

دراسة أثر التمويل الإسلامي في البورصة الماليزية على النمو الاقتصادي باستخدام منهجية اختبار الحدود ARDL
Studying the Impact of Islamic Finance in Malaysian Stock Exchange on Economic Growth using the ARDL Bound Test Methodology

فراهي فضيلة

جامعة الجزائر 3 - الجزائر

frahi.fadla@univ-alger3.dz

عيسى نجا¹

جامعة الجزائر 3 - الجزائر

himrinadjet@gmail.com

تاريخ النشر: 11/ 11/ 2022

تاريخ القبول: 12/ 08/ 2022

تاريخ الاستلام: 21/ 06/ 2022

ملخص:

شهد التمويل الإسلامي في الآونة الأخيرة اهتماما عالميا ملحوظا، وبشكل خاص السوق الإسلامية للأوراق المالية في ماليزيا لما حققته من نجاح لسنوات متوالية على مستوى الاقتصاد الكلي، فدعت الرغبة في هذه الورقة البحثية إلى استطلاع هذه التجربة الرائدة في توظيف هذا النوع من التمويل الذي ساهم في نهضة ماليزيا التنموية، وذلك عبر محورين. تطرقنا في المحور الأول إلى إبراز دور التمويل الإسلامي في تحقيق النمو الاقتصادي من خلال المبادئ والأدوات المشجعة على الاستثمار المنتج للثروة والخالق للنمو، ثم تطرقنا في المحور الثاني باستخدام النمذجة القياسية لدراسة أثر متغيري سوق الأوراق المالية المتمثلين في حجم الصكوك والقيمة السوقية الإسلامية على الناتج المحلي الإجمالي الذي يمثل النمو الاقتصادي، وذلك لكشف طبيعة العلاقة التي تربط بينهما باستعمال نموذج اختبار الحدود: Autoregressive distributed lag (ARDL)، ونموذج تصحيح الخطأ (Error correction model) ECM، واعتماد الحزم الإحصائية لبرنامج "R".

وقد خلصت الدراسة إلى وجود أثر معنوي وعلاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة، كما أظهر نموذج تصحيح الخطأ انحراف في الأجل القصير يمكن تصحيحه خلال وحدة زمنية معينة للعودة إلى التوازن في الأجل الطويل.

الكلمات المفتاحية: التمويل الإسلامي، القيمة السوقية، سوق الأوراق المالية، نموذج ARDL، الناتج المحلي الإجمالي.

Abstract:

Islamic finance has recently witnessed remarkable global interest, particularly the Islamic stock exchange market in Malaysia, for its years of success at the macroeconomic level. The desire for this research paper led us to explore this pioneering experience in employing this type of finance that has contributed to Malaysia's development renaissance, through two themes, the first of which highlighted the role of Islamic finance in achieving economic growth through principles and tools that encourage wealth-producing investment and create growth. In the second axis, we used econometric modeling to study the impact of two variables of stock market which are sukuk volume and Islamic market value on GDP, to reveal the nature of the relationship between them using the ARDL boundary test model and the error correction model with "R" program and its statistical packages.

Key words: Islamic economy, market value, stock market, ARDL methodology, GDP.

مقدمة:

تبوّأت المالية الإسلامية أولى المراتب من بين اهتمامات العديد من دول العالم، حيث حققت نهضة غير مسبوقة، تجلّى ذلك في انتشارها عبر الكثير من الدول في القارات الخمس، واتساع أهميتها وازدياد حجم أصولها وتنوع تطبيقاتها. ومع نهاية سنة 2019م، بلغ حجم التمويل الإسلامي التريلونات وهو رقم كان يعتبر إلى عهد قريب ضرباً من المستحيل. فلم يعد في الوقت الراهن الاهتمام منصبا على لفت انتباه القائمين على النظام المالي العالمي أو المشرعين على مستوى الدول إلى وجود نظام مالي يستمد أسسه من مبادئ الشريعة الإسلامية أو على إثبات الذات، بل انتقل هذا التمويل إلى مستوى المنافسة لتطبيقات ولأشكال التمويل التقليدي العريق في الأسواق المالية والتأمينات ومختلف القطاعات المصرفية.

وتعتبر بعض الدول العربية رائدة في مجال التمويل الإسلامي ولا يضاهاها في ذلك إلا دول شرق آسيا الإسلامية (على سبيل الخصوص ماليزيا واندونيسيا)، فقد كانت هذه الأخيرة الحاضنة الأولى للتجارب المؤسسية المالية الإسلامية الحديثة، حيث ظلت هذه الدول تحتل مكانة مرموقة من خلال مساهمة التمويل الإسلامي في مشاريعها الاستثمارية واستطاعت أن تحقق قفزة نوعية في تحسين مستوياتها الاقتصادي مما أثار اهتمام العديد من الباحثين في هذا المجال.

وبالرغم من كل هذه المكانة التي احتلها هذا النوع من التمويل من الناحية الاقتصادية باعتبار أن النمو يتطلب بالدرجة الأولى توفير مصادر مالية حقيقية تساهم فعلا في تمويل مشاريع استثمارية منتجة للثروات، فإنه لا يزال محل نقد من بعض الباحثين، خاصة فيما يتعلق بضخامة مخاطر التداول في أسواق الأوراق المالية.

ولمعرفة مدى تأثير أدوات التمويل الإسلامي والمتمثلة تحديدا في حجم الصكوك ومؤشر القيمة السوقية الإسلامية على النمو الاقتصادي باستعمال النمذجة القياسية، ارتأينا اختبار بورصة ماليزيا باعتبارها سوقا رائدة ذات تجربة سبقة في هذا الميدان.

الإطار العام للدراسة

1. مشكلة الدراسة:

على ضوء هذا الطرح يمكن بلورة السؤال الجوهرى لهذه الورقة البحثية على النحو الآتي:

ما هو مستوى تأثير حجم الصكوك ومؤشر القيمة السوقية الإسلامية لبورصة ماليزيا على الناتج المحلي الإجمالي لاقتصادها؟

2. فرضية الدراسة:

كإجابة مؤقتة على السؤال الجوهرى لهذه الورقة البحثية يمكن وضع الفرضية الآتية:

يساهم التمويل الإسلامي في بورصة ماليزيا على المدى القصير والمدى الطويل في زيادة الناتج المحلي الإجمالي للبلد.

3. أهمية الموضوع:

يساعد التمويل الإسلامي صناعات السياسات ومتخذي القرار في التعرف على المدى الذي يمكن للتمويل الإسلامي المساهمة به لدفع عجلة التنمية من خلال تحفيز النمو والتعرف على أثاره المتشعبة، ومن ثم تحديد العلاقات القصيرة والطويلة الأجل بين هذين المتغيرين وبين المتغيرات الاقتصادية الكلية.

وتكمن أهمية هذه الدراسة في تحديد مساهمة أدوات التمويل الإسلامي في توفير مصادر لتمويل الاستثمارات في ظل وجود مخاطر التمويل، مما يجعلها ذات طبيعة تشاركية تكمن في تقاسم هذه المخاطر، وكذا الاقتداء بالتجربة الماليزية في دعم النمو الاقتصادي عبر قنوات تمويل حديثة، توفر التساوي في الحقوق والواجبات بين المستثمرين وفق ما تنص عليه مبادئ الشريعة الإسلامية.

4. أهداف الدراسة:

رمت هذه الدراسة إلى توضيح طبيعة العلاقة بين التمويل الإسلامي والنمو الاقتصادي من خلال بورصة ماليزيا، كنموذج اقتصادي جدير بالاعتناء من الدول العربية بصفة عامة والجزائر بصفة خاصة، وذلك نظرا للتفوق البارز الذي حققته ماليزيا لرفع نمو مستواها الاقتصادي وتحقيق استقرارها المالي، باستعمال تقنيات تمويل حديثة تتماشى ومتطلبات العصر مع انضباطها بالمحددات الشرعية الإسلامية، إذ يعد التمويل الإسلامي إحدى أهم الركائز التي يمكن الاعتماد عليها لتوليد الثروة، باعتبارها ملاذا يسمح بتزويد المشاريع الكبرى بموارد مالية حقيقية، تحقق التوازن الاقتصادي المطلوب، وهذا ما يجعل الدول تركز عليها لتزويد اقتصاداتها بما يلزمها من استثمارات تشارك بالفعل في نمو الناتج المحلي للبلد.

