الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة أم البواقي
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

أطروحـة

مقدمة لنيل شهادة

دكتوراه علوم

الشعبة: علوم اقتصادية

التخصص: تحليل استراتيجي صناعي مالي ومحاسبي

من إعداد:

موسى مبارك خالد

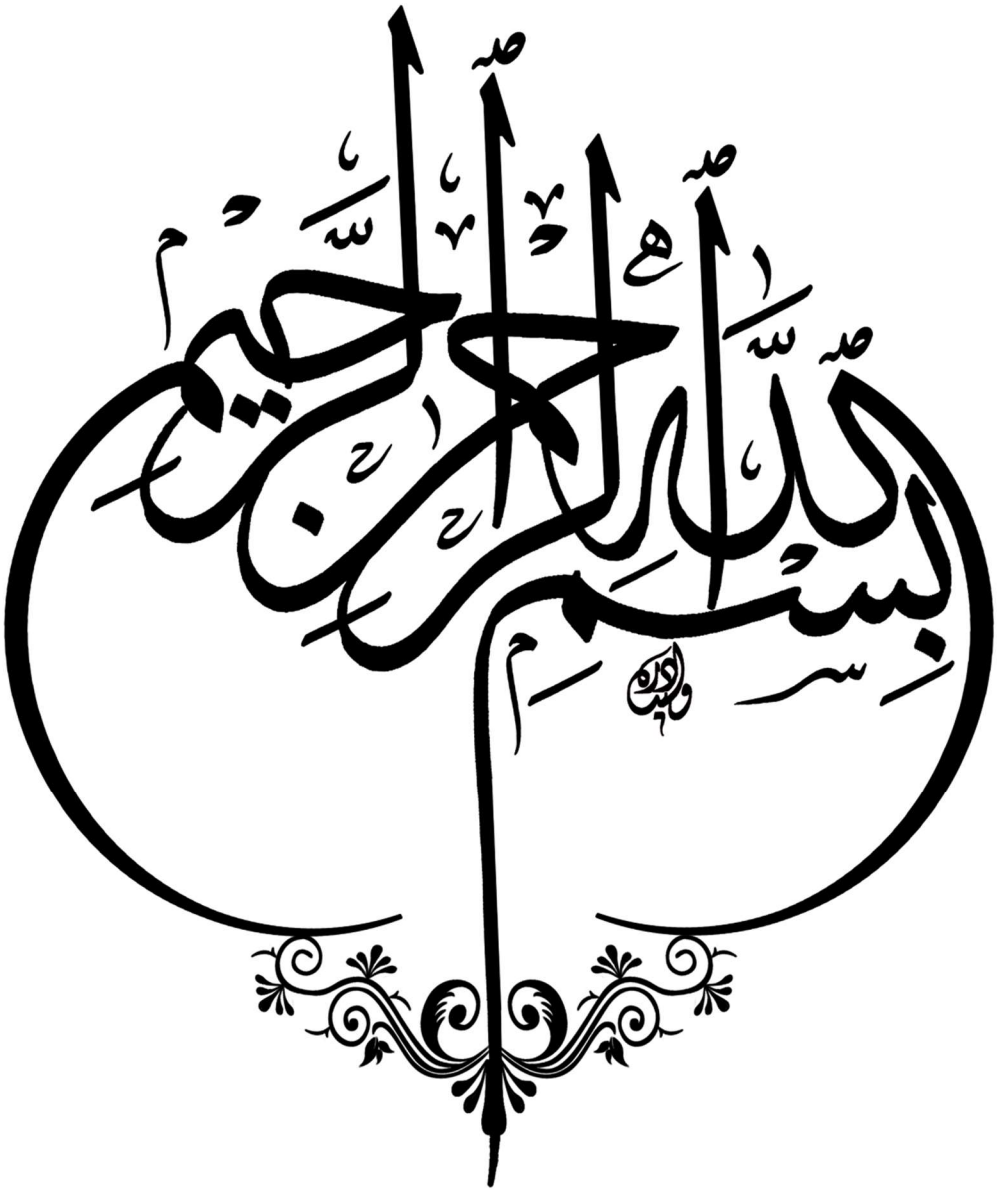
عنوان الأطروحة:

دور سـوق الأوراق المـالـية في دعـم النمـو الاقتصـادي

دراسة مقارنة بين النموذج الإسلامي والنموذج التقليدي في سوق الأوراق المالية الماليزي

أطروحة مناقشة بتاريخ 24 أفريل 2025 أمام لجنة المناقشة المشكلة من:

الرقم	الاسم واللقب	الرتبة	الجامعة	الصفة
01	احسين عثماني	أستاذ	أم البواقي	رئيسا
02	حمزة العوادي	أستاذ	أم البواقي	مشرفا
03	زهير بركم	أستاذ محاضرأ	أم البواقي	مشرفا مساعدا
04	شوقي جباري	أستاذ محاضرأ	أم البواقي	عضوا
05	رفيق بودربالة	أستاذ	خنشلة	عضوا
06	سفيان حلوفي	أستاذ محاضرأ	قسنطينة 2	عضوا
07	حسين كشيتي	أستاذ محاضرأ	قالمة	عضوا


بسم الله الرحمن الرحيم

شكر وتقدير

الحمد لله الذي بفضله ومنه وكرمه تم هذا العمل، وأسأله التوفيق والسداد في أعمالي مستقبلا.

ثم جزيل الشكر للأستاذ: حمزة العوادي، والأستاذ: بركم زهير، على كل جهد ووقت بذل في إطار إشرافهما على هذا العمل.

كما أشكر السادة الأساتذة أعضاء لجنة المناقشة على قبولهم مناقشة وتقييم هذه الأطروحة.

ولا أنسى أن أشكر كل من ساهم في إتمام هذا العمل من قريب أو بعيد.

إهـداء

إلى من قال فيهما عزوجل

{ وَٱخۡفِضۡ لَهُمَا جَنَاحَ ٱلذُّلِّ مِنَ ٱلرَّحۡمَةِ وَقُل رَّبِّ ٱرۡحَمۡهُمَا كَمَا رَبَّيَانِي صَغِيرٗا }

من بفضلهما ولأجلهما وصلت إلى هذه المرحلة، والداي أطال الله عمرهما

إلى زوجتي وأبنائي رقية ومحمد صلاح الدين

إلى إخوتي وأختاي

إلى الزملاء والأصدقاء

أهدي هذا العمل

ملخص

هدفت هذه الأطروحة إلى تحليل الفرق بين النموذج الإسلامي والنموذج التقليدي لسوق الأوراق المالية في ماليزيا من ناحية دورها في دعم النمو الاقتصادي، وهذا من خلال تحليل مقارن لعلاقة مؤشرات الأسهم الإسلامية ومؤشرات الأسهم التقليدية بالناتج المحلي الإجمالي. حيث انطلقت الدراسة من خلفية نظرية وقياسية بنيت عليها فرضيات الدراسة، والتي مفادها أساسا وجود علاقة بين سوق الأسهم والنمو الاقتصادي، وأن هذه العلاقة تختلف بين الأسهم الإسلامية والأسهم التقليدية.

وقد اعتمدت الدراسة على ثلاث طرق أو مناهج، وهي تحليل وصفي مقارن لأداء مؤشرات الأسهم الإسلامية ومؤشرات الأسهم التقليدية خلال المراحل المختلفة لفترة الدراسة، ثم تحليل للارتباط المتبادل بفجوات زمنية متعددة بين مؤشرات الأسهم والناتج المحلي الإجمالي، ثم دراسة التكامل المشترك لتحليل العلاقة طويلة الأجل والعلاقة قصيرة الأجل ومعامل تصحيح الخطأ بين مؤشرات الأسهم والناتج المحلي الإجمالي والمقارنة بين الإسلامية منها والتقليدية، بالاعتماد على منهج الانحدار الذاتي ذو الفجوات الزمنية الموزعة ARDL.

وقد أظهرت نتائج تحليل أداء المؤشرات أثناء مختلف فترات الدراسة أفضلية الأسهم الإسلامية على الأسهم التقليدية في الحفاظ على الاستقرار أثناء الأزمات، وهذا راجع فيما يبدو إلى ارتباط الأسهم الإسلامية بقطاعات النشاط الاقتصادي الحقيقي، وإلى طبيعتها التي لا تدعم المضاربة في سوق الأوراق المالية، مما يعزز النمو الاقتصادي. أما تحليل الارتباط بين المؤشرات والنمو الاقتصادي، فقد أظهر نتائج متقاربة بين الأسهم الإسلامية والأسهم التقليدية، لكنها متباينة بين فترات الأزمات وفترات الاستقرار. وفيما يخص نتائج دراسة التكامل المشترك فقد أظهرت تفوق الأسهم الإسلامية على الأسهم التقليدية في العلاقة طويلة الأجل مع الناتج المحلي الإجمالي، وفي سرعة التصحيح بين الانحرافات قصيرة الأجل والتوازن طويل الأجل.

وبناء على هذه النتائج خرجت الدراسة بمجموعة من التوصيات أهمها العمل على توسيع تطبيق المعايير الشرعية من أجل تعزيز استقرار الأسواق المالية ودعم النمو الاقتصادي.

الكلمات المفتاحية: سوق الأوراق المالية، النمو الاقتصادي، مؤشرات الأسهم، سوق الأوراق المالية الماليزي، معايير الأسهم الشرعية، التكامل المشترك، الانحدار الذاتي ذو الفجوات الموزعة ARDL.

Abstract

This thesis aimed to analyze the differences between the Islamic model and the conventional model of the stock market in Malaysia regarding their roles in supporting economic growth. This was achieved through a comparative analysis of the relationship between Islamic stock indices and conventional stock indices with the gross domestic product (GDP). The study was based on theoretical and econometric foundations that shaped its hypotheses, primarily asserting the existence of a relationship between the stock market and economic growth, and that this relationship differs between Islamic and conventional stocks.

The study employed three methodologies: a comparative descriptive analysis of the performance of Islamic and conventional stock indices during different stages of the study period; an analysis of the cross-correlation with various time lags between the stock indices and GDP; and a cointegration study to analyze the long-term and short-term relationships and the error correction mechanism between the stock indices and GDP, comparing Islamic and conventional indices. This was conducted using the Autoregressive Distributed Lags (ARDL) model.

The results of the performance analysis during the study periods showed the superiority of Islamic stocks over conventional stocks in maintaining stability during crises. This appears to be due to the connection of Islamic stocks with real economic sectors and their inherent nature, which discourages speculation in the stock market, thereby enhancing economic growth. As for the correlation analysis between the indices and economic growth, the results revealed similarities between Islamic and conventional stocks, though with variations between periods of crisis and stability. Regarding the cointegration study results, Islamic stocks outperformed conventional stocks in their long-term relationship with GDP and in their speed of adjustment between short-term deviations and long-term equilibrium.

Based on these findings, the study presented several recommendations, most notably the need to expand the application of Sharia standards to enhance the stability of financial markets and support economic growth.

Keywords: Stock market, economic growth, stock indices, Malaysian stock market, Sharia-compliant standards, cointegration, Autoregressive Distributed Lags (ARDL).

فهرس المحتويات

شكر وتقدير 4

إهـداء 5

ملخص 1

Abstract 2

فهرس المحتويات ..... أ

قائمة الجداول ..... هـ

قائمة الأشكال ..... ز

قائمة الملاحق ..... ح

1 المقدمة 2

1.1 خلفية الدراسة 2

2.1 إشكالية الدراسة 3

3.1 أسئلة الدراسة 3

4.1 أهمية الدراسة 4

5.1 أهداف الدراسة 4

6.1 منهجية الدراسة 5

7.1 حدود الدراسة 5

8.1 هيكل الدراسة 6

2 مراجعة الأدبيات 9

1.2 الإطار النظري لسوق الأوراق المالية 9

1.1.2 مفهوم سوق الأوراق المالية وتصنيفاتها 9

2.1.2 مهام سوق الأوراق المالية والمشاركين فيها 12

3.1.2 أدوار سوق الأوراق المالية في النشاط الاقتصادي 14

4.1.2 سوق الأوراق المالية الإسلامية 16

5.1.2 الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية 26

2.2 الإطار النظري للنمو الاقتصادي..... 41
1.2.2 ماهية النمو الاقتصادي..... 41
2.2.2 قياس النمو الاقتصادي 43
3.2.2 نظريات النمو الاقتصادي..... 47
3.2 الدراسات السابقة والفجوة البحثية..... 59
1.3.2 علاقة سوق الأوراق المالية التقليدي بالنمو الاقتصادي..... 60
2.3.2 العلاقة بين سوق الأوراق المالية الإسلامي والنمو الاقتصادي 69
3.3.2 المقارنة بين سوقي الأوراق المالية التقليدي والإسلامي 76
4.3.2 الفجوة البحثية:..... 84
4.2 النظريات وبناء الفرضيات..... 86
1.4.2 النظريات حول علاقة سوق الأوراق المالية بالنمو الاقتصادي 86
2.4.2 النظريات حول علاقة سوق الأوراق المالية الإسلامية بالنمو الاقتصادي 89
3 سياق الدراسة..... 92
1.3 نشأة وتطور سوق الأوراق المالية الماليزي 92
1.1.3 تطور سوق الأوراق المالية الماليزي خلال السبعينات والثمانينات:..... 93
2.1.3 توسيع نطاق السوق وإعادة الهيكلة في التسعينات..... 94
3.1.3 التقدم التكنولوجي وتبني التكنولوجيا المالية (Fintech) 94
2.3 التوجهات الإسلامية في سوق الأوراق المالية الماليزي..... 94
1.2.3 المرحلة التأسيسية في الثمانينات 95
2.2.3 إطلاق مؤشر الشريعة في بورصة ماليزيا في التسعينات 95
3.2.3 تطوير الصكوك الإسلامية كبديل للسندات 95
4.2.3 تأسيس المجلس الاستشاري الشرعي 95
5.2.3 مبادرات الحكومة الماليزية لتعزيز الاستثمار الإسلامي 96
6.2.3 الاتجاهات الحديثة ودور ماليزيا كمركز للتمويل الإسلامي..... 97
3.3 الرقابة الشرعية المطبقة على الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة 98

1.3.3 تعريف المجلس الاستشاري الشرعي 98
2.3.3 تأسيس المجلس الاستشاري الشرعي 98
3.3.3 هيكل المجلس الاستشاري الشرعي..... 98
4.3.3 مهام المجلس الاستشاري الشرعي..... 98
5.3.3 معايير الرقابة الشرعية المطبقة من طرف المجلس الاستشاري الشرعي..... 100
4 منهجية الدراسة 104
1.4 المتغيرات..... 104
1.1.4 الناتج المحلي الإجمالي 104
2.1.4 مؤشرات السوق المالي 104
3.1.4 المتغيرات الضابطة..... 112
2.4 البيانات..... 113
1.2.4 الناتج المحلي الإجمالي 114
2.2.4 مؤشرات السوق المالي 115
3.2.4 المتغيرات الضابطة..... 115
3.4 المنهج..... 115
1.3.4 تحليل مقارن لسلوك المؤشرات 115
2.3.4 تحليل الارتباط المتبادل..... 116
3.3.4 تحليل التكامل المشترك..... 117
5 التحليل القياسي..... 121
1.5 تحليل مقارن لسلوك المؤشرات الإسلامية مقابل التقليدية..... 121
1.1.5 التحليل الوصفي لسلوك المؤشرات..... 121
2.1.5 التحليل الاقتصادي لسلوك المؤشرات..... 123
2.5 تحليل الارتباط المتبادل بين المؤشرات والنمو الاقتصادي..... 126
1.2.5 الارتباط المتبادل للفترة المتضمنة للأزمتين..... 128
2.2.5 الارتباط المتبادل مع استبعاد الأزمتين..... 129

3.5 دراسة التكامل المشترك بين المؤشرات والناتج المحلي الإجمالي 131
1.3.5 اختبار استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة 131
2.3.5 بناء النموذج وتحديد فترات الإبطاء المثلى 134
3.3.5 اختبارات صلاحية النموذج 138
4.3.5 إجراء اختبار الحدود..... 143
5.3.5 تقدير العلاقة طويلة الأجل..... 146
6.3.5 تقدير العلاقة قصيرة الأجل ومعامل تصحيح الخطأ..... 149
6 مناقشة النتائج 157
1.6 مناقشة نتائج التحليل المقارن لسلوك المؤشرات:..... 157
2.6 مناقشة نتائج تحليل الارتباط المتبادل: 158
1.2.6 التحليل المتضمن الأزمتين: 158
2.2.6 التحليل مع استبعاد الأزمتين: 159
3.2.6 خلاصة تحليل الارتباط المتبادل: 160
3.6 مناقشة نتائج دراسة التكامل المشترك..... 161
1.3.6 جودة النماذج 161
2.3.6 إختبار الحدود 161
3.3.6 العلاقة طويلة الأجل 162
4.3.6 العلاقة قصيرة الأجل ومعامل تصحيح الخطأ..... 165
7 الخاتمة:..... 171
1.7 النتائج: 171
2.7 التوصيات: 174
3.7 حدود نتائج الدراسة: 174
4.7 آفاق الدراسة 175
المراجع:..... 177
الملاحق:..... 199

قائمة الجداول

الرقم	العنوان	الصفحة
01	الحوكمة الشرعية مقابل اللوائح التنظيمية	25
02	الفرق بين الأسهم التقليدية والإسلامية	35
03	مقارنة بين السندات والصكوك	37
04	مقارنة بين أنواع الصكوك والأسهم	39
05	أهم المحطات في تطور سوق الأوراق المالية الماليزي	93
06	القطاعات الاقتصادية المكونة لمؤشر EMAS	107
07	القطاعات الاقتصادية المكونة لمؤشر EMAS_shar	109
08	القطاعات الاقتصادية المكونة لمؤشر KLCI	110
09	القطاعات الاقتصادية المكونة لمؤشر HIJRAH	111
10	معاملات الارتباط المتبادل بين التغير في المؤشرات والتغير في الناتج المحلي الإجمالي المعدل موسميا متضمن فترات الأزمات	129
11	معاملات الارتباط المتبادل بين التغير في المؤشرات والتغير في الناتج المحلي الإجمالي المعدل موسميا مع استبعاد فترات الأزمات	130
12	اختبار جذر الوحدة للمتغيرات باستخدام (ADF)	132
13	اختبار جذر الوحدة للمتغيرات باستخدام (PP)	133
14	الإبطاءات المثلى وفق معيار AIC	135
15	نتائج المقاييس الإحصائية لجودة النماذج	136
16	اختبار الارتباط الذاتي للبواقي Breusch-Godfre LM	139
17	اختبار عدم ثبات تباين البواقي	140
18	اختبار Jarque-Bera للتوزيع الطبيعي للبواقي	140
19	اختبار الحدود (F-Bounds test)	144

20	اختبار الحدود (t-Bounds test)	145
21	تقدير معاملات العلاقة طويلة الأجل للمعادلة رقم 8 المؤشر EMAS	146
22	تقدير معاملات العلاقة طويلة الأجل للمعادلة رقم 9 المؤشر EMAS_shar	147
23	تقدير معاملات العلاقة طويلة الأجل للمعادلة رقم 10 المؤشر KLCI	147
24	تقدير معاملات العلاقة طويلة الأجل للمعادلة رقم 11 المؤشر HIJRAH	148
25	معاملات العلاقة طويلة الأجل للمتغيرات الضابطة حسب النموذج	163
26	ملخص العلاقة قصيرة الأجل حسب النموذج والمتغيرات	166

قائمة الأشكال

الرقم	العنوان	الصفحة
01	أثر التعديل الموسمي على بيانات الناتج المحلي الإجمالي	114
02	تطور أهم مؤشرات سوق الأوراق المالية الماليزي من عام 2008 إلى عام 2023	122
03	التغير في مؤشرات القطاعات الرئيسية خلال أزمة وباء كورونا	126
04	التغير في المؤشرات والناتج المحلي الإجمالي خلال فترة الدراسة	127
05	اختبار المجموع التراكمي للبواقي المتكررة (CUSUM)	141
06	اختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي المتكررة (CUSUM of squares)	142

قائمة الملاحق

الرقم	العنوان	الصفحة
01	حجم الناتج المحلي الإجمالي الماليزي الحقيقي الربع سنوي بملايين الرنجيت الماليزي بدون ومع التعديل الموسمي من 2008 إلى 2023	199
02	قيم المؤشرات عند نهاية كل ثلاثي من 2008 إلى 2023	200
03	البيانات الربع سنوية للمتغيرات الضابطة (التضخم، سعر الصرف، سعر الفائدة، الواردات، الصادرات) من 2008 إلى 2023	202
04	تقدير العلاقة قصيرة الأجل للمعادلة 12 مؤشر EMAS	204
05	تقدير العلاقة قصيرة الأجل للمعادلة 13 مؤشر EMAS_shar	205
06	تقدير العلاقة قصيرة الأجل للمعادلة 14 مؤشر KLCI	206
07	تقدير العلاقة قصيرة الأجل للمعادلة 15 مؤشر HIJRAH	207

مقدمة

1 المقدمة

1.1 خلفية الدراسة

يعد النمو الاقتصادي ركيزة أساسية في نهضة الأمم وتطورها، وهو المؤشر الذي يعكس مدى قدرة الاقتصاد على تحقيق التوسع المستدام في الإنتاجية والازدهار الاجتماعي، كما له التأثير المباشر على مستويات ونوعية معيشة الأفراد والمجتمعات. لذلك لا يختلف اثنان على أن النمو الاقتصادي هو الهدف الاقتصادي الأول المعلن من طرف مختلف صناع القرار في العالم. كما أنه محط الاهتمام المتواصل من المفكرين والباحثين في المجال الاقتصادي، من أجل فهم العوامل التي تدعمه لاستغلالها والعوامل التي تثبطه لمعالجتها.

لقد احتلت الأنظمة المالية عموما وأسواق الأوراق المالية خصوصا مكانة هامة ضمن أدبيات الفكر الاقتصادي، النظرية والتطبيقية في إطار دعم النمو الاقتصادي، نظرا للأدوار المنتظر منها تأديتها من الناحية النظرية وتطبيقاتها الواقعية في مختلف الاقتصاديات، خاصة فيما يتعلق بتعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار، وكل ما يدعم تأدية هذا الدور بأفضل كفاءة مثل إضفاء السيولة على الاستثمارات طويلة الأجل، التسعير والتخصيص الكفء للموارد، تحسين حوكمة الشركات، جذب الاستثمارات الأجنبية، ...

بالرغم من الأدوار المنتظرة من الناحية النظرية والمثبتة بالتجارب الواقعية لأسواق الأوراق المالية في دعم النمو الاقتصادي، إلا أن الواقع التاريخي أظهر أن هذه الأسواق عرضة لاضطرابات وأزمات متلاحقة، تؤدي إلى اختلالات عميقة في أدائها للأدوار المنوطة بها، بل ويصبح لها آثارا عكسية على النشاط الاقتصادي، بسبب انتقال الاختلالات في القطاع المالي، مثل تراكم الديون وحالات الإفلاس، إلى القطاع الحقيقي في شكل ارتفاع في البطالة وانتشار الفقر وضعف الانفاق والاستثمار وغيرها، مما يكبح النمو الاقتصادي.

لقد تسارعت وتيرة أزمات أسواق الأوراق المالية في العقود الخمسة الأخيرة، مصاحبة للتطورات المالية والتكنلوجية والهيكلية التي شهدتها، والتي ظهرت في الترابط الكبير بين الأسواق في العالم، وتطوير أدوات مالية أكثر تعقيدا، بالاستعانة بالتطورات التكنلوجية المتسارعة. هذا ما دفع إلى المزيد من الأبحاث حول أسباب الاضطرابات في مختلف أسواق الأوراق المالية في العالم، وآثارها على أدائها لأدوارها المختلفة، وطرق معالجتها. كما أثارت جدالا حول مدى جدوى هذه الأسواق في دعم النشاط الاقتصادي الحقيقي، في ظل أزماتها المتكررة وآثارها السلبية على هذا الأخير.

في ظل هذه التطورات، وفي نفس الفترة ظهرت مؤسسات تعتمد في نشاطها على ما يُعرف بالتمويل الإسلامي، وما لبث أن شهد هذا النشاط تطورا كبيرا ومتسارعا في المنطقة الإسلامية ثم عبر العالم، ليصبح لديه أدواته المالية المتميزة،

مثل الصكوك والأسهم الإسلامية المتداولة في مختلف أسواق العالم، بما يُعرف بأسواق الأوراق المالية الإسلامية. ومما لفت الانتباه لهذا النمط من التمويل، الأداء المتميز لمؤسساته وأدواته المالية أثناء الأزمة المالية العالمية لعام 2008، حيث أظهرت متانة واستقرارا واضحا مقارنة بالاضطرابات الكبيرة التي شهدتها مؤسسات وأسواق المالية التقليدية. فقد توجه العديد من الباحثين إلى فهم أسباب هذا الأداء من أجل الاستفادة منها في تحسين أداء الأسواق المالية عموما. كما تزايدت التساؤلات حول مدى انعكاس أسس ومبادئ الشريعة الإسلامية على واقع التجربة، لا سيما علاقة السوق المالي بالنشاط الاقتصادي الحقيقي، وقدرته على دعم الاستقرار والنمو المستدام.

2.1 إشكالية الدراسة

تعتبر ماليزيا من الدول الإسلامية الرائدة في مجال التمويل الإسلامي، حيث دعمت الحكومة الماليزية هذا التوجه من خلال توفير البنية التحتية اللازمة من الهياكل والتنظيمات، مما مكن من تطوير سوق أوراق مالية إسلامية جنبا إلى جنب مع سوق الأوراق المالية التقليدية.

تعد تجربة سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا أكثر التجارب نضجا حاليا، مما يجعلها أكثر الأسواق الإسلامية ملاءمة للدراسات متوسطة وطويلة الأجل، كما أن وجود جانب إسلامي وجانب تقليدي ضمن نفس السوق، يجعلها من أنسب الأسواق للدراسات المقارنة.

وفي إطار ما تم ذكره ضمن خلفية الدراسة وضمن سياق سوق الأوراق المالية الماليزي تمثلت إشكالية هذه الدراسة في التساؤل التالي: **هل هناك فرق بين سوق الأسهم الإسلامية والتقليدية في إطار دورها في دعم النمو الاقتصادي؟**

3.1 أسئلة الدراسة

لمعالجة الإشكالية الرئيسية لهذه الدراسة، سنعمل على الإجابة عن مجموعة من الأسئلة تتمثل في:

أ. هل هناك فرق بين أداء الأسهم الإسلامية والتقليدية أثناء فترات الأزمات وخارجها؟ وما علاقة ذلك بالنمو الاقتصادي؟

ب. ما مدى ارتباط التغيرات في مؤشرات سوق الأسهم بالتغيرات في الناتج المحلي الإجمالي في ماليزيا؟ وهل تختلف طبيعة هذا الارتباط عند استبعاد الأزمات؟ وهل هناك فرق بين مؤشرات الأسهم الإسلامية والتقليدية في هذا الإطار؟

ج. هل هناك علاقة تأثير طويلة وقصيرة الأجل بين مؤشرات الأسهم الماليزية والناتج المحلي الإجمالي الماليزي؟

د. هل هناك علاقة تكامل مشترك بين مؤشرات الأسهم الماليزية والناتج المحلي الإجمالي الماليزي؟ وما الفرق بين مؤشرات الأسهم الإسلامية والتقليدية في هذا الصدد؟

4.1 أهمية الدراسة

تستمد هذه الدراسة أهميتها من ارتباطها الوثيق بموضوع النمو الاقتصادي، الذي يُعد هدفًا محوريًا تسعى مختلف الدول إلى تحقيقه. وتبرز الأهمية كذلك في الدور الذي تؤديه أسواق الأوراق المالية في تعزيز النمو الاقتصادي. بالإضافة إلى ذلك، معالجة التساؤلات المثارة في الأوساط الأكاديمية والاقتصادية، حول طبيعة التشابه والاختلاف بين النموذج الإسلامي والنموذج التقليدي لسوق الأوراق المالية في تحقيق هذا الهدف الاستراتيجي. حيث لا يزال هذا المجال يحتاج لمزيد من البحث، لفهم مدى انعكاس الاختلافات النظرية بين النموذجين على أرض الواقع، نظرا لحداثة التجربة الإسلامية في مجال سوق الأوراق المالية مقارنة بنظيرتها التقليدية.

