

مجلة دراسات في المالية الإسلامية والتنمية العدد الثالث

Journal of Studies in Islamic Finance and Development

مجلة علمية نصف سنوية محكمة تصدر باللغتين العربية والإنجليزية عن
مخبر الدراسات في المالية الإسلامية و التنمية المستدامة





المركز الجامعي مرسلبي عبد الله - تيبازة
معهد العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير
مخبر الدراسات في المالية الإسلامية و التنمية المستدامة



مجلة دراسات في المالية الإسلامية والتنمية

العدد الثالث

Journal of Studies in Islamic Finance and Development

مجلة علمية نصف سنوية محكمة تصدر باللغتين العربية والإنجليزية عن
مخبر الدراسات في المالية الإسلامية و التنمية المستدامة

جوان 2021 المجلد 02 العدد 01 الفهرس

الصفحة

اسم ولقب الباحث

العنوان

- 03 د. توفيق بيج
تعثر الصكوك و أثره على السوق المالي
بماليزيا
- 17 د. أشرف محمد دوابه
التوريق (التصكيك) والحوكمة الرشيدة
- 46 د. بن علقمة مليكة
دراسة مقارنة بين هيكله عمليات
التصكيك الإسلامي وعمليات التوريق
التقليدي
- 76 د. سميرة مشراوي
الجوانب الشرعية في الصكوك الإسلامية
- 92 د. لجلال محفوظ رضا.
الإطار التنظيمي للشركة ذات الغرض
الخاص
- 108 د. العمري صفية
د. الجوزي جميلة
تأثير إصدارات الصكوك الإسلامية على
كفاءة أداء سوق رأس المال الماليزي
دراسة قياسية (2004-2019)
- 131 د. سامي مباركي
د. نادية العقون
الصكوك الإسلامية البديل لتحقيق
التنوع الاقتصادي والتصدي للأزمات
النفطية في الجزائر





رئيس التحرير:
الدكتور محمد فلاق

بعد بسم الله الرحمن الرحيم والصلاة والسلام على نبينا محمد سيد المرسلين وخاتم النبيين وعلى أهله وصحبه أجمعين، يسر هيئة تحرير «دراسات في المالية الإسلامية والتنمية» بالمركز الجامعي مرسلبي عبد الله-تيزازة أن تضع بين أيدي قرائها العدد الثالث من المجلد 02، جوان 2021م الموافق لشهر شوال 1442هـ، والذي تضمن مجموعة من البحوث تناولت أحد أبرز الأدوات المالية التي تعمل على تعبئة المدخرات ألا وهي الصكوك الإسلامية. وقد حرصنا على أن تكون المواضيع شاملة لكي تغطي معظم جوانب الصكوك الإسلامية، حيث بدئنا العدد ببحث كتوطئة يجعل القارئ يتصور ويدرك أهم مشاكل الصكوك الإسلامية وأسباب تعثرها من أجل تكوين فكرة شاملة عن ما انتهت إليه الصناعة المالية للتصكيك الإسلامي في دول مجلس التعاون الخليجي، وماليزيا، واشتمل هذا العدد على بحثين آخرين حاول الباحثان فيهما بيان أهم الفروق بين التوريق التقليدي والصكوك الإسلامية من حيث المفهوم والخطوات والآليات وأهم إشكالاته. ومن أجل تعميق هذا الإدراك وزيادة توضيح عملية التصكيك أردفنا البحثين السابقين ببحثين آخرين اعتنى أحدهما بإبراز الجوانب الشرعية عن طريق نقل أهم قرارات وفتاوى الصكوك من بداية خطوات الإصدار إلى عملية التداول، فألى عملية إطفاء الصكوك الإسلامية. وبحث آخر تناول بعض الجوانب القانونية لشركة ذات الغرض الخاص باعتبارها وسيط التصكيك. وختمنا هذا العدد ببحثين تطرقا إلى بيان الأهمية الاقتصادية للتصكيك، فتناول البحث ما قبل الأخير أثر الصكوك في كفاءة أداء سوق رأس المال بين (2019-2004م) وأشار البحث الأخير إلى أهمية الصكوك الإسلامية كبديل ومورد مهم في توفير التمويل اللازم للقطاعات الاقتصادية في ظل تراجع أسعار النفط في الجزائر.

تأثير إصدارات الصكوك الإسلامية على كفاءة أداء سوق رأس المال الماليزي دراسة قياسية (2004-2019)

The impact of Islamic instruments on the efficient functioning of the Malaysian Capital Market. Econometric Study (2004-2019)

أ.د. الجوزي جميلة

جامعة الجزائر 03

البريد الإلكتروني: oumlina.eldjouzi@gmail.com

د/ العمري صفية

جامعة الجزائر 03

البريد الإلكتروني: iradasafia@yahoo.fr

تاريخ النشر: 2020/06/01

الملخص

تعد الصكوك الإسلامية من أبرز منتجات الصناعة المالية الإسلامية، ومن وسائل جذب المدخرات الحقيقية وتجميع الأموال اللازمة لتمويل مختلف المشروعات التنموية.

جاءت هذه الدراسة لمحاولة تحديد تأثير إصدار وتداول الصكوك الإسلامية على كفاءة أسواق رأس المال، وتوصلت الدراسة من خلال التعرض للتجربة الماليزية الرائدة في مجال إصدار الصكوك الإسلامية، لتأكيد وجود علاقة ايجابية بين إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية ومؤشر الرسملة السوقية، واستنتجت من خلال استخدام الأدوات الإحصائية «ADF, Phillips-Perron, KPSS» إلى أن سوق رأس المال الإسلامي الماليزي كفاء عند المستوى الضعيف، ما يؤكد فعلا أن الصكوك الإسلامية تزيد من كفاءة أسواق الأوراق المالية من خلال توفير السيولة والشفافية وتدنية المخاطر.

الكلمات المفتاحية: كفاءة سوق رأس المال، الصكوك الإسلامية، السوق المالي الإسلامي الماليزي، الرسملة السوقية، اختبار ADF , KPSS, Phillips-Perron.

Abstract

The Islamic instruments (sukuk) is one of the most prominent products of Islamic finance industry, and the means of attracting real savings and the compilation of necessary funds to finance the various development projects.

The study to try to determine the impact the issuance and circulation of Islamic instruments on the efficiency of the stock markets, the study concluded through exposure to the Malaysian experience, a pioneer in the issuance of Islamic

instruments, to confirm the existence of a positive relationship between the total Islamic instruments issue and Market capitalization, and concluded through the use of statistical tools for ADF, KPSS, Phillips-Perron, that capital market Malaysian Islamic efficient at the weak form, what really assures that Islamic instruments and increase the efficiency of the stock markets, through the provision of liquidity and transparency and minimize risks.

Key words: The efficiency of the stock market, The Islamic instruments (sukuk), Financial market Malaysian Islamic, Market Capitalization, test of ADF, KPSS, Phillips-Perron.

مقدمة:

تتطلب عملية رفع النمو الاقتصادي في أي دولة رؤوس أموال مجمعة، ولا يمكن تحقيق ذلك من دون وجود سوق مالية تساهم في تجميع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار، غير أن الأزمة المالية العالمية سنة 2008 بينت فشل هذه الأسواق في أداء دورها التنموي في ظل الممارسات اللاأخلاقية والأنشطة الربوية من عمليات المضاربة وعمليات البيع على المكشوف والشراء الهامشي، إلى جانب ذلك ظهرت منتجات مالية إسلامية أسس لها أسواق مالية إسلامية تحظى بضوابط وأسس شرعية تساهم في تخفيض تكاليف التمويل بالملكية والدين، وتوفير السيولة للاستثمارات الجديدة بما يؤدي إلى تدنية المخاطر المالية، وتوفير أدوات مالية شرعية تساعد على تكوين الادخار وتمويل الاستثمار بما يسرع من معدلات النمو الاقتصادي.

يتميز النظام المالي في ماليزيا بوجود سوقين ماليين يعملان معاً، أحدهما سوق مالي تقليدي والآخر إسلامي والذيانشأ استجابة للطلب المتنامي على المنتجات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية خاصة الصكوك الإسلامية والتي شهدت تطوراً ملحوظاً بفضل اهتمام الحكومة الماليزية بالنواحي التشريعية والتنظيمية لإصدارها، فضلاً عن تأسيس العديد من المؤسسات التعليمية والتدريبية في مجال الهندسة المالية الإسلامية.

