم الإسلامي ومتطلباته في أسواق المال العالمية"، المؤتمر 14 للمؤسسات المالية الإسلامية 2012، ويظهر من نتائج الدراسة أنه يحتمل أن يكون لآلية بناء مؤشرات سوق الأسهم الإسلامي أثر إيجابي من حيث تحقيق عائد أعلى للمستثمرين في هذه المؤشرات. كما يحتمل أن يكون لمعايير اختيار الأسهم تأثير متضارب على المستثمرين تبعا لمدى اقتناعهم بسلامة هذه المعايير في إطار مبادئ الشريعة الإسلامية.
- دراسة حنان عبدلي "اختبار كفاءة الأسواق المالية الناشئة :حالة السوق المالي الماليزي 2008 - 2014" مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد 14 العدد 18 سنة 2018. هدف هذه الدراسة هو تسليط الضوء على مفاهيم الأسواق المالية الناشئة وكفاءة الأسواق المالية، ومعرفة تطور مؤشرات كفاءة السوق المالي الماليزي خلال الفترة 2008-2014. وخلصت الدراسة إلى أن السوق المالي الماليزي يتمتع باتساع في الحجم والعمق والرسملة سوقية كبيرة، كما أن السوق المالي الماليزي كفء عند المستوى الضعيف وغير كفء عند المستويين المتوسط والقوي، وهذا خلال فترة الدراسة.
- دراسة مداحي محمد وترقو محمد "العلاقة التبادلية بين مؤشرات السوق المالي (الإسلامي والتقليدي) دراسة قياسية لمؤشري بورصة إندونيسيا" مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد الخامس 2017، هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة التبادلية بين المؤشرين التقليدي والإسلامي لبورصة إندونيسيا لمعرفة طبيعة التأثير المتبادل بينهما. حيث أظهرت النتائج أن درجة تأثر المؤشر التقليدي تقدر بـ 93.08 % وهي درجة تأثير قوية وهذا يدل على أن المؤشر التقليدي شديد التأثر بالمؤشر الإسلامي والمؤشر التقليدي في حين درجة تأثر المؤشر الإسلامي تقدر بـ 4.85 % وهي درجة تأثير ضعيفة وهذا يدل على أن المؤشر الإسلامي قليل التأثر بالمؤشر التقليدي بدرجة تأخر لفترة واحدة وبدرجة تأخر لفترتين والمؤشر التقليدي بدرجة تأخر لفترة واحدة.

أولا- تجارب عملية في تطوير أسواق مالية إسلامية:

إن أول من طرح فكرة إنشاء سوق مالية إسلامية هو الدكتور سامي حمود وذلك في ندوة البركة الثانية في تونس سنة 1986 م، حيث اقترح تداول الحصص الاستثمارية في حالات السلم والايجار والمرابحة وذلك لمعلومي الربح في هذه الصيغ، واقترح فكرة إنشاء شركة مساهمة تابعة لبنك البركة البحرين الإسلامي تكون متخصصة في تمويل المرابحة وتكوين أسهم قابلة للبيع والشراء (عتروس، 2016)، لا سيما عن طريق إنشاء مؤشرات تقوم على عينة من أسهم الشركات يتم إختيارها لتعكس حالة السوق (متولي، 2010)، بحيث نجد في مجموعة من الدول وجود مؤشرين للبورصة يعكس الأول المعاملات التقليدية ممثلة بالمؤشر التقليدي، في حين يمثل المؤشر الثاني المؤشر الإسلامي الذي يعكس المعاملات الشرعية، وبالتالي من المفترض أن يتأثر كلا المؤشر بالآخر نظرا لأنهما يعكسان اقتصاد بلد واحد ويعملان في بيئة واحدة (مداحي، 2017).

1- تجربة ماليزيا:

يعود التطور الحقيقي لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا إلى أوائل التسعينات من القرن الماضي عندما قامت شركة "Shell MDS Sdn Bhd" بإصدار وطرح الصكوك الإسلامية للتداول لأول مرة في السوق المحلي في عام 1990 ، تبع ذلك إصدار العديد من الأدوات المالية الإسلامية الأخرى، مما أدى إلى تعميق وترسيخ العمل بالأدوات الإسلامية في ماليزيا واتساعه (سمور، 2007). ومع بداية تأسيس هذا السوق، ظهرت تساؤلات عن مدى التزام هذا الأخير بالأحكام الشرعية، مما دفع وزارة المالية الماليزية وهيئة الأوراق المالية إلى اتخاذ إجراءات منها تشكيل قسم سوق رأس المال الإسلامي في عام 1994 ، بالإضافة للجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية في أواخر عام 1994، وبعد عام تحولت إلى اللجنة الاستشارية الشرعية. (الشريف، 2009). ولتسهيل قياس أداء الأسهم كان لا بد من استحداث مؤشرات إسلامية كان أهمها (غزال، 2013):

- **المؤشر الإسلامي لرشيد حسين المحدودة داو جونز**: رشيد حسين المحدودة هو أحد البنوك المشهورة في ماليزيا، وتم طرح هذا المؤشر في سنة 1996 ، وأصبح خاضعا لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية في 2005 ويقيس هذا المؤشر حركة الأسعار لجميع الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية المدرجة في اللوحة الرئيسية للبورصة، وتوجد في هذا المؤشر 52 شركة مدرجة فيه.
- **المؤشر الشرعي كوالالمبور**: تم طرح هذا المؤشر في سنة 1999 لتلبية طلبات المستثمرين المحليين والأجانب الذين يريدون الاستثمار في الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية (بو-عبد-الله، 2015)، و في سنة 2007 تم طرح مؤشر The FTSE Bursa Malaysia EMAS Shariah index المتكون من

203 شركات، و مؤشر The FTSE Bursa Malaysia HIJRA Shariah index المتكون من أكبر 30 شركة تتوافق مع الشريعة الإسلامية(Mansur, 2017) .