ونأمل أن تشكل هذه الدراسة مساهمة في إثراء الأدبيات البحثية في هذا المجال، نظرا لاعتمادها المعطيات الكافية، والطرق والأساليب الكمية المناسبة لمعالجتها، من أجل الوصول إلى إجابات دقيقة وموثوقة، من شأنها أن تعزز الإطار النظري لفهم دور كل من النموذج الإسلامي والتقليدي لسوق الأسهم، وتحقيق رؤية أكثر وضوحا لصناع السياسات الاقتصادية، حول التدابير المناسبة من أجل سوق أوراق مالية أكثر فاعلية في دعم النمو الاقتصادي.

5.1 أهداف الدراسة

الغاية الأساسية من هذه الدراسة هي إبراز الفوارق إن وجدت بين سوق الأسهم الإسلامية وسوق الأسهم التقليدية في ماليزيا في إطار دعمها للنمو الاقتصادي وفهم أسبابها. وللوصول لهذه الغاية سنعمل على تحقيق مجموعة من الأهداف الجزئية:

أ. فهم الإطار النظري لسوق الأوراق المالية وأدوارها المختلفة ضمن النشاط الاقتصادي؛

ب. إبراز الاختلافات النظرية والعملية بين سوق الأوراق المالية الإسلامية والتقليدية؛

ج. فهم الإطار النظري للنمو الاقتصادي من خلال عرض لتطور النظريات والنماذج المتعلقة به؛

د. تبيان النظريات والدراسات حول علاقة سوق الأوراق المالية بالنمو الاقتصادي ومختلف النتائج وتفسيراتها حول طبيعة هذه العلاقة؛

هـ. إلقاء نظرة عامة حول سوق الأوراق المالية الماليزي وتطوراته؛

و. إبراز الفوارق في أداء مؤشرات الأسهم في سوق الأوراق المالية الماليزي، لمختلف مراحل الفترة المدروسة وتفسيرها؛

ز. تحليل الارتباط بين مؤشرات الأسهم والناتج المحلي الإجمالي؛

ح. دراسة التكامل المشترك لكل من المؤشرات الإسلامية والتقليدية، لإبراز العلاقة طويلة وقصيرة الأجل والمقارنة بينها.

6.1 منهجية الدراسة

تعتمد هذه الدراسة على منهجية بحثية متعددة الأبعاد، لضمان شمولية التحليل ودقته. وبالنظر إلى طبيعة الموضوع، فإن المنهجية المناسبة تجمع بين المنهج الاستنباطي والمنهج الاستقرائي والمنهج المقارن، مع الاعتماد بشكل أساسي على المنهج الكمي لتحليل البيانات الاقتصادية.

يبدأ البحث بالاعتماد على المنهج الاستنباطي، حيث يتم الانطلاق من النظريات العامة المتعلقة بالنمو الاقتصادي وعلاقته بالأسواق المالية التقليدية والإسلامية، لصياغة فرضيات يمكن اختبارها، من أجل التحقق من طبيعة العلاقة بين الأسواق الإسلامية والتقليدية مع الناتج المحلي الإجمالي، بافتراض وجود فوارق في هذه العلاقة بين النموذج الإسلامي والنموذج التقليدي.

من ناحية أخرى، يعتمد المنهج الاستقرائي على تحليل البيانات الزمنية الخاصة بمؤشرات الأسهم والناتج المحلي الإجمالي بالإضافة إلى متغيرات ضابطة، خلال الفترة الزمنية من 2008 إلى 2023. حيث يستخلص هذا التحليل الأنماط والعلاقات بين المتغيرات باستخدام طرق وأدوات قياسية تتمثل في: تحليل وصفي مقارن، تحليل الارتباط المتبادل، وتحليل الانحدار الذاتي ذو الفجوات الموزعة.

تعتمد الدراسة على المنهج المقارن لتحليل الفروقات بين النموذجين الإسلامي والتقليدي من حيث الأداء والاستقرارية، وكذلك مدى وطبيعة التأثير على النمو الاقتصادي. حيث يتيح هذا النهج إبراز أوجه التشابه والاختلاف.

وأخيرًا، يعتمد البحث على المنهج الكمي لإجراء التحليل الإحصائي الدقيق باستخدام الأدوات والبرامج المناسبة مثل: برنامج Eviews، بما يضمن تقديم نتائج موثوقة تسهم في توجيه السياسات الاقتصادية بفعالية.

7.1 حدود الدراسة

ونقصد بها الإطار المكاني والزماني والموضوعي.

- **الإطار المكاني**: تتمحور الدراسة حول ماليزيا كدولة من الدول الناشئة في جنوب شرق آسيا، وكسوق رائدة في مجال المالية الإسلامية؛

- **الإطار الزماني**: وهي المدة التي تغطيها البيانات المعتمد عليها في الدراسة وتمتد من الربع الأول لسنة 2008 إلى الربع الرابع لسنة 2023؛
- **الإطار الموضوعي**: تركز الدراسة على المقارنة بين الأسهم التقليدية والأسهم الإسلامية في السوق الماليزي، في إطار علاقتهما بالنمو الاقتصادي، وكذلك في إطار تحقيق الاستقرار في السوق المالي، الذي من شأنه دعم النمو الاقتصادي.

8.1 هيكل الدراسة

تضمنت هذه الدراسة سبعة فصول، وفيما يلي توضيح لمضامين هذه الفصول:

- **المقدمة**: وتُعتبر المدخل لهذه الدراسة، كما توفر الأرضية التي تبنى عليها باقي عناصر الدراسة، وقد تضمنت خلفية الدراسة، ثم الإشكالية أو التساؤل الرئيسي للدراسة، ثم الأسئلة المتفرعة عن التساؤل الرئيسي، ثم أهمية هذه الدراسة وأهدافها، والمنهجية المتبعة، ثم حدود الدراسة وهيكلها؛
- **مراجعة الأدبيات**: يوفر هذا الفصل الإطار النظري لمختلف جوانب الدراسة، حيث يتضمن الإطار النظري لسوق الأوراق المالية، ثم الإطار النظري للنمو الاقتصادي، ثم استخراج الفجوة البحثية بالاعتماد على عرض لأهم الدراسات السابقة في هذا المجال؛ ثم بناء فرضيات الدراسة اعتمادا على خلفية من النظريات حول علاقة سوق الأوراق المالية عموما وسوق الأوراق المالية الإسلامية خصوصا بالنمو الاقتصادي.
- **سياق الدراسة**: يلقي هذا الفصل نظرة على سوق الأوراق المالية الماليزي، من خلال التطرق إلى نشأة وتطور سوق الأوراق المالية الماليزي، التوجهات الإسلامية في سوق الأوراق المالية الماليزي، الرقابة الشرعية المطبقة على الأوراق المالية المتطابقة مع الشريعة الإسلامية؛
- **منهجية الدراسة**: يتضمن هذا الفصل التعريف بالمتغيرات وتبيان طبيعة بيانات عينة الدراسة، والمنهج المتبع والذي يتضمن توضيح الطرق الكمية وتحديد الأدوات المستخدمة في التحليل القياسي؛
- **التحليل القياسي**: يتناول المعالجة القياسية لمتغيرات الدراسة من أجل استخراج النتائج، ويتضمن: التحليل المقارن لسلوك المؤشرات الإسلامية والتقليدية، وتحليل الارتباط المتبادل بين المؤشرات والنمو الاقتصادي، ودراسة التكامل المشترك بين المؤشرات والنمو الاقتصادي؛

- **مناقشة النتائج:** يتمحور هذا الفصل حول تفسير نتائج التحليل القياسي ومقارنتها بالدراسات السابقة، ويتضمن مناقشة نتائج التحليل المقارن لسلوك المؤشرات ومناقشة نتائج تحليل الارتباط المتبادل ومناقشة نتائج دراسة التكامل المشترك؛
- **الخاتمة:** تتضمن حصيلة الدراسة من النتائج الرئيسية ومقارنتها بفرضيات الدراسة، ثم مجموعة من التوصيات، مع ذكر حدود هذه النتائج وآفاق الدراسة.

مراجـــعة

الأدبيـــات

2 مراجعة الأدبيات

بهدف بناء أساس معرفي متين يدعم تحليل العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، يتناول هذا الفصل مراجعة الأدبيات ذات الصلة، حيث تركز المراجعة على الإطار النظري لسوق الأوراق المالية، مفهومها، مهامها وأدوارها في النشاط الاقتصادي والأوراق المالية المتداولة فيها، مع تخصيص جانب لسوق الأوراق المالية الإسلامية لتوضيح ما يميزها عن السوق التقليدي من مبادئ وأهداف والأوراق المالية المتداولة فيها. بالإضافة إلى الإطار النظري للنمو الاقتصادي، من مفاهيم أساسية مرتبطة به وأهم الأفكار والنظريات، مع تبيان نظرة الفكر الاقتصادي الإسلامي للنمو الاقتصادي. كما سيتم تخصيص جزء مهم من هذه المراجعة لعرض مجموعة من أهم الدراسات السابقة ذات العلاقة الوطيدة بموضوع الدراسة، وهذا للإحاطة بالتوجه العام للبحوث في هذا المجال من ناحية الطرق والأدوات والعينات والنتائج المتحصل عليها، من أجل تحديد الفجوة البحثية التي ستركز عليها الدراسة، ثم البناء عليها في سياق إعداد هذه الدراسة، لتبني الطرق المناسبة، وتفادي النقائص في الدراسات السابقة، وكذا مقارنة النتائج. ثم بناء فرضيات للدراسة اعتمادا على أهم النظريات حول علاقة سوق الأوراق المالية بالنمو الاقتصادي.

1.2 الإطار النظري لسوق الأوراق المالية

تُعد سوق الأوراق المالية مؤشراً على التقدم الاقتصادي، حيث تلعب دوراً محورياً في دعم النشاط الاقتصادي. ورغم الاختلافات بين المالية التقليدية والإسلامية، فإن السوقين تشتركان في المفهوم العام، التصنيفات، والوظائف. وسيتم تحليل هذه الجوانب المشتركة ثم تسليط الضوء على الفروقات في الأدوات والممارسات.

1.1.2 مفهوم سوق الأوراق المالية وتصنيفاتها

يبني الاقتصاديون والماليون الجانب النظري للأسواق المالية على الممارسات والتطورات التاريخية، حيث تهدف التعريفات والتصنيفات إلى وصف واقع هذه الأسواق، وتمييزها عن غيرها، وتحديد معالمها المشتركة عالميًا.

1.1.1.2 مفهوم سوق الأوراق المالية

سوق الأوراق المالية، المعروفة أيضًا بالبورصة، تستند إلى مفهوم السوق بشكل عام، لكنها تتفرد بتداول الأوراق المالية التي تمثل حقوقًا مالية، مثل الأسهم التي تمثل حق الملكية، والسندات التي تمثل حق الدين. تختلف سوق الأوراق المالية عن الأسواق الأخرى نظرًا لطبيعة الأصول المتداولة فيها.

وفق تعريف صافي والبكري (2008)، سوق الأوراق المالية تجمع بين بائعي الأوراق ومشتريها، بشرط وجود قنوات اتصال فعّالة تضمن توحيد الأسعار في وقت معين. أما الدهمي (2010) فيضيف بُعدًا جديدًا بذكر دور السوق في الجمع بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز، مع التأكيد على أهمية الفئات المتخصصة العاملة فيها. ويُبرز بني هاني (2014) دور السوق في تحويل الفوائض النقدية إلى المنتجين وأصحاب المبادرات، لكنه يواجه نقدًا لعدم تمييزه بين السوق والمؤسسات الوسيطة كالبنوك. ويُشير السيد (2010) إلى مرحلة الإصدار قبل التداول، ويبرز فرضية السوق الكفء التي تعتمد على انخفاض تكاليف المعاملات وسرعة استجابة الأسعار للمعلومات الجديدة.

بناءً على هذه التعريفات، يمكن القول إن سوق الأوراق المالية هي نظام يتيح إصدار وتداول الأوراق المالية بطريقة تضمن الشفافية، نشر المعلومات، وتجانس الأسعار، مما يسهم في تحويل الأرصدة المالية الفائضة إلى مستثمرين ومنتجين بكفاءة.

2.1.1.2 تصنيف أسواق الأوراق المالية

تطورت أسواق الأوراق المالية لتلبية احتياجات المستخدمين والفاعلين فيها، مع غياب هيكل واضح موحد وصارم لتصنيفاتها، واختلافها بين البلدان وفق نظمها المالية والاقتصادية. يمكن تصنيفها استنادا إلى معايير رئيسية، منها: الارتباط بعملية التمويل، طبيعة الورقة المالية المتداولة، ومستوى التنظيم.

1.2.1.1.2 حسب الارتباط بعملية التمويل

حسب هذا التصنيف نجد سوق أولية وسوق ثانوية:

أ. السوق الأولية

السوق الأولية هي المكان الذي تُباع فيه الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية لأول مرة، بهدف تمويل المؤسسات لزيادة رأس المال أو الحصول على قروض، من خلال إصدار سندات أو عمليات اكتتاب أخرى (Merville, 2018).

عمليات السوق الأولية غالبًا ما تكون مغلقة، حيث تتكفل بنوك الاستثمار بعملية الاكتتاب وضمان بيع الأوراق المالية بسعر محدد (Frederic, 2010). ومع ذلك، قد تقوم الشركات الكبرى ببيع الأوراق المالية مباشرة للجمهور أو توزيعها بأسعار رمزية على المدراء كحصص تأسيسية (عطون، 2008). بخلاف السوق الثانوية المتنوعة، تقتصر السوق الأولية على الأسهم والسندات لدورها في تمويل الاستثمارات الحقيقية (Merville, 2018).

ب. السوق الثانوية

السوق الثانوية هي سوق تداول الأوراق المالية المصدرة في السوق الأولية، حيث يمكن لحاملي الأوراق المالية بيعها لتوفير السيولة دون الرجوع إلى المؤسسة المصدرة .(Frederic, 2010) رغم أن المؤسسة لا تحصل على تمويل إضافي من السوق الثانوية، إلا أنها تستفيد عبر تسهيل بيع الأوراق المالية، ما يعزز جاذبيتها للمكتتبين، ويحدد سعرها من خلال قوى العرض والطلب. هذا التحديد يساعد المستثمرين في تقييم أصولهم ويدعم المؤسسة في تسعير إصداراتها الجديدة، مما يسهل جمع تمويل إضافي.

2.2.1.1.2 حسب طبيعة الورقة المالية

نفرق هنا بين أسواق الأسهم وأسواق السندات وأسواق المشتقات المالية:

أ. أسواق الأسهم

هي أسواق تختص بالإصدار والتداول الفوري للأسهم التي تمثل ملكية حصص في رأسمال الشركات، أي هي أسواق لرؤوس الأموال الخاصة (Merville, 2018). وهذا النوع من الأسواق المالية هو الأكثر شهرة كسوق نيويورك وسوق لندن وسوق طوكيو...

ب. أسواق السندات

تختص بالإصدار والتداول الفوري لأدوات الدين مثل السندات كما تصنف الصكوك الإسلامية ضمن هذه السوق كونها ذات عائد ثابت مثل السندات رغم أنها قد لا تمثل دينا. ويلتزم طالب التمويل بسداد دفعات منتظمة تشمل الأصل والفائدة أو هامش الربح حتى تاريخ الاستحقاق (Omar, Abduh, & Sukmana, 2013). توفر هذه السوق تمويلاً متوسطا وطويل الأجل للدولة والأفراد، وتتسم بتنوعها وتعقيدها مقارنة بأسواق الأسهم، إضافة إلى أحجام استثماراتها الكبيرة بسبب التداول المرتفع لسندات المؤسسات والهيئات الحكومية (Morvan, Malécot, 2016) ; 2017 .

ج. أسواق المشتقات المالية

أسواق المشتقات المالية هي أسواق متخصصة بإصدار وتداول عقود تستمد قيمتها من أصول مالية أو حقيقية أو مؤشرات مالية (Portait, 2014). تُعرف بالأسواق الآجلة، حيث تنفذ العقود في المستقبل، بخلاف الأسواق الفورية

كالأسهم والسندات. دورها الأساسي يتمثل في تحويل المخاطر بين المتعاملين، حيث يسعى المتحوطون لتقليل المخاطر، بينما يتحملها المضاربون مقابل أرباح محتملة. تتميز هذه الأسواق بتعقيد أدواتها وطرق عملها مقارنة بالأسواق الأخرى.

3.2.1.1.2 حسب مستوى التنظيم

ونميز بين أسواق منظمة وأسواق غير منظمة

أ. أسواق منظمة

يتم تداول الأوراق المالية في هذه الأسواق من خلال البورصة؛ وهي مؤسسة معتمدة من طرف السلطة الوصية، على أساس شروط متعلقة بطرق العمل وتوفير المعلومات، والضمانات المقدمة للمتعاملين (Jean & Max, 2017). حيث تعمل البورصة على جمع المشترين والبائعين للأوراق المالية بشكل مباشر أو عن طريق الوكلاء والسماسرة. ومعظم أسواق الأسهم في العالم منظمة في شكل بورصات.(Frederic, 2010)

ب. أسواق غير منظمة

أسواق "خارج البورصة (OTC) "أو "أسواق التراضي" تتميز بتداول حر بدون قيود قانونية على نشر المعلومات، مما يجعلها أقل حماية للمتعاملين (Jean & Max, 2017). تعتمد هذه الأسواق على صناع السوق أو الوكلاء الذين ينشرون قوائم يومية للأسعار عبر وسائل اتصال متطورة، مما يتيح التحديث المستمر للأسعار (Frederic, 2010).

2.1.2 مهام سوق الأوراق المالية والمشاركين فيها

لضمان سيرورتها، تؤدي أي سوق للأوراق المالية مجموعة من المهام، من خلال إدارتها ومختلف الأطراف المشاركين فيها.

1.2.1.2 مهام سوق الأوراق المالية

يشير الكُتاب في المجال المالي إلى وجوب تأدية سوق الأوراق المالية لمجموعة من المهام، نورد أهمها فيما يلي:

أ. نشر المعلومات

يجب على السوق تمكين المتعاملين من تحديد الأسعار المناسبة للأصول المالية عبر اكتشاف الأسعار، مما يساعد الشركات على اتخاذ قرارات بشأن إصداراتها (Roy, 2005; Frank, Franco, & Frank, 2010). ويتم ذلك من خلال تلاقي قوى العرض والطلب وتوفير المعلومات الدقيقة عن حركة الأسعار ووضعية المصدرين.

ب. توفير آلية للتداول

من مهام سوق الأوراق المالية توفير آلية لبيع وشراء الأوراق المالية، مما يضفي السيولة عليها. في غياب هذه الآلية، سيضطر الملاك للاحتفاظ بالأوراق حتى تاريخ الاستحقاق أو تصفية الشركة. وتعتبر درجة السيولة من العوامل المميزة للأسواق (Roy, 2005; Frank, Franco, & Frank, 2010).

ج. ضمان تنفيذ الاتفاقات

من مهام سوق الأوراق المالية ضمان تنفيذ الاتفاقات بين المتعاملين، من خلال تأكيد الصفقة، وتصفية المبادلة (نقل ملكية الأصول المالية)، وتسوية الحسابات (انتقال النقود). وتستخدم الأسواق غرفة مقاصة للإشراف على إجراءات التسوية وحفظ الأصول بشكل آمن (Roy, 2005).

د. تخفيض تكاليف المعاملات

تتضمن عمليات تداول الأوراق المالية تكاليف البحث عن الأطراف المناسبة والتكاليف المرتبطة بتقييم الاستثمار في الأداة المالية. وتقلل سوق الأوراق المالية من هاتين التكلفتين عبر التنظيم المحكم والكفاءة التسعيرية التي تعكس المعلومات المتاحة لدى المشاركين في السوق.(Pamela & Frank, 2010)

2.2.1.2 المشاركين في سوق الأوراق المالية

باستثناء سوق الإصدار، الذي يتضمن مختلف المؤسسات المصدرة للأوراق المالية، وإدارة السوق، ينقسم المشاركين في سوق الأوراق المالية، حسب دافعهم لتداول الأوراق المالية، إلى ثلاثة أقسام رئيسية: جمهور المستثمرين، والسماسرة، والتجار.(Pamela & Frank, 2010)

أ. جمهور المستثمرين

المستثمرون في أسواق الأوراق المالية هم الملاك النهائيون للأوراق المالية، ودافعهم الأساسي هو العوائد الناتجة عن الاحتفاظ بها. ومع تحول الأسواق نحو مأسسة الاستثمار، أصبحت المؤسسات مثل صناديق التقاعد وشركات التأمين والبنوك التجارية هي المستثمرين الرئيسيين بدلاً من الأفراد. يفضل العديد من المستثمرين الأفراد الآن الاستثمار في الصناديق التعاونية التي توفر ميزة التنويع حتى بمبالغ استثمارية صغيرة (Frank, Franco, & Frank, 2010; R. Glenn & Anthony, 2018).

ب. السماسرة

السماسرة هم مؤسسات تنفذ عمليات الشراء والبيع لصالح المستثمرين مقابل عمولات، وتقدم لهم خدمات النصح والإرشاد. في الوقت الحالي، يعتمد الكثير من المستثمرين الأفراد على شركات السمسرة عبر الإنترنت التي تقدم عمولات منخفضة ولكن لا توفر خدمات استشارية (Roy, 2005; R. Glenn & Anthony, 2018).

ج. التجار

التجار هم من يقومون بتداول الأوراق المالية لحسابهم الخاص لتحقيق أرباح من فوارق الأسعار، ويشمل ذلك صناع السوق الذين يلتزمون بضمان سير التداول بسلاسة مقابل مميزات إدارية ومعلومات عن السوق.

هذا التقسيم للمشاركين في سوق الأوراق المالية لا يمنع من أن يسلك بعضهم سلوك البعض الآخر أحيانا، فقد يؤدي بعض من جمهور المستثمرين تداولات لحساب آخرين. كما يمكن للسماسرة أحيانا، تداول أوراق مالية لحسابهم الخاص.(Roy, 2005)

3.1.2 أدوار سوق الأوراق المالية في النشاط الاقتصادي

تنص الأدبيات الاقتصادية على مجموعة من الأدوار من المفترض أن تؤديها سوق الأوراق المالية في الاقتصاد، خاصة إذا كانت تلبي الشروط المذكورة آنفا؛ والتي من شأنها أن تنعكس إيجابا على النشاط الاقتصادي بشكل عام. وفيما يلي أهم تلك الأدوار:

1.3.1.2 ضمان السيولة

يسهم سوق الأوراق المالية في تداول الاستثمارات طويلة الأجل باستمرار، من خلال وجود دائم للبائعين والمشترين لأي ورقة مالية مدرجة، مما يشجع المستثمرين على توظيف مدخراتهم في أدوات مالية قابلة للتصفية بسهولة وبأقل التكاليف (شنطاوي، 2009). ويدعم ذلك توسع الاستثمار طويل الأجل ليشمل المستثمرين قصيري الأجل، مما يعزز القدرات التمويلية للنشاط الاقتصادي.

2.3.1.2 تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات

يُبرز سوق الأوراق المالية دوره في تمكين أصحاب الفوائض المالية، حتى الصغيرة منها، من الاستثمار في شركات كبيرة، مستفيدين من انخفاض تكلفة الأدوات المالية مقارنة بالقروض البنكية (شنطاوي، 2009). كما يسهم في تعزيز

الوعي الاستثماري لدى المجتمع، مما يدفع الأفراد لتوظيف مدخراتهم في الأوراق المالية بدلاً من الاحتفاظ بها كسيولة (هوشيار، 2014). ويشجع السوق المدخرين من خلال ميزات عدة، أبرزها حماية الثروة من التضخم مع تحقيق عوائد مالية مجزية، وتوفير التنويع وتقليل المخاطر عبر الأدوات المالية المختلفة والمشتقات، فضلاً عن الاستفادة من خدمات مؤسسات مالية متخصصة (الدهمي، 2010؛ شنطاوي، 2009). علاوة على ذلك، يوفر السوق حماية للمستثمرين من خلال التدخل لضبط حركة الأسعار غير الطبيعية، مع ضمان المساواة في الوصول إلى المعلومات الدقيقة والكافية عن الشركات (شريط، 2014).

3.3.1.2 تقويم أداء الشركات

تعمل سوق الأوراق المالية على تقييم أداء الشركات المدرجة من خلال اشتراط توفير معلومات دقيقة وموثوقة حول أدائها، مما يساعد الفاعلين في السوق على اتخاذ قرارات استثمارية مناسبة (شنطاوي، 2009). يدفع ذلك الشركات لتحسين نتائجها لجذب المستثمرين وزيادة قيمتها السوقية، ما يسهم في تعزيز قدرتها على التوسع. أما الشركات غير المدرجة، فتسعى لتحسين أدائها للامتثال لشروط الإدراج، مما يرفع كفاءة الأداء العام للقطاعات الاقتصادية.

4.3.1.2 توجيه الاستثمار نحو القطاعات الأكثر ربحية

توجه سوق الأوراق المالية الموارد المالية نحو القطاعات ذات العوائد الأعلى من خلال التسعير المستمر للأوراق المالية، الذي يعتمد على الطلب والعرض المستندين إلى المعلومات المتاحة حول أداء القطاعات والشركات (شنطاوي، 2009). يؤدي ذلك إلى ارتفاع أسعار الأوراق المالية للقطاعات ذات الأداء الجيد حتى نقطة التشبع، حيث تنتقل الاستثمارات إلى قطاعات أخرى ذات عوائد أعلى، مما يعزز كفاءة توزيع الموارد المالية ودعم النمو الاقتصادي. إضافةً إلى ذلك، تعكس السوق حالة الاقتصاد عبر حركة أسعار الأوراق المالية، ما يبرز الأنشطة والقطاعات الأكثر ربحية خلال فترات زمنية محددة.