فيعتبر سوق رأس المال الماليزي أحد أهم أقطاب الأسواق الإسلامية الرائدة في مجال تمويل الاستثمارات الحقيقية اللازمة للدولة في ماليزيا وقد حظيت الصكوك الإسلامية بنسبة معتبرة من إجمالي المنتجات المالية الإسلامية المتداولة في السوق. وهذا يمكن طرح الإشكالية الآتية:

كيف تؤثر الصكوك الإسلامية على كفاءة أداء سوق رأس المال الماليزي؟

ولغرض الإجابة على الإشكالية المطروحة ارتأينا تقسيم هذه الورقة البحثية إلى ثلاثة محاور:

أولاً: الإطار المفاهيمي للصكوك الإسلامية وآلية إصدارها

ثانياً: آلية مساهمة الصكوك الإسلامية في رفع كفاءة أداء سوق رأس المال

ثالثاً: علاقة إصدارات الصكوك الإسلامية بكفاءة أداء سوق رأس المال الإسلامي الماليزي

أولاً: الإطار المفاهيمي للصكوك الإسلامية، وآلية إصدارها:

برزت الصكوك الإسلامية على إثر مجموعة من الإبداعات والتصاميم وفق الشرع الإسلامي لإيجاد حلول عملية للتمويل في إطار ما يسمى بالهندسة المالية الإسلامية.

1- تعريف الصكوك الإسلامية: المعنى اللغوي لكلمة صك: هي كلمة فارسية معربة ويقصد بها الكتاب الذي يكتب فيه المعاملات، وهو الورقة المكتوبة بدين. أما تعريف الصكوك الإسلامية: فقد عرفها محمد علي القرني بأنها «أوراق مالية قابلة للتداول تثبت ملكية حاملها لأصل مولد لعائد دوري»⁽¹⁾.

وعرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية الصكوك الإسلامية والتي أطلقت عليها اسم صكوك الاستثمار بأنها: «وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين، أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله»⁽²⁾.

كما عرفت بأنها: «أوراق مالية متساوية القيمة محددة المدة، تصدر وفق صيغ التمويل الإسلامية، تعطي لحاملها حق الاشتراك مع الغير بنسبة مئوية في ملكية وصافي إيرادات أو أرباح وخسائر موجودات مشروع استثماري قائم فعلاً، أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، وهي قابلة للتداول والإطفاء والاسترداد عند الحاجة بضوابط وقيود معينة، ويمكن حصر موجودات المشروع الاستثماري في أن تكون أعياناً، أو منافع أو خدمات، أو حقوق مالية، أو معنوية أو خليط من بعضها أو كلها حسب شروط معينة، وعليه فإن الصكوك لا تمثل ديناً في ذمة مصدرها وإنما تثبت لحاملها حق ملكية شائعة في موجودات لها عائد»⁽³⁾.

⁽¹⁾ محمد علي القرني بن عيد، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، الدورة التاسعة عشرة لإمارة الشارقة، مجمع الفقه الإسلامي، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص2.

⁽²⁾ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2007، ص288.

⁽³⁾ سليمان ناصر، ربعة بن زايد، الصكوك الإسلامية الواقع والتحديات، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، العدد الأول، 2013، ص53.

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن تعريف الصكوك الإسلامية بأنها أوراق مالية ذات عائد قابل للتوقع، وذات مخاطر متدنية مقارنة بالأسهم، وقابلة للتسويق، وتنتهي بفترة استرداد حامل الصك لرأسماله.

2- خصائص الصكوك الإسلامية: يتصف هذا النوع من المنتجات الإسلامية بالخصائص الآتية:

وثائق تصدر باسم مالكيها بفئات متساوية القيمة، وتمثل حصصاً شائعة في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص⁽¹⁾؛

تقوم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة، حيث يستحق صاحب الصك المشاركة في أرباح المشروع الممول بأموال الصك، فيحصل على نصيبه من العائد ويتحمل نصيبه من الخسارة في حدود ما يمثله الصك؛

الصكوك الإسلامية متوافقة مع أحكام الشريعة من حيث الأنشطة والاستثمارات التي تعمل فيها، أو من حيث طبيعة العلاقة بين أطرافها، فلا تتضمن دفع فائدة محددة مقابل التمويل، أو غير ذلك من المحظورات الشرعية في المعاملات⁽²⁾.

3- أهمية الصكوك الإسلامية:

■ تساهم في المواءمة بين مصادر الأموال واستخداماتها في المصارف الإسلامية بما يساهم في تقليل مخاطر عدم التماثل بين آجال الموارد واستخداماتها؛

■ تساعد في تحسين نسبة كفاية رأس المال لأنه عبارة عن عمليات خارج الميزانية؛

■ تعتبر وسيلة جيدة لإدارة المخاطر الائتمانية بالمصارف؛

■ يتيح فرص كبيرة لسداد العجز في الموازنة كما يمكن للبلد أن ينفذ مشاريع تنموية كبيرة من خلالها؛⁽³⁾

■ المساعدة في إدارة السيولة على مستوى الاقتصاد الكلي من خلال امتصاص فوائض السيولة وتوفير تمويل مستقر وحققي للدولة (استخدام الصكوك كأداة من أدوات السياسة النقدية)؛

■ المساعدة في تطوير سوق المال من خلال طرح أوراق مالية قابلة للتداول⁽⁴⁾.

(1) نفس المرجع السابق، ص 54.

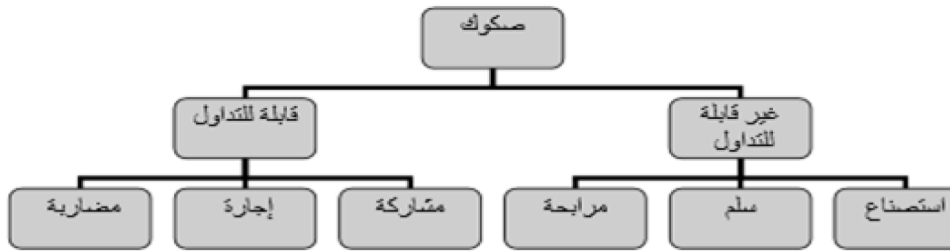
(2) محمد حمو، جعفر هي محمد، الصكوك الإسلامية كأداة لضمان استقرار السيولة في البورصة، مجلة دفاتر البحوث العلمية، المركز الجامعي تيبازة، العدد الثالث، 2013، ص 358.

(3) سامي عبيد محمد، عدنان هادي جعاز، الدور التمويلي للمصارف الإسلامية (التمويل بالصكوك) «تجربة ماليزية»، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد 38، المجلد العاشر، 2015، ص 114.

(4) عادل عيد، الصكوك الإسلامية، وثيقة رقم: 8603/2012، جمعية النهوض بالأثر وتطويره، مصر، 2013، ص 13.

4- أنواع الصكوك الإسلامية وفق صيغ التمويل الإسلامي: تتعدد الصكوك الإسلامية باختلاف آليات إصدارها التي تتم وفق صيغ التمويل الإسلامية، لذلك فإنه يمكن تصنيفها إلى: الصكوك القابلة للتداول وهي صكوك استثمار أساسها السلع والخدمات، ويمكن بيعها وتداولها في السوق المالية (البورصة)، أما الصكوك غير قابلة للتداول فهي صكوك تمويل أساسها الديون، فلا يجوز تداولها في السوق إلا وفق ضوابط محددة لعدم جواز بيع الدين في الاقتصاد الإسلامي، مما يساعد في الحد من خلق الائتمان والحد من مخاطره⁽¹⁾.

الشكل رقم 01: أنواع الصكوك الإسلامية



المصدر: سامي عبيد، عدنان هادي جعاز، الدور التمويلي للمصارف الإسلامية (التمويل بالصكوك) تجربة ماليزية، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد 38، المجلد العاشر، 2015، ص 114.