5. دراسات سابقة:

تناولت عدّة دراسات العلاقة القائمة بين التمويل الإسلامي والنمو الاقتصادي بصفتها نمطا جديدا لتمويل الاستثمارات استطاعت ان تحل محل التمويل التقليدي الذي برهن عجزه في تمويل الاستثمارات في ظل الأزمات المالية، مما استدعى البحث عن نمط جديد للتمويل، لإحداث التكامل القائم بين أنماط التمويل من أجل تحقيق النمو الاقتصادي. وقد حدا التمويل الإسلامي حدوا مرموقا كونه يوفر نظاما من شأنه تعزيز الصلة بين التمويل والاقتصاد الحقيقي، وبالتالي المساهمة في تحقيق الاستقرار المالي الشامل من خلال تركيزه على المشاركة في المخاطر لتحقيق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية القائمة على أساس أهداف الشريعة لما له من إمكانيات هائلة لدعم النمو الاقتصادي والشمولية والاستدامة، وعليه سوف نحاول تحليل نتائج بعض الدراسات السابقة ونحدد النقائص التي جاءت فيها من خلال الجدول التالي:

الجدول (01): ملخص الدراسات السابقة

عنوان الدراسة	أهداف الدراسة	نتائج الدراسة	نقد النتائج
براهم اسماعيل ومدياني محمد، أثر التمويل المصرفي الإسلامي على النمو الاقتصادي في اندونيسيا، دراسة قياسية للفترة 2013-2018	هدفت هذه الدراسة إلى تحليل واقع التمويل الإسلامي في أندونيسيا وقياس أثره على النمو الاقتصادي خلال الفترة 2013-2018 باستعمال طريقة اختبار التكامل المشترك وتقدير نموذج تصحيح الخطأ لتحديد العلاقة التوازنية بين التمويل الاسلامي والنمو الاقتصادي.	-وجود علاقة تكامل مشترك بين نمو الناتج المحلي ونمو حجم التمويل الممنوح بالصيغ الإسلامية وبالتالي فإن المتغيران يتجهان نحو التوازن في الأجل الطويل كما أن العلاقة طردية ومعنوية في الأجل الطويل والقصير، وبالتالي فإن التمويل الإسلامي يساهم إيجابيا على معدلات النمو الاقتصادي.	حسب النتائج المتوصل إليها يظهر جليا أن الكاتب ركّز في دراسته على الصيغ المستعملة في التمويل الإسلامي وأهم الأدوات الأكثر فعالية في هذا النمط من التمويل باعتبارها تخدم تمويل الاستثمارات حسب طبيعتها الاقتصادية.
أندونيسيا، دراسة قياسية للفترة 2013-2018	تصحيح الخطأ لتحديد العلاقة التوازنية بين التمويل الاسلامي والنمو الاقتصادي.	-أهم الصيغ الإسلامية انتشارا في أندونيسيا: صيغة المضاربة والمشاركة. -أكثر القطاعات استفادة من التمويل الاسلامي في أندونيسيا هي: قطاع البناء، قطاع الصناعة	

<p>لم يستعمل الكاتب أدوات إحصائية لتحليل الحساسية ودراسة الأثر القائم بين التمويل الإسلامي وعجز الموازنات حيث كان بإمكانه الاعتماد على نموذج قياسي للوصول إلى نتائج أكثر دقة باستعمال الأرقام، واكتفى على أشكال وبيانات لهيئات حكومية قد تكون مغالطة للواقع.</p>	<p>والتأمينات. - تساهم الصكوك الإسلامية بشكل كبير في تمويل الاقتصاد الماليزي وقد تم الاعتماد عليها في تمويل مختلف القطاعات خاصة قطاع البنية التحتية. - استطاعت الصكوك الإسلامية أن تؤثر بشكل إيجابي على أهم المؤشرات الاقتصادية في ماليزيا ومن بينها الناتج المحلي الاجمالي والموازنات العامة للبلد.</p>	<p>رمت الدراسة إلى التعرف على عجز الموازنة العامة وأسبابها. وكذلك تبين دور الأدوات المالية في تمويل عجز الموازنات العامة لدولة ماليزيا.</p>	<p>محمد محمود اسماعيل وماجد محمد كريم، دور أدوات التمويل الاسلامي في معالجة عجز الموازنات العامة في ماليزيا.</p>
<p>تعد على الباحث إعطاء نسبة دقيقة عن مساهمة الصكوك الإسلامية في تمويل الاستثمارات الضخمة لماليزيا، وبالتالي لم يتسنى لنا تحديد مستوى الارتباط بين التمويل بالصكوك الإسلامية والناتج المحلي، وعليه لا يمكن التكهن بمدى دعم الاقتصاد خاصة هياكل البنية التحتية بالتمويل الإسلامي لأن الدراسة اقتصر على بعض القطاعات فقط. لم يتم التطرق في هذه الورقة البحثية إلى كيفية استخدام الأساليب الفعالة لإدارة مخاطر الاستثمار المنوطة تحفيز سلوك المستثمرين في ماليزيا والتي عملت على زيادة استخدام أدوات التمويل الإسلامي مما يشجع على زيادة تداول هذا النوع من مصادر التمويل في ماليزيا، وهكذا كانت النتيجة المتوصل إليه غير مرتكزة على أساس واقعي للاقتصاد الماليزي</p> <p>ركز الكاتب في نتائج بحثه في هذه الورقة البحثية على الصكوك في الرفع من الناتج المحلي، والتي ساهمت في تمويل مشاريع البنية التحتية منها قطاع النقل والمياه، ولكن لم يتطرق إلى تخفيف الضرائب</p>	<p>وصلت الدراسة إلى أن: - للصكوك الإسلامية دور بارز في تمويل الاقتصاد الماليزي. - الصكوك الإسلامية تبوّأت مكانة كبيرة في انشاء المشاريع الضخمة للبنية التحتية لماليزيا خاصة في قطاع النقل مما جعلها تحتل موقع استراتيجي في دعم الاقتصاد الماليزي. - يرتبط سلوك المستثمرين بتأمين بيئة الاستثمار وهكذا استطاعت ماليزيا الوصول إلى مستويات عالية في توفير مصادر مالية حديثة وناجعة للنمو الاقتصادي. - استخدم الباحث الأدوات الإحصائية لتحديد العلاقة القائمة بين صكوك التمويل الإسلامي وتحقيق التنمية</p>	<p>رمت هذا الدراسة بقيادة الباحثة تحاني مهدي عباس تحديد دور الصكوك الإسلامية في النمو الاقتصادي لماليزيا لما لها من دور في تمويل مشاريع البنية التحتية الضخمة بغية السعي للاقتداء بتجربتها في هذا المجال. حاولت الدراسة ابراز مستوى الازدهار في ماليزيا بفضل استخدام أساليب تمويل مستحدثة باستخدام الصكوك الإسلامية حيث أظهرت براعتها في زيادة الناتج المحلي</p>	<p>Tahani Mahdi Abbas Qaesar Raheem Gabor The Role of Factorial Analysis to Show the Effect of Sovereign Islamic Sukuk in the Infrastruct ure</p>

