

استخدام الفجوات الزمنية الموزعة في تحديد أثر الصكوك في تنشيط سوق الأوراق المالية -دراسة حالة ماليزيا -
The use of time gaps distributed in determining the impact of the sukuk in stimulating the stock market - a case study of Malaysia -

عبد الحميد حفيف¹، زرزور براهيم^{2*}

¹ محبر المقاولاتية وإدارة المنظمات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي التبسي - تبسة (الجزائر)،

² محبر المقاولاتية وإدارة المنظمات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي التبسي - تبسة (الجزائر)،

تاريخ الاستلام: 2020/05/18؛ تاريخ المراجعة: 2020/06/20؛ تاريخ القبول: 2020/07/17

ملخص: لسوق الأوراق المالية الإسلامية أهمية محورية لما تلعبه من دور في تطوير اقتصاديات الدول الإسلامية، فأساس التعامل فيها يكون بالأسهم الحلال والصكوك الإسلامية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية في إصدارها وتداولها، وقد تناولت هذه الدراسة قياس أثر التعامل بخمسة أنواع مختلفة من الصكوك على نشاط بورصة ماليزيا باستخدام أسلوب الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة خلال الفترة 2012-2019 بيانات شهرية. وخلصت الدراسة إلى أن هناك تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة وعلاقة توازنية في المدى الطويل، مما يعني وجود مبدأ السببية في التجربة الماليزية، وقد كان للتعامل بالصكوك الطويلة الأجل مثل صكوك الإسكان الحكومي تأثير إيجابي معنوي معتبر على نشاط السوق، أما بالنسبة للصكوك القصيرة الأجل كان لها تأثيرا معنويا ولكن في الاتجاه المعاكس وهو ما يتماشى مع قاعدة حركة الأموال من السوق القصيرة الأجل إلى السوق طويلة الأجل.

الكلمات المفتاح: سوق الأوراق المالية؛ الصكوك؛ الاستقرار؛ التكامل المشترك.

تصنيف JEL : G11 ؛ G12 ؛ C13

Abstract: The Islamic stock market has a pivotal importance for its role in developing the economies of Islamic countries. The basis for dealing in it is with halal shares and Islamic bonds.

This study examined the impact of dealing in five different types of bonds on the activity of the Malaysia Stock market using an ARDL during the period 2012-2019 monthly data.

The study concluded that there is a common co-integration between the study variables and a relation in the long run in the Malaysian experience. Dealing with long-term sukuk such as government housing sukuk had a significant positive impact on market, but the short-term sukuk they had a significant impact but in the opposite direction which is in line with the rule of movement of funds from the short-term market to the long-term market.

Keywords: stock market; sukuk; stability ; co-integration .

Jel Classification Codes : G11 ; G12 ; C13

* Corresponding author, e-mail: zarzourbrahmisceco@gmail.com

1- تمهيد :

تعد سوق الأوراق المالية الإسلامية ركنا رئيسيا من أركان السوق التمويلية، ومصدر من مصادر الأموال الحلال التي تحتاجها الشركات لتمويل أنشطتها المختلفة، مما يجعل منها أحد أهم الركائز المساعدة على تحقيق النمو الاقتصادي والرفاهية الاقتصادية للمجتمع الإسلامي. وقد باتت أسواق الأوراق المالية الإسلامية في الوقت الحاضر ركيزة أساسية في الاقتصاد الحديثة التي تعرف توجه نحو التعاملات الإسلامية خاصة بعد الأزمة المالية العالمية الأخيرة وأهم أسبابها، وكذلك انتشار الوعي الاستثماري الذي يتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية. فقد أصبحت الإقبال على الصيغ الشرعية للاستثمار المالي كبير، وبدأت سوق الأوراق المالية الإسلامية تتوجه نحو استقطاب حجم معتبر من الفوائض المالية، التي تحولها تمويل نشاط القطاع الاقتصادي الخاص والعام على حد سواء، وتطوير وتنويع القاعدة الإنتاجية بشكل يكفل تحقيق النمو المتواصل للاقتصاد

1.1- إشكالية الدراسة : يمكن صياغة إشكالية الدراسة في التساؤل الآتي :

إلى أي مدى تساهم الصكوك في تفعيل نشاط سوق الأوراق المالية الإسلامية- سوق ماليزيا نموذجاً-؟

2.1- أهداف الدراسة :

- سوق الأوراق المالية الإسلامية؛
- الصكوك الشرعية في سوق الأوراق المالية الإسلامية؛
- قياس أثر تداول الصكوك على نشاط سوق الأوراق المالية الماليزية.