أ - الصكوك القابلة للتداول: هي صكوك قابلة للتداول في السوق الثانوي وتمثل في:

- صكوك الإجارة: يمكن تعريفها على أنها أوراق مالية ذات قيمة متساوية، تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان مؤجرة أو منافع أو خدمات ذات عائد، قابلة للتداول بعد قفل باب الاكتتاب وبدء عمليات الاستثمار على أساس عقد الإجارة حتى تاريخ تصفية المشروع، وتنقسم هذه الصكوك إلى ثلاثة أنواع رئيسية تتمثل في: صكوك ملكية الموجودات (الأعيان)، وملكبة المنافع وملكبة الخدمات⁽²⁾. ويمكن الاستفادة منها في تمويل المشاريع التنموية المختلفة، ويمكن استخدام الحكومة لها كبديل إسلامي عن سندات الدين العام⁽³⁾.

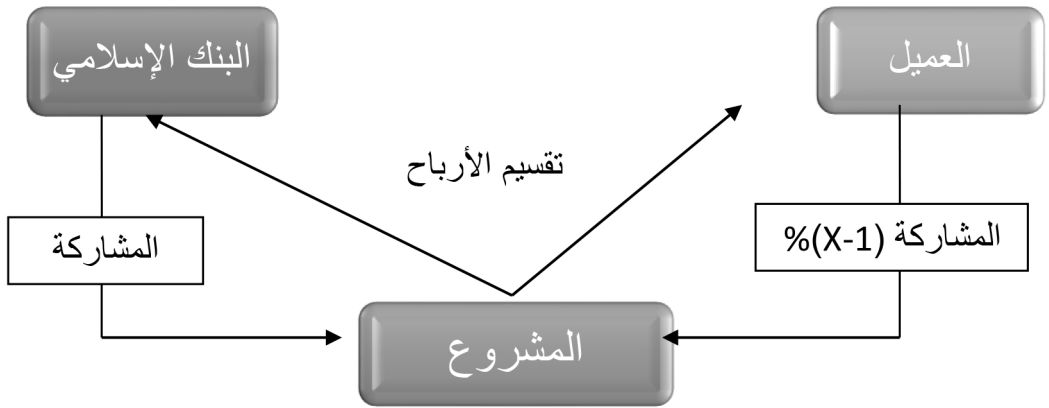
⁽¹⁾ نفس المرجع السابق، ص 9.

⁽²⁾ سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية «دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية»، المؤتمر الدولي الخامس حول الصيرفة الإسلامية والتمويل الإسلامي، «إدارة المخاطر، التنظيم والإشراف»، معهد الدراسات المصرفية، الأردن، 8-7-6 أكتوبر 2012، ص 3.

⁽³⁾ سامي عبيد محمد، عدنان هادي جعاز، مرجع سبق ذكره، ص 114.

• **صكوك المشاركة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع أو تطوير وتمويل مشروع قائم، ويصبح المشروع ملكا لحملة الصكوك في حدود حصصهم، فصكوك المشاركة تقوم على أساليب المشاركة بمختلف صورها من المشاركة بالأموال، ثم المشاركة الحقيقية في الأرباح أو الخسائر أو المشاركة بالمال من جانب والعمل والخبرة من جانب آخر، وهذا الأساس في المشاركة يعطي الضمان لتقليص خطر التعرض للخسارة، وهو صورة من صور التكافل والتعاون من خلال تخصيص جزء معين من أرباح الشركة للمخاطر وبذلك يتنازل المساهمون عن نصيب ضئيل من أرباحهم لتغطية الخسارة التي تلحق بعض الصفقات في بعض السنوات⁽¹⁾، وتعد أسلوبا أمثالا للاستثمار و تمويل الأنشطة الاقتصادية الحيوية.

الشكل رقم 02: هيكل عقد المشاركة



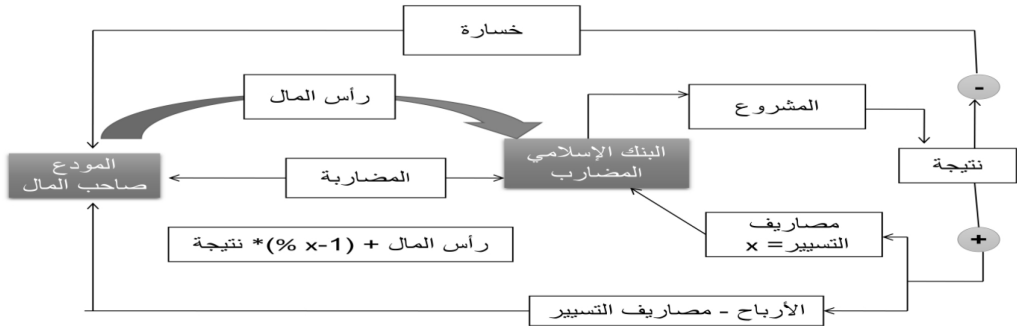
Source : Anouar HASSOUNE, « Les fonds propres des banques islamiques face aux exigences réglementaires », Séminaire, Paris, janvier 2010,P12op-cit.

• **صكوك المضاربة (سندات المقارضة):** هي الوثائق الموحدة القيمة والصادرة بأسماء من يكتتبون فيها مقابل دفع القيمة المحررة فيها، وذلك على أساس المشاركة في نتائج الأرباح أو الإيرادات المتحققة من المشروع المستثمر فيه، بحسب النسب المعلنة على الشيعو المتبقية من الأرباح الصافية لإطفاء* قيمة السندات جزئيا حتى السداد التام⁽²⁾.

⁽¹⁾ برودي نعمة، التصكيك الإسلامي حجر الأساس لقيام سوق للأوراق المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية، آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، 8-9 ديسمبر 2013، ص3.

⁽²⁾ حنان العمراوي، فاعلية الهندسة المالية الإسلامية في تحقيق التنمية المستدامة، الملتقى الدولي حول: مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، جامعة قلمة، 03-04/12/2014، ص302.

الشكل رقم 03: هيكل عقد المضاربة



Source : Anouar HASSOUNE, p-cit.,P14.

ب- صكوك غير قابلة للتداول: وتنقسم إلى ثلاث أنواع هي:

صكوك السلم: تصدر لتحويل رأس المال السلم، وتصبح سلعة السلم مملوكة لأصحاب الصكوك⁽¹³⁾.

صكوك الاستصناع: تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة ويصبح المصنوع مملوكا

لحملة الصكوك، وتستخدم بكثرة في تمويل صناعات مهمة.

صكوك المراجعة: تصدر لتمويل شراء سلع المراجعة وتصبح السلع مملوكة لحملة الصكوك.

5- آلية إصدار الصكوك الإسلامية: يتم إصدار الصكوك بناء على عملية التصكيك (التوريق الإسلامي).

1-5 مفهوم التصكيك الإسلامي: وفقا لما جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم 178 (19/4) من أن

التصكيك هو «إصدار وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية موجودات (أعيان أو منافع أو حقوق أو خليط من الأعيان والمنافع والنقود والديون) قائمة فعلا أو سيتم إنشاؤها من

حصيلة الاكتتاب، وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامه⁽¹⁴⁾.

2-5 مراحل التصكيك الإسلامي: تتكون عملية التصكيك من الأطراف الرئيسية التي تتمثل في المنشئ،

المستثمرون، والمؤسسة الوكيلة بالإصدار (الشركة ذات الغرض الخاص SPV) وتتم بالخطوات الآتية:

⁽¹³⁾ سامي عبيد محمد، عدنان هادي جعاز، مرجع سبق ذكره، ص113.

⁽¹⁴⁾ عبد القادر زيتوني، التصكيك الإسلامي ودوره في الرفع من كفاءة الأوعية المصرفية في تعبئة مدخرات القطاع العائلي في الجزائر، الملتقى الدولي الثاني للصناعة الإسلامية، آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 8-9 ديسمبر 2013، ص14.

تقوم الشركة المصدرة بتعيين الأصول المراد تصكيكها وتحول ملكيتها إلى الشركة ذات الغرض الخاص عن طريق البيع أو التنازل.

= تتحصل الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) على شهادة مطابقة عملية التصكيك للأحكام الشرعية من طرف لجنة الرقابة الشرعية التي تصادق على هيكله الصكوك، كما تتحصل على تأشيرة لجنة مراقبة تسيير عمليات السوق المالية حتى تتمكن من إصدار وتداول هته الصكوك.

= تطرح شركة (SPV) الصكوك للمستثمرين للاكتتاب فيها في سوق الأوراق المالية، وتجمع حصيلة الأموال المجمعة وتسييرها لفائدة المستثمرين.