2- تجربة البحرين:

في 09 فبراير من عام 1999 أعلن في المنامة عن إطلاق مؤشر داو جونز للسوق الإسلامي، وعلقت مجلة CNNMony على المؤشر بأنه " مؤشر جديد للمسلمين الذين يجدون صعوبة للإبحار في عالم المال الذي يعطي الأولوية للربح، حيث يأمل داو جونز وشركاءه أن يجعلوا مهمتهم أقل صعوبة". يتكون مؤشر Dow Jones Islamic Market Index من 600 شركة عالمية من 30 دولة حول العالم بما فيها الولايات المتحدة الأمريكية (Engkuchik، 2016)،. وقد أنشا داو جونز مجلسا استشاريا من علماء الشريعة الإسلامية من كل من سوريا وباكستان والبحرين والسعودية و الولايات المتحدة الأميركية، كما أضيف للمجلس أحد علماء الشريعة الإسلامية من ماليزيا بنهاية سنة 2002. ويساعد المجلس مؤسسة داو جونز في عمليات الفرز و التصفية لاختيار شركات المؤشر، وتنحصر مهمته في الجوانب الشرعية للأسهم ومراجعتها بصفة دورية دون الاستشارات المالية الفنية (النجار، 2006).

و في سنة 2002 أنشئت السوق المالية الإسلامية الدولية بفضل الجهود المشتركة للمصارف المركزية في كل من البحرين و ماليزيا واندونيسيا والسودان و بروناي والبنك الإسلامي للتنمية، حيث اتخذت من البحرين مقرا لها باعتبارها من أكبر المراكز للمؤسسات المالية الإسلامية إذ يوجد بها 38 مؤسسة وعدد من المؤسسات المساندة للمؤسسات المالية الإسلامية مثل هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف، مركز إدارة السيولة، المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية ومركز التحكيم والمصالحة الإسلامي، أما الأعضاء المؤسسون للسوق هم البنك الإسلامي للتنمية، مؤسسة نقد البحرين، بنك إندونيسيا، ليوان أفشور فانينشال سيرفس كممثل للبنك المركزي بماليزيا، بنك السودان، وانضمت إليها بعد ذلك عدة بنوك إسلامية وبعض الشركات ومن هم بصلة بالمؤسسات المالية الإسلامية وبلغ عدد الأعضاء حتى الآن 53 مؤسسة مثل بنك أبو ظبي الإسلامي وبيت التمويل الكويتي والبنك الإسلامي الأردني وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع، ومكتب المحاسبة العالمي أرنست ويونج، وسوق اسطنبول للأوراق المالية (بن-عمارة، 2011).

3- تجارب أخرى:

بالإضافة إلى التجربة الماليزية و البحرينية، باعتبارهما تجربتان رائدتان في مجال إنشاء أسواق مالية إسلامية، نتطرق في هذا الجزء إلى تجارب أخرى في هذا المجال، من أهمها(Khamlichi, 2012) :

- البورصة الهندية التي طرحت مؤشرها الإسلامي The Parsoli Islamic Equity (PIE) Index بالتعاون مع شركة Parsoli .
- بورصة الكويت هي أيضا طرحت مؤشرها الإسلامي Kuwait Shariah Criteria Index .
- مؤشر "بخيت" طرح سنة 2007 ببورصة الرياض بالمملكة العربية السعودية.
- كما طرحت بورصة باكستان "Karatchi Stock Exchange " في شهر سبتمبر من سنة 2008 مؤشرها الإسلامي الأول بالشراكة مع شركة الإستثمار " الميزان".
- قام شركة STOXX، التي تعود الى SIX GROUP و Deutsche Börse، في 23 من شهر فبراير سنة 2011 بطرح أول المؤشرات الإسلامية على مستوى قارة أوروبا يجمع المؤشر الرئيسي Stoxx Europe Islamic Index و المؤشرات الفرعية التابعة له STOXX Europe Islamic 50 و EURO STOXX Europe Islamic 50.

ثانيا - بيانات و منهجية الدراسة:

قبل البدء في إجراء الاختبارات الخاصة بالصيغة الضعيفة لفرضية كفاءة الأسواق المالية الإسلامية بالمقارنة مع نظيرتها التقليدية و مدي تكاملهما و تحليل نتائجها على ضوء ذلك، فإنه يجدر التذكير بالمنهجية الاحصائية المتبعة و مصادر بياناتها و نطاقها الزمني، مع تبيان النماذج القياسية الداعمة للاختبارات وفرضياتها الأساسية، و الأدوات الإحصائية المستخدمة في التثبت من صحتها.