5.3.1.2 تمويل خطط التنمية والمساهمة في الاستقرار النقدي

إن وجود سوق نشطة للأوراق المالية وفعالة في تعبئة المدخرات، يوفر فرصة للحكومات لتلبية احتياجاتها لتمويل المشاريع التنموية، عن طريق إصدار السندات وطرحها للتداول. وهذا يجنبها اللجوء إلى الاستدانة الخارجية وتبعاتها الاقتصادية والاجتماعية والسياسية. كما تمكن سوق الأوراق المالية السلطات النقدية من تحقيق الاستقرار النقدي من خلال سياسة السوق المفتوحة. (الدهمي، 2010؛ شنطاوي، 2009)

6.3.1.2 تجنب الآثار التضخمية للقروض البنكية

تقدم البنوك قروضًا باستخدام تقنية الاحتياطي الإجباري الجزئي، مما يؤدي إلى خلق كتلة نقدية إضافية قد تسبب ضغوطًا تضخمية إذا تجاوزت نمو الاقتصاد الحقيقي. بالمقابل، توفر سوق الأوراق المالية بديلاً لتمويل الأنشطة الاقتصادية من خلال تعبئة الفوائض المالية لدى الأعوان الاقتصاديين بدلاً من زيادة المعروض النقدي، مما يساهم في الحد من التضخم الناتج عن الإقراض البنكي.

7.3.1.2 جلب موارد مالية أجنبية

يمكن أن تساهم سوق الأوراق المالية في جلب رؤوس الأموال الأجنبية، بما توفر لهم من فرص استثمار ذات عوائد مجزية مقارنة مع الأسواق الأخرى. وتحقيق ذلك يتطلب توفر كل الشروط الضرورية لقيام سوق أوراق مالية نشطة ومتطورة، كالفعالية في نشر المعلومات الدقيقة حول الشركات المدرجة، والسيولة العالية للأوراق المالية، بالإضافة إلى المحيط القانوني المناسب للبلد الذي تنشط فيه السوق.

4.1.2 سوق الأوراق المالية الإسلامية

لقد أصبحت أسواق الأوراق المالية الإسلامية جزءا لا يتجزأ من المنظومة المالية الدولية، نظرا للنمو الكبير الذي شهدته الصناعة المالية الإسلامية، بما فيها ما يتعلق بإصدار أدوات مالية تتوافق مع الشريعة الإسلامية وقابلة للتداول في الأسواق المالية، وما صاحب هذا النمو من تطوير في الأطر التنظيمية والقانونية التي تراعي الجوانب التي يتميز بها التمويل الإسلامي عن غيره من أنظمة التمويل التقليدية، من ناحية المبادئ والأسس، والتي تنعكس على طبيعة الأهداف الاقتصادية والاجتماعية، وعلى الجانب التنظيمي في شكل حوكمة شرعية.

1.4.1.2 مفهوم سوق الأوراق المالية الإسلامية

على خلاف التعاريف الخاصة بسوق الأوراق المالية التقليدية، والتي هي مبنية في الأساس على ما هو موجود في الواقع، فإن جل التعاريف الخاصة بسوق الأوراق المالية الإسلامية، التي أمكن الوقوف عليها، يسعى أصحابها لتوضيح المأمول من وجود سوق أوراق مالية إسلامية، أو الشروط التي يجب توفرها حتى تستحق مصطلح إسلامية. وهذا يبدو أنه راجع لحداثة تجربة السوق المالية الإسلامية وقلتها من جهة، ومن جهة أخرى إلى المرجعية المفروضة ابتداء على هذه السوق، وهي التوافق وأحكام ومقاصد الشريعة الإسلامية.

وفيما يلي عرض لأهم التعاريف الخاصة بسوق الأوراق المالية الإسلامية:

- "سوق منظمة تنعقد في مكان معين وفي أوقات دورية للتعامل الشرعي بيعا وشراء لمختلف الأوراق المالية، وتهدف إلى تعبئة المدخرات النقدية وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة" (أحمد، 1989)
- "ذلك الإطار أو المجال الشرعي الذي يتم فيه إصدار الأدوات المالية المتوافقة والشريعة الإسلامية من طرف أصحاب العجز ثم اقتناؤها وتداولها عبر قنوات اتصال فعالة بين أصحاب الفائض بصورة منظمة ومراقبة، وعلى أسس شرعية من طرف الهيئة الشرعية للسوق، وذلك من أجل تثمير الأموال في إطار شرعي" (بن ضيف ومزغيش، 2018)

هاذين التعريفين مبنيين على أساس ما يجب أن تكون عليه سوق أوراق مالية حتى تتصف بأنها إسلامية. حيث أن التعريف الثاني يمثل التعريف المتداول لأي سوق للأوراق المالية التقليدية، لكن مضافا إليه شرط التوافق مع الشريعة الإسلامية، بحيث تعمل هيئة متخصصة (الهيئة الشرعية للسوق) على ضمان هذا التوافق. أما التعريف الأول فهو أضيق من التعريف الثاني، حيث ركز على توجيه المدخرات النقدية نحو المشروعات المنتجة دون غيرها، وهذا على ما يبدو فيه إشارة إلى ضرورة ارتباط القطاع المالي بالقطاع الحقيقي المنتج.

وفيما يخص الأسواق الموجودة حاليا، فلدينا تعريف لسوق رأس المال الإسلامية في ماليزيا، وتعريف السوق المالية الإسلامية الدولية، وبغض النظر عن التسمية، فمن الجانب العملي كلاهما سوق للأوراق المالية.

بالنسبة لسوق رأس المال الإسلامية في ماليزيا، تعرفها هيئة الأوراق المالية الماليزية كما يلي: "هي سوق تعمل بالتوازي مع سوق الأوراق المالية التقليدية في ماليزيا، وتكون المعاملات فيها بطريقة لا تتعارض مع معتقدات المسلمين والدين الإسلامي" (SCM & investsmartsc, 2022)، "وهنا التأكيد على الشريعة الإسلامية بحيث تكون السوق خالية من الأنشطة المحرمة كالربا، والميسر، والغرر"(SCM, 2022).

أما السوق المالية الإسلامية الدولية، فتعرف من طرف نفس المنظمة كما يلي: "هي منظمة محايدة وغير ربحية تعمل على إيجاد بيئة نشطة ومنظمة تنظيما جيدا لتدفقات رأس المال التجارية، من خلال مجموعة كاملة من الأدوات المالية المتوافقة مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية على الصعيد الدولي"(IIFM, 2022).

يمكن استخلاص بعض النقاط من التعريفات التي أمكن الاطلاع عليها:

- سوق الأوراق المالية الإسلامية هي إطار لإصدار وتداول الأدوات المالية مثلها مثل سوق الأوراق المالية التقليدية؛
- الضوابط الشرعية مهمة جدا في عمل هذه السوق، وبالتالي ضرورة وجود جهة أو هيئة تضمن التقيد بهذه الضوابط، لذلك لا يمكن لسوق الأوراق المالية الإسلامية إلا أن تكون سوقا منظمة.

ومنه يمكن القول بأن سوق الأوراق المالية الإسلامية هي سوق منظمة، تعمل على توفير إطار من الترتيبات والوسائل المناسبة لإصدار وتداول الأوراق المالية المتوافقة مع مبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية، وتسهر على ضمان هذا التوافق هيئة شرعية مؤهلة ومعتمدة رسميا للقيام بهذا الدور، وهذا سعيا إلى طمأنة جمهور المتعاملين المسلمين بشرعية الأدوات المالية المتداولة وعمليات السوق (الإصدار والتداول) من جهة، وتحقيق المقاصد الاقتصادية والاجتماعية للشريعة الإسلامية من جهة أخرى.

2.4.1.2 أهداف قيام سوق الأوراق المالية الإسلامية

إن إنشاء أسواق للأوراق المالية الإسلامية كان من أجل تحقيق مجموعة من الأهداف نذكر فيما يلي أهمها:

أ. تلبية الطلب المتزايد على الاستثمارات المتوافقة مع الشريعة

مع تنامي مؤسسات التمويل الإسلامي وتراكم الثروة في بعض البلدان الإسلامية، ظهرت الحاجة إلى أسواق مالية إسلامية تدير السيولة بفعالية وتلبي الطلب المتزايد على أدوات استثمار متوافقة مع الشريعة، مثل الصكوك والأسهم. توفر هذه الأسواق بدائل استثمارية تتجنب المحظورات كالربا والميسر، مما يسهم في تعزيز السيولة وجذب مستثمرين من خلفيات دينية متنوعة (ISRA, 2011).

ب. الحد من المخاطر المالية وتعزيز الاستقرار المالي

تركز السوق المالية الإسلامية على تقليل المخاطر وتعزيز الاستقرار عبر تجنب الأدوات القائمة على الفائدة والمشتقات الخطرة، واعتماد آليات المشاركة والمضاربة لتوزيع المخاطر بين الأطراف. تسهم هذه المبادئ في خلق بيئة استثمارية مستقرة تحد من تأثير الأزمات المالية وتعزز استقرار الاقتصاد (El Tiby & Grais, 2015).

ج. تعبئة الموارد المالية وتخصيص رأس المال بكفاءة

تهدف السوق المالية الإسلامية إلى تعبئة الموارد المالية وتوجيهها نحو مشاريع إنتاجية تدعم الاقتصاد الحقيقي والقيم الإسلامية، مما يعزز تنويع الاقتصاد وتقليل الاعتماد على التمويل التقليدي. تُستخدم أدوات مثل الصكوك لتمكين المستثمرين من المساهمة في مشاريع حقيقية بدلاً من الأنشطة غير الإنتاجية (Hassan & Islam, 2023).

د. تعزيز الشفافية والمساءلة في العمليات المالية

تعمل سوق الأوراق المالية الإسلامية على تعزيز الشفافية والمساءلة عبر توجيه الشركات والمؤسسات المالية إلى الإفصاح الكامل عن توافق أنشطتها مع أحكام الشريعة. يتم ذلك من خلال أنظمة الحوكمة الشرعية التي تتطلب من الشركات الكشف عن العمليات والمعاملات بطريقة واضحة ومفهومة. هذا الالتزام بالشفافية يسهم في بناء الثقة بين المستثمرين والمشاركين في السوق، ويعزز من مصداقية المؤسسات المالية الإسلامية أمام المستثمرين من جميع الخلفيات. والمجلس الشرعي، كجزء من هيكل الحوكمة الشرعية، يلعب دورًا حيويًا في إصدار الفتاوى ومراقبة مدى الالتزام بالمعايير الشرعية (Herzi).

هـ. دعم التنمية الاقتصادية المستدامة

أحد الأهداف المركزية للسوق المالية الإسلامية هو دعم التنمية الاقتصادية المستدامة. إذ تتماشى المعايير الشرعية مع مبادئ المسؤولية الاجتماعية والاستثمار الأخلاقي، حيث تشجع السوق المالية الإسلامية على تمويل المشاريع التي تساهم في تحسين الظروف الاقتصادية والاجتماعية والبيئية. على سبيل المثال، تستثمر الصكوك الإسلامية في مشاريع البنية التحتية والطاقة المتجددة، والتي تحقق فوائد للمجتمع بأسره، وليس فقط للمستثمرين. هذا التركيز على التنمية المستدامة يعزز من دور السوق المالية الإسلامية كأداة لتحقيق التنمية الشاملة والتقليل من التفاوت الاجتماعي (Kasim, Nu NuHtay, & Salman, 2013).

و. خلق بيئة استثمارية أخلاقية وشفافة

تتبنى السوق المالية الإسلامية معايير أخلاقية عالية من خلال الالتزام بالشفافية في جميع المعاملات المالية وتشجيع الاستثمارات التي تعود بالنفع على المجتمع ككل. تعتبر المبادئ الأخلاقية في السوق الإسلامية جزءًا لا يتجزأ من هيكل الحوكمة، حيث تتطلب من الشركات والمؤسسات المالية الالتزام بمعايير الشريعة التي تركز على العدالة والمساواة والالتزام بالنزاهة. يُعد هذا النهج الأخلاقي داعمًا لجذب المستثمرين الذين يبحثون عن استثمارات أخلاقية ومسؤولة اجتماعياً (Wilson, 2013)

ز. التوجه نحو تنمية الاقتصاد الحقيقي

على عكس بعض الأسواق المالية التقليدية التي تركز على الربح السريع من خلال المضاربة، تسعى السوق المالية الإسلامية إلى تعزيز الاقتصاد الحقيقي. حيث تشجع الاستثمار في الأصول الملموسة والمشاريع الإنتاجية، مما يساهم في خلق فرص عمل جديدة وتوسيع القاعدة الإنتاجية للاقتصاد من خلال التركيز على النشاطات الإنتاجية والاستثمار في المشاريع التي تعود بالنفع الاقتصادي المباشر، لذلك فإن السوق المالية الإسلامية تسهم في تنمية اقتصادية مستدامة (Maiyaki, 2013).

3.4.1.2 أسس ومبادئ سوق الأوراق المالية الإسلامية

يقوم سوق الأوراق المالية الإسلامية على مجموعة من الأسس والمبادئ التي يتميز بها عن سوق الأوراق المالية التقليدية، نظرا لمرجعيته المستمدة من مبادئ الشريعة الإسلامية.

1.3.4.1.2 الامتثال الكامل للشريعة الإسلامية

ويتضمن:

- **التحريم المطلق للربا:** الربا، أو الفائدة على رأس المال، محظور تمامًا في الشريعة الإسلامية. ومن هذا المنطلق، تُصمم الأدوات المالية الإسلامية لتجنب أي شكل من أشكال الفائدة. وبدلاً من ذلك، تُبنى المعاملات على الربح والخسارة المشتركين، مما يضمن أن يكون الربح ناتجًا عن نشاط اقتصادي حقيقي بدلاً من مجرد عائد على رأس المال (El Tiby & Grais, 2015).

- **منع الغرر والميسر:** يُحظر الغرر (الجهالة) والميسر (القمار) في الشريعة الإسلامية. وتتجسد هذه الأحكام في تجنب المعاملات ذات المخاطرة المفرطة أو غير المحددة، والتي قد تؤدي إلى الخسارة المالية للطرفين أو أحدهما. لذلك، تتجنب السوق المالية الإسلامية الأدوات التي تنطوي على معاملات مستقبلية غير مؤكدة، مثل بعض أنواع المشتقات والعقود المستقبلية (Alam & Akbar, 2015).

2.3.4.1.2 التعامل بالأصول الحقيقية وتقاسم المخاطر

وهذا من خلال:

- **التركيز على الأصول الحقيقية:** السوق المالي الإسلامي يعتمد على الأصول الحقيقية. هذا يعني أن الأدوات المالية، مثل الصكوك، يجب أن تكون مدعومة بأصول ملموسة، مثل العقارات أو المعدات، بدلاً من الأصول الورقية أو المشتقات. يساهم هذا المبدأ في تقليل المخاطر المرتبطة بالأسواق المالية ويعزز من الاستقرار المالي.

- **تقاسم المخاطر بين الأطراف:** عوضًا عن تحمل أحد الأطراف كامل المخاطر، يتبنى السوق المالي الإسلامي نموذجًا يعتمد على الشراكة في الأرباح والخسائر. على سبيل المثال، في عقد المضاربة، يقوم أحد الأطراف بتوفير رأس المال بينما يدير الآخر المشروع، ويتقاسمان الأرباح والخسائر وفق نسبة متفق عليها مسبقًا. هذا المبدأ يعزز من العدالة ويقلل من التفاوت المالي بين الأطراف المشاركة في العقد (Maiyaki, 2013).

3.3.4.1.2 الشفافية والمساءلة في جميع المعاملات

وذلك بـ:

- **الالتزام بالإفصاح الشامل:** تشدد الشريعة على أهمية الشفافية، حيث يتوجب على المؤسسات المالية الإسلامية تقديم معلومات دقيقة وشفافة للمستثمرين والشركاء حول طبيعة الأنشطة المالية والمخاطر المتوقعة. يتمثل الهدف من ذلك في تمكين المستثمرين من اتخاذ قرارات استثمارية واعية بناءً على معلومات موثوقة

- **المساءلة الشرعية:** تلتزم السوق المالية الإسلامية بنظام رقابي صارم، حيث تتم مراقبة كافة المعاملات والمنتجات المالية من قبل مجلس شرعي. يساعد هذا في تعزيز الثقة في السوق المالي الإسلامي، ويضمن أن كل معاملة أو منتج يتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية (Herzi).

4.3.4.1.2 دعم التنمية الاقتصادية والاجتماعية المستدامة

وهذا عن طريق:

- **الاستثمار في المشاريع المستدامة:** السوق المالي الإسلامي لا يقتصر فقط على تحقيق الأرباح، بل يسعى أيضًا لدعم المشاريع التي تساهم في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية. تشمل هذه المشاريع، على سبيل المثال، استثمارات في البنية التحتية والطاقة المتجددة التي تعود بالنفع على المجتمع وتساعد في خلق فرص عمل وتحسين مستويات المعيشة. هذه النظرة تستند إلى مفهوم التكافل والمسؤولية الاجتماعية في الإسلام، الذي يشجع على دعم المجتمع ككل (ISRA, 2011).

- **تعزيز العدالة الاجتماعية:** بفضل تبني نموذج تقاسم الأرباح والخسائر وتجنب الربا، فإن السوق المالي الإسلامي يساهم في تقليل الفوارق الاقتصادية بين الأفراد. حيث يمنح السوق فرصًا متساوية للمستثمرين للانخراط في الأنشطة الاقتصادية وتحقيق العوائد بما يتماشى مع القيم الإسلامية للعدالة والتكافل الاجتماعي (Kasim, Nu NuHtay, & Salman, 2013).

5.3.4.1.2 الالتزام بالأخلاق والمعايير الاجتماعية

وهذا يعتمد على:

- **تجنب الأنشطة المحرمة:** يلتزم السوق المالي الإسلامي بالابتعاد عن الاستثمارات التي تتعارض مع القيم الأخلاقية الإسلامية، مثل الصناعات المرتبطة بالكحول، والتبغ، والمقامرة، والصناعات الترفيهية التي لا تتماشى مع الأخلاق الإسلامية. هذا الالتزام يضمن أن الاستثمارات في السوق المالي الإسلامي لا تخدم فقط مصالح الأفراد، بل تعزز أيضًا من أخلاقيات المجتمع بشكل عام؛

- **المسؤولية تجاه المجتمع والبيئة:** يعزز السوق المالي الإسلامي من المسؤولية تجاه المجتمع من خلال تشجيع الاستثمارات التي تعود بالنفع على البيئة وتقلل من التأثيرات السلبية، مثل دعم مشاريع الطاقة النظيفة والمشاريع التي تساهم في التنمية المستدامة. (Maiyaki, 2013).

6.3.4.1.2 التعاون مع الهيئات الشرعية والإشراف الشرعي

وذلك من خلال:

- **دور المجالس الشرعية:** يتطلب السوق المالي الإسلامي وجود مجالس شرعية مستقلة تتولى مسؤولية مراجعة وتوجيه الأنشطة والمنتجات المالية لضمان التوافق مع الشريعة الإسلامية. تشمل مهام هذه المجالس إصدار الفتاوى المتعلقة بالمنتجات الجديدة وتقديم الإرشادات المستمرة لضمان التزام المؤسسات المالية بالأحكام الشرعية. هذه المجالس تضفي مصداقية وشرعية على أنشطة السوق وتساعد في بناء الثقة لدى المستثمرين (El Tiby & Grais, 2015).

- **التحديث المستمر للمعايير:** يتطلب تطور الأسواق المالية الإسلامية تحديث المعايير الشرعية بانتظام لمواكبة الابتكارات المالية والتحديات الاقتصادية. يعمل المجلس الشرعي على ضمان توافق المنتجات الجديدة مع

الشريعة من خلال وضع إطار شرعي مرن يلبي متطلبات السوق المتغيرة دون المساس بالأسس الشرعية (ISRA, 2011).

4.4.1.2 الحوكمة الشرعية لسوق الأوراق المالية الإسلامية

الحوكمة الشرعية هي إطار تنظيمي يهدف إلى ضمان توافق جميع الأنشطة في السوق المالي الإسلامي مع الشريعة الإسلامية. وتعتبر الحوكمة الشرعية مكونًا أساسيًا في حماية مصالح المستثمرين وتعزيز الثقة في أسواق الأوراق المالية الإسلامية. إن الالتزام بهذه المعايير يسهم في تعزيز النزاهة والشفافية والامتثال للقيم الأخلاقية الإسلامية، مما يجذب المزيد من المستثمرين (Kasim, Nu NuHtay, & Salman, 2013).

وفيما يلي توضيح لأهم العناصر المرتبطة بالحوكمة الشرعية:

1.4.4.1.2 المجلس الشرعي

يتكون المجلس الشرعي من خبراء في الشريعة الإسلامية والتمويل الإسلامي، ويُشترط أن يتمتعوا باستقلالية لضمان القرارات الموضوعية في تسيير الأمور الشرعية. ويتمثل دور المجلس في إصدار الفتاوى وتقديم الإرشادات الشرعية حول المنتجات والخدمات المالية. كما يقوم بمراقبة أنشطة السوق للتأكد من توافقها مع أحكام الشريعة (Maiyaki, 2013). وتعد استقلالية المجلس عن الإدارة التنفيذية عاملاً حاسمًا للحفاظ على نزاهة السوق، حيث يضمن ذلك عدم تدخل الإدارة في القرارات الشرعية (Wilson, 2013). يتواصل مجلس الشريعة بانتظام مع الإدارة التنفيذية لضمان الالتزام بالشريعة في جميع الأنشطة المالية، ويعمل على معالجة أي قضايا شرعية تنشأ في السوق. (Kasim, Nu NuHtay, & Salman, 2013).

2.4.4.1.2 العمليات والإجراءات الخاصة بالحوكمة الشرعية

وتتمثل في إصدار الفتاوى الشرعية، والمراقبة والتدقيق الشرعي.

- **إصدار الفتاوى الشرعية**

يعتمد مجلس الشريعة على خطوات محددة لإصدار الفتاوى، تشمل تحليل المنتج أو العملية المالية، والتأكد من توافقها مع الشريعة قبل إجازتها (Herzi). ويلتزم المجلس بتوثيق جميع الفتاوى والإرشادات الشرعية، مع مراقبة التنفيذ الدوري لضمان الالتزام المستمر (Kasim, Nu NuHtay, & Salman, 2013).

- **المراقبة والتدقيق الشرعي**

يتم إجراء التدقيق الشرعي بانتظام من خلال فرق داخلية وخارجية لضمان توافق جميع العمليات المالية مع الشريعة(Wilson, 2013) . كما يقوم المجلس بإعداد تقارير دورية توضح مستوى الالتزام الشرعي والتحديات التي تواجه السوق (Kasim, Nu NuHtay, & Salman, 2013). وفي حالة النزاعات التي قد تنشأ بين المجلس الشرعي والإدارة يعتمد السوق المالي الإسلامي على آليات واضحة لإدارتها، مع توفير قنوات للتصعيد إلى هيئات شرعية مستقلة عند الحاجة (Wilson, 2013).

3.4.4.1.2 معايير الحوكمة الشرعية في سوق الأوراق المالية الإسلامي

وتتمثل في الشفافية والإفصاح بالإضافة إلى المسؤولية الاجتماعية.

- **الشفافية والإفصاح**: يشمل الإفصاح كل المعلومات الضرورية حول المنتجات والخدمات المالية، مما يسهم في تعزيز الثقة ويضمن اتخاذ قرارات مستنيرة من قبل المستثمرين (Maiyaki, 2013). ويجب الالتزام بتوفير المعلومات في الوقت المناسب لتجنب الغرر وضمان الشفافية (Wilson, 2013).

- **المسؤولية الاجتماعية**: تعد المسؤولية الاجتماعية جزءًا مهمًا من الحوكمة الشرعية، حيث تشجع الشركات على المساهمة في التنمية الاجتماعية والبيئية (Litaa & Utama, 2017). ويعزز سوق الأوراق المالية الإسلامية من الالتزام بأنشطة استثمارية تساهم في التنمية الاجتماعية بما يتوافق مع الشريعة الإسلامية. El) Tiby & Grais, 2015)

4.4.4.1.2 الحوكمة الشرعية في مقابل اللوائح التنظيمية

إذا كانت أسواق الأوراق المالية التقليدية المنظمة لا تخضع للحوكمة الشرعية فإنها تخضع لمجموعة من اللوائح التنظيمية تشترك في بعض العناصر مثل ضمان حقوق المتعاملين في السوق والشفافية وتختلف في عناصر أخرى. والجدول أدناه يلخص أهم الفروقات بين الحوكمة الشرعية واللوائح التنظيمية في سوق الأوراق المالية التقليدية.

الجدول رقم: 1 الحوكمة الشرعية مقابل اللوائح التنظيمية

وجه المقارنة	الحوكمة الشرعية في السوق المالي الإسلامي	اللوائح التنظيمية في السوق المالي التقليدي
الأسس والقيم	تستند إلى الشريعة الإسلامية، حيث تحرم الربا، الغرر، والميسر، وتركز على العدالة والمشاركة في المخاطر.	تستند إلى المبادئ الاقتصادية العامة، مع التركيز على الكفاءة والنمو دون اعتبار لقيم دينية محددة.
الأهداف التنظيمية	ضمان توافق الأنشطة المالية مع الشريعة، وتحقيق المسؤولية الاجتماعية والاستثمار المستدام.	حماية حقوق المستثمرين، ضمان الشفافية، تعزيز كفاءة السوق، وتقليل مخاطر الأزمات المالية.
الإجراءات والضوابط	تعتمد على مجالس شرعية مستقلة لمراجعة المنتجات وإصدار الفتاوى الشرعية الملزمة.	تعتمد على هيئات تنظيمية حكومية تحدد الإرشادات العامة للممارسات المالية دون التدخل في محتوى المنتجات.
الشفافية والإفصاح	تتطلب الإفصاح لتحديد مدى التوافق الشرعي للمنتجات لضمان ثقة المستثمرين الملتزمين بالشريعة.	تركز على الإفصاح عن المعلومات المالية الأساسية لضمان عدالة السوق وكفاءة تداول المعلومات.
التحديات الخاصة	التنسيق بين الفتاوى الصادرة عن المجالس المختلفة، وتدريب الكوادر لضمان الالتزام الشرعي المستمر.	تنظيم الأسواق المالية الدولية وحماية المستثمرين من الأزمات المالية والاحتيال.
التطبيق على الأدوات المالية	تحظر بعض المنتجات تمامًا إذا كانت تتعارض مع الشريعة، مثل المنتجات القائمة على الفائدة والمشتقات ذات المخاطر العالية.	تسمح بتداول جميع أنواع المنتجات طالما أنها تخضع للوائح الشفافية ولا تنطوي على احتيال.

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على:

(Salman & Hassan, 2017; Kasim, Nu NuHtay, & Salman, 2013; Litaa & Utama, 2017; Herzi; Maiyaki, 2013; Wilson, 2013; El Tiby & Grais, 2015)

يتبين من الجدول رقم 1 أن الفرق في الأسس والقيم يعكس تباينًا عميقًا بين النظامين؛ فأسواق الأوراق المالية الإسلامية تستند إلى الشريعة الإسلامية التي تحظر الربا والمضاربة وتؤكد على العدالة وتوزيع المخاطر، مما يضفي بُعدًا أخلاقيًا واجتماعيًا على الحوكمة الشرعية. بالمقابل، تعتمد اللوائح التقليدية على مبادئ الكفاءة والنمو، مع تركيز رئيسي على حماية حقوق المستثمرين دون ربط بالقيم الدينية.

كما تختلف الأهداف بين النظامين؛ فأسواق الأوراق المالية الإسلامية تهدف إلى تعزيز الاستثمارات المتوافقة مع الشريعة، التي تساهم في التنمية الاجتماعية والاقتصادية المستدامة، بينما تركز اللوائح التقليدية على حماية حقوق المستثمرين، الشفافية، وكفاءة الأسواق، مع اهتمام محدود بالبعد الأخلاقي أو الاجتماعي.