= تسدد شركة (SPV) ثمن شراء الأصول للشركة المصدرة على أن تقوم هذه الأخيرة باستثمارها وفقا لأحد صيغ التمويل الإسلامي.

= يتم تداول الصكوك في سوق الأوراق المالية من تاريخ إصدارها إلى موعد استحقاقها وإطفائها، وتسدد الشركة المصدرة أقساطا دورية وفق مرجع معدل لفائدة ثابتة أو متغيرة* حسب تواريخ محددة تدفع إلى حملة الصكوك من طرف شركة ذات الغرض الخاص (SP).

= عند موعد استحقاق الصكوك حسب نشرة الإصدار تبيع شركة (SPV) الأصول المصككة إلى الشركة المصدرة حسب السعر المتفق عليه في نشرة الاكتتاب، وتسدد بذلك مبلغ إطفاء الصكوك للمستثمرين (حملة الصكوك) في السوق الثانوية، وبهذا تنتهي عملية التصكيك وتحل شركة (SPV).⁽¹⁵⁾

6-مقارنة الصكوك الإسلامية بالأدوات المالية التقليدية: يمكن إبراز هذا الفرق من خلال مجموعة من المعايير، يوضحها الجدول الآتي:

الجدول رقم 01: مقارنة الصكوك الإسلامية بالأدوات المالية التقليدية (الأسهم والسندات)

معيار المقارنة	الصكوك الإسلامية	الأسهم	السندات
الطبيعة	أوراق مالية متساوية القيمة تمثل حصة ملكية غير مجزئة مدعومة بالموجودات، أو المشاريع التجارية.	أوراق مالية متساوية القيمة تمثل ملكية في رأسمال الشركة.	أوراق مديونية تعد ديناً في ذمة الشركة.

*يمثل معدل الفائدة المرجع هو معدل الفائدة بين البنوك في لندن (LIBOR).

⁽¹⁵⁾ محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس - سطيف، الجزائر، 2013، ص 122.

قابلية التداول ومدته	يعتمد على طبيعة الأصول ولها مدة محددة.	قابلة للتداول وليس لها مدة محددة.	قابلة للتداول خلال مدة محددة.
درجة المخاطرة	حسب طبيعة الأصول	مرتفعة	منخفضة
المشاركة في الإدارة والتصويت	ليس لحامل الصك الحق في الإدارة أو التصويت في الجمعية العامة.	حامل السهم له حق الرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة.	حامل السند ليس له الحق في الإدارة إلا في حالتي، تغيير الشكل القانوني، أو إدماج الشركة في أخرى.
الغرض	يجب إصدارها لأغراض التمويل المتفقة مع أحكام الشريعة.	يمكن إصدارها لأي غرض.	يمكن إصدارها لأي غرض.
مصدر العائد	العائد من استثمار الأصول.	العائد من استثمار الأصول.	سعر الفائدة.
المبلغ الأصلي والعائد	غير مضمونين من قبل المصدر، حسب طبيعة الاستثمار وتقلبات السوق.	غير مضمونين،	مضمونان من قبل المصدر، بمعدل فائدة.

المصدر: محمد غزال، مرجع سبق ذكره، ص 82. (بتصرف)

ثانيا- آلية مساهمة الصكوك الإسلامية في رفع كفاءة أداء سوق رأس المال

تعد الكفاءة من أهم الصفات المطلوب توافرها في أسواق رأس المال ومؤشرا لنجاحها وقوتها لأنها تعكس العدالة في أسعار الأدوات المالية المتداولة في السوق، وتمكن أسواق رأس المال من أداء وظائفها المناطة بها.

1- كيفية تأثير الصكوك على السوق الأولي والثانوي: يمكن للصكوك الإسلامية أن تشكل قنوات جيدة لتعبئة الموارد المالية وتوجيهها نحو مشاريع استثمارية إنتاجية تساهم في تحقيق تنمية اقتصادية شاملة، خصوصا إذا علمنا أن إصدارات الصكوك الإسلامية في السوق الأولي ترتبط بمشاريع وأصول حقيقية⁽¹⁶⁾.

(16) معطي الله خير الدين، شريك رفيق، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، الملتقى الدولي حول: مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، جامعة قلمة، 03-04/12/2012، ص 251.

وعلى مستوى الأسواق الثانوية فمن المتوقع أن تقوم بدورها على وجه أفضل وذلك لانفتاحها الغش والغرر والغبن والمضاربات الهدامة التي تعصف بالأسواق المالية والتي تؤثر سلبا على تخصيص الموارد، ذلك أن المضارب يهتم بالقيمة السوقية للأسهم، والسندات في الأجل القصير والتي يدخل في تقديرها عوامل ليس لها علاقة بالمرود المتوقع، مما يؤدي إلى توجيه الموارد باتجاه أنشطة يتوقع لها الربح السريع، وذلك يؤثر على عملية تحديد الأسعار العادلة، ويخل بالتوازن الحقيقي لمستويات الأسعار وزعزعة استقرار النشاط الاقتصادي، مما سيكون لها الأثر السيئ على كفاءة الأسواق المالية وحجمها على أداء دورها التنموي⁽¹⁾.

2- آلية تأثير الصكوك في جانب العرض والطلب لسوق الأوراق المالية:

من جانب العرض:

أ) إن إصدار الصكوك، أقل كلفة على الشركة من إصدار الأسهم لأن الأسهم يحصل حملتها على نصيب من الربح الناتج عن كامل نشاط الشركة أما صاحب الصك فتدفع له المؤسسة العائد المرتبط بعائد المشروع المساهم فيه فقط، وهي الأفضل من الحصول على الأموال من البنوك لأنها تشتري من الجمهور مباشرة بينما أموال البنك التي مصدرها مدخرات الجمهور يفرض البنك لنفسه جزءا من عائد الوساطة المالية مما يزيد في تكلفة الإقراض.

ب) تمتلك المؤسسة مجموعة من الأصول الصالحة للتصكيك لتستفيد من سيولتها عند الحاجة، عوض البحث عن مصادر تمويل أخرى، تكون في الغالب مكلفة وأحيانا منعدمة أمام المؤسسات المالية الإسلامية في ظل الضوابط الشرعية التي تحكمها،

ج) يؤدي إصدار المزيد من الأسهم إلى زيادة عرضها في السوق، وبالتالي انخفاض قيمتها السوقية، وهذا ما يؤثر على حملة الأسهم القدامى⁽²⁾.

من جانب الطلب:

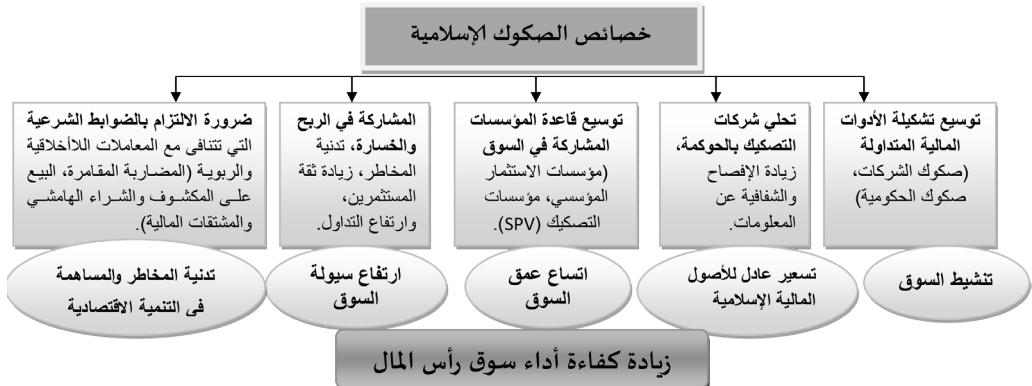
تستقطب الصكوك الإسلامية شريحة من المستثمرين الذين يحبذون التعامل بأوراق مالية ذات عائد ثابت

(2) زاهرة علي محمد بني عامر، التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية، رسالة ماجستير، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، ص 195-196.

(2) محمد حمو، جعفر هني محمد، مرجع سبق ذكره، ص 361-360.