1- عينة الدراسة، مصادر البيانات و نطاقها الزمني :

تتمثل عينة الدراسة في ثلاث مؤشرات معتمدة في بورصة كوالالمبور بماليزيا، الأول يتمثل في مؤشر التقليدي (KLCI) The FTSE Kuala Lumpur composite Index ، بالإضافة إلى المؤشرين الإسلاميين: The FTSE EMAS Shariah index و The FTSE HIJRA Shariah Index ، وتتألف البيانات من السلاسل الزمنية للأسعار اليومية في نطاق زمني يمتد من 03-01-2017 إلى غاية 14-12-2018 التي تم الحصول عليها من الموقع الإلكتروني: www.investing.com. والسبب في اختيار هذه المجموعة من المؤشرات يرجع إلى أنها الأكثر نشاطا وأسهمها أكثر تداولا وتتوفر للباحث سلسلة بيانات للفترة موضوع الدراسة مما يساعد في إعطاء نتائج أكثر موثوقية.

2- منهجية الدراسة:

تعتمد تقنيات التوقع للظواهر الاقتصادية على السلاسل الزمنية للبيانات في عملية بناء النماذج المستوعبة لمكونات الأسواق المالية، وبخاصة الظواهر السعرية. و قد ارتبطت هذه الأخيرة بمنهجية تحليل السلاسل الزمنية للعوائد ومؤشرات الأسعار برابطة وثيقة، حيث شكلت الاتجاهات العشوائية لأسعار الأصول المالية مدخلا لرصد إمكانيات التوقع العوائد و اختبار صحة الصيغة الضعيفة لفرضية الأسواق الكفؤة وقياس درجة تكاملها.

2-1- اختبار كفاءة المؤشرات محل الدراسة عند مستوى ضعيف باختبار الاستقرارية:

من أجل اختبار كفاءة المؤشرات محل الدراسة عند المستوى الضعيف استخدمت هذه الدراسة اختبار جذر الوحدة للتأكد من الحركة العشوائية للتغيرات في أسعار الأسهم. ويعد اختبار جذر الوحدة من الأساليب المعتمدة في اختبار كفاءة السوق المالية بحسب المستوى الضعيف الذي استخدمه أوميت سنة 1989 (السمان، 2013).

يعتبر اختبار جذر الوحدة خطوة أساسية لمعرفة استقرار السلاسل الزمنية موضع الدراسة وتحديد درجة تكاملها، لما لها من أهمية قصوى للوصول إلى نتائج سليمة وتجنبا لظاهرة الانحراف الزائف (spurious regression) الذي يعني أن وجود اتجاه عام (trend) في السلاسل الزمنية للمتغيرات قد يؤدي إلى وجود علاقة معنوية بين هذه المتغيرات حتى لو كان الاتجاه العام هو الشيء الوحيد المشترك بينهما، ومن بين أهم الأساليب المستعملة هو اختبار لديكي فولر الموسع (ADF) واختبار فيلبس بيرون (PP) (كروش، 2015).

2-1-1 اختبار Augmented Dickey-Fuller:

المقترح من قبل Engle and Granger (1987) والذي يعتمد على ثلاث نماذج:

1- نموذج بدون وجود ثابت ولا اتجاه عام: $R_t = \alpha\ \alpha R_{t-1} + \varepsilon_t$

2- نموذج بوجود ثابت وبدون اتجاه عام: $R_t = u + \alpha R_{t-1} + \varepsilon_t$

3- نموذج بوجود ثابت واتجاه عام: $R_t = u+\beta(t-T) +\alpha R_{t-1} + \varepsilon_t$

حيث أن :

R_t , R_{t-1}: العوائد في اليوم t وفي اليوم السابق t-1 . u: ثابت معادلة الانحدار الذاتي.

$\propto$: معامل معادلة الانحدار الذاتي. T: العدد الكلي للملاحظات. ε_t: الخطأ العشوائي.

ويعتمد اختبار ديكي فولر المطوّر ADF على إحصائية t لمعامل معادلة الانحدار الذاتي من أجل اختبار الفرضية التالية:

H_0 : $\alpha < 0$ (سلسلة العوائد تحتوي على جذروحدة)

H_1: $\alpha = 0$ (سلسلة العوائد مستقرة)

وفي حال تم رفض الفرضية الصفرية فإن سلسلة العوائد ستكون مستقرة وذلك يعني أن السلاسل الزمنية لا تسير بشكل عشوائي أي أن السوق غير كفؤ عند المستوى الضعيف.

2-1-2 اختبار Phillips-Perron:

اقترح فليبس و بيرون نموذجا بديلا لاختبار جذر الوحدة يقوم على تجنب إضافة الفروق المتباطئة للمتغير التابع (مؤشر السعر) في نماذج الانحدار الذاتي القاعدية ، مع ادخال تصحيح غير معلمي لتباين مقدرات النموذج كخطوة لاحتواء مشكلة الارتباط الذاتي للبواقي. و بعد حساب إحصائية pp يتم مقارنتها بالقيمة الحرجة ، بحث تقبل فرضية العدم (H0) التي تشير الى وجود جذر وحدة متى كانت هذه الاحصائية أكبر من القيمة الحرجة(مزاهدية، 2015).

2-2- قياس درجة تكامل المؤشرات محل الدراسة:

للوقوف على الواقع العملي لتكامل المؤشرات والأسواق المالية، يتم اللجوء لدراسة العلاقات الارتباط والسببية بين أسواق رأس المال، من خلال تحليل السلاسل الزمنية لاختبار مستوى العلاقة بتطبيق تحليل التكامل المشترك واختبار السببية (سعدوني، 2015).