3.1- محاور الدراسة:

- سوق الأوراق المالية الإسلامية؛
- الصكوك الشرعية في سوق الأوراق المالية الإسلامية؛
- قياس أثر تداول الصكوك على نشاط سوق الأوراق المالية الماليزية.

4.1- سوق الأوراق المالية الإسلامية: سيتم تناول سوق الأوراق المالية الإسلامية من خلال الآتي:

1.4.1- تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية: عرفت سوق الأوراق المالية في الاقتصاد الوضعي على أنها سوق تداول الأوراق المالية، وفيها تنتقل الأموال من الأفراد والشركات المدخرين إلى الشركات المستثمرة من خلال أدوات مالية متوسطة وطويلة الأجل أهمها الأسهم والسندات.¹ أما وفق لمنظور شرعي فهي السوق التي تصدر فيها الأوراق المالية السليمة بقيمة اسمية محددة ليتم تداولها بين المتعاملين بالقيمة السوقية - بيع وشراء -، على نحو يشكل إحدى القنوات الرئيسة المباشرة التي ينساب عن طريقها المال الحلال وفق ضوابط شرعية، بهدف تعبئة المدخرات وتنميتها وتمهيتها للمجالات الاستثمارية التي يحتاجها الاقتصاد.

2.4.1- خصائص سوق الأوراق المالية الإسلامية: لسوق الأوراق المالية الإسلامية خصائص تميزها عن باقي الأسواق الأخرى، وهي:²

- يعبر سوق الأوراق المالية عن حقيقة السلوك القطعي الذي يميز تصرفات جمهور المستثمرين في مكان ووضوح معين.
- سوق الأوراق المالية يتسم بكونه أكثر تنظيماً وأماناً من باقي الأسواق المالية الأخرى.
- تتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل، بما يكفل توفير السيولة.
- يتم التداول في هذه السوق بتوفير المناخ الملائم، وكذا المنافسة التامة حتى يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.
- التداول في سوق الأوراق المالية خاصة الثانوية منها يتم من خلال وسطاء ذوي خبرة في الشؤون المالية.
- سوق الأوراق المالية تتميز بالمرونة وإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات.
- الاستثمار في سوق الأوراق المالية يتطلب توفير المعلومات اللازمة ولاتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.

3.4.1- متطلبات إنشاء سوق الأوراق المالية الإسلامية: هناك العديد من المتطلبات الواجب توفيرها لإنشاء سوق أوراق مالية تتماشى مع الدور المنوط بها، وهي:³

- ضرورة توفر فلسفة اقتصادية شرعية واضحة قادرة على تحريك النشاط الاقتصادي في ظل اعتبارات الكفاءة الاقتصادية والكفاءة التنظيمية.
- توفر مناخ صالح وجيد للاستثمار قائم على عامل الثقة وعامل التنظيم بشكل يضمن المرونة وبساطة الإجراءات الاستثمارية.
- جود وعي ادخاري في أوساط الجمهور يسمح بتخصيص جزء من المداديل للاستثمار في الأوراق المالية بما يكفل تغطية طلب وحدات العجز.
- زيادة معدل النمو الاقتصادي للدولة واستقرار سياستها الاقتصادية والنقدية والائتمانية.
- تنوع الأوراق المالية ذات المزايا المختلفة خاصة منها ذات طابع الحلال من أجل ضمان التوسع والفاعلية للسوق، وإتاحة الفرصة أمام مختلف المستثمرين للمفاضلة واختيار أداة الاستثمار المناسبة، والتي تتماشى مع مصالحهم واتجاهاتهم ومعتقداتهم لدرجة تجعلهم يفضلون توظيف مدخراتهم في الأصول المالية دون الأصول الحقيقية.
- وجود إطار تشريعي وتنظيمي مرن قادر على التطور باستمرار للتكيف مع التغيرات المستجدة، مع توفير الحماية اللازمة لحقوق المتعاملين.
- وضع روابط قانونية وتنظيمية وإدارية تحد من عمليات المضاربة على الأوراق المالية المتداولة في السوق والتي تهدد استقرار السوق.