ومخاطر متدنية. والكثير من المستثمرين لا يحب ركوب المخاطر ويقبل بعائد متدن مقابل مخاطر متدنية. ومن أمثلة ذلك شركات التأمين (وكذا شركات التكافل) فإنها ملزمة في ظل القوانين المنظمة لأعمالها باستثمار أموالها في استثمارات متدنية المخاطر⁽¹⁾.

الشكل 04: آلية تأثير الصكوك الإسلامية على كفاءة أداء سوق رأس المال



المصدر: بالاعتماد على: محمد حمو، جعفر هني محمد، مرجع سبق ذكره، ص 360.

ثالثا- علاقة إصدارات الصكوك الإسلامية بكفاءة أداء سوق رأس المال الإسلامي الماليزي

1- طبيعة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

يمتاز النظام المالي في ماليزيا بوجود سوقين لرأس المال يعملان آنيا، سوق رأس المال تقليدي وسوق

رأس المال الإسلامي هذا الأخير تكون جميع عملياته ونشاطاته موافقة لأحكام الشريعة ومبادئها يعني :

- خلوه من الفائدة و الربا؛

- خلوه من كل نشاط البيع أو الشراء المنطوي على الغرر؛

- خلوه من الميسر و نحوه؛

- تحريم إنتاج أو بيع أو توفير أي خدمة محرمة شرعا.

فعرفته هيئة الأوراق المالية الماليزية بأنه سوق تتوافر فيه فرص الاستثمار والتمويل المتوسط والطويل

(1) محمد علي القرني بن عيد، مرجع سبق ذكره، ص 6.

الأجل، والمنتجات والخدمات المتوافرة فيه تلتزم التزاما تاما بأحكام الشريعة الإسلامية، وتكون خالية من كافة الأنشطة المحرمة، مثل الربا، المقامرة، الغرر وما شابه ذلك⁽¹⁾.

لضمان التزام كافة أنشطة سوق رأس المال الإسلامي بمبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية، يقوم المجلس الاستشاري الشرعي، الذي يتشكل أعضاؤه من أفراد مؤهلين لديهم خبرة واسعة في تطبيق الشريعة ولاسيما في مجالات الاقتصاد و التمويل الإسلامي، ويضع هذا المجلس مجموعة من المعايير الشرعية لتقييم حالة الأوراق المالية المدرجة المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في أنشطة الشركات من أحد العناصر الآتية⁽²⁾:

• الخدمات المالية التي تكون على أساس الربا(الفائدة)؛

• القمار والميسر؛

• تصنيع أو بيع المنتجات التي لا تتفق مع احكام الشريعة الإسلامية؛

• التأمين التقليدي؛

• الأنشطة الترفهية الغير مسموح بها و الغير موافقة لأحكام الشريعة الاسلامية؛

• تصنيع أو بيع التبغ و السجائر او المنتجات ذات الصلة؛

• المتاجرة في الأوراق المالية غير موافقة لأحكام الشريعة الاسلامية؛

كما يأخذ بعين الاعتبار أيضا نسبة الإيرادات من الفوائد التي تلقتها الشركة من الودائع الثابتة التقليدية أو غيرها من الصكوك بفائدة مالية.

و يبلغ عدد الأوراق المالية الموافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية في ماي 2012، 825 ورقة مالية، و الذي يمثل 89% من مجموع الأوراق المالية المدرجة في السوق المالي⁽³⁾. و الجدير بالذكر أن الاستثمار في الأوراق المالية الإسلامية لا يقتصر على المستثمرين المسلمين فقط، بل على كل المستثمرين مهما كانت ديانتهم، لأن الأوراق المالية الاسلامية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية هي جزء من الأوراق المالية المدرجة في بورصة ماليزيا.

⁽¹⁾ هيئة الأوراق المالية، تقرير السنوي 2004، ص 45.

⁽²⁾ Le site :<http://www.bursamalaysia.com/market/islamic-markets/products/islamic-capital-market/shariah-compliant-listed-equities/>,consulté le 20/01/2020

Le site :<http://www.bursamalaysia.com/market/islamic-markets/products/islamic-capital-market/shariah-compliant-listed-equities/>,consulté le 20/01/2020.

⁽³⁾ [compliant-listed-equities/](http://www.bursamalaysia.com/market/islamic-markets/products/islamic-capital-market/shariah-compliant-listed-equities/),consulté le 20/01/2020.

وحسب هيئة الأوراق المالية بماليزيا (SC) فإن حجم سوق رأس المال الإسلامي مقارنة بسوق رأس المال الماليزي تجاوز 60% في شهر مايو من سنة 2018، ويعود هذا النمو في سوق رأس المال الإسلامي لدعم الحكومة والإصدار المنتظم للصكوك السيادية من طرفها، كما يعود ذلك أيضا للرؤية الاستراتيجية لهيئة الأوراق المالية خلال الخطة الرئيسية 2001-2010 و 2011-2020.

حيث ساهمت هذه الخطة الاستراتيجية في النمو التدريجي لسوق رأس المال الإسلامي على المدى البعيد وجعلت من ماليزيا مركزا عالميا في سوق رأس المال الإسلامي، ولمواصلة هذا النمو قامت الحكومة بزيادة إصدار الصكوك الإسلامية مقابل السندات، ويمثل حجم الصكوك لسنة 2018، 52% من حجم سوق السندات الماليزية، وتمثل حجم إصدار الصكوك السيادية لسنة 2018 ما يقدر بـ 49% من إجمالي الأوراق المالية الحكومية مقارنة بـ 29% في نهاية سنة 2008⁽¹⁾.

2- مؤشرات السوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا:

المؤشرات الاسلامية هي عبارة عن مؤشرات ترصد أداء الأوراق المالية الخاضعة لأحكام الشريعة الإسلامية وتم إدراج مجموعة من المؤشرات في بورصة ماليزيا للأوراق المالية الإسلامية أولها كان في سنة 1996 من طرف مؤسسة (RHB Unit Trust Management Berhad)، تلتها مؤشر داو جونز الاسلامي، وبعده مؤشر الشريعة كوالالامبور (KLSI) الذي أطلق في أفريل 1999 من طرف بورصة ماليزيا، وقامت مؤسسة فاينانشل تايمز للسوق المالي (FTSE) بادراج مؤشرين للأوراق المالية في السوق رأس المال الاسلامي أولهما مؤشر الشريعة (FBM EMAS Shariah) والذي تم إطلاقه بتاريخ 22 جانفي 2007، وهو مصمم وفق المعايير الشرعية للمجلس الاستشاري الشرعي وقد تم ادراجه في السوق المالي لتعويض مؤشر كوالالامبور (KLSI)، أما المؤشر الثاني الذي تم إطلاقه من طرف نفس المؤسسة هو مؤشر (FBM Hijrah Sha-riah) الذي تم إطلاقه في تاريخ 21 ماي 2007 .

ويمكن توضيح تطور مؤشرات السوق المالي الماليزي من خلال الشكل الآتي:

(1) فارس جعفري، محمد أكرم لال الدين، التجربة الماليزية في إصدار الصكوك الإسلامية، مجلة إسرا الدولية للمالية الإسلامية، المجلد 10، العدد الأول، يونيو 2019، ص 81.

الشكل رقم 05: تطور مؤشرات السوق المالي الماليزي خلال الفترة 2000-2017



المصدر: فضيلة بوطورة، وآخرون، الصناعة المصرفية الإسلامية وأثرها على الأسواق المالية دراسة حالة ماليزيا خلال الفترة (2000-2017)، الملتقى الدولي الرابع للصناعة المالية الإسلامية حول: «تحديات الصناعة المالية الإسلامية في الجزائر بين طموحات السياسة المالية والممارسات البنكية»، المدرسة العليا للتجارة، القليعة، الجزائر، يومي 17-18/11/2019، ص 11.