2-2-1 اختبار التكامل المشترك طويل الأمد:

من خلال استخدام اختبار جوهانسن للتحقق من وجود توازن طويل الأجل بين السلاسل الزمنية المستقرة عند الدرجة، و يتم ذلك عن طريق إجراء اختبارين، الأول لاختبار فرضية أن هناك على الأكثر q شعاع للتكامل المشترك مقابل النموذج العام الغير مقيد r=q و يتم حساب إحصائية هذا الاختبار وفق العلاقة التالية(Piumsombun, 2013) :

$$\lambda trac = -T \sum_{i=r+1}^{n} (1 - \hat{\lambda} i)$$

T: حجم العينة R: عدد أشعة التكامل المشترك λ: أصغر قيمة للأشعة الذاتية p-r

حيث يتم اختيار فرضية العدم أن عدد متجهات التكامل المشترك ≥r مقابل الفرضية البديلة أن عدد متجهات التكامل المشترك = r (حيث r= 0، 1، 2).

أما الاختبار الثاني فهو اختبار القيمة الذاتية العظمى و يتم حساب هذه الإحصائية وفق العلاقة التالية:

$$\lambda_{ma} = -T(1 - \hat{\lambda}_{r+1})$$

حيث يتم اخيار فرضية العدم أن عدد أشعة التكامل المشترك = r مقابل فرضية العدم أن عدد أشعة التكامل المشترك = r+1.

2-2- 2 اختبار التكامل المشترك قصير الأمد:

يستخدم اختبار جرانجر Granger لسببية في معظم الدارسات المتعلقة بالسلاسل الزمنية لتحديد العلاقة السببية بين المتغيرات الاقتصادية، إذ أن التغير في القيم الحالية والماضية لمتغير ما يسبب التغير في قيم متغير آخر. مع العلم أن اختبار سببية جرانجر يعتمد أساسا على تقدير النموذج التالي:

$$y_t = \beta_1 y_{t-1} + \beta_2 y_{t-2} + \ldots + \beta_k y_{t-k} + \alpha_1 x_{t-1} + \alpha_2 x_{t-2} + \ldots + \alpha_q x_{t-q} + u_t$$

ويعتمد الاختبار على الفرضيتين العديمتين و هذا باستعمال إحصائية فيشر بحيث، إذا لم يتم رفض أيا من الفرضيتين فإن المتغيرين المدروسين مستقلين عن بعضهما، أما إذا تم رفض كلا فرضيتين، فإن هناك علاقة سببية تبادلية بين المتغيرين المدروسين، في حين إذا تم قبول إحدى الفرضيتين و رفض الأخرى، فإن العلاقة السببية تكون في اتجاه واحد (قوسام، 2015).

ثالثا- نتائج الدراسة:

نقوم في هذا الجزء باستخدام النماذج التطبيقية، التي تم التطرق اليها سابقا في هذا البحث، في الواقع العملي لدراسة المؤشرات محل الدراسة باعتماد على برنامج EVIEWS 10 للخروج بنتائج وثم تحليلها وتفسيرها لغرض اختبار فرضيات الدراسة.

1- الخصائص الاحصائية الوصفية:

يبين الجدول رقم (01) ملخص الخصائص الاحصائية الوصفية لسلاسل أسعار المؤشر التقليدي The FTSE KLCI، بالإضافة إلى المؤشرين الإسلاميين: The FTSE EMAS Shariah index و The FTSE HIJRA Shariah Index لأسهم الشركات المدرجة في Bursa Malaysia، حيث تتكون سلسلة EMAS من 476 مشاهدة خلال بيانات يومية بوسط حسابي قيمته 12732.60 وينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 12806.50 (التي تعني أن 50 % من أسعار المؤشر كانت فوق هذه القيمة خلال مدة الدراسة) وانحراف معيارى قدره 47.58805، بينما تتكون سلسلة Higrah من 476 مشاهدة خلال بيانات يومية بوسط حسابي

قيمته 14115.44 وينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 14078.00 وانحراف معيارى قدره 50.16547، وأخيرا سلسلة KLCI من 476 مشاهدة خلال بيانات يومية أيضا بوسط حسابى قيمته 1764.581 وينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 1764.095 وانحراف معيارى قدره 55.50766، وبالتالي المؤشر التقليدي يتميز بإرتفاع المخاطر مقارنة بالمؤشرات الإسلامية. كما يمكن البرهنة على السلوك العشوائي للمؤشرات من خلال دراسة التوزيع الطبيعي للسلسلة، لاسيما وبالاستعانة بمعاملي الإلتواء والتفلطح. إذ يعد التوزيع الطبيعي أكثر أنواع التوزيعات الإحتمالية استخداما في التحليل الفني لاسيما في دراسة العينات الكبيرة نوعا ما، حيث يفيد في تعيين خصائص البيانات ويصف توزيعها. وقد تم استخدام هذا الاختبار لمعرفة هل تتبع أسعار الإغلاق التوزيع الطبيعي، بمعنى أن أسعار الإغلاق لا تتباعد عن وسطها الحسابي، كون أن السلاسل الزمنية الموزعة توزيعا طبيعيا تتمتع بالسلوك العشوائي. ففي حالة التوزيع الطبيعي تكون قيمة معامل التفلطح مساوية لـ (K = 3) ، أما إذا كان المعامل يفوق أو يقل عن هذه القيمة، فإن توزيع العوائد لا يتبع قانون التوزيع الطبيعي تماما. وموازاة مع ذلك، تكون خاصية التوزيع الطبيعي للعوائد محققة عندما يكون معامل الالتواء Skewness مساويا للصفر (S = 0) ، ما يعني تماثل شكل التوزيع بينما تشير القيمة السالبة للمعامل إلى أن للعوائد توزيعا بذيل طويل ملتوي ناحية اليسار، حيث تتمركز أغلبية قيم العوائد على يسار التوزيع. أما القيمة الموجبة فتبين توزيع له ذيل طويل جهة اليمين، وهي الحالة التي تكون فيها أغلبية قيم العوائد متمركزة على يمين التوزيع. وبالرجوع لمعطيات نفس الجدول نلاحظ أن قيم معاملي الإلتواء والتفلطح لا تختلفان كثيرا عن القيم المعيارية (0) و (3) على التوالي، ومن هنا يتبين أن سلاسل أسعار المؤشرات المدروسة تتبع قانون التوزيع الطبيعي، والذي بدور يأكد على إتباع هذه الأخير للسلوك العشوائي.