<p>على المستثمرين في أسواق الأوراق المالية مما شجع على الولوج إلى هذه الأسواق بطريقة فعالة.</p>	<p>الاقتصادية، واستخدم الباحث 12 متغيرة، وأظهرت النتائج مدى ارتباط هذا الأسلوب من التمويل بعوائد الاستثمارات خاصة تلك المتعلقة بالمشاريع الضخمة في ماليزيا مثل تشيد الطرقات وتوفير النقل، المياه، الظروف المناسبة للقيام بالصناعات الكبرى.</p>	<p>وتحقيق الاستقرار الاقتصادي للفترات طويلة.</p>	<p>AMalaysia n Experime nt</p>
<p>يمكن ملاحظة التناقض الكبير الذي وصل اليه الباحث في نتائج الدراسة، حيث أكدت الدراسة على أن الصكوك الإسلامية تؤثر بشكل إيجابي على المؤشرات الاقتصادية الماليزية ومن جهة أخرى حاول إظهار مدى تغلب الصكوك الإسلامية على السندات العادية في تمويل مشاريع البنية التحتية، وكأن هذه الصكوك تنفرد في تمويل هذا النوع من المشاريع، وبالتالي كان مكن تحديد نسبة مساهمة هذه الصكوك ولو بشكل تقديري. اعتماد ماليزيا على الصكوك الإسلامية في تمويل المشاريع الاستثمارية للبنية التحتية لا يشمل كل القطاعات الخاصة بالبنية التحتية، ولكن ركزت الحكومة الماليزية على بعض القطاعات الإستراتيجية مما يجعلها تساهم في النمو الاقتصادي الماليزي، وهذا يعني المساهمة في الناتج المحلي الإجمالي بنسبة غير محدودة، وكذا قطاعات مكمل للقطاعات الإستراتيجية مما جعلها أسلوبا فعالا يعتمد عليه في تحفيز الاستثمار، وتحقيق دفعة اقتصادية لماليزيا</p>	<p>بينت نتائج الدراسة أن الصكوك الإسلامية تؤثر بشكل إيجابي على المؤشرات الاقتصادية الماليزية، وظهر ذلك جليا في الفرق بين قيم بعض قيم بعض المؤشرات التي تناولتها الورقة البحثية قبل وبعد إصدار الصكوك السيادية في ماليزيا استطاعت الصكوك الإسلامية أن تلقي بظلالها على أهم المؤشرات الاقتصادية في ماليزيا بحيث أدت إلى زيادة من بينها الناتج المحلي الاجمالي، وتخفيض عجز ميزانية الدولة. ساهمت الصكوك الإسلامية بشكل كبير في تمويل الاقتصاد الماليزي، وقد تم الاعتماد عليها في تمويل مختلف القطاعات، خاصة قطاع البنية التحتية كالنقل، الصحة، المياه، والزراعة،</p>	<p>هدفت الدراسة إلى إيضاح مدى تفوق الصكوك الإسلامية على السندات العادية في تمويل نمو الاقتصاد الماليزي تأثير الصكوك الإسلامية في ماليزيا بشكل إيجابي على المؤشرات الاقتصادية الماليزية إظهار دور الصكوك وقوتها في تمويل الاقتصاد الماليزي</p>	<p>العراي مصطفى، حمو سعدي، دور الصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد "ماليزيا نموذجاً"</p>

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على الدراسات المدونة سابقا

6. هيكل الدراسة:

من أجل الإلمام بالموضوع من مختلف الجوانب، عمدنا في هذه الدراسة لتقسيم البحث إلى محورين أساسيين: تناول المحور الأول الإطار النظري لهيكل التمويل الإسلامي لأسواق الأوراق المالية وعلاقتها بالنمو الاقتصادي، في حين تناول المحور الثاني الإطار التطبيقي لطبيعة العلاقة وأثر التمويل الإسلامي على النمو الاقتصادي في بورصة ماليزيا.

المحور الأول: هيكل التمويل الإسلامي في ظل أسواق الأوراق المالية وعلاقتها بالنمو الاقتصادي

نتطرق في هذا الجزء من الورقة البحثية لمفهوم التمويل الإسلامي، محدثاته، وأدواته في ظل أسواق الأوراق المالية الإسلامية، مع بيان العلاقة التي تربط بينه وبين النمو الاقتصادي حسب المقاربات النظرية، ثم التعرض بإيجاز لتطور ودور التمويل الإسلامي في بورصة ماليزيا.

أولاً: الإطار المفاهيمي للتمويل الإسلامي

يمثل التمويل الإسلامي أحد أهم الركائز الأساسية لإنشاء الاستثمار، وهذا ما جعل العديد من الدول تعتمد عليه كنمط مبدئي للتمويل.

لا يختلف مفهوم التمويل الإسلامي عن التمويل التقليدي من

حيث الجوهر، إذ يتمثل في إيجاد الأدوات التي توفر السيولة الكافية لإنجاز المشاريع اللازمة وتمويل مختلف النشاطات الاقتصادية، والأصل أن يتم التمويل من الموارد الذاتية للجهة المعنية، وإذا عجزت هذه الموارد عن الوفاء بالاحتياجات اللازمة، فإنه يتم اللجوء إلى من لديهم فائض مالي لم تتمكن من استثماره، فينتقل بذلك المال من فئات الفائض المالي إلى فئات العجز المالي.

والتمويل الإسلامي أسلوب في التمويل يستند إلى أحكام الشريعة الإسلامية، وتحديدًا إلى قاعدة فقهية أساسية مفادها أن الربح يُستحق بالملك أو بالعمل، وهو ما يعني أن عنصر العمل يساهم في النشاط الاقتصادي لتحقيق الربح، وبما أن التمويل المصرفي يعتمد على الملك كأساس للربح، فالقاعدة تقتضي أن من ملك شيئًا واستثمره استحق زيادات تحصل من ذلك الشيء. (عشى و مقعاش، 2017)

ثانياً: محددات التمويل الإسلامي

لا يمكن اعتبار أي تمويل ذو طبيعة إسلامية إلا إذا كان يخضع للمحددات الثلاثة التالية: (شقيري، 2019)

- **المحدد الأول:** الالتزام بشرط المشاركة في الربح والخسارة والنص الشرعي واضح وصريح.
- **المحدد الثاني:** ألا يعاد دفع الموارد المعبأة عن طريق الأوراق والأدوات المالية "التي أصدرت على أساس التخلي عن شرط الفائدة الربوية" إلى مؤسسات وشركات تتعامل بنظام الفائدة في كل تعاملاتها.
- **المحدد الثالث:** ضرورة استثمار الموارد النقدية للأوراق والأدوات المالية الإسلامية في مشروعات تدر عوائد متفق عليها مقدما على سبيل التأكيد (اليقيني) مع عدم المشاركة في مخاطر النشاط، فمثل هذه العوائد وان سميت أرباحا إلا أنها لا تختلف عن الربا.
- **المحدد الثالث:** ضرورة استثمار الموارد التمويلية للأوراق المالية في مشروعات لها أولويات محددة ضمن مجال المصلحة العامة للمجتمع الإسلامي.

ثالثاً: أدوات التمويل الإسلامي

لقد تجاوز التمويل الإسلامي مرحلة الاعتراف والإثبات إلى مرحلة الممارسة والتطبيق، وذلك تدريجياً بانتقاله من مرحلة المبادئ والأسس إلى مرحلة المنتجات والأدوات المالية التي تترجم تلك المبادئ إلى واقع ملموس، وقد نجحت المؤسسات المالية إلى حد ما في تطوير وابتكار عدد من المنتجات المالية، لكن تنوع الاحتياجات من جهة وواقع المنافسة من جهة أخرى، يتطلب الاستمرار في بناء منتجات جديدة توفر للمؤسسات المالية الإسلامية القدرة على النمو مع المحافظة على هويتها وشخصيتها المستقلة، وبالرغم من أهمية المنتجات المحققة في دعم

مسيرة وتطوير التمويل الإسلامي، إلا أن المستوى المعروض لا يتناسب مع حجم الصناعة والتحديات التي تواجهها، ومن هنا تبرز الحاجة الماسة إلى تنويع المنتجات الإسلامية وإثرائها و تطويرها، ومن أبرز المستجدات المالية في العصر الحاضر: توريق الأصول الاستثمارية العينية وذلك بتحويلها إلى أوراق مالية على هيئة صكوك يمتلكها المستثمرين بدلا من ملكيتهم المباشرة للأصول التي تمثلها تلك الأوراق، وتعتبر الصكوك من أهم أدوات التمويل الإسلامي لتعبئة الموارد في الوقت الحاضر، فهي تلبى الحاجات التمويلية للمشروعات الضخمة التي تقيمها المؤسسات الحكومية. وكما تُعرف الصكوك الإسلامية بأنها وثائق متساوية القيمة تقسم على شكل وحدات تمثل حصصا شائعة في ملكية الأصول أو المنافع أو كليهما، ويسمى هذا التقسيم بعملية التصكيك الإسلامي.