من خلال الشكل يتضح تطور كلا من المؤشر السوقي والقيمة السوقية التي تعكس حجم السوق المالي ككل في الاقتصاد الماليزي، حيث نما المؤشر من سنة 2000 إلى سنة 2007 ليشهد إنخفاضا قدره 32.39% بسبب تأثر سوق الأوراق الماليزي المنفتح على الأسواق المالية الدولية بمخلفات الأزمة المالية في أواخر سنة 2007، ليعرف نموا وتطورا بعدها ليبلغ أعلى قيمة له سنة 2013 قدرت ب 1866.96، كما تطورت القيمة السوقية للسوق المالي الماليزي حتى سنة 2007 ثم إنخفضت سنة 2008 ب 39.99% ثم ارتفعت هذه القيمة لتسجل أعلى قيمة لها سنة 2017 قدرت ب 1906.84 بليون رينجيت ماليزي لتصل إلى 1758.38 بليون رينجيت سنة 2018، وإلى 1646.36 بليون رينجيت في أواخر سنة 2019،⁽¹⁾ ومن المتوقع زيادة هذه النسبة خصوصا في ظل استحداث الأدوات التمويلية الإسلامية التي تعرف طلبا كبيرا من المستثمرين عليها ولها إمكانية كبيرة في تنشيط الأسواق المالية وتحفيز الاستثمار فيها.

3- المنتجات المالية المتداولة في السوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا :

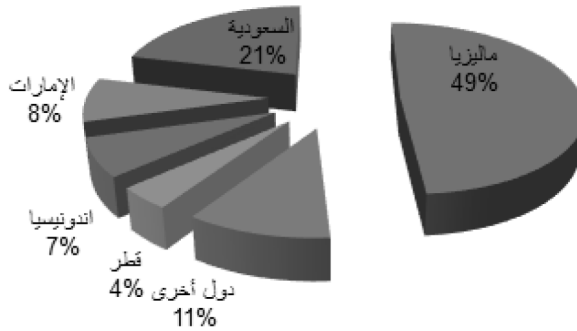
يزخر السوق الرأس المالي الاسلامي في ماليزيا بمجموعة متنوعة من المنتجات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الاسلامية التي تستجيب للطلب المتنامي على هذا النوع من المنتجات من المسلمين و غير المسلمين

⁽¹⁾ Based on Market Trasaction, Direct Business Transactions, <https://www.bursamalaysia.com>. consulté le 20/01/2020.

في ماليزيا، وتتمثل هذه المنتجات في الأسهم العادية، الصناديق الاستثمارية الإسلامية والصكوك الحكومية والصكوك للشركات الخاصة.

أ - الصكوك الإسلامية: تحتل ماليزيا المرتبة الأولى من حيث حجم الصكوك الإسلامية المصدرة حيث ارتفع التعامل بها خاصة بعد الأزمة المالية العالمية لسنة 2008م أين اتخذتها كأداة بديلة عن الأدوات المالية التقليدية للتمويل اقتصادها، ويمكن إبراز ذلك من خلال مايلي:

الشكل رقم 06 : حجم إصدار الصكوك في ماليزيا لسنة 2019

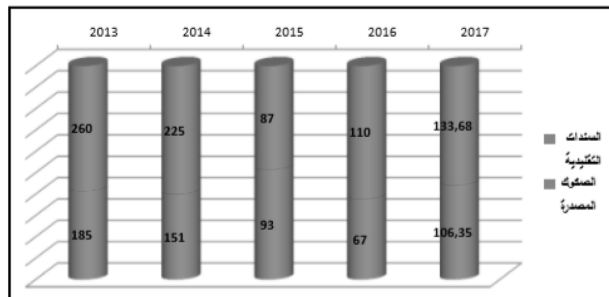


Source : Islamic Banking (studies in Accounting & Management), MIFC.

تعتبر ماليزيا الدولة الرائدة في مجال إصدار الصكوك حسب تقرير «RAM Rating Services Berhad» لسنة 2018، حيث بلغ الحجم العام لإصدار الصكوك 4.94 مليار دولار أمريكي في سنة 2018م، واحتلت ماليزيا الصدارة فيبلغ إجمالي إصدارها للصكوك الإسلامية 32.8 مليار دولار أمريكي، وهو ما يمثل 35% من إجمالي الإصدارات العالمية، لتصل إلى 48.8% سنة 2019، وبحجم قدره 103.8 مليار دولار من نفس السنة.

ويمكن مقارنة إصدارات الصكوك الإسلامية بإصدارات السندات التقليدية من خلال الشكل الآتي:

الشكل رقم 07: إصدارات السوق الماليزية بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية (بليون رينجيت ماليزي) (2013-2017)



المصدر: دور الصكوك الإسلامية في تمويل القطاعات الاقتصادية الماليزية، الملتقى الدولي الرابع للصناعة المالية

الإسلامية حول: «تحديات الصناعة المالية الإسلامية في الجزائر بين طموحات السياسة المالية والممارسات البنكية»، المدرسة العليا للتجارة، القليعة، يومي 17-18/11/2019، ص 12، متاح على الموقع: www.esc-alger.dz بتاريخ اطلاق: 10/01/2020.

تعتبر إصدارات الصكوك الإسلامية في السوق المالية الإسلامية الماليزية أكبر مقارنة بالسندات التقليدية، حيث بلغت سنة 2013 حوالي 260 بليون رنجيت ماليزي مقابل 185 بليون رنجيت ماليزي كإصدارات من السندات التقليدية، ثم تراجعت قيمة الإصدارات خلال السنوات 2014 و2015 حيث بلغت حوالي 225 بليون رنجيت ماليزي و87 بليون رنجيت ماليزي على التوالي، أي مع بداية تراجع أسعار النفط في سنة 2014 وهي الصدمة النفطية التي أثرت على الأسواق العالمية ككل، خاصة في الدول النفطية مثل دول مجلس التعاون الخليجي ويران وماليزيا حيث تسيطر هذه الدول على أكثر من 80% من أصول التمويل الإسلامي، ثم شهدت بعدها إصدارات الصكوك الإسلامية ارتفاعا في سنة 2016 بلغت حوالي 110 بليون رنجيت ماليزي مقابل 67 بليون رنجيت ماليزي من إصدارات السندات، لتواصل الصكوك الصعود خلال سنة 2017 حيث بلغت 133.68 بليون رنجيت ماليزي مقابل 106.35 بليون رنجيت ماليزي كإصدارات للسندات التقليدية، هذا يدل على تفوق إصدارات هذه الصكوك مقارنة بالسندات في ماليزيا وهو ما يفسر مواصلة اهتمام الحكومة الماليزية بالتحول الكلي نحو التمويل الإسلامي وتطويره مع التركيز على الصكوك الإسلامية كونها الأداة التي تتمتع بالتنوع وجذب الكثير من العوائد والامتيازات وتنشيط السوق المالي الماليزي.⁽¹⁾

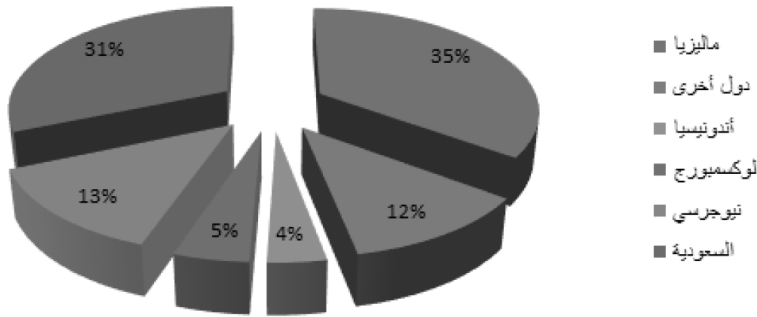
ب- صناديق الاستثمار الإسلامية :

هي عبارة عن صناديق تتولى تجميع المدخرات من المستثمرين لتوظيفها واستثمارها في الشركات التي تجيزها المجلس الاستشاري الشرعي، وتكون وفق الأساليب و الصيغ الإسلامية، ويدرار الصندوق حسب المبادئ الشرعية و يستثمر في الأسهم والصكوك والأدوات المالية الإسلامية فقط، كالتوظيف مثلا في صناديق أسهم الشركات الإسلامية المدرجة في البورصة الماليزية، وصناديق الصكوك الإسلامية، ويمكن

⁽¹⁾ دور الصكوك الإسلامية في تمويل القطاعات الاقتصادية الماليزية، الملتقى الدولي الرابع للصناعة المالية الإسلامية حول: «تحديات الصناعة المالية الإسلامية في الجزائر بين طموحات السياسة المالية والممارسات البنكية»، المدرسة العليا للتجارة، القليعة، الجزائر، يومي 17-18/11/2019، ص 11، متاح على الموقع: www.esc-alger.dz بتاريخ اطلاق: 10/01/2020.