أما من حيث الإجراءات، فالحوكمة الشرعية تعتمد بشكل كبير على المجالس الشرعية التي تراجع المنتجات والخدمات لضمان التزامها بأحكام الشريعة، مما يعزز من ثقة المستثمرين الملتزمين بالشريعة. أما أسواق الأوراق المالية التقليدية فتعتمد على هيئات تنظيمية حكومية تضع إرشادات عامة للممارسات المالية، دون تدخل في الجوانب الشرعية للمنتجات.

أخيرا، من الواضح أن الحوكمة الشرعية تواجه تحديات مختلفة، مثل توحيد الفتاوى وتوفير الكوادر الشرعية المؤهلة، بينما تتركز التحديات في الأسواق التقليدية على تنظيم الأسواق الدولية وحماية المستثمرين من الأزمات المالية.

5.1.2 الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

الأوراق المالية (securities) هي عبارة عن أصول مالية (financial assets)، أو أدوات مالية (financial instruments)، قابلة للتداول. وتُعرف على أنها حق في سلسلة من التدفقات النقدية في المستقبل. (Portait, 2014) كما تُعرف على أنها التزام قانوني مكتوب من جانب أحد الأطراف بتحويل شيء ذي قيمة، عادة نقود، إلى طرف آخر في تاريخ محدد في المستقبل (Stephen & Kermit, 2015). وهذا الحق أو الالتزام يختلف بين السوق التقليدي والسوق الإسلامي، فإذا كانت أدوات الملكية هي الأدوات المتفق عليها عموما بين سوق الإسلامي والسوق التقليدي نظرا لارتباطها المباشر بالأداء الاقتصادي، فهناك اختلاف كبير في باقي الأدوات المالية.

1.5.1.2 الأوراق المالية المتداولة في السوق التقليدي

وتنقسم إلى أسهم، وسندات، ومشتقات.

1.1.5.1.2 الأسهم

هي أوراق مالية تعبر أساسا عن علاقة ملكية بين مُصدر الورقة ومشتريها أو حاملها.

أ. تعريف الأسهم

يعرف السهم بأنه: "شهادة ملكية تمثل، في آن واحد، مصدر تمويل للجهة الصادر عنها، وشهادة توظيف (استثمار) بالنسبة للمشتري (مالك السهم)"(Clerc & Jean-Philippe, 2008) . أو هو: "شهادة مساهمة في شركة، تعطي لصاحبها صفة شريك؛ بحيث، فيما عدا استثناءات، يصبح له الحق النسبي في تسيير الشركة، وفي الأرباح المحققة، وفي أصول الشركة"(Jacquillat, Solnik, & Pérignon, 2014). أو هو: "قيمة منقولة صادرة عن شركة، بحيث مجموع الأسهم يمثل الرأسمال الاجتماعي لهذه الشركة، وأصحاب الأسهم هم ملاك الشركة"(Karyotis, 2018) .

إذن، السهم هو صك أو شهادة، قابلة للتداول، تصدر عن شركة تُمثل جزءا من رأسمالها، بحيث يصبح مشتري السهم مالك لجزء من الشركة، وتعطيه هذه الملكية، عموماً، مجموعة من الحقوق، منها: تسيير الشركة، الأرباح المحققة، والحق في أصول الشركة، في مقابل حصول الشركة على تمويل يساوي قيمة مجموع الأسهم المصدرة.

ب. خصائص الأسهم

يعبر السهم عموما عن حصة في رأسمال شركة. والشراكة بين البشر معروفة منذ القدم، لكن السهم بخصائصه الأساسية، يعود ظهوره حسب بعض المراجع إلى القرن الثالث عشر الميلادي، حيث تم استحداث وبيع شهادات تعبر عن حق في الأرباح المتوقعة من الرحلات الاستكشافية، خاصة من إيطاليا.(Ranald, 2006) وقد تم اللجوء لهذه الطريقة نظرا للتكلفة الكبيرة لهذه الرحلات، ومخاطرها العالية، فهي تساعد على توزيع التكلفة والمخاطر على عدد كبير نسبيا من المساهمين، مما يسهل تحملها. وما جعل هذه الشهادات تعتبر من أولى الأسهم بالمفهوم الحديث هي خاصيتين:

- تصدُر هذه الشهادات بقيم صغيرة نسبيا، مما يسمح لشريحة أكبر من المستثمرين بالمساهمة؛
- يمكن تحويل ملكية هذه الشهادات لأي طرف آخر.(Stephen & Kermit, 2015)

وقد تطورت الأسهم بتطور الشركات وكذلك الأسواق، فأصبحت تمثل مجموعة من الحقوق المحددة قانونا، بالإضافة إلى مميزات إضافية تمنحها الشركات لمساهميها لأغراض متعددة. ومن ناحية الأسواق، فقد أصبح تداول الأسهم يتصف بالسهولة والأمان، بسبب التسهيلات التي توفرها هذه الأسواق، كالمعلومات ووسائل الاتصال المتطورة.

ومما يساهم في ازدهار إصدار وتداول الأسهم في العصر الحديث، هو تمتعها بمجموعة من الخصائص، أهمها:

- يمثل السهم جزء صغير جدا من القيمة الكلية للشركة؛
- سعر السهم الواحد يعتبر منخفضا مما يسمح للأفراد باستثمار مبالغ منخفضة نسبيا؛
- لا يحصل حملة الأسهم على عائداتها إلا بعد تسديد حقوق جميع الدائنين؛

- لا يمكن أن تتجاوز خسائر المساهمين السعر الذي دفعوه مقابل السهم؛
- يمكن لحملة الأسهم تغيير المسيرين في حال سوء أدائهم لمهامهم (Stephen & Kermit, 2015).

ج. قيمة السهم

يكتسي مفهوم القيمة للسهم أهمية بالنسبة للأطراف المعنية به، ويتغير هذا المفهوم بحسب الغرض المراد من هذه القيمة، لذلك نجد أربع قيم أساسية للسهم هي: (التميمي، 2010؛ هوشيار، 2014)

- **القيمة الاسمية:** هي القيمة التي تظهر على شهادة السهم، وتحدَد عند الإصدار، وهي تعبر عن النسبة التي يمثلها السهم من إجمالي رأسمال الشركة؛
- **القيمة الدفترية:** وهي القيمة المستخرجة من دفاتر الشركة، وتحسب بقسمة أصول الشركة، بعد طرح الالتزامات، على عدد الأسهم المصدرة، فهي تمثل حق الملكية للمساهمين؛
- **القيمة السوقية:** تمثل سعر بيع السهم في السوق، وهي تتغير حسب ظروف العرض والطلب على السهم؛
- **القيمة الحقيقية:** تعبر عن نصيب السهم من ممتلكات الشركة بقيمتها الحقيقية، أي بعد إعادة تقييم هذه الممتلكات وفق طرق ونماذج معينة. فخلافا لقيم السهم المذكورة سابقا، فإن هذه القيمة قد تختلف في آن واحد حسب النموذج المتبع في تحديدها.

د. أنواع الأسهم

هناك نوعين أساسيين للأسهم: أسهم عادية وأسهم ممتازة

- **الأسهم العادية:** هي تلك الأسهم التي لا تمنح لصاحبها أي ميزة عن غيره من المساهمين، فيما يتعلق بالحق في الأرباح، والحق في أصول الشركة عند تصفيتها. (بني هاني، 2014) وعلى العموم يتمتع حامل السهم العادي بمجموعة من الحقوق الأساسية هي:

- الحق في الأرباح الموزعة: أي إذا حققت الشركة أرباحا، وقرر مجلس الإدارة توزيع جزء منها على المساهمين، دون أن يكون مجبرا على ذلك؛
- الحق في الحصول على المعلومات حول تسيير الشركة ونتائجها المالية؛
- الحق في التصويت عند انعقاد الجمعية العامة للشركة، حيث كل سهم عادي يمثل صوتا واحدا؛

- الحق فيما تبقى من أصول الشركة عند التصفية بعد تسديد حقوق الغير، أي: الدولة ثم حاملي السندات ثم المقرضين ثم حاملي الأسهم الممتازة (Jean & Max, 2017)، حيث تقسم القيمة المتبقية من الأصول بالتساوي على الأسهم العادية، سواء كانت أكبر أو أقل من القيمة الإسمية لمجموع الأسهم العادية (Lehman, 2008).

كما أنه لا يحق لحاملي الأسهم العادية مطالبة الشركة المصدرة بقيمة الأسهم إلا في حالة التصفية، لكن بإمكانهم تحويلها إلى سيولة في أي وقت، عبر بيعها في السوق الثانوي بالأسعار الجارية.

- **الأسهم الممتازة:** هي أسهم تعطي لحاملها الأولوية مقارنة بالأسهم العادية، فيما يتعلق بتوزيع الأرباح، وكذلك في أصول الشركة عند التصفية، إلا أنها عادة لا تعطي لحاملها الحق في التصويت في الجمعية العامة خلافا للأسهم العادية، ويمكن إيجاز أهم خصائص الأسهم الممتازة فيما يلي:

- الحق في عائد ثابت يُحدد نسبة إلى القيمة الاسمية للسهم الممتاز، عادة يتراكم في حالة عدم توزيع الأرباح، مع أولوية تسديد الأرباح المتراكمة على الأسهم الممتازة قبل أي توزيع للأرباح على الأسهم العادية؛
- بعض الأسهم الممتازة تتمتع بإمكانية مشاركة أصحاب الأسهم العادية في الأرباح الموزعة، سواء في شكل علاوة (bonus) في حال تحقيق أرباح كبيرة، أو بنفس شروط توزيع الأرباح على الأسهم العادية؛
- الأسهم الممتازة مضمونة بالموجودات الاستثمارية للشركة، فحملتها يتمتعون بأولوية استرداد قيمة السهم الإسمية في حالة التصفية مقارنة بالأسهم العادية؛
- فيما عدا حالات خاصة، لا يحق لحاملي الأسهم الممتازة التصويت في الجمعية العامة ولا الترشح لعضوية مجلس الإدارة ولا التدخل في قرارات الشركة؛
- قد يكون السهم الممتاز قابل للإطفاء، أو قابل للاسترداد من طرف الشركة المصدرة، وقد يكون الحق لحامله في تحويله إلى أسهم عادية لنفس الشركة. (هوشيار، 2014؛ التميمي، 2010؛ Faur, 2013)

هذه الخصائص تجعل من الأسهم الممتازة تجمع بين بعض خصائص أدوات الملكية وأدوات الدين لذلك تسمى بالأوراق المالية الهجينة، حيث قد تفضل الشركات إصدار أسهم ممتازة لتوفرها على مجموعة من المزايا أهمها:

- قد تكون لها مدة محددة لذلك فهي مناسبة في حالة الحاجة إلى تمويل مؤقت؛
- إمكانية تجاوز توزيع الأرباح، أو تأجيلها إلى سنوات لاحقة، إذا كانت تراكمية، في حالة مواجهة صعوبات مالية، دون أن تتعرض الشركة إلى الإفلاس، خلافا للفوائد على القروض أو السندات؛

- زيادة القدرة على الاقتراض بسبب رفع نسبة الأموال المملوكة إلى الأموال المقترضة؛
- زيادة رأس المال بأموال الغير دون تدخلهم في إدارة الشركة. (بني هاني، 2014؛ Faur, 2013)

2.1.5.1.2 السندات

هي أوراق مالية تعبر عن علاقة دين بين مالكها ومُصدرها أو المقرض والمقترض. وتُعتبر السندات من أقدم الأوراق المالية، فقد ظهرت في القرن الثاني عشر الميلادي، عندما لجأت السلطة الحاكمة في البندقية إلى الاقتراض من أجل تغطية نفقاتها الحربية.

أ. تعريف السند

والسند بمفهومه الحديث يعرف على أنه عقد يلتزم بموجبه المصدِر لمالك السند بسلسلة من المدفوعات النقدية، إلى غاية تاريخ محدد (Roy, 2005)، حيث يتم استرداد أصل القرض أو القيمة الإسمية للسند.

ب. السمات العامة للسندات

مع التطور الذي شهدته الأسواق المالية عموما وأسواق السندات خصوصا، فقد أصبحت السندات تقدم مجموعة من الميزات سواء للمصدرين أو للمستثمرين، لكنها على العموم تشترك في السمات التالية:

- عوائدها محددة مسبقا بمعدلات ثابتة عموما، بغض النظر عن تقلبات الأسعار والظروف المالية للمُصدر؛
- لديها ثلاث قيم: القيمة الاسمية، القيمة الأدنى عند البيع بخصم، والقيمة الأعلى عند البيع بعلاوة (هوشيار، 2014)؛
- لها تاريخ استحقاق من سنة إلى 30 سنة؛
- قابلة للتداول في السوق الثانوي (التميمي، 2010)؛
- كونها تعبر عن دين فلصاحبها الأولوية في استرداد أمواله مقارنة بأصحاب الأسهم في حالة الإفلاس أو فض الشركة؛
- نظرا للتطور في مجال الإعلام الآلي والاتصالات، فقد أصبحت جل السندات اسمية، أي مسجلة إلكترونيا بأسماء مالكيها.

وتجدر الإشارة إلى أن أغلب السندات المصدرة في العالم (حوالي 95%) هي سندات بسيطة من دون أي سمات مميزة،(Faur, Bond Market: An Introduction, 2013) خاصة الحكومية منها.

ج. أنواع السندات

للسندات تصنيفات عدة، بتعدد الخصائص التي قد تتمتع بها، لكن التصنيف الأكثر شيوعا هو حسب الجهة المصدرة لها، وهي عموما إما حكومية، يرمز لها عادة بـ SSA Bonds (السندات السيادية والدولية وسندات الوكالات)، وإما سندات لشركات القطاع الخاص (corporate bonds).

- **السندات الحكومية والمؤسسات التابعة لها (SSA Bonds)**: يُعتبر القطاع الحكومي أكبر المصدرين للسندات في أغلب دول العالم، حيث تمثل السندات الصادرة عن الحكومات والمؤسسات التابعة لها 68% من حجم أسواق السندات في العالم. (ICMA, 2020) وتتميز هذه السندات بمخاطر منخفضة جدا وسيولة عالية وعائدات منخفضة (التميمي، 2010).
- **سندات الشركات (corporate bonds)**: تُمثل سندات الشركات 32% من حجم أسواق السندات في العالم.(ICMA, 2020) حيث تُعتبر المؤسسات المالية أهم مصدري سندات الشركات خاصة منها البنوك. (Faur, Bond Market: An Introduction, 2013) وهي تختلف عن السندات الحكومية في كونها ذات مخاطر متفاوتة من منخفضة إلى متوسطة إلى ذات مخاطر عالية، كما أنها ذات خصائص متنوعة.

3.1.5.1.2 المشتقات المالية

تُعتبر المشتقات المالية نوع من الأدوات المالية الحديثة، ولو أن البعض منها كان معروفا منذ القديم، لكنها ازدهرت بمفهومها وشكلها المعاصر، خلال العقود الثلاثة الأخيرة من القرن العشرين، وهي تُعتبر أكثر تعقيدا من الأوراق المالية التقليدية (الأسهم والسندات).

أ. تعريف المشتقات المالية

من وجهة النظر الاقتصادية، تُعرّف المشتقات المالية على أنها أوراق مالية قيمتها الاقتصادية مرتبطة بأصل معين كالأسهم والسندات والعملات والسلع (R. Glenn & Anthony, 2018) . أما من وجهة النظر الوظيفية، فتُعرّف على أنها عقود ثنائية تهدف في الأساس إلى إدارة المخاطر، خلافا للأوراق المالية الأخرى التي تهدف إلى زيادة رأس المال (Raffaele, 2011).

ويمكن الإجمال بأن المشتقات المالية هي كل عقد بين طرفين، قابل للتداول، يتضمن بيع أو شراء أو تداول في المستقبل لأصل مالي أو حقيقي أو تدفق نقدي بسعر محدد مسبقا، وبالتالي فإن قيمة أو سعر هذا العقد عند تداوله مرتبط بقيمة الأصل موضوع العقد.

ب. خصائص المشتقات المالية

تتميز المشتقات المالية عن الأوراق المالية الأخرى (أسهم وسندات) بخصائص عدة نذكر أهمها فيما يلي:

- مرتبطة بالمستقبل، فعملية التسليم أو تسوية العقد تقع في تاريخ محدد في المستقبل، خلافا للأسهم والسندات التي تنتقل فيها الملكية والحقوق المرتبطة بها (في حالة السهم) أو الحق في التدفقات النقدية (في حالة السند) مباشرة عند التداول؛
- قيمتها لا تُستمد من ذاتها ولكنها تُستمد من قيمة أصل خارجي هو موضوع العقد؛
- لا تُعبر المشتقات المالية عن عملية تمويلية عموما، فهي تتمثل في المجمل في عملية نقل للمخاطر من طرف يسعى إلى تقليلها (متحوط) إلى طرف مستعد لتحملها (مضارب) من أجل تحقيق أرباح يتوقعها.

ج. أنواع المشتقات المالية

يوجد العديد من أنواع المشتقات المالية المتداولة، من أهمها عقود الخيارات، عقود المبادلات، والعقود المستقبلية.

- **عقود الخيارات:** وهي عقود قابلة للتداول تعطي الحق لحاملها في شراء أو بيع أصل معين مثل ورقة مالية، معادن ثمينة... بسعر محدد وبفترة محددة عادة تتراوح بين 3 و9 أشهر (التميمي وعزمي، 2004). حق الخيار لا يعطي حامله حقاً مباشراً في ملكية الشركة المصدرة للسهم، أو في أرباحها طالما لم يتم تنفيذه، ذلك لأن عقود الخيار هي بطبيعتها عقود آجلة (بني هاني، 2014). وتنقسم عقود الخيار إلى خيار الشراء، خيار البيع، والخيار المزدوج. (جبار، 2002).
- **عقود المبادلات:** وهي نوع آخر من المشتقات التي تمكن من التحوُّط (أي تقليل المخاطر)، وتتمثل في عقود تلزم طرفيها بتبادل تدفقات نقدية متولدة عن أصول يمتلكانها. ويوجد نوعين من عقود المبادلات: عقود مبادلة العملات، والتي تعني تبادل تدفق نقدي بعملة معينة مقابل تدفق نقدي بعملة أخرى، وعقود مبادلة معدل الفائدة، والتي تمكن من مبادلة مدفوعات معدلات الفائدة بنفس العملة (Christian & Autres, 2004).

- **العقود المستقبلية:** وهي عقود تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع سلعة معينة أو ورقة مالية بسعر يحدَّد وقت إنشاء العقد في سوق مالي منظم لهذه الغاية، على أن يتم استلامها أو تسليمها في تاريخ لاحق في المستقبل، كما يلتزم كل من الطرفين بإيداع مبلغ معين يمثل نسبة مئوية من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه إما في صورة نقدية، أو في صورة أوراق مالية (بني هاني، 2014)، وهي عقود نمطية مما يتيح تداولها (أبو موسى، 2004).

2.5.1.2 الأوراق المالية المتداولة في السوق الإسلامية

وهي الأسهم المتوافقة مع الشريعة بالإضافة إلى الصكوك.

1.2.5.1.2 الأسهم المتوافقة مع الشريعة

تعتبر الأسهم المتوافقة مع الشريعة جزءًا من النظام المالي الإسلامي، وتهدف إلى توفير خيارات استثمارية تتماشى مع القيم الإسلامية، مما يتيح للمستثمرين المسلمين الاستثمار ضمن الضوابط الشرعية.

أ. تعريف الأسهم المتوافقة مع الشريعة

تُعرف بأنها أسهم تمثل حصصًا في شركات تلتزم في أنشطتها وأرباحها بأحكام الشريعة الإسلامية (Omar, Abduh, & Sukmana, 2013). وتختلف هذه الأسهم عن الأسهم التقليدية في أنها تخضع لمعايير فحص دقيقة لضمان عدم اعتماد الشركة على مصادر إيرادات أو أنشطة محرمة (Alamad, 2017).

ب. المعايير الشرعية للأسهم المتوافقة مع الشريعة

تشترك الأسهم التقليدية والإسلامية في كونها مبنية على مبدأ الملكية لجزء من أصول الشركة، مع حق الاستفادة من الأرباح في مقابل تحمل مخاطر الخسائر وانخفاض قيمة أصول الشركة وبالتالي قيمة السهم، مما يجعل من الأسهم الأدوات المالية التقليدية الأكثر انسجاما مع مبادئ التمويل الإسلامي، إلا أن هذا غير كافي حتى تتوافق مع المتطلبات الشرعية، حيث يجب على الشركة أن تلتزم بمجموعة من المعايير تتعلق بطبيعة النشاط الأساسي للشركة وهيكلها المالي.

- **نشاط الشركة الأساسي:** يجب أن تكون أنشطة الشركة متوافقة مع الشريعة، مما يمنع الاستثمار في الشركات العاملة في مجالات محرمة مثل الربا، القمار، والكحول (Alamad, 2017).

- **النسب المالية:** تشمل النسب المالية ضوابط معينة لضمان توافق الشركة مع أحكام الشريعة، حيث يجب أن تبقى ديون الشركة ضمن حدود مقبولة شرعيًا، وعادة ما تكون أقل من 30-33% من إجمالي الأصول، كما يتم قبول نسبة ضئيلة من الإيرادات غير الشرعية بشرط تصفيتها وتوجيهها إلى الصدقات، بالإضافة إلى ضرورة أن تبقى نسبة النقد إلى الأصول ضمن حدود تضمن التزام الشركة بتشغيل أصول ملموسة.

تعتمد أسواق الأسهم الإسلامية على هيئات استشارية شرعية لفحص الأسهم والتأكد من توافقها مع الشريعة، ويتم تحديث قوائم الشركات المؤهلة باستمرار (Omar, Abduh, & Sukmana, 2013).

ج. أنواع الأسهم المتوافقة مع الشريعة

ونميز بين ثلاث أنواع من الأسهم:

- **الأسهم العادية المتوافقة مع الشريعة:** تمثل الأسهم العادية المتوافقة مع الشريعة الحصص الأساسية في رأس مال الشركة، حيث يتمتع المساهم بحقوق التصويت وتوزيعات الأرباح بشرط أن تكون أنشطة الشركة متوافقة مع الشريعة الإسلامية (Omar, Abduh, & Sukmana, 2013).

- **الأسهم الممتازة المتوافقة مع الشريعة:** تُقدم الأسهم الممتازة أرباحًا تفضيلية، بشرط أن تتماشى آلية توزيع الأرباح مع مبدأ العدالة في تقاسم المخاطر والأرباح والامتثال للقيم الإسلامية وتجنب المكونات الربوية (Alamad, 2017). كما يجب أن تتفادى أي تفضيلات أخرى مخالفة للشريعة الإسلامية

- **أسهم صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة:** تقوم صناديق الاستثمار بتجميع أموال المستثمرين وتوظيفها في أسهم وشركات متوافقة مع الشريعة، مما يسهل على المستثمرين الصغار الاستثمار في شركات كبيرة مع ضمان الالتزام بالضوابط الشرعية (Omar, Abduh, & Sukmana, 2013).

د. الفرق بين الأسهم التقليدية والإسلامية:

كما تقدم فإن الأسهم الإسلامية والتقليدية خاصة العادية، تشتركان في كثير من الخصائص مثل: طبيعة العقد، توزيع الأرباح، خسائر القيمة، الحق في جزء من الأصول عند التصفية بعد سداد الديون، قابلية التداول... إلا أنها تختلف فيما بينها في جوانب محددة، مرتبطة أساسا بما تشترطه الشريعة الإسلامية.

الجدول التالي يلخص الاختلافات الأساسية بين الأسهم التقليدية والأسهم المتوافقة مع الشريعة.

الجدول رقم: 2 الفرق بين الأسهم التقليدية والإسلامية

العنصر	الأسهم التقليدية	الأسهم المتوافقة مع الشريعة
نشاط الشركة	مفتوح لأي نشاط اقتصادي	يجب أن يتوافق مع الشريعة الإسلامية
الهيكل المالي	لا توجد قيود دينية على التعامل بالديون	تتطلب معايير شرعية صارمة للديون والنقد
الإيرادات غير الشرعية	تُدرج في أرباح الشركة وتوزع على المساهمين	تُصفى وتُوزع للأعمال الخيرية
التداول	التداول العام بدون ضوابط شرعية	يتم التداول وفقًا للمعايير الشرعية

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على (Alamad, 2017; Omar, Abduh, & Sukmana, 2013)

يظهر الجدول رقم 2 أعلاه أهم ما يميز الأسهم المتوافقة مع الشريعة عن الأسهم التقليدية، وأولها طبيعة النشاط الأساسي للشركة، حيث هناك أنشطة معروفة بعدم قبولها شرعا مثل: الإقراض الربوي، القمار، الخمور، التبغ، وأنشطة الترفيه المحرمة، مثل الأفلام الإباحية وغيرها. ويبقى المجال مفتوحا لتقدير اللجان الشرعية، للحكم على مدى شرعية أي نشاط بالنظر إلى النصوص الشرعية والقواعد الفقهية.

حتى لو كان مجال نشاط الشركة مباحا شرعا، فإن الهيكل التمويلي للشركة قد يؤثر في مدى توافقها مع الشريعة الإسلامية، خاصة إذا كانت تعتمد بشكل كبير على القروض الربوية، أو تتعامل بالديون بشكل مفرط، أو تحتفظ بجزء كبير من أصولها في شكل نقدي، فالمعايير الشرعية تضع حدودا لهذه السلوكات، من أجل ضمان ألا تكون عائدات الشركة الأساسية من نشاطات مالية غير مرتبطة بالاقتصاد الحقيقي.

والنقطة التي تنفرد بها الشركات التي تسعى لتطبيق المعايير الشرعية هي تصفية إيراداتها من أي عائدات محرمة شرعا تحققت عرضا (دون قصد، أو عند الاضطرار) أثناء نشاط الشركة. فيجب التخلص من هذه الإيرادات عن طريق تقديمها للمجالات الخيرية، حيث لا يجوز لملاك الأسهم أو الشركة الاستفادة منها.

أما من ناحية تداول الأسهم، فتسهر لجان الرقابة الشرعية في السوق على أن يتم تداول الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية وفق الطرق الشرعية مع تجنب المعاملات المحرمة مثل الشراء بالهامش أو العقود الصورية (الوهمية) وغيرها.

2.2.5.1.2 الصكوك

تعد الصكوك من أهم الابتكارات في مجال التمويل الإسلامي، وتعتبر البديل الشرعي للسندات التقليدية. وخلال العقدين الماضيين، أصبحت الصكوك وسيلة فعّالة لجذب رؤوس الأموال لتمويل مشاريع البنية التحتية والطاقة والمشاريع العقارية الكبرى، مما جعلها أداة مالية محورية في تمويل التنمية الاقتصادية في الدول الإسلامية وغير الإسلامية على حد سواء. وتساهم الصكوك في تعزيز الشمول المالي، من خلال توفير أدوات استثمارية للأفراد والمؤسسات الذين يلتزمون بالمبادئ الإسلامية، حيث تتيح لهم المشاركة في الاقتصاد العالمي بأسلوب متوافق مع قيمهم الدينية والأخلاقية.