4.4.1- أقسام سوق الأوراق المالية الإسلامية: تتكون عموماً سوق الأوراق المالية الإسلامية من سوقان فرعيتان متكاملتان فيما بينهما، يمكن التمييز بينهما على أساس طبيعة العمل أو طبيعة العمليات، وهذان السوقان هما:⁴

1.4.4.1- السوق الفورية أو الحاضرة: وهي الأسواق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية بصورة فورية بين البائعين والمشتريين. وتنقسم بدورها إلى سوقان هما:

- **السوق الأولية:** وهي سوق تنشأ فيها علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية وبين المكتتب الأول فيها، وبهذا فهي سوق تتجمع فيها المدخرات أو الفوائض لتحويلها إلى استثمارات لم تكن موجودة من قبل.⁵
- **السوق الثانوية:** وهي سوق يتم فيها تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية - وذلك ما جعل البعض يسميها سوق صفقات اليد الثانية-، فهي تتيح إمكانية تسهيل الأوراق المالية، والمتدخل فيها يمكن أن يحقق عوائد ناجمة عن المتاجرة.

1.4.4.1-السوق الآجلة: وهي السوق تتوفر على فاصل زمني بين تاريخ إبرام عقد صفقة على الأوراق المالية وتسليمها، وتميز في هذه السوق بين الثلاث أسواق الفرعية الآتية:

- **سوق حقوق الاختيار:** وهي سوق يتم التعامل فيها بحقوق الاختيار والتي يقصد بها أساساً اتفاق ينشأ بموجبه عقد لتنفيذ أو عدم تنفيذ عملية شراء أو بيع لمقدار محدد من أصل مالي في المستقبل بسعر يحدد حالاً، وذلك نظير عمولة، والتي يحصل عليها بائع العقد سواء تم تنفيذ العملية أم لم تنفذ.
- **سوق العقود المستقبلية:** وتمثل هذه السوق ذلك الحيز يتم التعامل فيه بالعقود المستقبلية والتي تعطي الحق لمشتريها في شراء أو بيع قدر معين من أصل مالي بسعر محدد مسبقاً، على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق.
- **سوق عقود المبادلات:** تعد سوق عقود المبادلات بمثابة المكان الذي يتم فيه إبرام عقود مقايضة بين طرفين على تبادل قدر معين من أصل مالي مقابل أصل آخر، على أن يتم تبادل الأصول في تاريخ لاحق.

5.1-الصكوك الشرعية في سوق الأوراق المالية الإسلامية: يمكن توضيح الصكوك الشرعية المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية والتي هي نتاج صناعة الهندسة المالية الإسلامية، من خلال ما يلي:

1.5.1-تعريف الصكوك الشرعية: تعرف الصكوك الشرعية على أنها وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في مشروع معين أو نشاط استثماري، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما صدرت من أجله.⁶ كما تعرف أيضاً على أنها أداة ملكية قابلة للتداول في السوق مثل حصص شائعة في موجودات مشروع، وتعطي الحق لحملها في الحصول على الأرباح -إن وجدت- التي يحققها المشروع، فهي تستلزم فصل الذمة المالية للمشروع عن الذمة المالية للجهة المنشئة لها.⁷ وبذلك فالصكوك الشرعية أو كما تسمى في بعض الأحيان بالأوراق الإسلامية هي عبارة عن شهادات مالية تساوي قيمة حصة شائعة في ملكية ما، سواء كانت منفعة، أو حق، أو خليط منهما، أو مبلغ من المال، أو دين حيث تكون هذه الملكية قائمة فعلياً أو في طور الإنشاء، ويتم إصدارها بعقد شرعي مبني وفق قواعد الشريعة الإسلامية كقاعدة الغنم بالغرم وتجنب كل شبهات الربا والابتعاد عن مفاصد الشراء والبيع، فهي تتميز بالمصادقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية.

2.5.1-مزايا الصكوك الشرعية: للصكوك الشرعية جملة من المزايا يمكن اختصارها فيما يلي:⁸

- الصكوك هي أداة تمويل خارج الميزانية، حيث أن الإدارة لا تحتاج مبرر للتعامل بها، لأن شراء الأصول سيتم من خلال حملة الصكوك أي المستثمرين.
- التزام مصدر الصكوك محصور بدفع الأجرة لحملة الصكوك نظير استخدامه للأصل، وهي نفقة إيرادية.
- تعتبر الصكوك من أفضل وسائل جذب المدخرات الحقيقية وتجميع الأموال اللازمة لتمويل مشروعات التنمية.
- مخاطر الصكوك أقل من مخاطر السندات، لأنها حصص شائعة في أصول حقيقية وليس ديناً في ذمة الجهة المصدرة.
- دخل الصكوك متوقع في الغالب سلفاً خلافاً للأسهم.