ابراز نصيب ماليزيا من حجم صناديق الاستثمار الإسلامية عالميا لسنة 2019 من خلال الشكل الآتي:

الشكل رقم 08: الححص الدولية لصناديق الاستثمار الإسلامية عالميا لسنة 2019



Source : Islamic Banking (studies in Accounting & Management), MIFC.

تصدر ماليزيا قائمة الدول الأكبر حصصا ضمن صناديق الاستثمار الإسلامية عالميا لسنة 2019 بنسبة 35% من إجمالي حصص الصناديق الاستثمارية، تلتها السعودية في المرتبة الثانية بنسبة 31% ثم نيوجرسي بقيمة 13%.

4- اختبار كفاءة سوق رأس المال الماليزي عند المستوى الضعيف: للتأكد من أثر إصدار وتداول الصكوك الإسلامية على مستوى كفاءة سوق رأس المال الماليزي، يجب تقييم كفاءته، من خلال دراسة مدى استقرارية حركة مؤشر الشريعة (Emas Shariah Index) للبورصة الماليزية، وسيتم له بالرمز SHA.

حيث تتكون سلسلة SHA من 63 مشاهدة خلال بيانات فصلية من الربع الأول لسنة 2004 م إلى غاية الربع الثالث لسنة 2019 م، بمتوسط 93.14889 وقيمة عظمى 144.5936 وقيمة صغرى 59.73760، بينما ينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 97.45959. ويتم اختبار الكفاءة وفق الاختبارات الآتية:

دراسة الارتباط الذاتي لسلسلة مؤشر سوق رأس المال الإسلامي الماليزي:

تكون السلسلة مستقرة إذا تذبذبت حول وسط حسابي ثابت، مع تباين ليس له علاقة بالزمن، ولاختبار استقرارية السلسلة يوجد عدة أدوات إحصائية لذلك:

- اختبار معنوية معاملات دالة الارتباط الذاتي للسلسلة SHA: تكون السلسلة SHA مستقرة، إذا كانت معاملات دالة ارتباطها pk معنويا لا تختلف عن الصفر من أجل كل $k > 0$.

إن معاملات الارتباط الذاتي البسيط خارج مجال الثقة، والمعبر عنها بالخطين المتقطعين، والخروج عن مجال الثقة يعني الاختلاف معنويًا عن الصفر عند نسبة مجازفة 5%، ومن ثمة يمكن القول أن السلسلة ليست عبارة عن تشويش أبيض، ومنه فهي غير مستقرة.

- اختبار **Ljung-Box**: نستعمل هذا الاختبار لدراسة المعنوية الكلية لمعاملات دالة الارتباط

الذاتي ذات الفجوات أقل من 36، حيث توافق إحصائية الاختبار المحسوبة LB آخر قيمة في العمود

في الجدول التالي:

$$LB = (n + 2) \sum_{k=1}^{36} \frac{pk}{n-k} = 63(63+2) \sum_{k=1}^{36} \frac{pk}{63-2} = 343.01 > x^2_{0.05-36} = 50.998$$

القرار: لدينا إحصائية LB=343.01 أكبر من الإحصائية المجدولة $x^2_{0.05-36} = 50.998$ ومنه نرفض فرض عدم القائل بأن كل معاملات الارتباط الذاتي مساوية للصفر.

1- دراسة استقرارية السلسلة SHA

يعد اختبار ADF من أهم اختبارات الاستقرارية، بالإضافة إلى ذلك فهو يمكن أن يدلنا على أبسط طريق لجعل السلسلة تستقر، حيث يحدد مستوى التأخيرات p حسب أقل قيمة للمعايير Akaike, Hannan- (Quinn, Schwarz (SC).

ويعتمد هذا الاختبار في دراسة استقرارية سلسلة المؤشر على النماذج التالية:

$$1.. \Delta SHA = \delta sha_{t-1} - \sum_{j=1}^p \phi_{j+1} \Delta sha_{t-j} + u_t$$

$$2.. \Delta SHA = \delta sha_{t-1} - \sum_{j=1}^p \phi_{j+1} \Delta sha_{t-j} + c + u$$

$$3.. \Delta SHA = \delta sha_{t-1} - \sum_{j=1}^p \phi_{j+1} \Delta sha_{t-j} + c + b_t + u$$

الجدول رقم 02: نتائج دراسة استقرارية سلسلة SHA

القرار	الاحتمال	القيمة الدرجة	إحصائية ADF	المعامل	النموذج	السلسلة
- معامل الاتجاه العام لا يختلف معنويا عن الصفر. - الثابت لا يختلف معنويا عن الصفر. - وجود جذر أحادي.	0.0005	-	-	b	6	SHA عند المستوى 5%
- الثابت لا يختلف معنويا عن الصفر. - وجود جذر أحادي.	-	-3.48	-3.39	∅		
- وجود جذر أحادي.	0.59	-	-	c	5	
- وجود جذر أحادي.	-	-2.91	-0.36	∅		
- السلسلة غير مستقرة عند المستوى.	-	-1.94	0.67	∅	4	
- معامل الاتجاه العام لا يختلف معنويا عن الصفر. - الثابت لا يختلف معنويا عن الصفر. - عدم وجود جذر أحادي.	0.29	-	-	b	6	(SHA) (D) عند الفروق من الدرجة الأولى
- الثابت لا يختلف معنويا عن الصفر. - عدم وجود جذر أحادي.	-	-3.48	-6.57	∅		
- عدم وجود جذر أحادي.	0.4435	-	-	c	5	
- عدم وجود جذر أحادي.	-	-2.91	-6.48	∅		
- السلسلة مستقرة عند الفروق من الدرجة الأولى.	-	-1.94	-6.46	∅	4	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews. 09

اختبار فليب بيرون Phillips-Perron:

الشيء الإضافي في هذا الاختبار الأخذ بعين الاعتبار الأخطاء ذات التباينات غير المتجانسة، عن طريق تصحيح غير معلمي، والجدول الآتي يوضح النتائج المتحصل عليها من خلال تقدير النماذج، بعد التصحيح المعلمي لفيليبس وبيرون.

الجدول رقم 03: نتائج اختبار Phillips-Perron للسلسلة SHA

القيم الحرجة لجداول Mackinnon			احصائية pp	اختبار Phillips et Perron
10%	5%	1%		
-1.6134	-1.9461	-2.6028	0.5129	النموذج 01
-2.5922	-2.9092	-3.5402	-0.6191	النموذج 02
-3.7101	-3.4839	-4.113017	-3.4136	النموذج 03

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 09.

إذن من خلال بيانات الجدول فإننا نقبل فرضية وجود الجذر الأحادي في السلسلة SHA لأن إحصائية PP

أصغر بالقيمة المطلقة من القيم الحرجة عند 1%، 5%، 10%. ومنه لا يمكن رفض H0 أي وجود جذر أحادي والسلسلة غير مستقرة.

اختبار KPSS على السلسلة SHA:

يهدف من خلال هذا الاختبار إلى اختبار فرضية العدم التي تقرر استقرار السلسلة SHA انطلاقاً من إحصائية مضاعف لاغرانج.

الجدول رقم 04: نتائج اختبار «KPSS» للسلسلة SHA

القيم الحرجة لجدول Kwiatkowski		إحصائية LM	اختبار «KPSS»
10%	5%		
0.1190	0.1460	0.1596	النموذج 03
0.3470	0.4630	0.8254	النموذج 02
	نرفض H0	نرفض H0	القرار

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 09.

من الجدول يتضح أن إحصائية LM أكبر من القيم الحرجة عند معنوية 5%، 10% وبالتالي نرفض H0 وبقبل فرضية البديل ومنه السلسلة SHA تحتوي على جذر الوحدة ومنه السلسلة غير مستقرة.

إن إحصائية اختبار «KPSS» أكبر من القيم الحرجة ل Kwiatkowski عند مستويات معنوية 5%،

10%.

من خلال الأدوات الإحصائية «ADF, Phillips-Perron, KPSS» يتضح أن السلسلة SHA مستقرة عند إجراء الفروق من الدرجة الأولى، وهذا يعني أن السلسلة متكاملة من الدرجة الأولى عند مستوى معنوية 5%، وهو ما يثبت أن مؤشر سوق رأس المال الإسلامي الماليزي كفاء عند المستوى الضعيف.