تساهم هذه الصكوك في مختلف النشاطات الاستثمارية بعد تحصيل قيمتها وقفل باب الاكتتاب لاستخدامها فيما أُصدرت من أجله. (دريوش، 2018). كما ساهمت عملية التصكيك الإسلامي في توفير كم هائل من الصكوك لتنوع حسب صور وأساليب التمويل والاستثمار الممارس في مختلف المؤسسات المالية الإسلامية، (مفتاح و سلطان، 2013). ويمكن تلخيص أهم أنواع الصكوك الإسلامية كما يلي:

1. صكوك الصناديق الاستثمارية.

الصندوق الاستثماري يتم فيه تجميع للأموال عبر الاكتتاب على شكل صكوك بغرض استثمارها في مجال استثماري معين، وهو معرف بدقة في نشرة الإصدار وتتعدد مجالات استخدامها، حيث يمكن أن تشمل كافة فروع الاقتصاد، وتصدر هذه الصناديق كصناديق مغلقة (بأجال و أحجام معينة) أو كصناديق مفتوحة (بأحجام وأجال غير محددة)، وتكيف شرعا على أساس صيغة المضاربة المطلقة والمقيدة، وهذه الصناديق تمثل الصيغة الأم لكل أنواع الصكوك الأخرى التي يتم تداولها في السوق المالي الإسلامي. (لعلمي و بشلاغم، 2019).

2. صكوك الإيجار

الإجارة عبارة عن عقد بموجبه يقدم المؤجر المالك للعين هذه العين كمصروفات لطرف آخر مقابل مصروفات إيجارية محددة يتم الاتفاق عليها في عقد الإيجار، وعلى هذا الأساس فإن صكوك الإجارة عبارة عن صكوك متساوية القيمة تمثل أجزاء متماثلة مشاعة في ملكية أعيان معمرة مرتبطة بعقود إجارة، أو تمثل عددا من وحدات خدمة موصوفة تقدم من ملتزمها لحامل الصك في المستقبل، وعلى هذا تتعدد أنواع صكوك الإجارة بحسب العين المؤجرة، فيمكن أن تكون مثلا في مجال العقارات السكنية أو المصانع كصناعة الطائرات أو أنواع المنقولات الأخرى (دريوش، 2018).

3. صكوك المضاربة

صيغة المضاربة أو المقارضة تعني اتفاقية بين طرفين أحدهما يقدم رأس المال والآخر يقدم العمل والجهد ويتم تقاسم الربح بالنسبة التي تم الاتفاق عليها مسبقا، وهي بذلك تختلف عن الربا كون العائد غير محدد سلفا كنسبة من رأس المال بل نسبة من الربح الذي قد يتحقق وقد لا يتحقق، وبالتالي مقدار هذه الحصة متغيرة وصكوك المضاربة هي تقسيم رأس المال إلى حصص متساوية فبدلا من أن يقدم رأس المال طرف واحد في هذه الصكوك تتعدد أطراف رب المال.

4. صكوك المشاركة

عرفت لجنة الاستثمار الشرعية صكوك المشاركة على أساس عقد المشاركة المعروف في عقود الاستثمار، وهي مشاهمة كثيرا للمضاربة ولكن الاختلاف الأساسي يتمثل في أن صكوك المشاركة نجد فيها الجهة الوسيطة التي تصدر الصكوك تعتبر شريكا لمجموعة المستثمرين حملة الصكوك في وعاء الشركة (علي، 2015).

5. صكوك المرابحة

المرابحة كصيغة إسلامية تعني بيع سلعة معلومة بسعر يغطي التكاليف زائد هامش ربح متفق عليه بين البائع (المؤسسة المالية الإسلامية) والمشتري، وإصدار هذه الصكوك قد يكون ممكناً في حالة السوق الأولي لشراء أصل أو مشروع كبير الحجم، أما تداول هذه الصكوك في السوق الثانوي فيعتبر مخالفاً للشريعة لأن بيع المرابحة إن كان مؤجلاً فإنه يعتبر ديناً ولا يجوز بيع الديون إلا بقيمتها الاسمية، كما يمكن إنتاج منتج مالي يتضمن خليطاً من صكوك المضاربة أو المرابحة والمشاركة أو تعاقدات الإجارة، ويمكن تداول هذا المنتج ضمن ضوابط الشريعة الإسلامية (شقيري، 2019).

رابعاً: العلاقة بين التمويل الإسلامي والنمو الاقتصادي

حظيت دراسة العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي باهتمام كبير في الأدبيات الاقتصادية، وبشكل خاص في مجال اقتصاديات التنمية نتيجة للعديد من الأعمال البحثية والدراسات التطبيقية، حيث تقرر الأدبيات النظرية بشكل عام أن لتطور القطاع المالي أثر إيجابي على النمو الاقتصادي، فالوظائف التي يؤديها القطاع المالي كتجميع المدخرات، تقييم الاستثمارات، إدارة المخاطر وتسعيرها، تخفيض تكلفة المعاملات، وإجراء عمليات المقاصة وتسوية المدفوعات، إذا قام النظام المالي بكل هذه الوظائف المنوطة به، فمن المتوقع أن يكون له أثر إيجابي على النمو الاقتصادي. وحتى يتم تحديداً معرفة مساهمة القطاع المالي في دفع عجلة النمو الاقتصادي وخاصة القطاع المالي الإسلامي فما تزال هناك الحاجة للمزيد من الدراسات للتأكد من طبيعة العلاقة بين تطور قطاع التمويل الإسلامي والنمو الاقتصادي. وعلى الرغم من تنوع وثراء الدراسات والبحوث التي استهدفت بحث العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، إلا أن العلاقة التكاملية في الآجال الطويلة بين تطور التمويل الإسلامي في أدواته الحديثة والنمو الاقتصادي لم تحظ باهتمام كبير من الباحثين، ويظهر أن الأدبيات التحريية في هذا المجال لا تزال في مراحلها المبكرة، وغالباً ما تكون النتائج غير حاسمة، وتعتبر البحوث التي أجريت في هذا المجال غير كافية لترجيح وجود العلاقة فضلاً عن اتجاه تأثيرها. و يمكن نظرياً تحديد كيف يؤثر التمويل الإسلامي على النمو الاقتصادي باعتباره نظاماً تمويلياً مستقراً وقادراً على تعزيز النمو وتوليد فرص عمل طويلة الأجل، كما أنه يستبعد الفائدة الربوية والمضاربات السريعة والاكنتاز، ويمنع الغرر (عدم التيقن المبالغ فيه)، وغالباً ما يعني توسع التمويل الإسلامي أن المزيد من النشاطات في القطاعات الحقيقية تجد منافذاً للتمويل بدلاً من الأنشطة المالية كالمضاربات والتوريق وغيرها، وهذا في الحقيقة أحد أسباب المتانة النسبية التي تتمتع بها البنوك الإسلامية مقارنة بالبنوك التقليدية، حيث تسهم بأدوار مهمة وأساسية في الاقتصاد ولكل دور من هذه الأدوار تأثير مباشر أو غير مباشر على النمو الاقتصادي، وتشمل هذه الأدوار ما يلي:

تسهيل التمويل، تحفيز الادخار، تعزيز الاستقرار المالي، وتمويل المشاريع المقبولة أخلاقياً (Patrick & Kangni, 2016).