3.5.1-أنواع الصكوك الشرعية

يمكن توضيح أنواع الصكوك الشرعية حسب قابليتها للتداول، وفق الشكل -01- أنواع الصكوك- الملاحق

1.3.5.I-الصكوك الشرعية القابلة للتداول: تتمثل في الصكوك التي يتم إصدارها والاكتتاب فيها على مستوى السوق الأولية، وهي قابلة

للتداول على مستوى السوق الثانوية، وكما هو موضح في الشكل أعلاه فهذه الصكوك تكون على الأصناف التالية:

- **صكوك المضاربة:** تمثل حصصاً شائعة في رأسمال المضاربة -المملوك لرب المال- المقدم لصاحب المشروع -باعتباره مضارب- لاستغلاله وتحقيق ربح منه، فهذه الصكوك متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها، كما أنها تتوفر على شروط عقد المضاربة من إيجاب وقبول، ومعلومية رأس المال ونسبة الربح.⁹
- **صكوك الإجارة:** هي صكوك متساوية القيمة تمثل أجزاء متماثلة مشاعة في ملكية ممتلكات مؤجرة، ويكون الربح فيها من تأجير ما تمثله قيمة هذه الصكوك. كما تمثل أيضاً عدداً متماثلاً من وحدات خدمة موصوفة تقدم من ملتزمها لحامل الصك في المستقبل.¹⁰
- **صكوك المشاركة:** تعبر عن صكوك استثمارية تمثل رأسمال المشاركة، فهي لا تختلف عن صكوك المضاربة إلا في تنظيم العلاقة بين الجهة المصدرة الراعية للصكوك وحملة الصكوك، وقد تشكل الجهة المكلفة بالتسيير لجنة للمشاركين يرجع إليهم لاتخاذ قرار الاستثمار.¹¹

2.3.5.I-الصكوك الشرعية الغير قابلة للتداول: وهي الصكوك التي يتم إصدارها والاكتتاب فيها على مستوى السوق الأولية فهي غير قابلة

للتداول، ويمكن ذكر أصنافها وفق الآتي:

- **صكوك المراجعة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة أو خدمة محل مراجعة، والاكتتاب فيها يجعل حاملها مالكيها لسلعة المراجعة، فيتحملون بذلك مخاطرتها -غرمها- قبل بيعها ويستحقون ثمنها -غنمها- بعد بيعها.¹² صكوك المراجعة لا يجوز تداولها لأنها بمثابة دين، بل تطرح مرة واحدة للاكتتاب في السوق الأولية.

- **صكوك السلم:** هي وثائق متساوية القيمة يصدرها بائع سلع السلم ويكتسب فيها المشترون، فهذه السلع تعتبر بمثابة ديون عينية لأنها موصوفة في ذمة البائع، وهو سبب عدم قابلية بيع أو تداول هذه الصكوك.
- **صكوك الاستصناع:** هي صكوك تطرح لجمع مبلغ لإنشاء مبنى أو صناعة آلة أو معدات مطلوبة من مؤسسة معينة بمبلغ يزيد عن المبلغ اللازم لصناعتها وحقوق حملة هذا الصك تتمثل فيما دفعوه ثمن هذه الصكوك إضافة إلى الربح الذي يمثل الفرق بين تكلفة الصناعة وثن البيع.¹³

II - الطريقة والأدوات :

II.1- قياس أثر تداول الصكوك على نشاط سوق الأوراق المالية الماليزية : يتم قياس أثر تداول الصكوك على نشاط سوق الأوراق المالية الماليزية من خلال تحديد متغيرات الدراسة في البداية ثم تحديد المنهجية المستخدمة في هذه الدراسة وفي الأخير تحليل ومناقشة النتائج.

II.1.1- متغيرات الدراسة : في هذه الدراسة سيتم استخدام خمسة متغيرات مستقلة تمثل بعضا من المتغيرات المؤثرة في نشاط سوق الأوراق المالية الماليزية، ومتغير تابع واحد يعبر عن المؤشر العام لبورصة ماليزيا.

II.1.1.1- المتغير التابع : تم التعبير عن المتغير التابع بمؤشر بورصة ماليزيا كراصد للتطورات الشهرية في أسعار الأسهم في السوق خلال الفترة 2012-2019، فهذا المؤشر يعتد به لإعطاء أفضل صورة عن تحركات أسعار ونشاط البورصة، وقد اختلف عدد الشركات المكونة له منذ إنشاء السوق، ويعتمد هذا المؤشر في حساب قيمته حاليا على طريقة الترجيح بالقيمة السوقية.