أ. مفهوم الصكوك

تعرف الصكوك بأنها أوراق مالية تمثل ملكية حقيقية في أصل أو مشروع قائم، وهي وسيلة لجمع الأموال من المستثمرين بطريقة تتماشى مع أحكام الشريعة الإسلامية. بعكس السندات التقليدية التي تقوم على الديون والفوائد، ترتبط الصكوك بملكية الأصول، حيث تمنح حاملها حقوقًا على جزء من العائدات الناتجة عن استثمار الأصول، وتوفر له فرص المشاركة في الأرباح والخسائر (Lahsasna, Hassan, & Ahmad, 2018). وتعمل الصكوك بشكل أساسي على تمكين الأفراد والمؤسسات من الاستثمار في أصول ملموسة، مما يضمن الشفافية ويعزز الثقة بين الأطراف المشاركة في الاستثمار (Alamad, 2017).

تشمل الصكوك مجموعة واسعة من العقود المالية التي تتوافق مع الشريعة الإسلامية، مثل عقود الإجارة والمشاركة والمضاربة والاستصناع والمرابحة. وقد جعل هذا التنوع الصكوك أداة مرنة تلبي احتياجات المستثمرين في مجالات متعددة، بدءًا من المشاريع العقارية وصولاً إلى المشاريع الصناعية والتجارية (Safari, Ariff, & Shamsher, 2014).

ب. الفرق بين الصكوك والسندات التقليدية

السندات التقليدية تمثل أدوات دين تستند إلى التزام المصدر بسداد قيمة الدين والفائدة المحددة لحامل السند في فترات محددة، وهو ما يعتبر مخالفًا للشريعة الإسلامية نظرًا لاعتماده على الربا. في المقابل، تتميز الصكوك بأنها أداة استثمار قائمة على الأصول، حيث تتيح للمستثمرين امتلاك جزء من الأصول أو المشاريع، وتتيح لهم المشاركة في الأرباح والخسائر، وليس فقط تلقي الفائدة (Habib, 2018). وهذا يضمن أن المستثمر يتحمل جزءًا من المخاطر، وهو عنصر مهم في الاقتصاد الإسلامي الذي يعتمد على مشاركة المخاطر.

والجدول التالي يلخص أهم الفروقات بين السندات التقليدية والصكوك الإسلامية:

الجدول رقم: 3 مقارنة بين السندات والصكوك

العنصر	السندات التقليدية	الصكوك الإسلامية
الملكية	تمثل دينًا على الجهة المصدرة	ملكية جزئية في أصول حقيقية
العائد	عائد ثابت بالفائدة	يعتمد على عائدات الأصول
التداول	التداول حسب القيمة الاسمية والفائدة	قابل للتداول وفقًا لنوع الصكوك
التطبيقات	تمويل متنوع بدون ضوابط شرعية	تمويل المشاريع المتوافقة مع الشريعة

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على:

(Iqbal & Mirakhor, 2011; Alamad, 2017; Omar, Abduh, & Sukmana, 2013)

علاوة على ذلك، تتطلب الصكوك الالتزام بملكية حقيقية للأصول، مما يمنح المستثمرين شفافية أعلى ويزيد من الثقة في الاستثمارات. بينما تفتقر السندات التقليدية لهذا المستوى من الشفافية، حيث أنها تعتمد بشكل أساسي على أداء الشركة أو الكيان المصدر للسند وليس على الأصول الملموسة (Wilson, 2010). هذا الفارق يجعل الصكوك أداة جذابة للمستثمرين الذين يفضلون الابتعاد عن الأدوات المالية القائمة على الفائدة، ويبحثون عن استثمارات تضمن حقوق الملكية المباشرة للأصول وتقلل من احتمال الخسارة الكاملة (COMCEC Coordination Office, 2018).

ج. أنواع الصكوك

تتنوع الصكوك بناءً على العقود المالية الإسلامية الأساسية التي تدعمها، ويختلف كل نوع في الهيكل المالي وطريقة توزيع الأرباح والمخاطر. وفيما يلي شرح موجز لأهم أنواع الصكوك.

- **صكوك الإجارة:** تُعد صكوك الإجارة من الصكوك الشائعة في تمويل المشاريع الكبرى، مثل العقارات والبنية التحتية. حيث يمتلك المستثمرون حقوق الملكية لأصل حقيقي، ويتم تأجير هذا الأصل لطرف ثالث مقابل دفعات إيجارية منتظمة، ويتحمل المستثمرون مخاطر بسيطة نسبيًا لأنهم يمتلكون الأصول المؤجرة، وبالتالي يكون لديهم ضمان بالأصول في حال تعثر المستأجر عن الدفع. لذلك فهي تعد جذابة للمستثمرين الذين يبحثون عن استثمار مستقر وآمن مع عوائد دورية (Lahsasna, Hassan, & Ahmad, 2018).
- **صكوك المشاركة:** تعتمد على مبدأ الشراكة، حيث يشترك المستثمرون في تمويل مشروع معين ويتقاسمون الأرباح والخسائر بناءً على نسبة مساهمتهم في رأس المال. هذا النوع من الصكوك يشجع على المشاركة في المخاطر

والأرباح، يُستخدم هذا النوع غالبًا في المشاريع التي تتطلب تمويلًا طويل الأجل، مثل المشاريع التجارية والتنموية التي تحتاج إلى رأس مال كبير وتتحمل مستوى عالي من المخاطر. على عكس صكوك الإجارة، تتسم صكوك المشاركة بدرجة أعلى من المخاطر نظرًا لأن العوائد غير مضمونة وتخضع لأداء المشروع نفسه (Habib, 2018).

- **صكوك المضاربة**: تعتمد على عقد المضاربة، حيث يقدم المستثمرون رأس المال، بينما يقوم طرف آخر (مدير المضاربة) بإدارة المشروع. ويقوم الطرف المضارب بالاستثمار مقابل نسبة من الأرباح المتفق عليها. إذا حقق المشروع أرباحًا، يتم توزيعها بين الأطراف وفقًا للنسب المحددة، أما إذا حدثت خسائر، يتحملها المستثمرون وحدهم ما لم تكن ناتجة عن إهمال أو تقصير من مدير المضاربة. يعتبر هذا النوع مناسبًا للمشاريع التي تحتاج إلى إدارة متخصصة ولا تحمل عوائد مضمونة، مما يتطلب من المستثمرين قبول مخاطر أعلى لتحقيق مكاسب محتملة (Omar, Abduh, & Sukmana, 2013).
- **صكوك الاستصناع**: يتم إصدار صكوك الاستصناع لتمويل مشاريع بناء وتصنيع أصول جديدة. يقوم المستثمرون بتوفير التمويل اللازم لتطوير أو بناء أصول معينة، وتتولى الجهة المصدرة للصكوك مهمة تنفيذ المشروع وفق عقد محدد مسبقًا، مثل إنشاء المصانع أو بناء المشاريع الإنشائية. يتم استرداد رأس المال وتحقيق الأرباح بعد الانتهاء من المشروع وتسليمه. يُعد هذا النوع من الصكوك من الأدوات التمويلية طويلة الأجل، والتي تلبي احتياجات التمويل لمشاريع البنية التحتية والمشاريع الصناعية، وتوفر للمستثمرين عوائد عند اكتمال المشروع (Safari, Ariff, & Shamsher, 2014).
- **صكوك المرابحة**: تعتمد صكوك المرابحة على عقد المرابحة، والذي يقوم على بيع السلع أو الخدمات بهامش ربح محدد مسبقًا. في هذا النوع، يتم شراء الأصول من قبل جهة مصدرة للصكوك ثم بيعها لحاملي الصكوك بسعر يشمل هامش الربح، ويتم السداد على دفعات. تُستخدم صكوك المرابحة غالبًا في تمويل التجارة والمشاريع قصيرة الأجل، حيث يسهم هذا النوع في توفير التمويل للشركات والمشاريع الصغيرة، ويعد مناسبًا لأولئك الذين يبحثون عن عوائد ثابتة ومضمونة نسبيًا. يُعتبر هذا النوع أقل خطورة من أنواع الصكوك الأخرى، نظرًا لأن الربح متفق عليه مسبقًا ويتم دفعه على أقساط متساوية (Wilson, 2010).

د. مقارنة بين أنواع الصكوك والأسهم

الجدول أدناه يتضمن مقارنة بين أنواع الصكوك والأسهم فيما يخص الملكية والحق في الإدارة وطبيعة العائد ومستوى المخاطر وكذلك سهولة التداول.

الجدول رقم: 4 مقارنة بين أنواع الصكوك والأسهم

نوع الأداة المالية	نوع الملكية	الحق في الإدارة	طبيعة العائد	مستوى المخاطر	سهولة التداول
صكوك الإجارة	ملكية أصول مؤجرة	لا	عوائد إيجارية	منخفضة	عالية
صكوك المشاركة	حصة في مشروع	نعم (في بعض الحالات)	أرباح وخسائر	متوسطة	متوسطة
صكوك المضاربة	تمويل برأس المال	لا	أرباح حسب الأداء	مرتفعة	متوسطة
صكوك الاستصناع	ملكية مشاريع بناء	لا	عوائد بعد التسليم	متوسطة إلى عالية	منخفضة
صكوك المرابحة	بيع مؤجل	لا	عوائد ثابتة	منخفضة	عالية
الأسهم	حصة في شركة	نعم	توزيعات الأرباح بناءً على الأداء	مرتفعة	عالية

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على:

(Lahsasna, Hassan, & Ahmad, 2018; Habib, 2018; Omar, Abduh, & Sukmana, 2013; Safari, Ariff, & Shamsher, 2014; Wilson, Islamic Finance Instruments and Markets. , 2010; Mirakhor & Bacha, 2013)

يظهر الجدول أعلاه أوجه تشابه واختلاف بين كل من أنواع الصكوك والأسهم وفيما يلي شرح ذلك:

- **نوع الملكية:** تمنح الصكوك ملكية في الأصول أو المشاريع الممولة، ما يمنح المستثمرين شعورًا بالملكية الحقيقية والمرتبطة بالعوائد الناتجة عن هذه الأصول. على سبيل المثال، يمتلك حاملو صكوك الإجارة حقوق ملكية مباشرة في الأصول المؤجرة، بينما يمثل حاملو صكوك المشاركة والمضاربة حصة مباشرة في مشروع معين (Lahsasna, Hassan, & Ahmad, 2018) بالمقابل، الأسهم تمنح مالكها حصة في الشركة التي تمثلها، ما يتيح للمستثمرين الاستفادة من نمو الشركة وزيادة رأس المال بدون ارتباط مباشر بأصول معينة. (Mirakhor & Bacha, 2013)
- **الحق في الإدارة:** في حالة الأسهم، يمتلك المساهمون الحق في التصويت والمشاركة في القرارات الإدارية للشركة حسب حجم الأسهم المملوكة، مما يمنحهم تأثيرا مباشرا على الإدارة واتخاذ القرارات. في المقابل، لا تمنح معظم الصكوك هذا الحق، باستثناء بعض حالات صكوك المشاركة التي قد تتيح للمستثمرين بعض المشاركة المحدودة

في إدارة المشروع. (Habib, 2018) أما في صكوك الإجارة والمضاربة والاستصناع، فإن حاملي الصكوك يفتقرون إلى حقوق المشاركة في الإدارة، ويكون دورهم فقط كممولين للمشروع أو الأصل. (Wilson, 2010)

- **طبيعة العائد:** تختلف توزيعات الأرباح بين الصكوك والأسهم بشكل ملحوظ. ترتبط توزيعات الصكوك بالعائدات الفعلية للأصول أو المشاريع، حيث يحصل حاملو صكوك الإجارة على دفعات إيجارية ثابتة، بينما تعتمد صكوك المشاركة والمضاربة على أرباح المشاريع وفق الأداء الفعلي. (Safari, Ariff, & Shamsher, 2014) من ناحية أخرى، تحصل الأسهم على أرباح بناءً على أداء الشركة، وقد تختلف هذه الأرباح الموزعة بشكل ملحوظ بين فترة وأخرى حسب سياسة الشركة في توزيع الأرباح، مما يعكس تقلبات أكبر في العوائد. (Mirakhor & Bacha, 2013)
- **مستوى المخاطر:** تمثل الصكوك عمومًا مستوى منخفضًا إلى متوسطًا من المخاطر، حسب نوعها؛ فصكوك الإجارة والمرابحة تعتبر منخفضة المخاطر بسبب طبيعة العائد الثابت المرتبط بالأصول، في حين أن صكوك المشاركة والمضاربة ذات مخاطر أعلى نتيجة لارتباطها بأداء المشروع الذي قد يكون متقلبًا. (Lahsasna, Hassan, & Ahmad, 2018) وبغض النظر عن العائد فالصكوك مضمونة بالأصول المرتبطة بها. الأسهم عادةً تحمل مخاطر أعلى لأنها ترتبط بأداء الشركة نفسها، وقد تتأثر بعدة عوامل داخلية وخارجية، بما في ذلك الأداء المالي للشركة والوضع الاقتصادي العام. (Alamad, 2017)، وهي غير مضمونة بأصول معينة، وقد تفقد قيمتها بالكامل إذا كانت أصول الشركة لا تغطي ديونها.
- **سهولة التداول:** تتميز صكوك الإجارة والمرابحة بسهولة تداول عالية نسبيًا، خاصة في الأسواق الثانوية، نظرًا لوجود عوائد ثابتة ومرتبطة بالأصول، مما يزيد من جاذبيتها للمستثمرين. بينما تواجه صكوك المشاركة والمضاربة تحديات أكبر في التداول نظرًا لارتباطها بأداء المشروع، والذي قد يتغير بمرور الوقت، ما يجعلها أقل سيولة نسبيًا. (Safari, Ariff, & Shamsher, 2014) الأسهم بدورها تمتاز بسهولة تداول كبيرة في معظم الأسواق، حيث تتيح للمتداولين شراء وبيع الأسهم بشكل يومي في الأسواق المالية، مما يجعلها خيارًا جذابًا للمستثمرين الباحثين عن سيولة عالية وإمكانية سريعة للتحويل إلى نقد. (Habib, 2018)

هـ. تطبيقات الصكوك في أسواق الأوراق المالية الإسلامية

تستخدم الصكوك بشكل واسع في أسواق الأوراق المالية من ثلاث جهات رئيسية:

- **التمويل الحكومي والبنية التحتية:** تُستخدم الصكوك كأداة لتمويل مشاريع البنية التحتية من قبل الحكومات، حيث تتيح لها جمع التمويل اللازم لإنشاء مشاريع كبرى دون اللجوء إلى الفائدة، كما توفر مرونة من حيث التوافق مع الشريعة. (Iqbal & Mirakhor, 2011)
- **تمويل الشركات:** تلجأ الشركات الكبرى إلى إصدار الصكوك لتمويل مشاريعها الإنتاجية، خاصة تلك التي تتطلب رأسمال كبير مثل مشاريع الطاقة والتطوير العقاري. (Omar, Abduh, & Sukmana, 2013)
- **الاستثمارات الدولية:** تُعد الصكوك أداة شائعة في الأسواق الدولية بين المستثمرين الباحثين عن استثمارات تتماشى مع الشريعة، حيث شهدت دول مثل ماليزيا ودول الخليج إصدار صكوك لأغراض تمويلية متنوعة (Alamad, 2017)

2.2 الإطار النظري للنمو الاقتصادي

يتناول هذا المحور المفاهيم والأفكار التي طُرحت ضمن أهم الأدبيات الاقتصادية المرتبطة بالنمو الاقتصادي، طبيعته، طرق قياسه، والنظريات والنماذج التي حاولت تفسير مختلف العوامل المؤثرة فيه.

1.2.2 ماهية النمو الاقتصادي

لتوضيح ماهية النمو الاقتصادي سنعرض أهم محاولات تعريفه وتمييزه عن المفاهيم المشابهة، وأهمها التنمية الاقتصادية

1.1.2.2 مفهوم النمو الاقتصادي

النمو الاقتصادي مصطلح يتكون من كلمتين: "النمو" و"الاقتصاد". في اللغة العربية، "نمى" تعني الزيادة أو الكثرة، و"الاقتصاد" مشتق من "قَصَدَ"، ويعني تجنب الإسراف أو التقتير في النفقة (ابن منظور، 2003). لكن المعنى الحالي للاقتصاد يتجاوز هذا المفهوم ليشمل "العلاقة بين الإنتاج والتجارة وعرض النقود في منطقة أو بلد معين" (learner's dictionaries, 2017) و"مجموعة الأنشطة المرتبطة بإنتاج وتوزيع واستهلاك الثروات" (LAROUSSE, 2017). من هذا المنطلق، يُفهم النمو الاقتصادي على أنه زيادة في النشاطات الإنتاجية والتوزيعية والاستهلاكية، وكذلك في الثروات النقدية والعينية لمجموعة بشرية.

النمو الاقتصادي كظاهرة هو حديث في الدول الغربية، وارتبط بتطورات الثورة الصناعية في نهاية القرن الثامن عشر (CGD, 2008). في هذا السياق، اعتبره جون لوك جافار "مواكبًا لتطور تكنولوجي في إطار مؤسسي يحمي الملكية ويشجع حرية التبادل" (Gaffard, 2011). لكن هناك بلدان أخرى شهدت نموًا اقتصاديًا كبيرًا مثل الدول النفطية التي لم تتسم بالخصائص الغربية مثل التطور التكنولوجي أو حرية التبادل (مايكل إل روس، 2014).

تعددت التعريفات للنمو الاقتصادي، مثل تعريف إسماعيل الذي اعتبره "تغيير في حجم نشاط الاقتصاد القومي" (إسماعيل، 2012)، وتعريف أوليفيي بلونشار الذي قال إنه "زيادة مستمرة في الناتج الإجمالي عبر الزمن" (Olivier, 2017). أما فرنسوا بيرو فقد عرفه كزيادة مستمرة في "الناتج الإجمالي الحقيقي" (Hervé & autres, 2017)، مشيرًا إلى استبعاد التضخم. كما أشار عبد القادر عطية إلى أن النمو الاقتصادي يعني "زيادة مستمرة في متوسط الدخل الفردي الحقيقي" (إسماعيل، 2012)، بينما ذكر آرثور لويس أنه "الزيادة في نصيب الفرد من الدخل" (Carl & John, 1998).

بناءً على هذه التعاريف، يُعتبر النمو الاقتصادي ظاهرة كمية تتمثل في زيادة الإنتاج وتحسن مستوى المعيشة عبر الزمن، لكن بعض الكتاب أشاروا أيضًا إلى الجانب النوعي الذي يتعلق بكفاءة الأداء الاقتصادي وتأثيراته الاجتماعية. فالنمو الاقتصادي يتسم بالاستمرارية ويؤدي إلى تحسين نصيب الفرد من الدخل، مما يعكس توزيع الثروة بشكل أفضل. ويمكننا التمييز بين مفهومين للنمو الاقتصادي: الأول يُستخدم كدليل على أداء الاقتصاد خلال مدة معينة باستخدام مؤشرات مثل الناتج الإجمالي أو نصيب الفرد، بينما الثاني يُفهم كعملية مستمرة تؤدي إلى تقدم المجتمع وزيادة المستوى المعيشي للأفراد مع مرور الزمن. هذا المفهوم الثاني مرتبط ارتباطًا وثيقًا بمفهوم التنمية الاقتصادية (Gaffard, 2011).

2.1.2.2 النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية

من الناحية اللغوية، يشير مصطلح "النمو" إلى الزيادة، بينما "التنمية" تعني جعل الشيء ناميًا (ابن منظور، 2003). إذا كان النمو يشير إلى الزيادة فقط، فإن التنمية تتجاوز ذلك لتعني تحسين الشيء وجعله أكثر تقدمًا وقوة. في اللغات الغربية، يتضمن مصطلح "التنمية" (development) معاني التقدم والقوة والأهمية والتوسع، بينما في اللغة العربية يقتصر على التدخل البشري لإحداث الزيادة (learner's dictionaries, 2017; LAROUSSE, 2017).

نشأ مفهوم التنمية الاقتصادية الحديثة في الغرب منذ القرن الثامن عشر، مع كتابات آدم سميث حول التنمية (1759)، واستمر حتى الخمسينات عندما تميزت الدراسة الشهيرة لروبرت سولو عام 1957 التي وضعت التقدم التكنولوجي في قلب الإنتاجية. بحلول العقود الأخيرة من القرن العشرين، توسع المفهوم ليشمل التنمية البشرية، التي تتعلق بالصحة والتعليم والحرية والتوزيع العادل للثروات (Zamir & Abbas, 2013).

التنمية الاقتصادية كانت سابقًا مرادفًا للنمو، كما كان يراه ماير وبالدوين في عام 1957، حيث كانت ببساطة "زيادة في الدخل الوطني الحقيقي على المدى الطويل" (Quaddus & Siddique, 2013). لكن المفهوم الحديث للتنمية، كما يعبر عنه Todaro و Smith، يشمل تحسين نوعية الحياة وقدرات الأفراد من خلال رفع مستويات المعيشة

واحترام الذات (Michael & Stephen, 2015). وقد عرف نيكولاس كالدور التنمية بأنها "مجموعة من السياسات والإجراءات التي تهدف إلى تغيير هيكل الاقتصاد لزيادة الدخل الحقيقي للفرد بشكل دائم"، فيما يعتبر فرنسوا بيرو أن التنمية تشمل التحولات الاقتصادية والاجتماعية التي تساهم في استمرار النمو وتحسن ظروف المعيشة (إسماعيل، 2012; Hervé & autres, 2017).

بناءً على هذه التعاريف، يتضح أن النمو يركز على الزيادة الكمية في مؤشرات مثل الناتج الإجمالي ومتوسط دخل الفرد، بينما تركز التنمية على الجوانب النوعية مثل التعليم والصحة والتوزيع العادل للثروات. رغم ذلك، يظل النمو والتنمية مترابطين، حيث يعد النمو أحد الوسائل الضرورية لتحقيق التنمية التي تمس نوعية حياة الأفراد.

2.2.2 قياس النمو الاقتصادي

لقد أشرنا سابقا إلى أن النمو الاقتصادي يقاس عادة بنسبة التغير في الناتج المحلي الخام أو الإجمالي (GDP, PIB)، أو في نصيب الفرد من هذا الناتج، لذلك ولفهم سبل قياس النمو الاقتصادي، يجب توضيح ماهية الناتج المحلي الإجمالي، وفيما يلي تفصيل ذلك.

1.2.2.2 مفهوم الناتج المحلي الإجمالي

الناتج المحلي الإجمالي هو "التقييم النقدي والسوقي للثروات المنتَجة" (Hervé & autres, 2017) خلال فترة زمنية معينة. يتم تعريفه بشكل أدق بأنه "القيمة السوقية لمجموع السلع والخدمات النهائية المنتَجة داخل بلد ما خلال فترة معينة من الزمن" (George, 2007). يشمل التقييم جميع السلع والخدمات النهائية، لكن بعض المنتجات، مثل أعمال ربات البيوت، التي لا تتوجه للسوق، يصعب تقييمها. لذلك، هناك من يقترح حصر الناتج المحلي الإجمالي في المنتجات الموجهة للسوق فقط (Robert & Marc, 2010)، بينما يرى آخرون أن الأنشطة غير الموجهة للسوق تساهم في إنتاج الثروة ويجب أخذها بعين الاعتبار (Hervé & autres, 2017; محمد أ.، 2013).

الناتج المحلي الإجمالي يستثني السلع والخدمات الوسيطة ويعتمد على مفهوم القيمة المضافة (System of National Accounts 2008, 2009)، إذ يعبر عما تم إضافته فعلا إلى ثروة المجتمع. أما فيما يتعلق بالحدود الجغرافية، يشمل جميع المنتجات التي يتم إنتاجها داخل البلد بغض النظر عن هوية المنتج، بخلاف الناتج الوطني الإجمالي (GNP, PNB) الذي يشمل إنتاج المواطنين سواء داخل أو خارج البلد. وأخيرًا، يتم قياس الناتج المحلي الإجمالي في فترة معينة من الزمن، مما يجعله متغير تدفق (flow variable) يعبر عن مردود الأنشطة الاقتصادية خلال الفترة الزمنية المعنية (Michael & Charles, 2017).

2.2.2.2 طرق حساب الناتج المحلي الإجمالي

هناك تصنيفات عدة لطرق حساب الناتج المحلي الإجمالي، ترجع بالأساس إلى اختلاف الأنظمة والهياكل الاقتصادية وحتى السياسية والاجتماعية من بلد لآخر، لكن حسب نظام الحسابات الوطنية لعام 2008 الصادر عن مجموعة من المنظمات العالمية، يمكن النظر في حساب الناتج المحلي الإجمالي من ثلاث جوانب أو مقاربات: من جانب الإنتاج أو مفهوم القيمة المضافة، ومن جانب الإنفاق، وأخيرا من جانب الدخل (Michael & Charles, 2017) ، وسنبين فيما يلي طريقة حساب الناتج حسب كل مقاربة.

أ. الناتج المحلي الإجمالي عن طريق الإنتاج

أو طريقة القيمة المضافة، وحسب هذه المقاربة، فإن الناتج المحلي الإجمالي ما هو إلا "مجموع القيم المضافة في الاقتصاد خلال فترة معينة من الزمن"(Olivier, 2017) . والقيمة المضافة تساوي الإنتاج الكلي للوحدة الإنتاجية مطروحا منه الاستهلاكات الوسيطة(Hervé & autres, 2017) ، ولحساب الناتج المحلي الإجمالي تُجمع القيم المضافة للوحدات الإنتاجية داخل البلد، تضاف إليها الضرائب على المنتجات وتطرح منها الإعانات على المنتجات، التي لم تُدرج في قيمة الإنتاج الكلي للوحدات(System of National Accounts 2008, 2009) ، وهذا لأن الضرائب تضخم من القيمة الحقيقية للمنتجات، كما أن الإعانات تقلص من قيمتها الحقيقية.

ب. الناتج المحلي الإجمالي عن طريق الإنفاق

وتُبنى هذه المقاربة على أساس أن السلع والخدمات أُنتجت لمقابلة الطلب عليها لأغراض مختلفة من طرف أعوان إقتصاديين في الداخل والخارج(Hervé & autres, 2017) ، لذلك فإن الناتج المحلي الإجمالي هنا يعبر عن مجموع الإنفاق على السلع والخدمات النهائية لاقتصاد ما خلال مدة زمنية معينة (System of National Accounts 2008, 2009)، ويتضمن الإنفاق الكلي ما يلي:

- **الإنفاق الإستهلاكي**: ويتضمن إنفاق الأسر والحكومة على الخدمات والسلع النهائية الاستهلاكية؛
- **الإنفاق الإستثماري**: وهو كل إنفاق يؤدي إلى زيادة القدرة الإنتاجية الكلية للاقتصاد، سواء كان من طرف الحكومة أو الخواص.

وبما أن الناتج المحلي الإجمالي يخص فقط الإنتاج المحلي، يتم طرح الواردات من الإنفاق الكلي ويضاف إليه المنتجات المصدّرة. ولأن القياس يخص فترة محددة، يتم طرح مخزون أول الفترة ويُضاف مخزون آخر الفترة من المنتجات

النهائية والوسيطة، التي لم تُستخدم أو تُباع من طرف المنتجين. (الأفندي، 2013) (Hervé & autres, 2017)

وبذلك فإن:

الناتج المحلي الإجمالي = الإنفاق الاستهلاكي + الإنفاق الاستثماري + صافي التجارة الخارجية (الصادرات – الواردات) + التغير في المخزون (مخزون آخر المدة – مخزون أول المدة).