✓ **تسهيل التمويل:** وذلك لتشجيع تمويل الأفراد اللذين لا يملكون أصولاً، عادة ما تقوم البنوك التقليدية بالإقراض بناء على مدى توفر الضمانات في حين تتيح الكثير من أشكال التمويل الإسلامي خاصية تقاسم المخاطر بين أطراف العقد كما هو الحال في عقدي المشاركة والمضاربة، ففيهما يقسمان طرفاً العقد أخطار الاستثمار (وفق شروط كعدم التعدي أو التقصير) كما يقسمان الأرباح، وهذه العقود لا تحتاج في العادة لتقديم ضمانات مادية من طرف الممول. ويفترض أن يشجع هذا المزيد من الاستثمار وبالتالي النمو، لاسيما من قبل الأفراد اللذين لم يتمكنوا من الحصول على تمويل بسبب نقص الأصول التي يمكن أن تكون بمثابة ضمان.

✓ **تحفيز الادخار:** فبعض الأفراد يجمعون عن ادخار أموالهم لدى البنوك التقليدية، مما يعني بقاء تلك الأموال في حكم الاكتناز وخارج دائرة الاقتصاد الرسمي. ويمكن لأسواق الأوراق المالية ذات الطابع الإسلامي أن توفر ملاذًا بديلاً لادخار تلك الأموال وإعادتها للنشاط الاقتصادي. وهذا بدوره يمكن أن يؤدي إلى زيادة الوساطة المالية (قندوز، 2021).

✓ **تعزيز الاستقرار المالي:** كشفت معظم دورات الازدهار والكساد التي شهدتها جميع أنحاء العالم في العقود الأخيرة عن العديد من عوامل المشاشة الأساسية التي تنطوي عليها المصرفية التقليدية، ومن بينها الرفاعة المالية العالية، وتمويل الجملة، واستخدام الأدوات المالية المعقدة. بينما لا يوجد خطر عدم مواءمة الأصول والخصوم بالميزانية العمومية للمؤسسات الخاصة بالتمويل الإسلامي، نظراً لكون كل من الودائع وتمويل التداول قصيري الأجل، بينما تستخدم الودائع طويلة الأجل للاستثمارات طويلة الأجل، ثم إن مبادئ التمويل الإسلامي لا تسمح بالأدوات المالية التي تنطوي على مخاطر شديدة كالمشتقات المالية. كما يتيح مبدأ تقاسم الأرباح والخسائر إيجاد نظام أكثر متانة وأقل عرضة للأزمات المالية.

✓ **تمويل المشاريع المقبولة أخلاقياً:** تقوم أسواق المال الإسلامية على نظام أخلاقي يستمد أسسه من الشريعة الإسلامية، والذي يسمح بتمويل الأصول ذات العوائد النافعة للمجتمع، وتجنب تمويل مشروعات القمار والكحول أو الأنشطة الأخرى التي تضر بالبيئة والمجتمع. كل هذه العوامل تجتمع من حيث المبدأ لتساهم في تخفيف حدة الفقر وتؤدي إلى زيادة النمو الاقتصادي. (Ghassan & Guendouz, 2018).

خامساً: لمحة عن تطور ودور التمويل الإسلامي في بورصة ماليزيا

تعتبر بورصة ماليزيا الإسلامية من أهم مكونات سوق رأس المال الماليزي، حيث تلعب دوراً هاماً في دعم نموها الاقتصادي، باعتبارها سوقاً مكملة للجهاز المصرفي الإسلامي وموازية لسوق الأوراق المالية التقليدية، مما أدى إلى تعميق وتوسيع جاذبيتها للمستثمرين المسلمين وغير المسلمين. وقد نجحت ماليزيا في تطوير سوق رأس مالها الإسلامي ما جعلها تكتسب الريادة العالمية وخاصة بعد الأزمة المالية العالمية في سنة 2008، (بو عبد الله، 2015) حيث استطاعت تجاوز الأزمة المالية بسلاسة، كما حققت خلال عقود متتالية معدلات مرتفعة في الناتج المحلي الإجمالي إلى جانب تسجيل انخفاضات نسبية في معدلات التضخم و بروز تحول هيكل مالي مميز. وذلك من خلال الاستراتيجيات الإصلاحية المطبقة التي من أهمها إطلاق الهندسة المالية الإسلامية على أشكال متنوعة ومختلفة بهدف تحسين الأداء، ومنها تخفيض تكاليف المعاملات وتسهيلها، بالإضافة إلى مجموعة متنوعة من الصكوك الإسلامية التي تجمع في مجملها خاصيتي الكفاءة الاقتصادية والمصدقية الشرعية. (قندوز، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق، 2013)

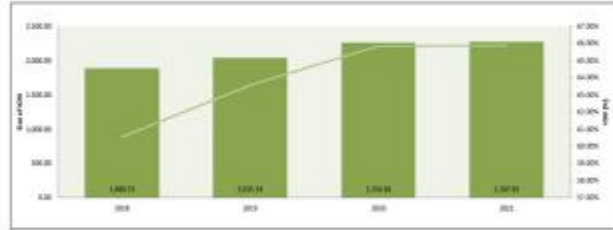
1. أهم أدوات التمويل الإسلامي في بورصة ماليزيا

- صكوك بنك نيجارا (BNNN): قصيرة الأجل قابلة للتداول تستخدم أساساً لإدارة السيولة.
- صك الدين الإسلامي (NIDC): يتضمن بيع أصول المؤسسات المصرفية للعميل بسعر وأجل متفق عليه مسبقاً.
- أوراق تجارية إسلامية قابلة للتداول (INHD): خاصة بالإيداع وفق مبدأ المضاربة.
- سندات المديونية الإسلامية الخاصة (IPDS): وهي أحد أشكال التعامل البارزة في السوق بناء على مبادئ البيع بضمن أجل يتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية.
- الكومبيالات الإسلامية المقبولة (IAB): بصفر فائدة، تهدف إلى تشجيع وتعزيز التجارة المحلية والخارجية عن طريق تزويد التجار بخدمات مالية إسلامية مغرية.

➤ سندات كاجاماس للمضاربة (*SMC*): توفر سبل التمويل الخاص بالإسكان الإسلامي. (قندوز، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، 2013، صفحة 279)

2. لمحة عن واقع تطور التمويل الإسلامي في بورصة ماليزيا

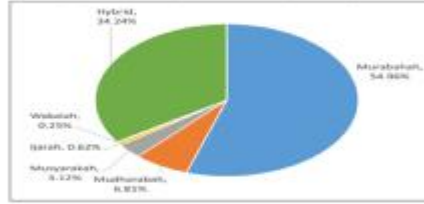
شكل 1: تطور حجم البورصة الإسلامية في ماليزيا (RM bil) 2018-2021



المصدر: بورصة ماليزيا، FASTBNM

يبين الشكل 1 تزايد مستمر في نسب التمويل الإسلامي في بورصة ماليزيا، حيث بلغ في الفصل الأول من سنة 2021 حوالي 66%، رغم أزمة وباء العصر "كوفيد 19" ما يؤكد فعلا صمود هذا النوع من التمويل أمام الأزمات.

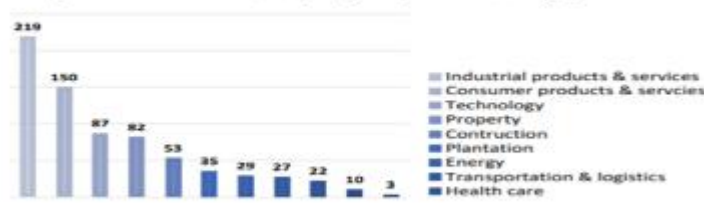
الشكل 2: حجم الصكوك الصادرة بأصول شرعية لبورصة ماليزيا



المصدر: تقرير هيئة الأوراق المالية في ماليزيا سنة 2020

ويوضح الشكل 2 استحواد صكوك المراجعة بنسبة معتبرة حيث بلغت حوالي 60%، ثم تليها الصكوك المهجنة بنسبة 34,25% ثم صكوك المضاربة الأخرى، ما يؤكد كذلك استمرار نشاط التمويل على أساس صيغ عملية التصكيك الأصلية والمهجنة في ظل تواجد أزمة الوباء العالمي.