II.1.1.2- المتغيرات المستقلة : تم حصر المتغيرات المستقلة التي ستستخدم في الدراسة في :

- **صكوك بنك نيجارا ماليزيا القابلة للتداول (BN):** تعد صكوك بنك نيجارا ماليزيا القابلة للتداول مستندات قصيرة الأجل يصدرها البنك بناءً على مبدأ بيع الإناه. وقد صدرت لأول مرة في 29 نوفمبر عام 2000 ويتم تداولها في السوق الثانوي. ويتحدد سعر هذه الصكوك استناداً إلى مبدأ الخصم، وتصل مدة الانتفاع التي يحددها البنك إلى عام واحد، كما تعد هذه الصكوك إحدى الوسائل التي يستخدمها البنك لإدارة السيولة. أما عن طبيعة البيانات، فقد تم الأخذ بالتطورات الشهرية للنتائج المحلي الإجمالي للفترة 2005-2016، وتم الحصول عليها من موقع الرسمي للبنك المركزي الماليزي - بنك نيجارا.

- **صكوك أذونات الخزانة الإسلامية الماليزية TB:** وهي صكوك تصدر عن البنك المركزي الماليزي نيابة عن الحكومة لجمع الأموال قصيرة الأجل لتمويل الإنفاق الحكومي. ويتم إصدار هذه الصكوك باستخدام المبادئ التي تعتبر مقبولة وفق الشريعة الإسلامية. وسيتم الاعتماد على بياناتها الشهرية خلال الفترة 2012-2019. وتم الحصول عليها من الموقع الرسمي للبنك المركزي الماليزي - بنك نيجارا -.

- **صكوك الاستثمار الحكومي الماليزية IS :** وهي شكل من أشكال سندات الدين الحكومي القابلة للتسويق، التي تصدرها حكومة ماليزيا لجمع الأموال من سوق رأس المال المحلي، لتمويل نفقات التنمية الحكومية. وسيتم الاعتماد على قيمتها الشهرية في هذه الدراسة لتحديد مدى تأثيره على تغير مؤشر بورصة ماليزيا للأوراق المالية، خلال الفترة 2012-2019 وقد تم الحصول على بياناتها من الموقع الرسمي للبنك المركزي الماليزي - بنك نيجارا -.

- **صكوك الإسكان الحكومية HS :** وتعد صكوك الإسكان الحكومية من الصكوك التي تصدرها الحكومة والتي تتعلق بقطاع الإسكان وهي قابلة للتداول، وقد تم الاعتماد على قيمتها بشكل شهري خلال الفترة 2012-2019 لمعرفة مدى تأثيرها على مؤشر بورصة ماليزيا للأوراق المالية، وتم الحصول على مختلف البيانات الخاصة بها من الموقع الرسمي للبنك المركزي الماليزي - بنك نيجارا -.

- **صكوك القطاع الخاص PS :** وتعتبر صكوك القطاع الخاص من بين الصكوك التي تصدرها المؤسسات الخاصة ويتم تداولها على مستوى السوق، وتم استخدام البيانات الخاصة بها خلال الفترة 2012-2019 من الموقع الرسمي للبنك المركزي الماليزي - بنك نيجارا -.

II.1.2- المنهجية المستخدمة: ولقياس أثر المتغيرات المستقلة السالفة الذكر على المتغير التابعة سيتم استخدام أسلوب الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL، وهو الأسلوب الأكثر تطور الذي يستخدم لمعالجة النماذج المبنية على قواعد بيانات سلاسل زمنية، ويعد الأسلوب

الأكثر تطور الذي يتجاوز المشكلات التي تواجه أسلوب التكامل المشترك وتصحيح الخطأ عندما تكون درجة إستقرارية البيانات المستخدمة ليس لها نفس المستوى.

1.2.1.11- صياغة النموذج : لقياس الأثر تداول الصكوك على نشاط بورصة ماليزيا في هذه الدراسة، تمت صياغة نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة فق الصيغة اللوغارتمية الموالية:

$$d(LNIDX_t) = c + \lambda LNIDX_{t-1} + \beta_1 LNBNT_{t-1} + \beta_2 LNTB_{t-1} + \beta_3 LNIS_{t-1} + \beta_4 LNHS_{t-1} + \beta_5 LNPS_{t-1} \\ + \sum_{i=1}^n \alpha_{1,i} d(LNIDX_{t-i}) + \sum_{i=0}^k \alpha_{2,i} d(LNBNT_{t-i}) + \sum_{i=0}^k \alpha_{3,i} d(LNTB_{t-i}) \\ + \sum_{i=0}^k \alpha_{4,i} d(LNIS_{t-i}) + \sum_{i=0}^k \alpha_{5,i} d(LNHS_{t-i}) + \sum_{i=0}^k \alpha_{6,i} d(LNPS_{t-i}) + \varepsilon_t$$

حيث:

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

β : الميل في نموذج العلاقة طويلة الأجل.