الجدول رقم(01): الخصائص الاحصائية الوصفية للمؤشرات المدروسة.

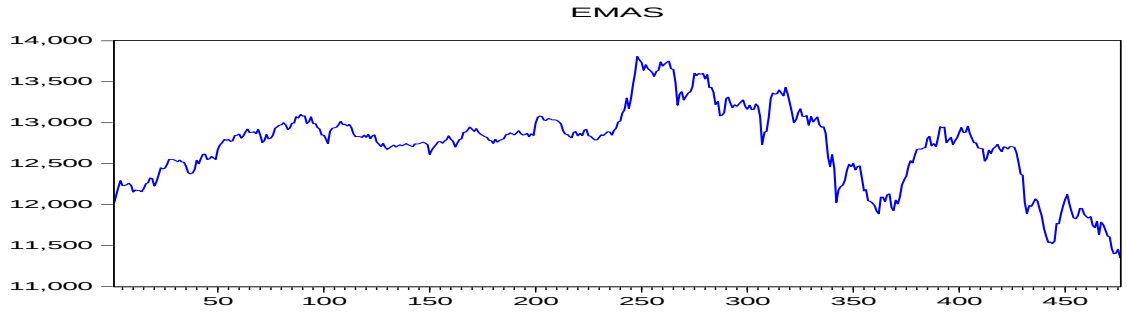
	مؤشر KLCI	مؤشر HIJRAH	مؤشر EMAS
المتوسط	1764.581	14115.44	12732.60
الوسيط	1764.095	14078.00	12806.50
القيمة العظمى	1895.180	15288.00	13807.00
القيمة الصغرى	1635.530	12852.00	11348.00
الانحراف المعياري	55.50766	50.16547	47.58805
معامل الالتواء Skewness	0.168495	0.066960	−0.470939
معامل التفلطح Kurtosis	2.412859	2.975373	3.302809
إحصائية Jarque-Bera	9.089550	0.367730	19.41342

الإحتمال	0.010623	0.832048	0.000061
عدد المشاهدات	476	476	476

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج EVIEWS 10.

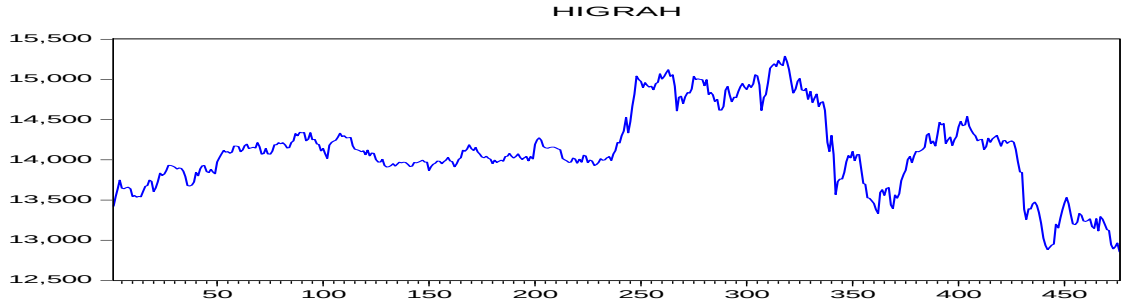
فيما تمثل الأشكال البيانية رقم (01، 02، 03) تطور تلك المؤشرات خلال فترة الدراسة، حيث يظهر من خلال المعطيات أن الأسعار اليومية كانت في البداية مستقرة وتتخذ شكل تصاعدي، لا كن في فترة الأخيرة شهدت تذبذب بدرجات متفاوتة لكل مؤشر، مما يدل على ارتفاع المخاطر مقابل ارتفاع العوائد وهو الأمر الذي يميز البورصات الناشئة بما فيها بورصة ماليزيا، كما يلاحظ بقوة وجود توافق وتناغم بين حركة المؤشرات الثلاثة، ويمكن تفسير ذلك بطريقة تفاعل هذه المؤشرات مع المتغيرات الداخلية والخارجية .

الشكل رقم(01): تطور مؤشر EMAS



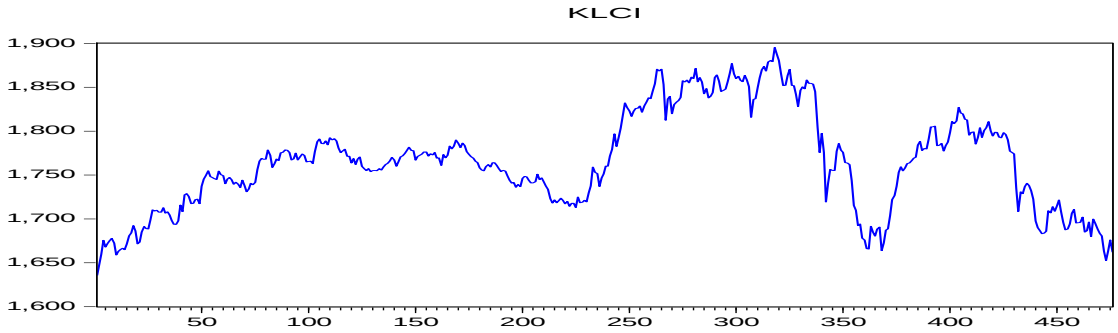
المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج EVIEWS 10.