الشكل 3: توزيع الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية حسب القطاعات في ماليزيا



المصدر: تقرير هيئة الأوراق المالية في ماليزيا سنة 2020

يوضح الشكل 3 تنوع توزيع الأوراق المالية الإسلامية سنة 2020 في مختلف القطاعات، ما يؤكد توسع نشاط التمويل الإسلامي خاصة في القطاع الصناعي والخدمات والمنتجات الاستهلاكية، بالإضافة إلى التكنولوجيا والبنية التحتية دليل على أهمية تمويل الاستثمارات بالأدوات الإسلامية في ماليزيا، ومدى مساهمته في تحقيق النمو الاقتصادي.

المحور الثاني (النمذجة القياسية): أثر التمويل الإسلامي على النمو الاقتصادي في بورصة ماليزيا

سنحاول في هذا المحور نمذجة العلاقة بين بعض أدوات التمويل الإسلامي في بورصة ماليزيا مع متغير النمو الاقتصادي المتمثل بالناتج المحلي الإجمالي، باستخدام بيانات فصلية خلال الفترة الممتدة من: 2010 إلى 2020. مقدرّة بالبيليار دولار، وهي مستمدة من تقارير هيئة الأوراق المالية الماليزية (Securities Commission Malaysia. , 2005/2020). وذلك باستعمال نموذج الانحدار الذاتي للفوات الزمنية المتباطئة أو ما يسمى منهج الحدود *ARDL* (Autoregressive distributed lag) بالاعتماد على برنامج *R*، كونه يقدم من خلال دالة واحدة مختلف الآثار للعلاقتين طويلة وقصيرة الأجل بالإضافة إلى متجه تصحيح الخطأ (*Error Correction Model*) *ECM* ومجموعة من اختبارات تشخيص جودة النموذج.

أولاً: توصيف النموذج:

منهج الحدود *ARDL*، يعرف كذلك بنموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة بالتباطؤ وهو دمج بين نموذج الانحدار الذاتي ونموذج القيم الموزعة بالتباطؤ فيأخذ الشكل العام التالي:

$$Y_t = \varphi + \sum_{i=1}^p \alpha_i Y_{t-i} + \sum_{j=1}^q b_j X_{t-j} + \varepsilon_t$$

ويعتبر هذا النموذج من النماذج المتميزة نظراً لإمكانية تطبيقه في حالة المتغيرات المتكاملة بين درجة الإستقرارية عند المستوى وعند الفرق الأول دون التجاوز إلى الفرق الثاني (Pesaran, Shin, & Smith, 2001)، كما يوضح تقديرات المدى القصير والطويل للمتغيرات، حيث يمكن تحديد العلاقة التكاملية بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة للنموذج في الأجلين القصير والطويل. (دحماني، 2013/2012). هذا النموذج يطبق كأساس يدمج بين اختبار التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ (*Vector Error Correction Model*) *VECM*.

ثانياً: متغيرات الدراسة

- المتغير التابع: هو الناتج المحلي الإجمالي الذي نرمز إليه *GDP*.
- المتغيرات المستقلة: وهي من أهم متغيرات سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية المتمثلة في:
 - ✓ حجم الصكوك الإسلامية: نرمز إليه *SIZSUK*.
 - ✓ القيمة السوقية: نرمز إليها *MV*.

ثالثاً: نموذج الدراسة

نسعى في دراستنا هذه إلى فهم التأثيرات على النمو الاقتصادي (الناتج المحلي الإجمالي: المتغير التابع) للقيمة السوقية وحجم الصكوك في البورصة الإسلامية بماليزيا، ورصد الآثار قصيرة وطويلة الأجل مع إجراء كل الخطوات اللازمة انطلاقاً بمعالجة البيانات إلى تحديد النموذج المناسب مع تأكيد كل الاختبارات التشخيصية لصحة وجودة النموذج الملائم. فتوصلنا إلى الشكل النهائي لمعادلة نموذج *ARDL* التالية:

$$\Delta LNGDP = a_0 + \sum_{i=1}^p a_{1i} \Delta LNGDP_{t-i} + \sum_{i=0}^q a_{2i} \Delta LNSIZSUK_{t-i} + \sum_{i=0}^q a_{3i} \Delta LNMV_{t-i} + \underbrace{b_1 GDP_{t-1} + b_2 LNSIZSUK_{t-1} + b_3 LNMV_{t-1}}_{\lambda ec_{t-1}} + \varepsilon_t$$

حيث الرموز على المعادلة معرفة كما يلي:

Δ : تمثل الفرق الأول.

ε : حد الخطأ العشوائي.

a_0 : الحد الثابت.

a_i : معاملات آثار طويلة الأجل.

b_i : معاملات آثار قصيرة الأجل.

q, p : فترات الإبطاء المثلى للنموذج التي ستحدد بالاعتماد على المعيار المناسب.

ec_{t-1} : متجه تصحيح الخطأ.

λ : معلمة تصحيح الخطأ.

سنشرح فيما يلي سرد خطوات الدراسة التي أسفرت على شكل النموذج أعلاه.

يتطلب اختبار الحدود للتكامل المشترك، اختبار استقرار السلاسل الزمنية نظرا لعدم صلاحية النموذج في حالة كون إحدى المتغيرات

مستقرة من الدرجة الثانية أو ما بعدها (Jauhari, Wan, & Solarin, 2011). كما يعتمد قرار القبول أو الرفض للتكامل

المشترك على إحصائية F (Ficher) وموقعها بالنسبة للحددين $I(0)$ و $I(1)$.

لذلك تعين علينا اختبار استقرارية هذه السلاسل كأول خطوة قبل تحديد النموذج.

رابعا: اختبار استقرارية المتغيرات

تم إجراء اختبارات جذر الوحدة للمتغيرات باستعمال اختبار ديكي فولر الموسع (Augmented Dickey Fuller) ADF

فكانت النتائج على الجدول التالي:

الجدول 02 نتائج اختبار استقراريه المتغيرات.

نوع الاختبار	LNGDP	LNVM	LNSIZSUK
A_Dickey-Fuller	0.01897	0.1712	0.2939
Phillips-Perron	0.01	/	0.19
عند المستوى	$I(0)$	$I(1)$	$I(1)$
A_Dickey-Fuller	/	0.0012	0.0914
عند الفرق الأول	/	$I(0)$	$I(0)$

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج R بعد المعالجة.

أشارت نتائج الاختبار - وخاصة حسب منهجية ديكي فولار المطورة - أن سلسلة *LNGDP* مستقرة عند المستوى، واستقرت كل من السلسلتين *LNVM* و *LNSIZSUK* عند الفرق الأول. بالتالي يمكن الانتقال إلى الخطوة الموالية لاختبار التكامل المشترك.

خامساً: منهجية الحدود لاختبار التكامل المشترك

للتأكد من وجود علاقة طويلة الأجل بين مؤشرات بورصة ماليزيا والناتج المحلي الإجمالي، نستعمل منهجية الحدود لاختبار التكامل المشترك، التي تعتمد على معيار (*AIC*) أو (*SC*) أو أخرى الخاصة بتعيين عدد الفجوات الزمنية للنموذج، حيث يتم أخذ أقل قيمة بينهما لتحديد نموذج الـ *ARDL* الأمثل ثم مقارنة القيمة الإحصائية: *F-test* مع القيم الجدولية لـ *Pesaran* ليتم أخذ قرار وجود علاقة التكامل المشترك بين المتغيرات أو عدمه، و عند تأكيد وجود علاقة طويلة الأجل واستخراج مقدراته، نستكمل خطوة تقدير نموذج تصحيح الخطأ الخاصة بعلاقة الأجل القصير، والتي نستخرج منها قيمة التعديل من الأجل القصير إلى الأجل الطويل. وليبان كل ذلك قمنا بتطبيق دالة: "*ardlBound*" المتوفرة في حزمة: "*dLagM*" ضمن البرنامج المفتوح المصدر: "*R*". ومن مميزات تحقيق مخرج كل الخطوات المهمة للنموذج بكتابة دالة واحدة فقط وهي: (*ardlBound*) .