Ln : لوغريتم نيبيري c : ثابت

حتى تكون علاقة طويلة الأجل أي علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لا بد أن تكون λ تتصف بشرطين:

- الشرط لازم: تكون إشارتها سالبة.

- الشرط الكافي: تكون معنوية.

2.2.1.11- اختبار ديكي- فولار الموسع¹⁴ : اختبار ديكي- فولار الموسع **Augmented Dickey-Fuller** هو أفضل الأساليب لاختبار الاستقرارية وتحديد درجة تكامل المتغيرات، وهو تعديل لاختبار ديكي- فولار **Dickey-Fuller**. وينطلق من تقدير الانحدار الآتي:

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

حيث:

m : طول فترة الإبطاء.

وتتمثل الفروض المراد اختبارها في:

- فرض العدم: H_0

$$\alpha = 0$$

- الفرض البديل: H_1

$$\alpha \neq 0$$

3.2.1.11- تحليل التكامل المشترك : لتحليل التكامل المشترك يتم استخدام اختبار الحدود الذي طوره كل من **Pesaran and Slim**

والذي يتناسب مع حجم عينة الدراسة وعدد المتغيرات، وسيتم من خلاله الكشف عن ما إذا كان هناك تكاملاً مشتركاً فريداً أي أن هناك حالة انحدار المتغير التابع على المتغيرات المستقلة.

4.2.1.11- تحديد معاملات نموذج تصحيح الخطأ : بعد إثبات أن هناك علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات بمعنى أنه توجد علاقة توازنية على

المدى الطويل، 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 لا بد أن تعبر λ عن نسبة مئوية من الخطأ الأجل القصير التي يمكن تصحيحها في وحدة الزمن للعود للوضع التوازني طويل الأجل.

III - النتائج ومناقشتها :

في هذا الجزء سيتم تحليل النتائج ومناقشتها وفق الموالى:

1.III - 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 01: نتائج اختبار ديكي - فولار الموسع - الملحق 01-. بعد المعالجة ببرنامج **EVIEWS 9** وفق تطبيق **Augmented dickey-fuller TEST**.

أشارت نتائج اختبار **ADF** الواردة في الجدول أعلاه أن بعض المتغيرات مثل **IDX** و **BN** 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% و 1%. كما أن عدد فترات التباطؤ **Lags** حسب معيار **Akiak** كانت مختلفة من متغير إلى آخر وتراوحت بين 0 و 2 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% و 1%، وبما أن هذه المتغيرات أظهرت أنها مستقرة الفرق الأول فهذا يعني أنها متكاملة من الدرجة الأولى **I(1)**. أما متغيرات آخر مثل **TB** و **IS** و **HS** و **PS** 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% و 1%، كما أن عدد فترات التباطؤ **Lags** لهذه المتغيرات حسب معيار **Akiak** كانت مختلفة من متغير إلى آخر وتراوحت بين 1 و 2.

2.III - نتائج للتكامل المشترك - اختبار الحدود- : بعدما تم إثبات أن السلاسل الزمنية لبعض المتغيرات النموذج مستقرة الفرق الأول، أي بمعنى متكاملة من الدرجة الأولى والبعض الآخر مستقرة عند المستوى، سيتم استخدام أسلوب الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة الذي يتماشى مع هذه الحالات. وقد أشارت في هذا الصدد نتائج اختبار الحدود كما هي واردة في جدول 02: نتائج التكامل المشترك - اختبار الحدود - 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 **H₀** القائلة بعدم وجود تكامل مشترك، وقبول الفرضية البديلة **H₁** 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.