الشكل رقم (02): تطور مؤشر HIJRAH.



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج EVIEWS 10.

الشكل رقم (03): تطور مؤشر KLCI.



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج EVIEWS 10.

2 - نتائج اختبار الاتجاهات العشوائية والتكاملية:

نحاول في هذا الجزء اكتشاف الحركة المشتركة بين المؤشرات المدروسة على المدى البعيد باستخدام نموذج جوهنسن للتكامل المشترك، ومن المتطلبات الأساسية لإجراء هذا الاختبار أن تكون السلاسل الزمنية لمؤشرات الأسعار اليومية غير مستقرة في مستوياتها و متكاملة من نفس الدرجة، و لتأكد من ذلك يتم الاستعانة باختبارات جذر الوحدة لكل من ADF و PP. فمن أجل دراسة السلوك العشوائي لمؤشر EMAS ، فإننا نقوم بتحديد فترة الابطاء (lag maximum) بالاعتماد على إحصائية schwarz (في هذه الحالة فترة الابطاء تساوي 2)، بعد ذلك نقوم بإختبار جذر الوحدة من خلال:

1-2 إختبار الاستقرارية عند المستوى: بعد قبول النموذج بثابت واتجاه حسب قاعدة دولدادو عند مستوى معنوية 5%، نقوم بمقارنة الاحصائية t مع القيم الحرجة عند المستويات الثلاث ، حيث نلاحظ أن تلك الاحصائية أكبر من جميع القيم الحرجة وبالتالي السلسلة غير مستقرة عند المستوى و هي تحتوي على جذر وحدة وتسلك سلوك عشوائي وبتالي كفاءة المؤشر عند المستوى الضعيف. (أو حكم حسب القيمة الحتمال والتي هي غير معنوية عند مستوى معنوية 10%).

2-2 اختبار الاستقرارية عند الفرق الأول: في هذه الحالة نخفض فترة الابطاء بدرجة واحدة، وبعد قبول نموذج بثابت والاتجاه، فإننا نلاحظ بأن الاحصائية t أصغر من جميع القيم الحرجة، وبالتالي نرفض فرضية العدم عند مستوى معنوية 1% أي أن سلسلة مؤشر EMAS تستقرة عند الفرق الأول.

هذه الخطوات تنطبق على باقي المؤشرات بالنسبة لاختباري ديكي فولر الموسع وفيلبس بيرون، ماعدا فترة الابطاء لا يتم احتسابها في اختبار فيلبس بيرون. ويوضح الجدولين (02) و (03) نتائج اختباري ديكي فولر المطور و فيلبس-بيرون لاستقرار السلاسل الزمنية في المستوى وعند الفرق الأول مع وجود ثابت ومتجه زمني، مع وجود ثابت وبدون ثابت ومتجه زمني، حيث أظهرت النتائج التجميعية أن جميع المؤشرات غير مستقرة في المستوى ، كما أظهرت النتائج أن جميع المؤشرات تستقر عند الفرق الأول أي هي متكاملة

من نفس الدرجة I(1)، وبالتي قبول الفرضية العدمية بوجود جذر الوحدة بالتالي كفاءة المؤشرات عند مستوى ضعيف، الأمر الذي يعني أن الصدمات على المؤشرات المدروسة لها طابع الاستمرارية وعدم قابليتها للتنبؤ، إلا أنها تفقد هذه الخاصية بمجرد أخذ الفروق الأولى.

الجدول رقم(02): نتائج اختبار PP

		الاختبار عند المستوى		الاختبار عند الفرق الأول	
		الاحصائية T	النتيجة	الاحصائية T	النتيجة
مع ثابت و اتجاه	EMAS	-1.565873	غير مستقرة	-19.47031	مستقرة
	HIJRAH	-1.436538	غير مستقرة	-20.24366	مستقرة
	KLCI	-1.892998	غير مستقرة	-20.44875	مستقرة
مع ثابت	EMAS	/	/	/	/
	HIJRAH	/	/	/	/
	KLCI	/	/	/	/
بدون ثابت و اتجاه	EMAS	/	/	/	/
	HIJRAH	/	/	/	/
	KLCI	/	/	/	/

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS 10.