ج. الناتج المحلي الإجمالي عن طريق الدخل

تنطلق هذه المقاربة من مبدأ أن القيمة المضافة لإنتاج معين ما هي إلا مجموع مداخيل العناصر المساهمة في هذا الإنتاج (الأفندي، 2013)، لذلك هناك من يرى أن مقاربة القيمة المضافة المذكورة سابقا، ما هي إلا طريقة من طرق مقاربة الدخل(Walter, 2007) ، وحسب نظام الحسابات الوطنية لعام 2008، فإن الناتج المحلي الإجمالي وفق مقاربة الدخل هو "مجموع المداخيل الأولية التي يتم توزيعها من قبل الوحدات المنتِجة المقيمة داخل البلد"، والمقصود بالمداخيل الأولية تلك المرتبطة مباشرة بمساهمة قطاع الأسر في العملية الإنتاجية، وتتشكل هذه المداخيل بالدرجة الأولى من الأجور والتعويضات المقدمة للعمال، بالإضافة إلى المداخيل المرتبطة بالملكية، كإيجارات العقارات، والفوائد على القروض، وأرباح الأسهم...الخ (INSEE, 2017) . وتُعرّف هذه المداخيل كذلك بتكاليف عناصر أو عوامل الإنتاج، لذلك تسمى هذه الطريقة أيضا بطريقة تكاليف عوامل الإنتاج (Walter, 2007) (الأفندي، 2013) وبما أن مجموع مداخيل عناصر الإنتاج يساوي مجموع القيم المضافة كما ذكرنا سابقا، وبالاعتماد على طريقة القيمة المضافة المذكورة سابقا، فإن:

الناتج المحلي الإجمالي = مجموع مداخيل أو تكاليف عناصر الإنتاج (الأجور، الأرباح، الإيجارات والريوع...) + الضرائب على الإنتاج – الإعانات على الإنتاج.

إن المقاربات الثلاث المذكورة أعلاه (الإنتاج، الإنفاق، الدخل)، ما هي إلى رؤى مختلفة لنفس الناتج المحلي الإجمالي، لذلك يجب أن تتساوى جميعها في القيمة النهائية الناتجة عنها.

3.2.2.2 الناتج المحلي الإجمالي كأداة لقياس النمو الاقتصادي

إن قيمة الناتج المحلي الإجمالي تُمكن من تحديد حجم الاقتصاد، ولو بشكل تقريبي، لأي مجتمع ما، ومقارنته بأحجام الاقتصاد للمجتمعات الأخرى.(Olivier, 2017) أما قياس النمو الاقتصادي فيتم بمقارنة الناتج المحلي الإجمالي لفترتين زمنيتين متساويتين (عادة سنة). وبما أن الناتج المحلي الإجمالي يقيّم بالأسعار الجارية لسنة القياس، فيتوجب علينا عند حساب معدل النمو الاقتصادي إستبعاد أثر التغير في الأسعار للحصول على معدل النمو الفعلي

أو الحقيقي، ويكون ذلك بتحديد سنة معينة لتكون سنة أساس، بحيث يتم حساب قيم الناتج المحلي الإجمالي للسنوات الموالية بالاعتماد على أسعار سنة الأساس. ويتم حساب معدل النمو الاقتصادي أو نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي كما يلي (Olivier, 2017) :

معدل النمو الاقتصادي لسنة t= (الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للسنة t – الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للسنة t–1) \ الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي لسنة t–1 x 100.

ولما كان تحسين المستوى المعيشي للأفراد هو محور النمو الاقتصادي، فهذا يتطلب معدل نمو للناتج المحلي الإجمالي أكبر من معدل النمو السكاني، وباستبعاد أثر النمو السكاني نحصل على معدل النمو الصافي للناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (عبد الوهاب و بشير، 2010)، ويتم ذلك بطريقتين:

أ. قسمة الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي على عدد السكان في السنة المعنية، لنحصل على الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للفرد؛

ب. طرح معدل نمو السكان من معدل النمو الاقتصادي لنفس السنة (الأفندي، 2013).

يعتمد جل الاقتصاديين وصناع القرار عبر العالم على معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي لقياس تطور الأداء الاقتصادي للمجتمعات، (عبد الوهاب و بشير، 2010) خاصة على المدى البعيد (عشرات السنين)، (Gaffard, 2011) لكنهم يكادون يجمعون على أن استخدام هذا المقياس، خاصة معدل النمو للفرد كمؤشر على التحسن في المستوى المعيشي ونوعية الحياة، لا يخلو من العديد من الانتقادات، والتي سنورد أهمها في النقاط التالية:

- كل ما يتم بيعه يدخل ضمن الناتج المحلي الإجمالي، ومن ثم ضمن معدل النمو، سواء كان يحسن من نوعية الحياة أم لا؛
- في المقابل، فإن الأنشطة والموارد التي لا تُسوَّق لا يتم حسابها في العادة، حتى ولو كانت تساهم في خلق الثروة وتحسين مستوى المعيشة ونوعية الحياة، خاصة في الدول المتخلفة، حيث يكثر اعتماد الأفراد على أنفسهم في كثير من أعمال الصيانة وغيرها، بالإضافة إلى وجود قطاع كبير من الأسر التي تستهلك ما تزرعه بنفسها؛
- يشير الناتج المحلي الإجمالي ومعدل نموه إلى حجم الثروة المنتَجة، ولكن لا يشير إلى شكل توزيعها في المجتمع، والذي يؤثر بشكل مباشر على مستوى معيشة الأفراد ونوعية حياتهم. (عبد الوهاب و بشير، 2010) (Didier, 2017)

وبالرغم من هذه المآخذ وغيرها، يبقى الناتج المحلي الإجمالي ذلك المؤشر الذي يحظى بالإجماع لقياس النمو الاقتصادي، وقد يرجع ذلك إلى مجموعة من الأسباب أهمها:

- كون الناتج المحلي الإجمالي يُعتبر أكثر المؤشرات المتوفرة شمولا حول الأداء الاقتصادي، من خلال اعتماده على مجموعة من العناصر المتفاعلة فيما بينها (الإنفاق الاستهلاكي، الإنفاق الاستثماري، تكاليف عناصر الإنتاج، مداخيل الأسر، الصادرات، الواردات، الإنتاج الكلي،...)؛
- تثبت الإحصائيات وجود علاقة ارتباط، ولو نسبية، بين التغير في الناتج المحلي الإجمالي ووضعية سوق العمل ومداخيل قطاع الأسر؛
- إمكانية حسابه في فترة وجيزة، خاصة في الاقتصادات المتقدمة، مما يوفر معلومات مهمة حول الأداء الاقتصادي، تمكن صناع القرار من اتخاذ التدابير المناسبة في وقتها.(Didier, 2017)

3.2.2 نظريات النمو الاقتصادي

شغل موضوع النمو الاقتصادي حيزا مهما، بل محوريا ضمن الفكر الاقتصادي عموما، نظرا لما يكتسيه من أهمية كهدف رئيسي لدى صناع السياسات، باعتباره الطريق الأوحد لتحسين ظروف معيشة الشعوب، والمخرج الوحيد من حالة التخلف إلى مسار التقدم والتطور الاقتصادي. لذلك حاول العلماء والمفكرين فهم الظروف والعوامل التي تدعم النمو والظروف والعوامل التي تثبطه، وهذا بهدف توفير وصفة لأصحاب القرار تمكنهم، بالاعتماد عليها، من تحقيق هذه الغاية.

وسنعرض فيما يلي أهم ما جاء من نظريات ونماذج للنمو الاقتصادي، وهذا بتبيان أسس وافتراضات كل نظرية وآلية تأثير مختلف العوامل على النمو الاقتصادي حسب كل نظرية، مع إبراز أهم الانتقادات التي وجهت لكل نظرية. بالإشارة إلى نظرة الفكر الاقتصادي الإسلامي إلى النمو الاقتصادي، كما سنحاول ابراز دور ومكانة نظام التمويل ضمن هذه النظريات في سياق فهم العلاقة بين النظام المالي والنمو الاقتصادي.

1.3.2.2 النظرية الكلاسيكية للنمو الاقتصادي

شهد النمو الاقتصادي في الفكر الكلاسيكي اهتماما كبيرا من قبل العديد من رواد هذا الفكر، في مقدمتهم آدم سميث وديفيد ريكاردو، وعلى الرغم من الاختلاف في بعض الجزئيات بخصوص النمو الاقتصادي بالنسبة لهؤلاء المفكرين إلا أنهم اتفقوا في كثير من الأمور الأخرى ذات الصلة به، وذلك في ظل محاولتهم اكتشاف أسباب النمو طويل الأجل في الدخل القومي، والعملية التي تمكن من تحقيق النمو.

أ. أسس النظرية الكلاسيكية في النمو الاقتصادي

تُبنى النظرية الكلاسيكية للنمو على افتراضات أساسية تشمل الحرية الاقتصادية التي تؤكد على حرية التجارة والمنافسة الكاملة دون تدخل الدولة، والتوازن التلقائي للأسواق حيث تُوازن الأسعار بين العرض والطلب بكفاءة دون تدخل خارجي(Smith, 1776) وحالة الثبات التي تنبأت بركود اقتصادي نتيجة ندرة الموارد والمنافسة بين الرأسماليين. (Ricardo, 1817)

ب. العوامل الأساسية التي تؤثر في النمو الاقتصادي حسب النظرية الكلاسيكية

تُعد العمالة، ورأس المال، والتكنولوجيا عوامل أساسية تؤثر على النمو الاقتصادي في النظرية الكلاسيكية. فالعمل يعزز الإنتاجية، ورأس المال، الذي يشمل الأصول المادية كالمصانع، يعتمد على التكوين الرأسمالي المدعوم بمدخرات الرأسماليين وملاك الأراضي، بينما يقتصر العمال على أجور الكفاف (Ricardo, 1817). كما يساهم التقدم التكنولوجي، وفقًا لـ (Solow, 1956) في تحسين استخدام الموارد وزيادة الإنتاجية لتحقيق النمو طويل الأجل.

ج. الانتقادات الموجهة للنظرية

واجهت النظرية الكلاسيكية العديد من الانتقادات، أبرزها تجاهلها لقضية عدم المساواة، حيث لم تأخذ في الاعتبار توزيع الثروة والدخل بشكل عادل، مما يؤدي إلى زيادة الفجوة بين الأغنياء والفقراء كما أشار (Kuznets, 1955)، بالإضافة إلى إهمالها للتذبذبات الاقتصادية، حيث يرى النقاد أن الاعتماد المفرط على السوق يمكن أن يتسبب في دورات اقتصادية حادة مثل الكساد الكبير وفقًا لـ (Keynes, 1936)، كما انتقدت لاعتمادها على التوازن التلقائي للأسواق وافتراضها أن الأسواق قادرة على تحقيق التوازن ذاتيًا، بينما يرى اقتصاديون آخرون مثل (Stiglitz, 2002) أن التدخل الحكومي قد يكون ضروريًا لتصحيح مسار السوق.

2.3.2.2 النظرية الكينزية

ظهرت النظرية الكينزية بقيادة جون مينارد كينز بعد أزمة الكساد الكبير، حيث دعت إلى التدخل الحكومي لدعم الاقتصاد في الأزمات، بخلاف النظرية الكلاسيكية. ويُعد نموذج كينز للنمو الاقتصادي إطاراً أساسياً لفهم تحقيق النمو في الاقتصاد الكلي، مستنداً إلى مجموعة من الافتراضات والمبادئ.

أ. فرضيات هذه النظرية

من أبرز فرضيات النظرية الكينزية هي عدم وجود التوازن التلقائي، حيث لا يتوازن الاقتصاد ذاتياً إلا على المدى البعيد وبكلفة اجتماعية عالية، والطلب الكلي هو المحدد للنمو الاقتصادي، إذ يعتمد النمو على حجم الطلب الكلي وليس العرض فقط، كما يمكن معالجة البطالة بزيادة الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري (Keynes, 1936). (محمود علي الشرقاوي، 2016). أكدت النظرية على وجوب تدخل الدولة لدعم الاقتصاد في فترات الانكماش عبر الإنفاق الحكومي لتعويض نقص الإنفاق الخاص، وترى أن الاستثمار مرتبط بالدخل، حيث يزيد الاستثمار بزيادة الدخل ويتأثر الطلب به بشكل مباشر (Blanchard & Pérez Enrri, 2011).

ب. العوامل المؤثرة على النمو الاقتصادي حسب النظرية الكينزية

وفقاً للمدرسة الكينزية، تتلخص العوامل المؤثرة على النمو الاقتصادي في ثلاث نقاط رئيسية: زيادة الطلب الكلي التي تحفز الإنتاج والنمو، والإنفاق الحكومي الذي يعد عاملاً أساسياً لدعم الاقتصاد خصوصاً في الأزمات (Keynes, 1936) واستخدام السياسة النقدية لتوجيه الطلب الكلي عبر التحكم في الفائدة والإنفاق. (Blanchard & Pérez Enrri, 2011)

ج. الانتقادات التي وُجهت للنظرية الكينزية

تعرضت النظرية الكينزية لانتقادات منها الإفراط في الاعتماد على التدخل الحكومي الذي قد يؤدي إلى زيادة الدين العام (Friedman, 1968) وإغفال العوامل طويلة الأجل بتركيزها على التأثيرات قصيرة المدى (Solow, 1956) والتحفيز غير المستدام حيث ينتهي الانتعاش بانتهاء الإنفاق الحكومي (Mankiw, 1995). بالإضافة إلى افتراضات غير واقعية كتثبيت الأسعار وإهمال السوق العالمية بافتراض الاقتصاد المغلق. (Skott & Auerbach, 1995)

3.3.2.2 نموذج هارود– دومار للنمو الاقتصادي

اهتم كل من هارود ودومار ببحث الشروط المطلوبة للحصول على النمو الاقتصادي السلس والمستدام في الدخل الوطني، ويمكن اعتباره امتداد وتوسعة للتحليل الكينزي.

أ. افتراضات النموذج

يرتكز نموذج هارود–دومار على افتراضات رئيسية تشمل اعتماد الاستثمار على المدخرات، وثبات نسبة رأس المال للإنتاج حيث يتطلب التغير في الإنتاج تغيراً موازياً في رأس المال (Harrod, 1939) (Eltis, 1987) يفترض النموذج تزايد رأس المال بمعدل ثابت مع استهلاك طفيف (Erickson & Dalgaard, 2006) وتحقيق توازن كامل بين الادخار والاستثمار لضمان استقرار الاقتصاد (Asimakopulos & Weldon, 1965) كما يفترض ثبات معدل نمو القوى العاملة واستقرار التركيبة السكانية (Hagemann, 2009) وغياب التقدم التكنولوجي كمحدد مستقل للنمو (Greiner, 2010) مع الإقرار بأن الاقتصاد معرض لعدم الاستقرار بسبب فجوة بين الادخار المطلوب والفعلي (Hochstein, 2020)

ب. العوامل المؤثرة في النمو حسب النموذج

يرى أصحاب النموذج أن النمو الاقتصادي يتأثر بمعدل الادخار، حيث يؤدي الادخار المرتفع إلى زيادة الاستثمارات وتعزيز النمو، باعتباره نسبة ثابتة من الدخل .(Piętak, 2014) كما تعتمد كفاءة رأس المال على معامل رأس المال k حيث: $k=K/Y$، فارتفاعه يعني حاجة الاقتصاد لاستثمارات أكبر لتحقيق نمو صغير، مما يقلل معدل النمو، بينما تنمو الاقتصادات ذات معامل رأس مال منخفض بوتيرة أسرع .(Solow, 1988) يؤثر النمو السكاني بشكل غير مباشر من خلال احتياجات العمل واستثمارات إضافية للتوازن الاقتصادي (Hacche, 1979). تسهم السياسات الاقتصادية في تعزيز الادخار وتحسين كفاءة رأس المال وتشجيع الاستثمار عبر الحوافز الضريبية والبنية التحتية. ويعتمد النمو أيضاً على تراكم رأس المال المادي لزيادة القدرة الإنتاجية (Hagemann, 2009).

ج. الانتقادات الموجه لنموذج هارود–دومار

وجهت للنظرية عدة انتقادات، أبرزها أنها تستند إلى فرضيات ثبات الميل الحدي للادخار ونسبة رأس المال إلى الناتج، وهو ما لا يتوافق مع الواقع حيث قد يتغيران مع مرور الوقت، مما يؤدي إلى تغيير متطلبات النمو المستقر. كما أن فرضية ثبات نسب استخدام رأس المال والعمل غير مقبولة بسبب إمكان الإحلال بينهما وتأثيرات التقدم التقني. بالإضافة إلى ذلك، أهمل النموذج احتمال تغير الأسعار أو أسعار الفائدة، وفرضية المساواة بين معامل رأس المال إلى الناتج والمعامل الحدي لرأس المال غير واقعية خاصة إذا دخل رأس المال مرحلة تناقص الغلة (القشي، 2007).

4.3.2.2 النظرية النيو كلاسيكية (نموذج سولو)

نموذج سولو للنمو الاقتصادي يركز على دور رأس المال والعمل والتكنولوجيا في زيادة الإنتاجية ويبرز أهمية التقدم التكنولوجي كعامل خارجي للنمو المستدام. ساهم في توجيه السياسات الاقتصادية وفهم التقارب بين الدول النامية والمتقدمة.

أ. افتراضات نموذج سولو

نموذج سولو للنمو يعتمد على عدة افتراضات رئيسية، منها: أن الاقتصاد يعمل ضمن نظام مغلق حيث لا يتأثر بالتجارة الدولية أو التدفقات المالية (Solow, 1956). وأن الإنتاج يتبع قانون العوائد المتناقصة لرأس المال والعمل، ويعبر عنه باستخدام دالة إنتاج كوب-دوغلاس (Acemoglu, 2008). كما يُفترض أن معدل الادخار ثابت ويستخدم بالكامل للاستثمار (Hagemann, 2009). أما النمو السكاني والتكنولوجيا يُعتبران عاملين خارجيين عن النموذج، حيث يُفترض أن النمو السكاني ثابت والتقدم التكنولوجي غير مرتبط بسلوك الاقتصاد الداخلي (Jones, 2013).

ب. العوامل المؤثرة في النمو وفق نموذج سولو

بناءً على الافتراضات السابقة، يركز نموذج سولو على عدة عوامل مؤثرة في النمو الاقتصادي. أولاً، تراكم رأس المال يعد العامل الأساسي في النمو القصير الأجل، ويشمل الآلات والمعدات والبنية التحتية، حيث يزداد الناتج مع زيادة رأس المال ولكن بمعدلات متناقصة بسبب قانون العوائد المتناقصة. ثانيًا، يؤثر النمو السكاني على حجم قوة العمل المتاحة للإنتاج، مما يدعم النمو ولكن قد يضغط على الموارد إذا لم يتم توفير رأس مال كافٍ. ثالثًا، التقدم التكنولوجي هو المحرك الأساسي للنمو طويل الأجل، حيث يحسن الإنتاجية دون زيادة الموارد، ويساهم في تقليل تأثير العوائد المتناقصة. وأخيرًا، معدل الادخار يحدد مستوى الاستثمار، مما يعزز تراكم رأس المال والناتج، لكن تأثيره محدود على المدى الطويل إذا لم يترافق مع تقدم تكنولوجي (Solow, 1956; Jones, 2013; Acemoglu, 2008; Hagemann, 2009).

ج. الانتقادات الموجهة لنموذج سولو للنمو الاقتصادي

رغم أهمية نموذج سولو في فهم النمو الاقتصادي على المدى الطويل، إلا أنه تعرض لعدة انتقادات. أولاً، فرضية الطبيعة الخارجية للتقدم التكنولوجي تجعل من الصعب دمج التغيير التكنولوجي في السياسات الاقتصادية. ثانيًا، النموذج

يتجاهل العوامل المؤسسية والاجتماعية مثل جودة المؤسسات والتعليم، مما يجعله غير كافٍ لتفسير التباينات في النمو بين الدول. ثالثًا، فرضية العوائد المتناقصة تبسط الأمور بشكل مفرط، خاصة في الاقتصادات التي تستثمر في رأس المال البشري. رابعًا، يركز النموذج على رأس المال المادي ويغفل رأس المال البشري. وأخيرًا، افتراض غياب القيود البيئية يجعله غير قادر على معالجة قضايا الاستدامة البيئية (Acemoglu, 2008; Rodrik, Subramanian, & Trebbi, 2004; Weil, 2013; Lucas, 1988; Stern, 2004).

5.3.2.2 نموذج شومبيتر للنمو الاقتصادي

نموذج شومبيتر للنمو يبرز دور الابتكار وريادة الأعمال من خلال مفهوم "التدمير الخلاق"، حيث تستبدل التقنيات القديمة بالجديدة لتعزيز الإنتاجية. يركز النموذج على البحث والتطوير كمحرك أساسي للنمو وله تأثير كبير في تطوير سياسات الابتكار والتحول الاقتصادي.

أ. فرضيات نموذج شومبيتر

يعتمد النموذج على الابتكار والتدمير الخلاق كركيزتين أساسيتين لتحقيق النمو الاقتصادي، بحيث يشمل الابتكار تحسين المنتجات وتطوير تقنيات وخدمات جديدة تسهم في زيادة الإنتاجية الإجمالية للعوامل (Aghion & Howitt, 1992). بالإضافة إلى ذلك، يلعب رواد الأعمال دورًا محوريًا من خلال الجمع بين الإبداع وتحمل المخاطر لإدخال الابتكارات إلى السوق، رغم ما يواجهونه من تحديات ومخاطر مرتبطة بعدم اليقين (Cantner, 2017 ؛ Palmås, 2012). كما يُعد التدمير الخلاق، وفقًا لشومبيتر، عملية استبدال التقنيات القديمة بأخرى جديدة وأكثر كفاءة، مما يعزز تخصيص الموارد بشكل أفضل (Schumpeter, 1942). ويأتي دور النظام المالي لدعم هذه العملية من خلال توفير التمويل اللازم للمشاريع الابتكارية بطريقة فعالة (Bezemer, 2014). وبدورها، تشجع المنافسة بين الشركات على الابتكار، بحيث تدفعها إلى تقديم منتجات وخدمات جديدة للحفاظ على حصتها السوقية، بالإضافة إلى منح الشركات المبتكرة ميزة احتكارية مؤقتة (Aghion, Akcigit, & Howitt, 2015).

ب. العوامل المؤثرة في النمو الاقتصادي وفق نموذج شومبيتر

وفقًا لشومبيتر، يُعد البحث والتطوير المحرك الأساسي للابتكار، حيث تُخصص الشركات جزءًا من أرباحها لتعزيز الإنتاجية والنمو (Aghion & Howitt, 1998). كما تسهم ديناميكيات السوق المرتبطة بالتدمير الخلاق في تحسين الكفاءة الاقتصادية من خلال إعادة توزيع الموارد لصالح الشركات الأكثر إبداعًا (Aghion & Howitt,

.(1992وتراكم التكنولوجيا يؤدي إلى تحسين تدريجي للإنتاجية عبر بناء الابتكارات الجديدة على السابقة .(Dinopoulos & Thompson, 1998) كما يلعب النظام المالي دورًا محوريًا في تمويل الابتكارات وتقليل المخاطر، مما يعزز التنافسية والنمو المستدام. بالإضافة إلى ذلك، تقدم الحكومات حوافز لدعم البحث والتطوير، مما يشجع الاستثمار في الابتكار .(Rodrik, 2004) وأخيرًا، يُعد رأس المال البشري عنصرًا أساسيًا، حيث تزيد مهارات العمال من قدرتهم على استخدام التكنولوجيا بفعالية (Lucas, 1988).

ج. الانتقادات الموجهة لنموذج شومبيتر للنمو الاقتصادي

رغم أهمية نموذج شومبيتر في تحليل الابتكار والنمو الاقتصادي، فإنه تعرض لانتقادات عديدة. حيث اعتُبر النموذج أنه يبالغ في التركيز على دور المنظم كشخص مثالي، رغم تراجع هذا الدور لصالح الصناعات الحديثة والإنفاق على البحث والتطوير. كما أُغفل دور الأسواق المالية في التمويل طويل الأجل، واقتصر التركيز على الائتمان المصرفي. كذلك لم يتناول النموذج معوقات النمو مثل الزيادة السكانية وتناقص الغلة (جلال خشيب، 2015). كما أشار أيضًا إلى ارتباط النمو بدورات اقتصادية دون بحث كافٍ في العوامل الأخرى. بالإضافة إلى تعقيد مفاهيمه مثل التدمير الخلاق، مما يجعل تطبيقه التجريبي صعبًا .(Medearis, 2001) بالإضافة إلى تجاهله لقيود الموارد الطبيعية والآثار البيئية، كما لم يفسر بوضوح توزيع المنافع الناتجة عن النمو بين الفئات الاجتماعية (Freeman, 2007 ; Aghion, Caroli, & Garcia-Penalosa, 1999)

6.3.2.2 نظريات النمو الحديثة (النمو الداخلي أو الذاتي)

نموذج النمو الداخلي هو أحد النماذج الاقتصادية الحديثة التي تفسر النمو الاقتصادي من خلال الاعتماد على العوامل الداخلية بدلاً من العوامل الخارجية.

أ. فرضيات نموذج النمو الداخلي

يركز نموذج النمو الداخلي على دور العوامل الاقتصادية الداخلية مثل الابتكار والاستثمار في رأس المال البشري والبنية التحتية في تحقيق النمو، دون الاعتماد على التقدم التكنولوجي الخارجي .(Romer, 1990) الابتكار عملية تراكمية تُبنى على المعرفة السابقة، حيث تُعتبر المعرفة سلعة عامة يمكن مشاركتها دون تقليل فائدتها (Aghion & Howitt, 1998) (Romer, 1994). الاستثمار في التعليم والتدريب يُنتج رأس مال بشري يعزز الإنتاجية

والابتكار، ما يجعله عنصرًا أساسيًا للنمو .(Lucas, 1988) القطاعات المبتكرة، مثل البحث والتطوير، تحقق عوائد متزايدة بمرور الوقت، مما يضمن استدامة النمو الاقتصادي على المدى الطويل (Stiglitz, 1993).

ب. العوامل المؤثرة في النمو الاقتصادي حسب نموذج النمو الداخلي

يركز نموذج النمو الداخلي على العوامل الداخلية مثل البحث والتطوير والتعليم والسياسات الحكومية لتعزيز الإنتاجية وتحقيق نمو مستدام. البحث والتطوير يُعد محركًا رئيسيًا للابتكار التكنولوجي، مما يُحسن العمليات الإنتاجية ويزيد التنافسية .(Aghion & Howitt, 1998) التعليم يطور رأس المال البشري عبر تحسين مهارات العمال وقدرتهم على التعامل مع التكنولوجيا، ما يعزز الابتكار والنمو .(Lucas, 1988) تلعب السياسات الحكومية دورًا حاسمًا من خلال دعم الابتكار، تحسين التعليم، وتشجيع الاستثمار في البنية التحتية، مما يُحفز الأنشطة الاقتصادية المنتجة (Stiglitz, 1993).