3.III - العلاقة التوازنية طويلة الأجل : وفقا لنموذج تصحيح الخطأ **Vector error correction** وباستخدام برنامج **EvIEWS** تأخذ العلاقة التوازنية للأجل الطويلة الشكل المبين الجدول 03: العلاقة التوازنية طويلة الأجل - 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 **1.421939**، 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 وبين مؤشر بورصة 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 مؤشر بورصة ماليزيا بنسبة 1.04%، 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 عكسية معنوية بين صكوك أدوات الخزانة الإسلامية الماليزية ومؤشر بورصة ماليزيا للأوراق المالية، حيث أشارت النتائج إلى أن زيادة صكوك أدوات الخزانة الإسلامية الماليزية بنسبة 1% يؤدي إلى تراجع المؤشر بنسبة 3.94%، وهو ما 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 ومؤشر بورصة ماليزيا هي علاقة عكسية، حيث أشارت النتائج إلى أن التغير في قيمة هذه الصكوك بنسبة 1% يؤدي إلى تراجع في قيمة المؤشر بمقدار 14.53%، 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 تأثير إيجابي معنوي ومباشر على مؤشر بورصة ماليزيا خلال فترة الدراسة، حيث دلت الدراسة أن تغير في قيمة صكوك الإسكان الحكومية بـ 1% تؤدي إلى زيادة مؤشر بورصة ماليزيا بشكل مباشر بـ 3.78%، وهو ما يعني أن الصكوك كأداة استثمارية تؤدي لتفعيل نشاط سوق الأوراق المالية.
- باعتبار صكوك القطاع الخاص من بين الصكوك التي تصدرها المؤسسات الخاصة ويتم تداولها على مستوى البورصة الماليزية إلا أنها تأثرها لم يكن معنوي، وهذا ما يعني أن ليس لها تأثير على حجم سوق الأوراق المالية الماليزية.

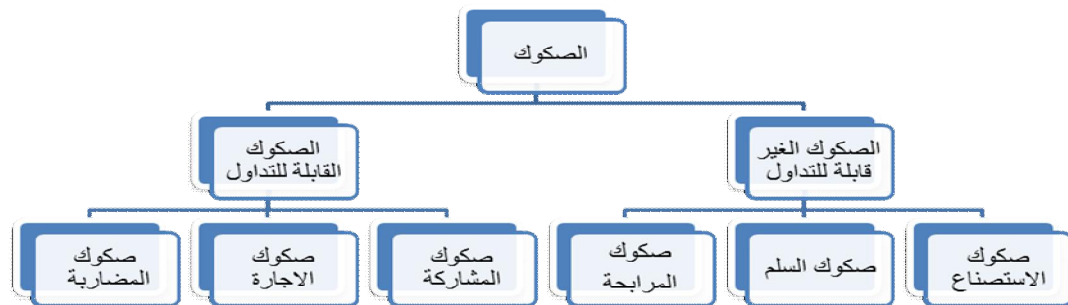
IV- الخلاصة :

انطلقت هذه الدراسة من تحديد أثر تداول الصكوك وهي صكوك بنك نيجارا ماليزيا القابلة للتداول، صكوك أذونات الخزانة الإسلامية الماليزية، صكوك الاستثمار الحكومي الماليزية، صكوك الإسكان الحكومية وصكوك القطاع الخاص على نشاط سوق الأوراق المالية الماليزية من خلال حركة المؤشر، وذلك باستخدام أسلوب الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة خلال الفترة 2012-2019، من خلال اختبار جذر الوحدة وفق اختبار ديكي فولر الموسع لتحديد مستوى استقرار كل متغير، وكذلك تحليل التكامل المشترك باستخدام اختبار الحدود لتحديد طبيعة التكامل المشترك، بالإضافة لاستخدام نموذج تصحيح الخطأ لتقدير العلاقة الطويلة الأجل وقصيرة الأجل بين المتغيرات.

وتبين من الدراسة أن بعض المتغيرات مستقرة عند المستوى والبعض الآخر غير مستقرة المستوى ولكنها مستقرة الفرق الأول وفق اختبار ديكي فولر الموسع. كما أن هناك علاقة طويلة الأجل للمتغيرات وفق اختبار الحدود. أما عن علاقة الأثر بين المتغيرات وفق نموذج تصحيح الخطأ، فقد كان هناك أثر عكسي معنوي لصكوك بنك نيجارا ماليزيا القابلة للتداول على مؤشر البورصة، إذ أن ارتفاع في هذا المتغير بنسبة 1% تؤدي إلى تراجع المؤشر بنسبة 1.04%. أما عن صكوك أذونات الخزانة الإسلامية الماليزية فقد كانت لها علاقة عكسية هي الأخرى على مؤشر السوق، كما أن لصكوك الاستثمار أيضا علاقة عكسية معنوية. أما عن صكوك الإسكان الحكومي فلها تأثير إيجابي معتبر ومعنوي حيث أن زيادة في قيمتها بـ 1% يؤدي إلى زيادة قيمة المؤشر بـ 3.78%، وهو عكس ما كان عليه الحال بالنسبة لصكوك القطاع الخاص حيث كانت العلاقة في الاتجاه السالب وغير معنوية.