الجدول رقم(03): نتائج اختبار ADF

		الاختبار عند المستوى				الاختبار عند الفرق الأول			
			القيم الحرجة				القيم الحرجة		
		الاحصائية T	مستوى المعنوية	القيمة	النتيجة	الاحصائية T	مستوى المعنوية	القيمة	النتيجة
مع ثابت و اتجاه	EMAS	-1.411884	%1 %5 %10	-3.977495 -3.419310 -3.132236	غير مستقرة	-19.43913	%1 %5 %10	-3.977536 -3.419330 -3.132248	مستقرة
	HIJRAH	-1.361404	%1 %5 %10	-3.977495 -3.419310 -3.132236	غير مستقرة	عدم معنوية النموذج	/	/	/
	KLCI	عدم معنوية النموذج	/	/	/	-20.45948	%1 %5 %10	-3.977536 -3.419330 -3.132248	مستقرة
مع ثابت	EMAS	/	/	/	/	/	/	/	/

	HIJRAH	/	/	/	/	عدم معنوية النموذج	/	/	/
	KLCI	-2.162134	%1 %5 %10	-3.443892 -2.867405 -2.569956	غير مستقرة	/	/	/	/
بدون ثابت و اتجاه	EMAS	/	/	/	/	/	/	/	/
	HIJRAH	/	/	/	/	-20.19222	%1 %5 %10	-2.569850 -1.941493 -1.616251	مستقرة
	KLCI	/	/	/	/	/	/	/	/

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS 10.

3-2 إختبار التكامل المشترك على المدى البعيد:

يظهر الجدول رقم: (04) نتائج اختبار جوهنسن للتكامل المشترك على المدى البعيد، حيث يتبين من خلاله أن إحصائيتي الأثر والقيمة الذاتية العظمى أقل من القيمة الحرجة في النماذج الثلاث المختارة وبالتالي قبول الفرضية الصفرية والتي مفادها عدم وجود تكامل مشترك بين السلاسل الزمنية على المدى البعيد بالنسبة للمؤشرات الثلاثة محل دراسة.

الجدول رقم(04): نتائج اختبار جوهنسن

	النموذج 02				النموذج 03				النموذج 04			
	احصائية الأثر	القيمة الحرجة	القيمة الذاتية العظمى	القيمة الحرجة	احصائية الأثر	القيمة الحرجة	القيمة الذاتية العظمى	القيمة الحرجة	احصائية الأثر	القيمة الحرجة	القيمة الذاتية العظمى	القيمة الحرجة
r=0	26.07914	35.19275	17.01516	22.29962	25.02595	29.79707	16.98418	21.13162	29.26567	42.91525	17.08103	25.82321
r=1	9.063975	20.26184	5.258378	15.89210	8.041770	15.49471	4.351605	14.26460	12.18464	25.87211	7.942782	19.38704
r=2	3.805597	9.164546	3.805597	9.164546	3.690164	3.841466	3.690164	3.841466	4.241854	12.51798	4.241854	12.51798

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS 10.

4-2 اختبار التكامل المشترك على المدى القصير:

يظهر الجدول رقم: (05) نتائج اختبار سببية غرونجر الذي يدرس إمكانية وجود تأثير لكل مؤشر على مؤشر آخر، حيث يتبين من خلال هذا الجدول أن جميع العلاقات السببية المقدرة بين كل زوج من المؤشرات المدروسة معنوية عند مستوى أقل من 5% و بالتالي رفض الفرضية الصفرية و قبول بوجود علاقة سببية لجميع الحالات.

الجدول رقم(05): نتائج اختبار سببية غرونجر

الفرضيات الصفرية	القيمة الاحتمالية	النتيجة
HIJRAH does not Granger Cause EMAS	0.0487	رفض الفرضية الصفرية (بمعنى قبول العلاقة السببية)
EMAS does not Granger Cause HIJRAH	0.0217	رفض الفرضية الصفرية (بمعنى قبول العلاقة السببية)
KLCI does not Granger Cause EMAS	0.0099	رفض الفرضية الصفرية (بمعنى قبول العلاقة السببية)
EMAS does not Granger Cause KLCI	0.0023	رفض الفرضية الصفرية (بمعنى قبول العلاقة السببية)
KLCI does not Granger Cause HIJRAH	0.0005	رفض الفرضية الصفرية (بمعنى قبول العلاقة السببية)
HIJRAH does not Granger Cause KLCI	0.0053	رفض الفرضية الصفرية (بمعنى قبول العلاقة السببية)

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS 10.

الخلاصة

تناولت هذه الدراسة موضوع كفاءة الأسواق المالية الإسلامية عن طريق تسليط الضوء على حالة ماليزيا باعتبارها دولة رائدة في مجال التمويل الإسلامي، حيث تم اختبار مستوى الكفاءة عند مستوى ضعيف، بالإضافة الى محاولة اكتشاف الاتجاهات التكاملية بين تلك الأسواق مع نظيرتها التقليدية عن طريق استخدام النماذج الاحصائية المعروفة في هذا المجال، و قد خلصت الدراسة الى النتائج التالية:

- السوق المالية الإسلامية جزء رئيسي من منظومة الاقتصاد الإسلامي ، حيث أن وجود سوق مالية إسلامية منظمة هو أمر ضروري لدعم المصارف الإسلامية وتطويرها، خاصة مع توافر مقومات إقامتها لدى البلاد الإسلامية ، ويتطلب هذا الأمر زيادة المعروض من الأدوات المالية الإسلامية.
- حسب اختبارات الاستقرارية تبين أن جميع المؤشرات المدروسة في بورصة ماليزيا تتمتع بالكفاءة عند مستوى ضعيف، و بالتركيز على نتيجة المؤشرات الإسلامية، فإن إنشاء سوق مالية إسلامية

تتصف بالمصداقية الشرعية متوقف على تحقق مجموعة من الشروط الأساسية والضوابط بما يحقق لها الكفاءة.