ج. الانتقادات التي وجهت لنموذج النمو الداخلي

على الرغم من أهمية نموذج النمو الداخلي في تفسير مصادر النمو الاقتصادي، إلا أنه واجه العديد من الانتقادات. أولاً، يُبالغ النموذج في أهمية رأس المال البشري والابتكار، بينما يقلل من دور العوامل الأخرى مثل البنية التحتية والاستقرار الاقتصادي .(Aghion & Howitt, 1998) كما يعتمد النموذج على افتراضات نظرية قد لا تكون واقعية في الاقتصادات الصغيرة أو النامية التي تواجه قيودًا مادية ومؤسسية .(Romer, 1994) ثانيًا، يركز النموذج على العوامل الداخلية ويتجاهل العوامل الخارجية مثل التجارة الدولية والتكامل الاقتصادي .(Stiglitz, 1993) ثالثًا، لا يُولي النموذج أهمية كبيرة للبيئة أو المؤسسات الفعالة، رغم دورها الكبير في دعم الابتكار .(Ayres, 2001) وأخيرًا، يفتقر النموذج إلى أدلة تجريبية قوية لدعم افتراضاته وتفسير اختلافات النمو بين الدول (Cesaratto, 2009).

7.3.2.2 نظرية النمو الاقتصادي في الفكر الاقتصادي الإسلامي

تنبع نظرية النمو الاقتصادي في الإسلام من مفاهيم مركزية مثل الاستخلاف، الذي يُحمّل الإنسان مسؤولية إعمار الأرض واستخدام الموارد بحكمة وعدالة. وتُولي النظرية أهمية كبيرة للعوامل الاجتماعية والأخلاقية في تحقيق النمو، مثل تعزيز رأس المال البشري، الابتكار المسؤول، وإعادة توزيع الثروة من خلال أدوات مثل الزكاة والوقف. هذه العوامل تُسهم في تحقيق النمو الاقتصادي دون المساس بالقيم الإنسانية أو العدالة الاجتماعية.

في الوقت نفسه، يُبرز النموذج الإسلامي أدوات تمويل فريدة، مثل المشاركة والمضاربة، التي تُعزز العدالة في توزيع المخاطر والعوائد. هذه الأدوات تُشكل بديلاً للنظام التقليدي القائم على الربا، مما يعزز استقرار النظام المالي ويُسهم في تحقيق نمو اقتصادي مستدام. بالإضافة إلى ذلك، يُشدد الفكر الإسلامي على التنمية الشاملة التي تشمل الجوانب الاجتماعية والبيئية، مما يُبرز اهتمامًا خاصًا بالاستدامة.

وبالرغم من عدم وجود نظريات للنمو الاقتصادي في الفكر الإسلامي على النمط التقليدي، سنحاول اعتمادا على ما جاء في أدبيات الاقتصاد والتمويل الإسلامي إبراز الأسس والافتراضات التي تُبنى عليها النظرة الإسلامية للنمو، وفهم العوامل التي تؤثر في النمو، مع ذكر الانتقادات والصعوبات التي تواجه تطبيق النظرة الإسلامية للنمو.

أ. أسس وافتراضات نظرية النمو الاقتصادي وفق الفكر الإسلامي

يُبنى النمو الاقتصادي في الإسلام على أسس شاملة تجمع بين الجوانب الروحية، الاقتصادية، والاجتماعية لتحقيق تنمية مستدامة ومتكاملة. تستمد هذه الأسس من القرآن الكريم والسنة النبوية، ومن تراث الفكر الإسلامي الذي قدم رؤية متقدمة عن النمو والتنمية منذ قرون. يركز النمو الاقتصادي في الإسلام على مفهوم الاستخلاف وتحقيق العدالة الاجتماعية، مع الالتزام بالقيم الأخلاقية وتحريم الممارسات الاقتصادية التي تُسبب الظلم. وفيما يلي شرح موجز:

- **مفهوم الاستخلاف**: الإنسان هو خليفة الله في الأرض، مكلف بإعمارها واستغلال مواردها بما يُحقق المنفعة العامة، مع مراعاة حقوق الآخرين وحقوق الأجيال القادمة. (القرضاوي، 2001) لذلك فإن النشاط الاقتصادي يجب أن يكون متوافقًا مع مبادئ الشريعة الإسلامية، التي تُلزم الإنسان بالتصرف في الموارد بطريقة مسؤولة ومستدامة (Chapra, 1992).
- **العدالة الاجتماعية**: تُعد العدالة الاجتماعية جوهر النمو الاقتصادي في الإسلام، حيث يُركز النظام الاقتصادي الإسلامي على تحقيق التوازن بين الأغنياء والفقراء (Kahf, 1997). حيث تُعتبر الزكاة أحد الأدوات الرئيسية لتحقيق العدالة الاجتماعية، حيث يتم إعادة توزيع الثروة لتلبية احتياجات الفئات الضعيفة في المجتمع. كما يُعتبر الوقف أداة استثمارية تُسهم في تمويل مشاريع تعليمية وصحية تحقق التنمية المستدامة؛
- **تحريم الربا والغرر وتعزيز المشاركة**: يُحرم الإسلام الربا والغرر (أي المخاطرة المفرطة) ويشجع على نظام المشاركة في الأرباح والخسائر كبديل عادل. حيث أن الربا يُسهم في زيادة الفجوة بين الفقراء والأغنياء، ويفتح المجال للاستثمار في القطاعات المالية غير المنتجة، كما أن الغرر يؤدي إلى تفاقم الديون وعدم استقرار مالي واقتصادي،

بينما تُعتبر المشاركة أداة تُعزز العدالة والتكافل. واعتماد نماذج تمويل مثل المضاربة والمشاركة يُحقق التوازن في توزيع المخاطر، ويُشجع على توجيه الموارد نحو القطاعات الإنتاجية؛

- **التركيز على التنمية الشاملة:** التنمية الاقتصادية في الإسلام تُركز على تحسين نوعية الحياة المادية والروحية، وتُدمج بين الجوانب الاجتماعية، الاقتصادية، والبيئية. والنمو الاقتصادي يجب أن يُسهم في تحسين التعليم، الصحة، والبيئة إلى جانب زيادة الإنتاجية المادية. فالتنمية في الإسلام تتجاوز مفهوم النمو المادي، حيث تشمل بناء الإنسان وتحقيق الأمن والاستقرار الاجتماعي. والإسلام يُؤكد على ضرورة استثمار الموارد في تحقيق الرفاهية العامة لجميع أفراد المجتمع (Iqbal & Mirakhor, 2011).
- **الاستدامة والحفاظ على الموارد:** يحرص الإسلام على استدامة الموارد الطبيعية، ويرى أن استنزافها بشكل مفرط أو إفساد البيئة يتعارض مع مقاصد الشريعة. كما يُشجع الاقتصاد الإسلامي على تحقيق التوازن بين الاستغلال والإدارة الرشيدة للموارد لضمان حقوق الأجيال القادمة. ويحث على التقليل من الإسراف والاستثمار في تقنيات مستدامة تُسهم في الحفاظ على البيئة (Hasan, 2006).

ب. العوامل المؤثرة في النمو الاقتصادي وفق الفكر الاقتصادي الإسلامي

لا يعتمد النمو الاقتصادي في الإسلام فقط على عوامل مادية مثل رأس المال والتكنولوجيا، بل يشمل أيضًا عناصر اجتماعية وأخلاقية وروحية تتماشى مع مبادئ الشريعة الإسلامية. وقد حاولنا استخلاص العوامل التي تدعم النمو الاقتصادي وفق النظرة الإسلامية، حيث تتكامل هذه العوامل لتحقيق توازن بين التنمية الاقتصادية والعدالة الاجتماعية والاستدامة البيئية. وفيما يلي شرح ذلك:

- **رأس المال البشري:** يُعتبر رأس المال البشري (التعليم، الصحة، والأخلاق) محورًا أساسيًا في تحقيق النمو الاقتصادي. والإسلام يشجع على التعليم والتدريب لرفع الكفاءة الإنتاجية للأفراد (Ahmad K. , 2000). حيث يؤكد على بناء الفرد المتكامل القادر على خدمة المجتمع والإسهام في الاقتصاد. والتعليم في الإسلام ليس مجرد أداة للنمو الاقتصادي، بل وسيلة لتطوير الإنسان روحياً ومادياً (القرضاوي، 2001).
- **العدالة في توزيع الثروة:** تعمل الزكاة والوقف لإعادة توزيع الثروة وتحقيق العدالة الاجتماعية، مما يعزز النمو الاقتصادي الشامل. وذلك عن طريق تقليل الفجوة بين الطبقات، وتوجيه جزء كبير من الموارد لخدمة الفئات المحرومة، مما يرفع من مستوى الطلب الكلي ويُحفز الإنتاج (Ahmed, 2004).

- **النظام المالي الإسلامي**: تحريم الربا والغرر، واعتماد أدوات مالية إسلامية مثل المضاربة والمشاركة يُشجع على توزيع عادل للأرباح والخسائر، مما يُعزز الاستقرار المالي ويُحفز النمو. (Usmani, 2002) والنظام المالي الإسلامي يُوجه الاستثمار نحو المشاريع الإنتاجية ذات القيمة المضافة للمجتمع. يُعتبر هذا النهج أكثر استدامة مقارنةً بالنظم التي تعتمد على الفائدة (Siddiqi, 2004).
- **الابتكار والتكنولوجيا**: يشجع الإسلام على الابتكار والتطوير التكنولوجي، بشرط ألا يتعارض مع القيم الأخلاقية أو يُسبب ضررًا للمجتمع. وفي إطار الاقتصاد الإسلامي، يتم توجيه التكنولوجيا نحو تحسين الإنتاجية وحل المشكلات الاجتماعية والبيئية (Hasan, 2006).
- **التكافل الاجتماعي**: التضامن والتكافل جزء لا يتجزأ من النظام الاقتصادي الإسلامي. ويدعو الإسلام إلى مشاركة المخاطر والمنافع لتحقيق التنمية الاقتصادية. كما تُعزز هذه القيم من التماسك الاجتماعي، مما يُساهم في استقرار الأسواق وتحفيز النمو الاقتصادي (Chapra, 1992).

ج. النقائص والصعوبات التي تواجه نظرية النمو الاقتصادي في الفكر الاقتصادي الإسلامي

على الرغم من قدرة نظرية النمو الاقتصادي في الإسلام على تقديم نموذج بديل شامل ومتماسك، فهو يواجه عددا من النقائص والصعوبات المتعلقة بأبعاده النظرية، وتطبيقها العملي، ومدى توافقها مع النظام الاقتصادي العالمي السائد. وفيما يلي عرض لهذه التحديات:

- **الاعتماد الكبير على المبادئ النظرية**: المبادئ الإسلامية مثل "تحقيق العدالة الاجتماعية" و"التنمية الشاملة" تقدم توجيهات عامة، لكنها تفتقر إلى آليات دقيقة توضح كيفية تحقيقها عمليًا، خاصة في ظل الاقتصاديات العالمية المعقدة. (Siddiqi, 2004) فالزكاة على سبيل المثال تُعد أداة رئيسية لإعادة توزيع الثروة، إلا أن الاقتصادات الإسلامية المعاصرة تفتقر إلى نظام متكامل وفعال يُمكنه دمج الزكاة في السياسات الاقتصادية الوطنية (Kahf, 1997).
- **غياب النموذج الكمي الواضح**: تعتمد النظرية الإسلامية على قيم أخلاقية مثل منع الاستغلال وتحقيق التكافل الاجتماعي، لكنها لا تُقدم نماذج رياضية أو معادلات كمية لتوضيح العلاقة بين هذه المبادئ والنمو الاقتصادي. غياب النماذج الكمية يُضعف إمكانية مقارنة النظرية الإسلامية بالنماذج الوضعية مثل نموذج سولو أو النمو الداخلي، التي تستخدم أدوات رياضية لتفسير النمو، كما يؤدي ذلك إلى صعوبة قياس تأثير

أدوات التمويل الإسلامي (مثل المضاربة والمشاركة) على الناتج المحلي الإجمالي والنمو الاقتصادي بشكل دقيق (Haneef, 1995).

- **الصعوبات المؤسسية:** ضعف البنية المؤسسية الداعمة لتطبيق أدوات الاقتصاد الإسلامي، مثل الزكاة والوقف، يُقلل من فاعلية النموذج الإسلامي. والمؤسسات القائمة غالبًا ما تُدار بطرق تقليدية، مما يُعيق تحقيق التنمية المستدامة التي تهدف إليها النظرية. مما يعني محدودية التطبيق العملي للنظرية في العديد من الدول الإسلامية (Chapra, 2016).
- **الصعوبات العالمية والتكيف مع العولمة:** تواجه نظرية النمو الإسلامي تحديات كبيرة في التكيف مع النظام الاقتصادي العالمي، الذي يعتمد بشكل كبير على الربا والمؤسسات الرأسمالية. فالاقتصاد الإسلامي يرفض العديد من ممارسات التمويل التقليدية مثل الربا، مما يضعه في مواجهة مباشرة مع النظام المالي العالمي. ويؤدي ذلك إلى صعوبات في تقديم حلول بديلة تتماشى مع القيم الإسلامية وتكون مقبولة عالميًا. (Iqbal & Mirakhor, 2011).
- **نقص الأدلة التجريبية:** قلة التجارب التطبيقية الناجحة التي تُبرز قدرة الاقتصاد الإسلامي على تحقيق النمو المستدام، على الرغم من وجود دول إسلامية تُحاول تطبيق مبادئ الاقتصاد الإسلامي، إلا أن الأدلة التجريبية على فاعلية هذه المبادئ في تحقيق النمو لا تزال محدودة. وهذا يُضعف من موقف النظرية في الأوساط الأكاديمية وصناع السياسات (Nagaoka, 2012).

8.3.2.2 التمويل ونظريات النمو الاقتصادي

ما يمكن استخلاصه مما سبق طرحه حول نظريات النمو الاقتصادي، هو النظريات والنماذج المختلفة للنمو الاقتصادي تُظهر تباينًا في تفسيرها لعلاقة نظام التمويل بالنمو الاقتصادي، وتعكس مواقف مختلفة حول دور التمويل في دعم التنمية الاقتصادية. ففي النظريات التقليدية، مثل النموذج الكلاسيكي ونموذج كينز، يُعتبر التمويل عاملًا مهمًا ولكنه ليس أساسيًا. حيث أن النموذج الكلاسيكي يُركز على تراكم رأس المال الناتج عن الادخار والاستثمار، مع دور محدود لنظام التمويل الذي يُعتبر وسيلة لتوجيه المدخرات نحو الاستخدامات الإنتاجية. من جهة أخرى، يُبرز نموذج كينز أهمية التمويل في تحفيز الطلب الكلي من خلال الإنفاق الحكومي، مشيرًا إلى دور البنوك المركزية والسياسات النقدية في تحقيق استقرار الاقتصاد ودعم النمو.

أما نموذج هارود–دومار، فيعتمد اعتمادًا أكبر على التمويل من خلال التأكيد على الحاجة إلى معدلات استثمار مستدامة لزيادة النمو، مع الإشارة إلى أن تمويل الاستثمار يتطلب سياسات مالية ونقدية داعمة. ومع ذلك، يظل التمويل أداة مساعدة بدلاً من كونه محور النمو. على العكس، نموذج النمو الداخلي يضع الابتكار وتطور رأس المال البشري في الصدارة، مع إعطاء دور كبير لنظام التمويل لدعم الأبحاث والتطوير وتوجيه الموارد نحو الأنشطة الابتكارية التي تُحسن الإنتاجية.

في الاقتصاد الإسلامي، التمويل لا يُعتبر مجرد وسيلة لتوجيه المدخرات، بل نظامًا شاملًا يعكس القيم الأخلاقية والاجتماعية. التمويل الإسلامي يعتمد على أدوات مثل المضاربة والمشاركة، التي تُعزز العدالة في توزيع العوائد والمخاطر، مما يدعم استقرار النمو الاقتصادي. بخلاف النظام التقليدي القائم على الفائدة، يُحرم الاقتصاد الإسلامي الربا ويُشجع على استثمار الموارد في الأنشطة المنتجة ذات القيمة الاجتماعية.

بالمقارنة، النظام المالي التقليدي غالبًا ما يُركز على تعظيم الأرباح وتراكم رأس المال، مما يُمكن أن يؤدي إلى تزايد الفجوات الاقتصادية. بينما في الاقتصاد الإسلامي، يُعتبر التمويل وسيلة لتحقيق العدالة والتنمية الشاملة، مما يُبرز الفرق الأساسي في النظرة إلى مكانة التمويل في دعم النمو الاقتصادي.

3.2 الدراسات السابقة والفجوة البحثية

كان ولا يزال موضوع دور أسواق الأوراق المالية في دعم النمو الاقتصادي محط اهتمام الباحثين في المجال المالي والاقتصادي، حيث كان محور العديد من الدراسات النظرية والتطبيقية القياسية، وقد تزايدت الدراسات القياسية لهذا الموضوع بشكل مطرد في العقود الأخيرة، بالتوازي مع التطوير المستمر للمناهج الإحصائية والقياسية وتطبيقاتها.

ونظرا لطبيعة هذه الدراسة المتعددة الأبعاد، فهي تعتمد على خلفية متشعبة من الدراسات السابقة، حيث تشمل هذه الخلفية موضوع علاقة النظام المالي عموما وسوق الأوراق المالية خصوصا مع النمو الاقتصادي، وهذا بجانبيه، أي جانب سوق الأوراق المالية التقليدي، وعلاقته بالنمو الاقتصادي، وجانب سوق الأوراق المالية الإسلامي، وعلاقته بالنمو الاقتصادي، ثم المقارنة بينها، والتي بدورها تشمل مواضيع المقارنة في إطار سياقات مختلفة، منها العلاقة مع النمو الاقتصادي، ثم إن هذه الدراسات قد تشمل سوق الأوراق المالية بمختلف مكوناته (أسهم، سندات، صكوك...) أو تختص بمكون واحد أو بعض المكونات. ولكون هذه الدراسة تركز على الجانب القياسي، فقد وضعنا اهتماما أكبر في اختيارنا للدراسات السابقة على الدراسات القياسية. كما حرصنا في عرضنا لهذه الدراسات على اتباع منهجية واحدة

تركز على الجانب القياسي من خلال عناصر محددة، وهي: هدف الدراسة، عينة الدراسة، المنهجية القياسية المتبعة، المتغيرات المدروسة، نتائج الدراسة، بالإضافة إلى تفسير أصحاب الدراسة للنتائج خاصة إذا كانت مخالفة للاتجاه العام.

1.3.2 علاقة سوق الأوراق المالية التقليدي بالنمو الاقتصادي

في إطار دراسة العلاقة بين تطور سوق الأوراق المالية التقليدي والنمو الاقتصادي لدينا عدد من الدراسات الشاملة، حيث تضمنت مجموعة واسعة من الأسواق عبر عدد كبير من الدول، وهي دراسة Levine وZervos ودراسة Alfaro وآخرون ودراسة Filer وآخرون ودراسة Choong وآخرون، بالإضافة إلى دراسة Pradhan التي شملت مجموعة العشرين.

هدفت دراسة Levine & Zervos (1998) إلى فحص العلاقة بين تطور أسواق الأسهم والبنوك والنمو الاقتصادي طويل الأجل في عينة من 47 دولة خلال الفترة من 1976 إلى 1996 باستخدام منهجية تحليل الانحدار المتعدد، لتحليل العلاقة بين نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي ونمو تراكم رأس المال ونمو الإنتاجية والادخار الخاص كمتغيرات تابعة، أما المتغيرات المستقلة فهي مؤشرات السوق المالي كالسيولة المالية، تقلبات الأسعار، والتكامل المالي الدولي، ومؤشرات النظام المصرفي كحجم الائتمان، بالإضافة إلى مجموعة من المتغيرات الضابطة كالاستقرار السياسي، الانفاق الحكومي والتضخم. أظهرت النتائج ارتباطاً إيجابياً وقوياً بين سيولة أسواق الأسهم وتطور النظام المصرفي مع نمو الناتج المحلي، وتراكم رأس المال، وتحسين الإنتاجية. كما لوحظ أن تكامل أسواق الأسهم مع الأسواق العالمية مرتبط بزيادة الأداء الاقتصادي.

بالنسبة لدراسة Alfaro, Chanda, Kalemli-Ozcan, & Sayek (2004) فقد هدفت إلى دراسة علاقة الاستثمار الأجنبي المباشر مع النمو الاقتصادي ودور الأسواق المالية في تعزيز هذه العلاقة، حيث شملت الدراسة 71 دولة للفترة من 1975 إلى 1995 وتم استخدام منهجية الانحدار المتعدد لدراسة العلاقة بين الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للفرد، كمتغير تابع ونسبة الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الناتج المحلي، ومؤشر تطور الأسواق المالية، كمتغيرات مستقلة، بالإضافة إلى متغيرات ضابطة كالتعليم، النمو السكاني، الانفاق الحكومي والاستقرار السياسي. وقد خلصت الدراسة إلى أن الاستثمار الأجنبي المباشر يلعب دورا غير واضح في زيادة النمو الاقتصادي، إلى أن تأثيره على النمو يزيد بشكل كبير مع تطور الأسواق المالية، وهذا يشير إلى أن الدول ذات الأسواق المالية المتطورة تستفيد بشكل أفضل من الاستثمار الأجنبي المباشر، مقارنة بالدول ذات الأسواق المالية الأقل تطورا.

وفي سياق مشابه، شملت دراسة Choong, Baharumshah, Yusop, & Habibullah (2010) 51 دولة تضم المتقدمة والنامية، للفترة بين 1988 إلى ،2002 بهدف تحليل دور سوق الأسهم في دعم النمو الاقتصادي خاصة من خلال تدفقات رأس المال الخاص الأجنبي، وذلك بالاعتماد على منهجية اللحظات المعممة GMM لدراسة العلاقة بين الناتج المحلي الإجمالي للفرد كمتغير تابع، والقيمة السوقية للأسهم، ونسبة تداول الأسهم إلى الناتج المحلي الإجمالي، وتدفقات رأس المال الخاص (الاستثمار الأجنبي المباشر، الدين الأجنبي، والاستثمار في المحفظة)، كمتغيرات مستقلة. وقد خلصت الدراسة إلى أن الاستثمار الأجنبي المباشر له تأثير إيجابي كبير على النمو الاقتصادي في كل من الدول المتقدمة والنامية، وعلى العكس من ذلك، كان لكل من الدين الأجنبي والاستثمار في المحفظة تأثير سلبي على النمو الاقتصادي في كلا الصنفين من الدول، وعلى غرار الدراسة السابقة Alfaro وآخرون بينت نتائج هذه الدراسة أن تطور سوق الأسهم يمكن أن يحول التأثيرات السلبية لتدفقات رأس المال الخاص إلى تأثيرات إيجابية إذا بلغ السوق حدًا معينًا من التطور.

أما دراسة Filer, Hanousek, & Campos (2000) فقد تناولت العلاقة السببية بين تطور أسواق الأسهم والنمو الاقتصادي في 70 دولة من مستويات دخل مختلفة خلال الفترة من 1985 إلى 1997 باستخدام نموذج الانحدار الذاتي VAR واختبار السببية Granger causality حيث يمثل الناتج المحلي الإجمالي النمو الاقتصادي كمتغير تابع، وتطور أسواق الأسهم يمثله نسبة دوران الأسهم وعدد الشركات المدرجة في السوق كمتغيرات مستقلة. وخلافا لمعظم الدراسات أظهرت نتائج هذه الدراسة عدم وجود أدلة قوية تدعم العلاقة السببية من تطور سوق الأسهم إلى النمو الاقتصادي، حيث كان هناك بعض الأدلة على وجود علاقة بين تطور سوق الأسهم والنمو الاقتصادي، لكن هذا التأثير كان أقل وضوحًا في الاقتصادات الناشئة. ويشير أصحاب الدراسة إلى أن تطور سوق الأسهم قد يؤدي إلى ارتفاع قيمة العملة بدلاً من تحقيق نمو اقتصادي حقيقي.

ولدينا كذلك دراسة Pradhan (2018) التي شملت دول مجموعة العشرين حيث هدفت إلى تحليل العلاقة طويلة الأجل بين تطور سوق الأسهم والنمو الاقتصادي لهذه الدول خلال الفترة من 1980 إلى 2015 عن طريق نموذج الانحدار الذاتي VAR واختبار السببية Granger causality واختبار التكامل المشترك لـ Johansen بين معدل نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي كمتغير تابع، والقيمة السوقية للأسهم، وحجم التداول، ونسبة دوران الأسهم، وعدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم كمتغيرات مستقلة. وقد أظهرت النتائج وجود علاقة تكامل مشترك بين تطور

سوق الأسهم والنمو الاقتصادي في معظم دول مجموعة العشرين، أما السببية فكانت متفاوتة بين أحادية الاتجاه من سوق الأسهم نحو النمو أو من النمو نحو سوق الأسهم في بعض الدول وثنائية الاتجاه في دول أخرى.

وفي سياق التركيز على أقاليم معينة أو مستويات معينة من التقدم الاقتصادي، هناك مجموعة من الدراسات منها أطروحة فراحي، وأطروحة مباركي، ودراسة Boubakari و Jin ، ودراسة Njemcevic، ودراسة Slaiman وآخرون، ودراسة كداوي،

فبالنسبة لأطروحة فراحي (2023) فقد هدفت إلى تحليل دور أسواق الأوراق المالية الناشئة في تحقيق النمو الاقتصادي في 26 دولة ناشئة خلال الفترة من 2005 إلى 2020 باستخدام منهجية متعددة تعتمد على التحليل القياسي باستخدام نماذج الانحدار اللوجستي، ونماذج الانحدار الخطي المتعدد، وخوارزميات تعلم الآلة مثل "الغابة العشوائية" و"دعم المتجه الآلي". كما تم تطبيق تقنيات حديثة مثل "انتروبيا شانون" لتقييم كفاءة الأسواق المالية. وبعد دراسة العلاقة بين الناتج المحلي الإجمالي ومؤشرات أداء البورصات كحجم التداول والقيمة السوقية ومؤشرات الكفاءة المعلوماتية ومتغيرات أخرى مثل الاستثمار الأجنبي المباشر، وسلطة تنفيذ القانون، تبين وجود علاقة إيجابية بين كفاءة أسواق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في الدول الناشئة، حيث تم تحديد وجود تأثير مباشر وغير مباشر للأسواق المالية على النمو الاقتصادي ومعدلات التضخم.

أما أطروحة مباركي (2014) فقد هدفت إلى إبراز تأثير تطور الأسواق المالية على النمو الاقتصادي لـ 11 دولة من منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا خلال الفترة بين 1998 و2012 بالاعتماد على طريقة المربعات الصغرى المعدلة بالكامل FMOLS ومنهجية اللحظات المعممة GMM لدراسة العلاقة بين النمو الاقتصادي ممثلا في نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي و إنتاجية عوامل الإنتاج وإجمالي تكوين رأس المال الثابت، مع المتغيرات المستقلة ممثلة في رسملة البورصة، وقيمة التداول ومعدل الدوران بالنسبة لسوق الأوراق المالية، والائتمان المحلي للقطاع الخاص، والمعروض النقدي. وقد أسفرت الدراسة عن علاقة إيجابية بين مؤشرات تطور السوق المالي ونمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، مع غياب التأثير على إنتاجية عوامل الإنتاج، أما تطور القطاع المصرفي فكان تأثيره إيجابيا على تكوين رأس المال الثابت وسلبيا على نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي.