بعد إدخال البيانات وكتابة العلاقة الخاصة بالدراسة مع تحديد كل عناصر الدالة تحصلنا على النتائج التالية:

1. نتائج اختبار الحدود

من خلال النتائج المستخرجة من اختبار الحدود للتكامل المشترك، تظهر لنا الإحصائية *F-test* أكبر من قيم الحد الأعلى الجدولة لـ: *Pesaran* وبالتالي يمكن الإقرار بوجود علاقة التكامل المشترك، أي علاقة طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة وذلك عند كل المستويات المعنوية.

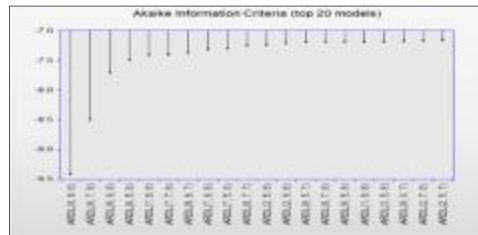
كما تم التحديد في الصف الثاني من الجدول 203 الفترات المتأخرة المثلى للنموذج، والتي تم اختياره عبر معيار *AIC*. حيث كل المتغيرات وقعت في الدرجة المتباطئة 8 ويبين ذلك جيداً الشكل 4.

الجدول 03: نتائج اختبار الحدود

مستوى المعنوية	I (0): الحد الأدنى	I (1): الحد الأعلى	قيمة الإحصائية
النموذج الأمثل	ARDL(8,8,8)		
10%	3.373	4.377	35.82
5%	4.13	5.26	
1%	5.89	7.33	

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج 4.0.2 vs R.

الشكل 4: فترات الإبطاء المثلى لنموذج *ARDL*



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات Eviews 10

1.3. اختبارات تشخيص جودة النموذج

يتضح من الجدول 05 أن كل الاختبارات تفوق مستوى القيمة المعنوية المختارة 5%، وعليه يمكن التأكيد على ما يلي: النموذج خالي من الارتباط الذاتي التسلسلي للأخطاء؛ كما تنعدم مشكلة اختلاف التباين؛ تتوزع الأخطاء العشوائية للنموذج توزيعاً طبيعياً؛ ملائمة تصميم النموذج من حيث الشكل الدالي؛ وفيما يلي نعرض اختبارات الاستقرار الهيكلي للنموذج.

الجدول 05: اختبارات التشخيص

القيمة الإجمالية	نوع الاختبار	فرضية الاختبار
0.1801	Box-Ljung test	الارتباط التسلسلي
0.2809	Breush-Pagan test	تباين الأخطاء
0.7243	Shapiro-Wilk test	توزيع الأخطاء
0.0980	Ramsey's reset test	تحديد النموذج

المصدر: من إعداد الباحثين استناداً إلى مخرجات برنامج 4.0.2 R vs انظر الملاحق 4.3.2.1

2.3. اختبارات الاستقرار الهيكلي

باعتداد اختبار المجموع التراكمي للبقايا (CUSUM)، واختبار المجموع التراكمي للمربعات المتتالية (CUSUMSQ)، مع اختبار التغير الهيكلي على أساس المجموع المتحرك (MOSUM)، تبين من الأشكال في الملحق رقم 5، أن المنحنيات داخل الحدود في مستوى معنوية 5% ما يحقق الاستقرار الهيكلي للنموذج، وعليه فإن النموذج صالح وسليم للتحليل الاقتصادي.

خاتمة:

تناولت الدراسة أثر التمويل الإسلامي على النمو الاقتصادي وتوضيح طبيعة العلاقة بينهما من خلال بورصة ماليزيا، باعتبارها نموذجاً رائداً في هذا الميدان، حيث حققت خلال عقود متتالية معدلات مرتفعة في الناتج المحلي الإجمالي، وذلك من خلال الاستراتيجيات الإصلاحية المطبقة، والتي من أهمها إطلاق أدوات مالية متنوعة والتي تتمثل في الصكوك الإسلامية، حيث اجتمعت فيها خاصيتي الكفاءة الاقتصادية والمصادقية الشرعية. كما تطرقنا إلى عرض سريع لواقع بورصة ماليزيا الإسلامية خلال الفترة الحالية، التي مست أزمة الوباء العالمي: "كوفيد 19"، واتضح بجلاء استمرار تزايد حجم التمويل الإسلامي، كما سجل تنوع نشاطه في مختلف القطاعات الهامة والاستراتيجية عبر الأوراق المالية الإسلامية المتمثلة في عملية التصكيك الإسلامية، وقد برزت أعلى نسبة في التداول في صكوك المراجعة، وذلك لسهولة إصدارها وقدرتها على خلق السيولة باستمرار.

وتم في المحور الثاني عرض دراسة قياسية لأثر متغير حجم الصكوك ومؤشر القيمة السوقية الإسلامية على الناتج المحلي الإجمالي لبورصة ماليزيا، باستعمال منهجية قياسية حديثة تعرف بمنهجية اختبار الحدود أو أسلوب الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة بالتباطؤ. وباستخدام الحزم الإحصائية لبرنامج: "R" تبين من الدراسة وجود أثر معنوي إيجابي لكل من حجم الصكوك والقيمة السوقية في الأجلين القصير والطويل المدى على النمو الاقتصادي، واتضح من معلمة حد تصحيح الخطأ نسبة 0.88% من الانحراف في الأجل القصير يمكن تصحيحه خلال وحدة زمنية: (ما يعادل فصل من السنة) للعودة إلى التوازن في الأجل الطويل.

كما بينت مختلف الاختبارات التشخيصية والهيكلية استقرار وصلاحية النموذج إحصائياً، وبالتالي تتأكد قدرته على التحليل الاقتصادي وهذا ما تحقق فعلاً في انطباق النتائج مع الواقع العملي والنظرية الاقتصادية، وكذا التأكيد الإيجابي لفرضية البحث التي طُرحت في إشكالية الدراسة.

نتائج الدراسة

بناء على نتائج الدراسة القياسية وتحليل الواقع الاقتصادي لماليزيا يمكن تلخيص نتائج الدراسة المقدمة في هذه الورقة البحثية فيما يلي:

- تساهم الصكوك الإسلامية، خاصة صكوك المراجعة في ماليزيا في تمويل الاستثمارات مما يجعلها مصدر تمويل استراتيجي لعملية التنمية لاقتصادها.
- أظهرت نتائج القياس وجود أثر لحجم الصكوك الإسلامية والقيمة السوقية في الأجل الطويل أكبر منه في الأجل القصير، ما يؤكد أهمية وزن الصكوك في تحقيق النمو الاقتصادي لماليزيا لأن عوائد الاستثمارات تأتي على المدى البعيد مما يؤكد صحة نتائج القياس.
- يمكن اعتبار تجربة التمويل الإسلامي لماليزيا بمثابة دستور يحتاج التعميم في دول العالم بصفة عامة والعربية خاصة، لضمان تحقيق نمو اقتصادي على أسس متينة خالية من المضاربة غير الشرعية للتخفيف من مخاطر الاستثمار في أسواق الأوراق المالية.
- تبوأ ماليزيا مكانة مرموقة ضمن قائمة الدول الناشئة لما لها من قدرة على توليد استثمارات ضمن استراتيجية تنويع اقتصادي فعالة باستخدام مصادر تمويل إسلامي كمنهج بديل عن التمويل التقليدي، حيث قامت بتوفير بنية تحتية لاستقطاب الاستثمارات المنتجة في قطاعات متنوعة وساهمت في زيادة الناتج المحلي حتى إبان أزمة كورونا. ولم يكن لها صدى سلبي على عوائد الاستثمارات بالرغم من قوة الأزمة وحدائنها دليل على صلاحية الاستثمارات المنتجة في الاقتصاد مما أدى إلى زيادة حجم الصكوك قبل وأثناء الجائحة.
- برهنت جائحة كورونا على قوة التمويل بالصكوك الإسلامية، حيث كان تأثير هذه الجائحة عند ظهورها في سنة 2020 ضعيفا على النمو الاقتصادي في ماليزيا دليل على قدرة هذا النمط من التمويل في حفظ عوائد الاستثمارات التي مولتها الصكوك الإسلامية حتى غصون الأزمات الاقتصادية.