- أظهرت اختبارات التكامل المشترك لجوهنسن عدم وجود علاقة تكاملية مشتركة على المدى الطويل بالنسبة للمؤشرات محل الدراسة، و لهذه النتيجة تأثير مهم على قرارات التنويع الاستثماري على المدى الطويل.
- على العكس من اختبار التكامل المشترك طويل الأجل، فقد تبين من نتائج اختبار غرانجر وجود روابط السببية سواء بين المؤشرات الإسلامية فيما بينها أو مع المؤشرات التقليدية، و هو أمر يشير الى التأثير المتبادل بين المؤشرات.

بناء على هذه النتائج، يمكن قول بأن الفرضية الأولى للدراسة التي تفيد بعدم إمكانية تحقيق عوائد استثنائية في الأسواق المالية الإسلامية كونها تتصف بالكفاءة هي فرضية صحيحة، بينما فيما يخص الفرضية الثانية التي مفادها عدم وجود تكامل بين الأسواق المالية الإسلامية و نظيرتها التقليدية و بالتالي يمكن الاستفادة من ذلك في التنويع الاستثماري، فيمكن القبول بها على المدى البعيد. وبالاعتماد على ما سبق، يمكن الخروج بالتوصيات التالية:

- إتاحة مزيد من المعلومات للمستثمرين عن الأوراق المالية المتداولة بما يمكنهم من الاطلاع بشكل مستمر على أوضاع الشركات، ومن ثم رفع كفاءة السوق وذلك للحيلولة دون إمكانية تحقيق أرباح غير عادية من قبل بعضهم، مما يجعل أسعار الأسهم تعكس بعمق واقع هذه الشركات.
- استخدام الأساليب العلمية والإحصائية من قبل المستثمرين في قياس مستويات العائد والمخاطر وعدم التنويع بشكل عشوائي لتجنب مخاطر التقلبات الاقتصادية في القطاعات المهمة والنشطة في السوق.
- تشجيع البحث في مجال اقتصاديات رؤوس الأموال للخروج من دائرة اقتصاديات الاستدانة لا سيما في الدول العربية.
- الضرورة العمل على بناء مؤشرات أسهم إسلامية في الدول العربية بغرض جذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية.

قائمة المراجع:

1- المراجع باللغة العربية:

- بلحاج فتيحة، بركنو قوسام، ارتباط الأسواق المالية العالمية في ظل التحولات الاقتصادية العالمية الراهنة : تحليل قياسي وفقا لأداء مؤشرات SP500 ، CAC40 ، SSEC خلال الفترة 1998 – 2015، *مجلة الاقتصاد و الاحصاء التطبيقي*، 2015.، ص 262.
- حنان إبراهيم النجار، آليات بناء مؤشرات سوق الأسهم الإسلامي و متطلباته في أسواق المال العالمية، المؤتمر الرابع عشر للمؤسسات المالية الاسلامية، كلية الشريعة و القانون، جامعى الإمارات العربية المتحدة، 2012، ص ص 1379-1981.
- سليمان الموصلي، حازم السمان، دراسة الكفاءة السعرية لسوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية – المجلد 29 - العدد الثاني، 2013، ص 161.
- عبد الغني دادن، راضية كروش، دراسة محددات تكامل أسواق الأوراق المالية حالة دول شمال إفريقيا. *المجلة الجزائرية للعولمة و السياسات الاقتصادية*،،2015، *العدد 06*، ص 52.
- عبد القادر السيد متولي، *الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير*،دار الفكر عمان ، 2010، *ص 193*.
- فريد مشري صبرينة عتروس، السوق المالية الإسلامية -المفهوم و الأدوات- تجربة السوق المالية الإسلامية العالمية، مجلة الإجتهاد القضائي، العدد الحادي عشر، 2015، ص ص 90-91.
- محمد ترقو، محمد مداحي، العلاقة التبادلية بين مؤشرات السوق المالي (الإسلامي والتقليدي) – دارسة قياسية لمؤشري بورصة أندونيسيا، مجلة ميلاف للبحوث و الدراسات، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة، جوان 2017، ص 93.
- محمد سعدوني، الوحدة النقدية و إشكالية تكامل أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي، أطروحة الدكتوراه، جامعة ابو بكر بلقايد، تلمسان، 2015، ص 221.
- محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل الأسواق المالية، جامعة فرحات عباس - سطيف، 2013، ص 170.
- مزاهدية رفيق، الاتجاهات العشوائية و التكاملية في سلوك الأسعار في أسواق الأوراق المالية الخليجية و تاثيرها على فرص التنويع الاستثماري، أطروحة دكتوراه، جامعة باتنة، 2015، ص 154.
- نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، رسالة ماجستير، الجامعة الاسلامية غزة،2007.
- نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية البحرين . *مجلة الباحث، العدد 09*،2011، ص ص 259-260.

2- المراجع باللغة الإنجليزية:

- Engkuchik, Engku Ngah S, A Review of Securities Commission of Malaysia's Revised Shariah Stock-Screening Criteria, *Journal of Islamic Banking and Finance*, 2016, p 73.
- Khamlichi, Abdelbari El, Éthique et performance : le cas des indices boursiers et des fonds d'investissement en finance islamique, these de doctorat, Université d'Auvergne, 2012, p 87.
- Mansur, fatin umairah and Masih, shouled the malaysian islamic stock market investors invest in regional and internal equity markets to gain portfolio direrisification benefits ?, *MPRA*, 2017, p 03.
- Piumsombun, Klongpawn, assessing ASEAN capital market intergration, Master of Science in Economics and Business Administration, Copenhagen Business School, 2013, p 51.6+65