- ملاحق :

الشكل (1) : أنواع الصكوك



المصدر: من إعداد الباحثين

جدول 01: نتائج اختبار ديكي - فولار الموسع ADF Test of unit Root										
Series	Lags	Levels				Lags	1 st Differencial			
		Mac Val		ADF	Prob		Mac Val		ADF	Prob
		1%	5%				1%	5%		
IDX	1	-3.501445	-2.892536	-2.308507	0.1715	1	-3.502238	-2.892879	-7.801158	0.0000
BN	2	-2.590065	-1.944324	-1.215172	0.2043	2	-2.590340	-1.944364	-5.690622	0.0000
TB	2	-4.064453	-3.461094	-6.049641	0.0000					
IS	1	-	3.501445	-	2.892536					
HS	1	3.501445	-	5.078632	0.0000					
PS	1	-3.501445	-2.892536	-4.710024	0.0002					

المصدر: بعد المعالجة برنامج 9 EViews وفق تطبيق Augmented dickey-fuller TEST.

جدول 02: نتائج التكامل المشترك - اختبار الحدود -

Test Statistic	Value	k
F-statistic	8.817082	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 برنامج 9 EViews وفق تطبيق Coefficient diagnostics – bounds test.

جدول 03: العلاقة التوازنية طويلة الأجل

LnIDX= 9.255227-0.010400lnBN-0.039432lnTB-0.145374lnIS+0.037897lnHS-0.015991lnPS						
BN	TB	IS	HS	PS	CointEq(-1)= -1.421939	
0.0000	0.0002	0.0002	0.0000	0.6098	0.0000	T

المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج EViews وفق التطبيق

.Coefficient diagnostics – Cointegration and long run form

- الإحالات والمراجع:

- 1 محمد مصطفى محمد عبده (1998)، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، مصر، الدار الجامعية، ص. 2 .
- 2 جويدان الجمل (2002)، الأسواق المالية والنقدية، عمان، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، ص. 56.
- 3 مأمون إبراهيم السيد (1988)، أسواق الأوراق المالية العربية: واقعها وإمكانات تطويرها والربط فيما بينها، الكويت، سلسلة الدراسات الاستثمارية، المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، ص. 9.
- حمزة محمود الزبيدي (2001)، الاستثمار في الأوراق المالية، الأردن، مؤسسة الوراق، ص. ص.139-140.
- سامي عفيفي حاتم (1994)، التجارة الخارجية بين التنظير والتنظيم، الطبعة الثانية، القاهرة، الدار المصرية اللبنانية، ص. 233.
- 4 تم اعتماد هذا التقسيم على أساس طبيعة العمليات الممارسة في كل قسم من أقسام سوق الأوراق المالية.
- 5 مصطفى رشيد شحبة (1996)، اقتصاديات النقود والمصارف المالية، الطبعة السادسة، مصر، دار المعارف الجامعية، ص. 510.
- 6 عبد الكريم أحمد قندوز (2008)، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، لبنان، مؤسسة الرسالة ناشرون، ص. 179.
- 7 سامر مظهر قنطقجي (2010)، صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، سوريا، شعاع للنشر والعلوم، ص. 357.
- 8 المرجع نفسه (2010)، ص. ص. 367-368.
- 9 عبد الكريم أحمد قندوز (2008)، مرجع سبق ذكره، ص. 180.
- 10 سامر مظهر قنطقجي (2010)، مرجع سبق ذكره، ص. 360.
- 11 عبد الكريم أحمد قندوز (2008)، مرجع سبق ذكره، ص. 180.
- 12 سعود بن ملوح العنزي، محمود علي السرطاوي، صكوك المراجعة، المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية (2012)، (8)، الأردن: جامعة آل البيت، ص: 220. على الخط: <https://www.aabu.edu.jo/AR/DeanShips/AcademicResearch/Jois/Pages/Issues.aspx> (تاريخ الزيارة 2020/01/10).
- 13 نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية – البحرين - مجلة الباحث (2011)، (العدد9)، الجزائر: جامعة قاصدي مرياح ورقلة، ص. 256. على الخط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/617> (تاريخ الزيارة 2020/01/02).
- 14 دامودار جوجارات (2015)، ترجمة: هند عبد الغفار عودة، الاقتصاد القياسي، الرياض، دار المريخ، ص. 1051.

كيفية الإستشهاد بهذا المقال حسب أسلوب APA :

عبد الحميد حفيظ، زرزور براهمي (2020)، استخدام الفجوات الزمنية الموزعة في تحديد أثر الصكوك في تنشيط سوق الأوراق المالية -دراسة حالة ماليزيا، مجلة الباحث، المجلد 20(العدد 01)، الجزائر : جامعة قاصدي مرياح ورقلة، ص.ص 433-442.