خاتمة:

تعتبر صناعة الصكوك الإسلامية صناعة رائدة عالمياً وتشهد إقبالا متزايدا من قبل الأفراد والمؤسسات والحكومات، وهذا ما جعلها سببا في تنشيط سوق رأس المال الماليزي والمساهمة في زيادة كفاءة أدائه.

من أبرز النتائج المتوصل إليها في هذا البحث:

الصكوك الإسلامية هي منتج مالي يؤدي دورا كبيرا في تدعيم وتطوير سوق الأوراق المالية من خلال

توفرها على السيولة والتسعير العادل، والإفصاح والشفافية في التعامل بها تداولاً وإصداراً.

تتوفر الصكوك الإسلامية على ميزات أعطتها أهمية كبيرة في رفع كفاءة السوق، كاتسامها بالتنوع

في الإصدار وانخفاض درجة المخاطرة بسبب اعتمادها على المشاركة في الأرباح والخسائر والالتزام بالمعايير الشرعية، مما جعلها محط استقطاب من طرف شريحة كبيرة من المستثمرين.

يتسم سوق رأس المال الإسلامي بقلّة نشاط المضاربة على أسعار الأوراق المالية ولا تشكل أدوات الدين السمة الغالبة في تعاملاتها، وإنما تشجع على تداول أدوات الملكية بشكل أوسع كما تستحدث من الصيغ الاستثمارية كل ما يخدم عمليات التبادل الحقيقية للسلع والخدمات .

عملت سياسات الحكومية على تطوير سوق رأس المال الإسلامي الماليزي ليصبح مركزا دوليا لسوق رأس المال الاسلامي و أضخى هذا السوق بديلا من السوق التقليدي الحالي و نموذجاً للمستثمرين و الوسطاء الماليين، و الشركات التي تحتاج إلى مصادر تمويل متوافقة مع احكام الشريعة الإسلامية.

ورغم ما شهدته ماليزيا من نمو في سوق رأس مالها الإسلامي وتأثيره على النمو الاقتصادي إلا أن هذا السوق يبقى يشهد مجموعة من التحديات التي من الممكن تدينتها من خلال اقتراح التوصيات الآتية:

ضرورة تعزيز دور آليات التمويل الإسلامي في السوق المالي الماليزي كمولد للاستثمار الحقيقي من خلال اعتماده على صيغتي المشاركة والمضاربة بنسب أكبر من الصيغ التمويلية الأخرى، فالاستثمار الإسلامي استثمار حقيقي سواء كان مصدره نظام مصرفي أو سوق مالي.

استحداث منتجات مالية إسلامية في ظل الهندسة المالية لطرحها للتداول في السوق المالي بما يعزز من قدرة المصارف الإسلامية في استثمار فوائضها المالية وتكون بعوائد تحفيزية تجذب هذه المصارف وتحافظ على استثماراتها.

تنظيم دورات تدريبية لتكوين اليد العاملة وتأطيرها في مجال التعامل في الأسواق المالية الإسلامية في الدول العربية للاقتداء بالتجربة الماليزية، وتطبيقها على أرض الواقع للرفع من كفاءة الأسواق المالية العربية وزيادة فعاليتها ودورها التنموي في الاقتصاد.

ومن أجل الاقتداء بالتجربة الماليزية في تعاملها بالصكوك الإسلامية واتخاذها كابتكار لرفع كفاءة البورصة الجزائرية يجب:

إيجاد بنية تشريعية منظمة لإصدار الصكوك وإدراجها وتداولها، وكذا إيجاد سوق ثانوية تتداول فيها هذه الصكوك وفق ضوابط شرعية، وحث البنوك على إدراج نوافذ لإصدار هذه المنتجات الإسلامية.

ضرورة استغلال الهندسة المالية الإسلامية في ابتكار منتجات تتخذ من الزكاة والوقف مصدرا تطوير لها لتداولها في السوق وتوفير التمويل للاقتصاد.

نشر ثقافة التعامل بالصكوك الإسلامية والعمل على تكوين وتأهيل الموارد البشرية لاستغلال

المنتجات المالية الإسلامية كأداة تعمل على تنشيط وتطوير ورفع كفاءة البورصة الجزائرية.

المراجع المستخدمة في الدراسة:

- محمد علي القرى بن عيد، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، الدورة التاسعة عشرة لإمارة الشارقة، مجمع الفقه الإسلامي، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص 2.
- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2007، ص 288.
- سليمان ناصر، ربيعة بن زايد، الصكوك الإسلامية الواقع والتحديات، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، العدد الأول، 2013، ص 53.
- نفس المرجع السابق، ص 54.
- محمد حمو، جعفر هني محمد، الصكوك الإسلامية كأداة لضمان استقرار السيولة في البورصة، مجلة دفاتر البحوث العلمية، المركز الجامعي تيبازة، العدد الثالث، 2013، ص 358.
- سامي عبيد محمد، عدنان هادي جعاز، الدور التمويلي للمصارف الإسلامية (التمويل بالصكوك) «تجربة ماليزية»، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد 38، المجلد العاشر، 2015، ص 114.
- عادل عيد، الصكوك الإسلامية، وثيقة رقم: 8603/2012، جمعية النهوض بالأزهر وتطويره، مصر، 2013، ص 13.
- نفس المرجع السابق، ص 9.
- سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية «دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية»، المؤتمر الدولي الخامس حول الصيرفة الإسلامية والتمويل الإسلامي، «إدارة المخاطر، التنظيم والإشراف»، معهد الدراسات المصرفية، الأردن، 8-7-6 أكتوبر 2012، ص 3.
- سامي عبيد محمد، عدنان هادي جعاز، مرجع سبق ذكره، ص 114.
- برودي نعمة، التصكيك الإسلامي حجر الأساس لقيام سوق للأوراق المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية، آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، 9-8 ديسمبر 2013، ص 3.
- حنان العمرابي، فاعلية الهندسة المالية الإسلامية في تحقيق التنمية المستدامة، الملتقى الدولي حول: مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، جامعة قالمة، 03-04/12/2014، ص 302.
- سامي عبيد محمد، عدنان هادي جعاز، مرجع سبق ذكره، ص 113.
- عبد القادر زيتوني، التصكيك الإسلامي ودوره في الرفع من كفاءة الأوعية المصرفية في تعبئة مدخرات

القطاع العائلي في الجزائر، الملتقى الدولي الثاني للصناعة الإسلامية، آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 8-9 ديسمبر 2013، ص 14.

*يمثل معدل الفائدة المرجح هو معدل الفائدة بين البنوك في لندن (LIBOR).

محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس - سطيف، الجزائر، 2013، ص 122.

معطي الله خير الدين، شرياق رفيق، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، الملتقى الدولي حول: مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، جامعة قلمة، 03-04/12/2012، ص 251.

زاهرة علي محمد بني عامر، التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية، رسالة ماجستير، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، ص 195-196.

محمد حمو، جعفر هني محمد، مرجع سبق ذكره، ص 361-360.

محمد علي القرني بن عيد، مرجع سبق ذكره، ص 6.

20 هيئة الأوراق المالية، تقرير السنوي 2004، ص 45.

Le site :<http://www.bursamalaysia.com/market/islamic-markets/products/islamic-capital-market/shariah-compliant-listed-equities/>, consulté le 20/01/2020

Le site :<http://www.bursamalaysia.com/market/islamic-markets/products/islamic-capital-market/shariah-compliant-listed-equities/>, consulté le 20/01/2020.

فارس جعفري، محمد أكرم لال الدين، التجربة الماليزية في إصدار الصكوك الإسلامية، مجلة إسرا الدولية للمالية الإسلامية، المجلد 10، العدد الأول، يونيو 2019، ص 81.

Based on Market Trasaction, Direct Business Transactions, <https://www.bursamalaysia.com>. consulté le 20/01/2020

دور الصكوك الإسلامية في تمويل القطاعات الاقتصادية الماليزية، الملتقى الدولي الرابع للصناعة المالية الإسلامية حول: «تحديات الصناعة المالية الإسلامية في الجزائر بين طموحات السياسة المالية والممارسات البنكية»، المدرسة العليا للتجارة، القليعة، الجزائر، يومي 17-18/11/2019، ص 11، متاح على الموقع: www.esc-alger.dz بتاريخ اطلاع: 10/01/2020.