الاقتراحات

تُنتهي هذه الدراسة إلى ضرورة الاستفادة من التجربة الماليزية في عملية تنشيط الأسواق المالية العربية عامة وسوق الجزائر خاصة وذلك بإصدار الصكوك الإسلامية والحرص على تمويل وتنوع استثماراتها في كل القطاعات، ونظرا لمرونتها ولمواكبتها التغيرات المحلية والعالمية، وكذا لمساهمتها الفعالة في عملية النمو الاقتصادي، كما يمكن اعتبار مصادر التمويل الإسلامي بالصكوك، إحدى أهم الركائز الممكن اعتمادها في الجزائر لتغيير نمط الاقتصاد الريعي السائد فيها، و إيجاد أرضية قوية لتجديد الاستثمارات وتنويعها لصالح تحقيق نمو اقتصادي وفق دعائم قابلة للتغيير بشكل مرن أثناء الأزمات الاقتصادية.

قائمة المراجع:

1- المؤلفات:

- صليحة عشي، وسامية مقعاش. (2017). أساليب التمويل الإسلامي كآلية لاستقرار النظام المالي العالمي والبديل للوقاية من أزماتها المالية والأسواق، 4 (1)، صفحة 16.
- عبد الكريم أحمد قندوز. (2021). التمويل الإسلامي و النمو الاقتصادي دراسة قياسية على دول مجلس التعاون لدول الخليج العربي. دراسات معهد التدرب وبناء القدرات.
- محمد الطاهر دربوش. (2018). الصكوك الإسلامية البديل الأنسب في تمويل الإقتصاد. مجلة البحوث الإدارية و الإقتصادية .
- محمد دحماني. (2013/2012). سلسلة محاضرات في مقياس الإقتصاد القياسي. كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة سيدي بلعباس.
- نوري موسى شقيري. (2019). إدارة المشتقات المالية؛ الهندسة المالية. الأردن: دار المسيرة للطباعة و النشر.
- عبد الكريم أحمد قندوز. (2013). الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق (المجلد الطبعة الأولى). مؤسسة الرسالة للنشر.
- Patrick, A. I., & Kangni, K. (2016). Islamic banking: Good for growth? *Economic Modelling*.
- Jauhari, D., Wan, S., & Solarin, A. S. (2011). An ARDL approach to the determinants of non-performing loans in islamic banking system in Malaysia. *journal of business and management, Vol 01 (N°02), 24-25.*

المقالات:

- صالح مفتاح، ومونية سلطان. (2013). الأدوات المستخدمة في سوق الأوراق المالية الإسلامية - دراسة حالة ماليزيا .. (جامعة بسكرة، المحرر) مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، 7 (1).
- علي بو عبد الله. (2015). تطور اصدار الصكوك المالية الإسلامية في بورصة ماليزيا. (جامعة المسيلة، المحرر) مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير و العلوم التجارية ، 9 (14).
- فاطمة لعلمي، و سامي بشلاغم. (2019). أهمية السوق المالية الإسلامية في تحقيق المشاريع التنموية في ماليزيا. مجلة المالية والأسواق، 5 (10).
- العرايبي مصطفى، حمو سعديّة، دور الصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد "ماليزيا نموذجا"مجلة البشائر الاقتصادية جامعة بشار الجزائر. -محمود محمد اسماعيل وماجد محمد كريم، دور أدوات التمويل الاسلامي في معالجة عجز الموازنات العامة في ماليزيا.
- Ghassan, H. B., & Guendouz, A. (2018). Panel Modeling of Z-score: Evidence from Islamic and Conventional Saudi Banks . *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, Vol. 12 (No. 3), 448-468.
- Pesaran, M., Shin, Y., & Smith, R. (2001). Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationships. *Journal of Applied Econometrics*, 16 (3), 289-326.
- Qaesar Raheem Gabor Tahani Mahdi Abbas
The Role of Factorial Analysis to Show the Effect of Sovereign Islamic Sukuk in the Infrastructure A Malaysian Experime; Journal of Al Rafidain University college.

المدخلات:

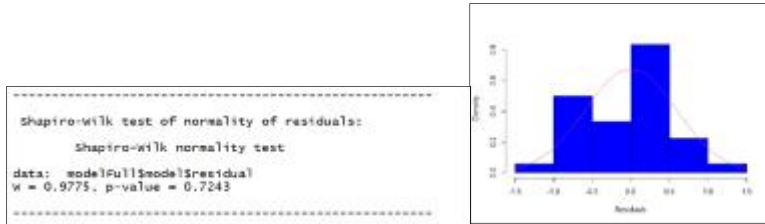
-علي محمد صالح فتح الرحمان. (أبريل، 2012). ملتقى الخرطوم للمنتجات المالية الاسلامية. ادارة مخاطر الصكوك الاسلامية بالاشارة للحالة السودانية ، النسخة الرابعة . الخرطوم.

مواقع الانترنت:

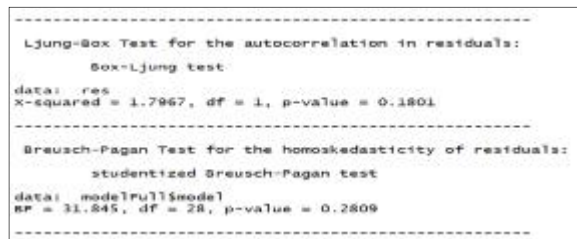
- ArdlBound. (n.d.). Retrieved 03 2021, from rdrv.io: <https://rdrv.io/cran/dLagM/man/ardlBound.html>
- Securities Commission Malaysia. (2005/2020). Retrieved 3 18, 2021, from <https://www.sc.com.my/resources/publications-and-research>

الملاحق

ملحق رقم 1 شكل و نتائج التوزيع الطبيعي للبواقي.



الملحق 2: نتائج اختبارات التسلسل الذاتي و تباين الأخطاء



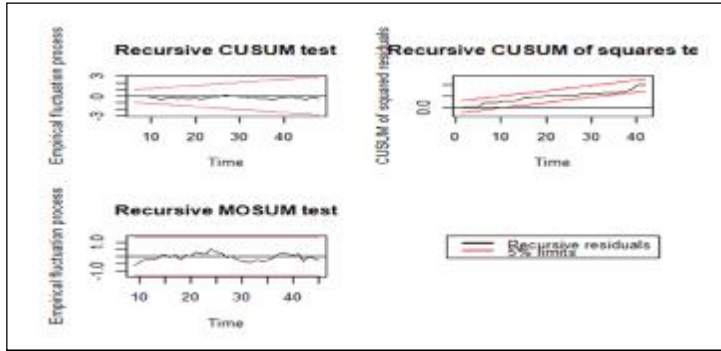
الملحق 3: نتائج اختبار تحديد النموذج

```
-----  
Ramsey's RESET Test for model specification:  
  
RESET test  
  
data: modelECM$model  
RESET = 5.5543, df1 = 2, df2 = 3, p-value = 0.09805  
-----
```

الملحق 4: نتائج اختبار الحدود

```
-----  
F-test  
-----  
I(0) I(1)  
-----  
10% critical value 3.373 4.377  
5% critical value 4.133 5.26  
1% critical value 5.893 7.337  
  
F-statistic = 1012.57472439072  
-----
```

الملحق 5: مختلف الأشكال لاختبارات استقرار النموذج



المصدر: كل صور الملاحق من إعداد الباحثين باستعمال مخرجات برنامج *R vs 4.0.2*.