وفيما يخص دراسة Boubakari & Jin (2010) فقد هدفت إلى تحليل العلاقة السببية بين تطور سوق الأسهم والنمو الاقتصادي في خمس دول من مجموعة Euronext خلال الفترة من 1995 إلى 2008، حيث اعتمدت الدراسة نموذج VAR واختبار السببية Granger causality لتحليل العلاقة بين الناتج المحلي الإجمالي كمتغير تابع والقيمة

السوقية للأسهم وحجم التداول ونسبة الدوران والاستثمار الأجنبي المباشر كمتغيرات مستقلة. وقد أظهرت النتائج وجود علاقة سببية إيجابية بين مؤشرات تطور سوق الأسهم والنمو الاقتصادي في فرنسا والمملكة المتحدة، حيث تؤثر القيمة السوقية ونسبة التداول بشكل إيجابي على النمو الاقتصادي، أما في بلجيكا والبرتغال فلم يتم العثور على علاقة سببية دالة بين سوق الأسهم والنمو الاقتصادي، وفيما يخص هولندا، فقد كانت النتائج متباينة، حيث كانت هناك علاقة سببية ضعيفة بين مؤشرات السوق والنمو الاقتصادي، ويُرجع أصحاب الدراسة سبب هذا الاختلاف في النتائج بين الدول إلى الاختلاف في حجم وسيولة السوق حيث كلما زاد حجم وسيولة السوق زاد التأثير على النمو الاقتصادي.

أما دراسة Njemcevic (2016) فقد شملت 14 دولة من جنوب شرق ووسط شرق أوروبا خلال الفترة من 2003 إلى 2012 والتي هدفت إلى اختبار تأثير تطور أسواق رأس المال على النمو الاقتصادي باستخدام نموذج الانحدار المصحح للتأثيرات المعيارية PCSE لاختبار العلاقة بين الناتج المحلي الإجمالي كمتغير تابع ومؤشرات تطور سوق رأس المال (نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي، نسبة تداول الأسهم إلى الناتج المحلي الإجمالي، ونسبة التداول إلى القيمة السوقية) كمتغيرات مستقلة، إضافة إلى مجموعة من المتغيرات الضابطة كالتضخم، الانفتاح الاقتصادي، الانفاق الحكومي، والاستثمار الأجنبي المباشر. وقد توصلت الدراسة إلى أن مؤشر القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي هو الوحيد الذي أظهر تأثيرات إيجابيا على الناتج المحلي الإجمالي، وحسب الباحث، فهذا يعود إلى ضعف نشاط الأسواق الأولية في هذه المنطقة.

وفي سياق دراسة علاقة أسواق رأس المال مع النمو الاقتصادي استهدفت دراسة Sulaiman, Adejayan, & Ilori (2023) مجموعة من دول غرب إفريقيا خلال الفترة من 1980 إلى 2021، بالاعتماد على منهجية ARDL بحيث يمثل الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي النمو الاقتصادي كمتغير تابع والقيمة السوقية ونسبة تداول الأسهم تمثل تطور أسواق رأس المال، إضافة إلى إجمالي تكوين رأس المال، الاستثمار الأجنبي المباشر، ومعدل التضخم كمتغيرات مستقلة. وكانت النتائج متفاوتة بين الدول الناطقة بالإنجليزية والدول الناطقة بالفرنسية، حيث سجلت الأولى وجود علاقة إيجابية بين القيمة السوقية، تكوين رأس المال الإجمالي، والاستثمار الأجنبي المباشر مع الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي في المدى الطويل، بينما كانت نسبة تداول الأسهم والتضخم لهما تأثير سلبي. أما الثانية فسجلت فقط القيمة السوقية وتكوين رأس المال الإجمالي أظهرا تأثيرًا إيجابيًا على الناتج المحلي الإجمالي، ولكن جميع المتغيرات لم تكن ذات دلالة إحصائية.

أما دراسة كداوي (2008) فقد هدفت إلى تحليل دور سوق الأسهم في النمو الاقتصادي لـ 6 دول عربية خلال فترة بين 1994 إلى 2001 بالاعتماد على منهجية الانحدار المتعدد لدراسة العلاقة بين نمو الناتج المحلي الإجمالي كمتغير

تابع والقيمة السوقية للأسهم، ومعدل دوران الأسهم، كمتغيرات مستقلة. وقد خلصت الدراسة إلى أن الأسواق المالية في الدول العربية لم تحقق التأثير الإيجابي المتوقع على النمو الاقتصادي، وأرجع الباحث ذلك إلى أن هذه الأسواق يغلب عليها الطابع المضاربي وتفتقر إلى التوجه نحو التنمية المستدامة.

وهناك مجموعة من الدراسات سعت إلى المقارنة بين دولتين في سياق العلاقة بين السوق المالي والنمو الاقتصاد منها: دراسة Zalgiryte وأخرون، أطروحة جدي ساسية، ودراسة دحماني والعابد برينيس.

فيما يخص دراسة Zalgiryte, Guzavicius, & Tamulis (2014) فقد حاول الباحثون تحليل العلاقة بين المؤشرات الرئيسية والقطاعية لأسواق الأسهم والنمو الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية وفرنسا خلال الفترة من 2000 إلى 2012 وهذا بالاعتماد على تحليل الارتباط المتبادل لدراسة العلاقة بين الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي المعدل موسميا والمؤشرات الرئيسية والقطاعية لسوق الأسهم في فرنسا وسوق الأسهم في الولايات المتحدة الأمريكية. وقد أظهرت نتائج الدراسة أن سوق الأسهم يُعتبر مؤشرًا قياديًا للنمو الاقتصادي في كل من الولايات المتحدة وفرنسا، مع تأخر الناتج المحلي الإجمالي عن التغيرات في مؤشرات الأسهم القطاعية بثلاثة أرباع السنة في الولايات المتحدة وأربعة أرباع السنة في فرنسا، وأن القطاعات الأكثر تأثيرًا على نمو الناتج المحلي الإجمالي في الولايات المتحدة كانت القطاع المالي والقطاع الصناعي، بينما في فرنسا كان القطاع الصناعي هو الأكثر تأثيرًا.

أما جدي (2022) فقد هدفت من خلال أطروحتها للدكتوراه إلى تحليل دور أسواق الأوراق المالية الناشئة في تحقيق التنمية الاقتصادية من خلال دراسة تجربتي ماليزيا وإندونيسيا للفترة 2007-2017، وكيف يؤثر تطور هذه الأسواق المالية على النمو الاقتصادي في البلدين، حيث استخدمت الدراسة تحليل الانحدار الخطي، واستعانت بطريقة "البوتستراب" لتقدير المعلمات واختبار العلاقة بين الناتج المحلي الإجمالي كمتغير تابع ومؤشرات تطور السوق المالي (مؤشر البورصة، الرسملة السوقية، معدل التداول، عدد الشركات المدرجة) بالإضافة إلى متغيرات ضابطة مثل الاستثمار الأجنبي المباشر، التضخم، سعر الفائدة. وقد خلصت الدراسة إلى أن كافة المتغيرات المستقلة لها تأثير إيجابي على النمو الاقتصادي في كل من ماليزيا وإندونيسيا، باستثناء مؤشري التضخم وسعر الفائدة اللذين أظهرا تأثيرًا سلبيًا وبالتالي حسب الدراسة فإن تطور سوق الأوراق المالية يسهم في دعم التنمية الاقتصادية بشكل إيجابي، مما يعزز النمو الاقتصادي في كلا البلدين.

وبالنسبة لدراسة دحماني و العابد برينيس (2017) فقد هدفت إلى دراسة دور سوق الأوراق المالية في تعزيز النمو الاقتصادي في إندونيسيا والجزائر خلال الفترة من 1999 إلى 2011 بالاعتماد على منهجية الانحدار الذاتي المتعدد

واختبار السببية لغرانجر لتحليل العلاقة بين نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي كمتغير تابع ورسملة السوق وحجم التداول ومعدل الدوران كمتغيرات مستقلة. وقد خلصت الدراسة إلى وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه من سوق الأوراق المالية نحو النمو الاقتصادي في إندونيسيا أما في الجزائر فلم يثبت وجود علاقة.

أما الدراسات التي استهدفت العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي لبلد واحد فهي كثيرة، وسنورد فيما يلي عينة منها لبلدان من مناطق مختلفة ثم عينة من الدراسات التي استهدفت سوق ماليزيا للأوراق المالية كونها تمثل موضوع دراستنا.

لدينا دراسة Adamopoulos (2010) والتي سعى من خلالها إلى تحليل العلاقة بين سوق الأسهم والنمو الاقتصادي في ألمانيا خلال الفترة من 1965 إلى 2007 باستخدام نموذج تصحيح الخطأ (VECM) وتحليل التكامل المشترك لـ Johansen إضافة إلى اختبار السببية Granger causality، لتحليل العلاقة بين الناتج المحلي الإجمالي ومؤشر سوق الأسهم والإقراض المصرفي للقطاع الخاص. وقد أظهرت نتائج التكامل المشترك وجود علاقة طويلة الأمد بين تطور سوق الأسهم والنمو الاقتصادي في ألمانيا، مع وجود تأثير إيجابي للنمو الاقتصادي والإقراض المصرفي على تطور سوق الأسهم، كما أظهرت نتائج اختبار السببية Granger causality وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه من تطور سوق الأسهم إلى النمو الاقتصادي.

أما في إفريقيا فلدينا دراسة Acha & Akpan (2019) والتي تضمنت تحليل العلاقة السببية بين أداء سوق رأس المال والنمو الاقتصادي في نيجيريا خلال الفترة من 1987 إلى 2014 باستخدام نموذج الانحدار الذاتي VAR واختبار السببية Granger causality لدراسة العلاقة بين الناتج المحلي الإجمالي كمتغير تابع والرسملة السوقية للأسهم، وحجم الإصدارات الجديدة، وحجم المعاملات، وعدد الأسهم المدرجة كمتغيرات مستقلة. وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه من أداء سوق رأس المال إلى الناتج المحلي الإجمالي، وخاصة من القيمة السوقية للأسهم إلى النمو الاقتصادي. بينما لم تكن هناك علاقة سببية بين الناتج المحلي الإجمالي وبقية المتغيرات.

من المنطقة العربية، لدينا دراسة Khataybeh & Omet (2021)، التي هدفت إلى فحص العلاقة بين النمو الاقتصادي وأداء سوق رأس المال والتضخم في الأردن خلال الفترة 1980–2019، حيث اعتمدت منهجية متجه تصحيح الخطأ VECM، لدراسة العلاقة طويلة الأجل بين الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، كمتغير تابع، ومؤشر سوق الأسهم، والرسملة السوقية، والتضخم، كمتغيرات مستقلة. وقد خلصت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية بين النمو

الاقتصادي وأداء السوق المالي الأردني وهذا يعود حسب الباحثين إلى أن السوق المالي الأردني لا يعكس أداء الاقتصاد الأردني نتيجة عدم الكفاءة في تسعير الأسهم المدرجة.

لدينا كذلك من المنطقة العربية دراسة دبي (2023) التي تناولت بالدراسة سوق الأسهم السعودي بهدف تحليل تأثير تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في السعودية، خلال الفترة بين 1990 إلى 2020، بالاعتماد على منهجية ARDL لتحليل العلاقة طويلة وقصيرة الأجل بين نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي كمتغير تابع ومعدل الرسملة السوقية، ومؤشر أداء الأسهم كمتغيرات مستقلة بالإضافة إلى أسعار النفط وعرض النقود كمتغيرات ضابطة. وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في السعودية، حيث أظهر النموذج وجود تأثير إيجابي لمؤشر أداء الأسهم على النمو الاقتصادي في الأجل القصير، ووجود تأثير إيجابي لمعدل الرسملة السوقية على النمو الاقتصادي في الأجل الطويل.

أما من آسيا فلدينا دراسة Pan & Mishra, (2017)، والتي هدفت إلى تحليل العلاقة بين تطور سوق الأسهم والنمو الاقتصادي في الصين خلال الفترة من 1999 إلى 2015 باستخدام منهجية ARDL لدراسة العلاقة بين مؤشر الإنتاج الصناعي كبديل للناتج المحلي الإجمالي كمتغير تابع والقيمة السوقية للأسهم ومؤشر السيولة بالإضافة إلى مؤشرات أسهم القطاعات الاقتصادية المختلفة، وقد أظهرت النتائج وجود علاقة طويلة الأجل سلبية بتأثير ضئيل بين سوق الأسهم والقطاع الاقتصادي الحقيقي للصين، وعلى المدى القصير لم يتم العثور على أي علاقة دالة بين سوق الأسهم والنمو الاقتصادي، بينما أظهر اختبار السببية لـ Toda Yamamoto أن النمو الاقتصادي أدى إلى تطوير سوق B في شنزن، مما يدعم الفرضية القائلة بأن النمو الاقتصادي يحفز الأسواق المالية. وقد فسر أصحاب البحث النتائج السلبية بأنها قد تكون ناتجة عن "ازدهار غير عقلاني" أو الفقاعة المالية في القطاع المالي الصيني. النمو في سوق A قد يكون مدفوعًا بالمضاربة بدلاً من الأداء الاقتصادي الحقيقي، مما أدى إلى وجود علاقة سلبية طفيفة على المدى الطويل.

وفي دراسة أخرى لدولة آسيوية سعت Wanaset (2018) إلى دراسة العلاقة بين تطور سوق رأس المال والنمو الاقتصادي في تايلاند، بما في ذلك سوق الأسهم وسوق السندات، بعد الأزمة المالية عام 1997، للفترة من 1997 إلى 2016 حيث اعتمدت منهجية التكامل المشترك واختبار السببية Granger causality لدراسة العلاقة بين الناتج المحلي الإجمالي والرسملة السوقية للأسهم وحجم السندات الجارية، وخلصت الدراسة إلى أن النمو الاقتصادي له تأثير إيجابي على تطور سوق الأسهم والسندات في تايلاند، أما في الاتجاه المعاكس فهناك تأثير إيجابي لسوق الأسهم على

النمو الاقتصادي، أما سوق السندات فلم يُظهر تأثيرا على النمو الاقتصادي، وهذا يعود حسب الباحثة إلى صغر حجم سوق السندات وقلة المعرفة بأدوات الدين بين المستثمرين التايلانديين.

وفيما يخص الدراسات حول سوق الأوراق المالية الماليزي وعلاقته بالنمو الاقتصادي والتي لم تفصل بين سوق التقليدي والإسلامي فلدينا دراسة Hossain وآخرون، ودراسة Nordin وNordin ، وأطروحة الدكتوراه لسلطان مونية.

فيما يخص دراسة Hossain, Hossain, & Sadi (2013) فقد هدفت إلى تحليل العلاقة بين سوق الأسهم والنمو الاقتصادي في ماليزيا خلال الفترة من 1991 إلى 2009 باستخدام بيانات ربع سنوية عن طريق منهجية التكامل المشترك لEngle-Granger واختبار السببية Granger causality لدراسة العلاقة بين الناتج المحلي الإجمالي كمتغير تابع ومؤشر أسعار الأسهم في بورصة كوالالمبور كمتغير مستقل. وقد أظهرت النتائج وجود علاقة طويلة الأجل بين سوق الأسهم والنمو الاقتصادي في ماليزيا، وكذلك وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه حيث يتسبب أداء سوق الأسهم في النمو الاقتصادي، ولكن العكس غير صحيح.

أما دراسة Nordin & Nordin (2016) فقد هدفت إلى تحليل تأثير سوق الأسهم وسوق السندات على النمو الاقتصادي في ماليزيا خلال الفترة من 1981 إلى 2014 باستخدام طريقة متجه تصحيح الخطأ (VECM) لدراسة التكامل المشترك، بالاعتماد على الرسملة السوقية لسوق الأسهم والسندات كمتغيرات مستقلة والناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للفرد كمتغير تابع. وقد خلصت الدراسة إلى وجود علاقة تكامل مشترك بين كل من سوق الأسهم وسوق السندات والنمو الاقتصادي في ماليزيا، وكان لسوق الأسهم تأثير أكبر على النمو الاقتصادي مقارنة بسوق السندات، وأرجع الباحثان السبب إلى سيولة السوق الثانوية للأسهم التي تؤثر على قرارات المستثمرين.

وفي إطار أطروحة الدكتوراه سعت سلطان (2015) إلى إبراز العلاقة بين سوق ماليزيا للأوراق المالية والنمو الاقتصادي خلال الفترة من 2001 إلى 2012 باستخدام مزيج من المنهج الوصفي والقياسي بالاعتماد على الانحدار المتعدد لدراسة العلاقة بين الناتج المحلي الإجمالي كمتغير تابع والرسملة السوقية ومعدل دوران الأسهم وعدد الشركات المدرجة، والسيولة المالية، وحوكمة الشركات كمتغيرات مستقلة، وقد أظهرت الدراسة أن بورصة ماليزيا تتأثر بشكل كبير بالسيولة والرسملة السوقية وعدد الشركات المدرجة، ولكنها لا تزال تسعى لتحقيق الكفاءة التامة، كما توصلت الدراسة إلى أن تطبيق مبادئ حوكمة الشركات يعزز من كفاءة البورصة ويزيد من قدرتها على تمويل التنمية الاقتصادية.

وكخلاصة للدراسات التي تم عرضها في إطار علاقة سوق الأوراق المالية التقليدية، خاصة سوق الأسهم، بالنمو الاقتصادي، يمكن القول: أن هناك تنوع في العينات والفترات المدروسة من عدد كبير من الدول إلى دول منفردة ومن فترات طويلة إلى قصيرة، وكذلك تنوع في المنهجيات القياسية المتبعة مع التركيز على بعض المنهجيات المتكررة، حيث أن أكثر المنهجيات استخداما هي متجه الانحدار الذاتي VAR واختبار السببية Granger، ثم منهجية الانحدار المتعدد، ثم منهجية التكامل المشترك ومنهجية تصحيح الخطأ VECM بالإضافة إلى منهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL وهي تجمع بين المنهجيتين السابقتين، أي التكامل المشترك وتصحيح الخطأ، ثم منهجية اللحظات المعممة GMM.

ومن ناحية النتائج فقد أكدت الدراسات مثل: Levine & Zervos (1998)، و Choong, Baharumshah, Yusop, & Habibullah (2010)، Adamopoulos (2010)، و Hossain, Hossain, & Sadi, (2013)، وBoubakari & Jin (2010)، و Sulaiman, Adejayan, & Ilori (2023) على وجود علاقة إيجابية بين تطور الأسواق المالية والنمو الاقتصادي، حيث تبين هذه الدراسات أن سيولة السوق المالي، وحجم التداول، يعززان من نمو الناتج المحلي الإجمالي، وتراكم رأس المال، وتحسين الإنتاجية. وقد أكدت النتائج أن الدول ذات الأسواق المالية المتقدمة تحقق منافع اقتصادية أكبر على المدى الطويل. أما دراسة Alfaro, Chanda, Kalemli-Ozcan, & Sayek (2004)، Njemcevic, (2016)، ودراسة Choong, Baharumshah, Yusop, & Habibullah (2010) فقد أشارت إلى الاستثمار الأجنبي، ودور الأسواق المالية في تفعيل أثره على النمو الاقتصادي، حيث تُظهر هذه الأبحاث أن الأسواق المالية المتقدمة تزيد من قدرة الدول على الاستفادة من تدفقات رأس المال الأجنبي.

وخلافا للاتجاه السائد توصلت بعض الدراسات مثل Filer, Hanousek, & Campos (2000)، و Pan & Mishra (2017)، وKhataybeh & Omet (2021) ، و كداوي (2008) إلى وجود تأثيرات ضعيفة أو حتى سلبية لأسواق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في بعض الدول، حيث أظهرت هذه الدراسات عدم وجود أدلة قوية تدعم وجود علاقة سببية إيجابية في بعض الاقتصادات الناشئة، مثل الصين والأردن والدول العربية. وتبيّن أن هذه الأسواق لم تحقق التأثير الإيجابي المتوقع على النمو، بسبب سيطرة المضاربات المالية وضعف كفاءة السوق في تسعير الأسهم، ما يؤدي إلى عدم انعكاس التطورات المالية على النمو الاقتصادي بشكل فعّال.

وفيما يتعلق بالعلاقة السببية، فتظهر الدراسات مثل Pradhan, (2018)، و Filer, Hanousek, & Campos (2000)، و(2017) Pan & Mishra ، و(2019) Acha & Akpan ، و Adamopoulos (2010)، و(2018) Wanaset تباينا في اتجاه العلاقة السببية بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي. إذ وجدت بعض الدراسات علاقة سببية أحادية الاتجاه، من السوق المالي إلى النمو الاقتصادي، بينما أظهرت أخرى سببية من النمو الاقتصادي نحو تطور السوق المالي، وبيّنت بعضها وجود علاقة ثنائية الاتجاه. وقد يعكس هذا التباين اختلافات في هيكلية السوق المالي ومستوى تطوره بين الدول.

وفي إطار العلاقة طويلة الأجل، فقد توصلت الدراسات التي استخدمت منهجية التكامل المشترك مثل: Pradhan (2018)، و(2016) Nordin & Nordin ، و(2013) Hossain, Hossain, & Sadi, ، و Wanaset, (2018) إلى وجود علاقة طويلة الأمد بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، حيث يظهر تأثير إيجابي عام على النمو الاقتصادي في معظم الدول على المدى الطويل.

2.3.2 العلاقة بين سوق الأوراق المالية الإسلامي والنمو الاقتصادي

منذ بداية نشاط مؤسسات التمويل الإسلامي، ثم ظهور أدوات مالية إسلامية متداولة في الأسواق المالية، بدأت تدور أسئلة في الأوساط العلمية عن مدى مساهمة هذا النمط الجديد من التمويل في دعم النشاط الاقتصادي عموما، ونظرا لحداثة التجربة ومحدوديتها مقارنة بنظام التمويل التقليدي، لم يكن في الإمكان إجراء دراسات قياسية فعالة، فاقتصرت الدراسات على الجانب النظري، لكن بعد مرور أكثر من ثلاث عقود على بداية إصدار الأدوات المالية الإسلامية، والانتشار الكبير لهذه الأدوات في أسواق الدول الإسلامية وغير الإسلامية، شهدت الدراسات القياسية في هذا الموضوع تزايدا مستمرا، خاصة في الدول التي شهدت تطورات مؤسسية وتنظيمية، لدعم أنشطة التمويل الإسلامية المختلفة، خاصة ماليزيا وإندونيسيا.

فيما يخص الدراسات متعددة البلدان، فلدينا دراسة Khavarinezhad وآخرون التي شملت 9 بلدان إسلامية، ولدينا كذلك دراسة Ledhem & Mekidiche ودراسة Ayaz التي شملت 3 بلدان إسلامية.

هدفت دراسة Khavarinezhad, Biancone, & Jafari-Sadeghi, (2021) إلى تحليل العلاقة بين التمويل الإسلامي والتنمية الاقتصادية المستدامة في 9 دول مختارة من الدول الإسلامية، خلال الفترة من 2006 إلى 2019، بالاعتماد على نموذج التأثيرات الثابتة، لدراسة العلاقة بين الناتج المحلي الإجمالي كمتغير تابع، وحجم الصكوك،

والصادرات، وإجمال تكوين رأس المال، والعمالة، والإنفاق الحكومي كمتغيرات مستقلة، وقد أظهرت النتائج أن أدوات التمويل الإسلامي ممثلة في الصكوك، لها تأثير إيجابي معنوي على النمو الاقتصادي في الدول الإسلامية المدروسة.

وفي دراسة لـ Ledhem & Mekidiche (2022) حاول من خلالها تحليل ما إذا كانت الصكوك الإسلامية تساهم في تعزيز النمو الاقتصادي في منطقة جنوب شرق آسيا (ماليزيا، إندونيسيا، بروناي دار السلام) خلال الفترة من 2013 إلى 2019، بالاعتماد على منهجية تحليل انحدار الكمي للبيانات اللوحية، مع تحسين السلاسل الزمنية من نوع ماركوف، لدراسة العلاقة بين الناتج المحلي الإجمالي كمتغير تابع، وحجم إصدارات الصكوك الإسلامية كمتغير مستقل، بالإضافة إلى مجموعة من المتغيرات الضابطة وهي: الانفتاح التجاري، مؤشر أسعار المستهلك، وإجمالي تكوين رأس المال الثابت. وقد خلصت الدراسة إلى أن الصكوك الإسلامية لها تأثير إيجابي ومعنوي على النمو الاقتصادي في جنوب شرق آسيا.

أما دراسة Ayaz, Shah, Hussain, & Iqbal (2019) فقد هدفت للمقارنة بين ثلاثة بلدان، من خلال تحليل تأثير أسواق رأس المال الإسلامية على النمو الاقتصادي، في كل من باكستان وماليزيا والإمارات العربية المتحدة، خلال الفترة من 2009 إلى 2017، بالاعتماد على منهجية ARDL، لدراسة العلاقة طويلة وقصيرة الأجل بين الناتج المحلي الإجمالي كمتغير تابع، والقيمة السوقية للأسهم المتوافقة مع الشريعة، وعدد الأوراق المالية الجديدة المتوافقة مع الشريعة، وعدد الأوراق المدرجة المتوافقة مع الشريعة، وقد بينت النتائج أن القيمة السوقية للأسهم المتوافقة مع الشريعة، وعدد الأوراق المالية الجديدة المتوافقة مع الشريعة، كانت لها تأثيرات إيجابية معنوية على النمو الاقتصادي، في المدى القصير والطويل في باكستان وماليزيا، أما في الإمارات، كانت للقيمة السوقية الإسلامية تأثيرات سلبية معنوية على النمو الاقتصادي في المدى القصير والطويل، بينما لم يكن للأوراق المالية الجديدة تأثيرا كبير في المدى الطويل، ولم يقدم الباحثان تفسيرا واضحا لنتائج سوق الإمارات العربية المتحدة المخالفة لسوقي باكستان وماليزيا.

أما الدراسات من خلال المقارنة بين دولتين فلدينا دراسة Saleem وآخرون ودراسة Muharam وآخرون

سعى Saleem, Setiawan, Bárczi, & Sági (2021) إلى تحليل العلاقة بين التمويل الإسلامي من خلال الديون وسوق الأسهم الإسلامية مع النمو الاقتصادي في إندونيسيا وباكستان خلال الفترة من 2010 إلى 2019، بالاعتماد على منهجية ARDL لدراسة العلاقة طويلة وقصيرة الأجل بين الناتج المحلي الإجمالي كمتغير تابع وتطور سوق الأسهم الإسلامية وتطور التمويل الإسلامي من خلال البنوك الإسلامية كمتغيرات مستقلة. وقد أظهرت النتائج أن القطاع المصرفي الإسلامي له تأثير إيجابي ومهم على النمو الاقتصادي المستدام في كل من إندونيسيا وباكستان على

المدى الطويل، وفي المدى القصير، وُجد أن سوق الأسهم الإسلامية له تأثير إيجابي على النمو الاقتصادي في باكستان، بينما القطاع المصرفي الإسلامي هو الذي يؤثر بشكل إيجابي على النمو في إندونيسيا.

هدفت دراسة Muharam, Anwar, & Robiyanto (2019) إلى تحليل العلاقة الثنائية الاتجاه بين تطور سوق الأسهم الإسلامية وتطور سوق الصكوك، وكذلك النمو الاقتصادي وانفتاح التجارة في إندونيسيا وماليزيا خلال الفترة من 2008 إلى 2017 بالاعتماد على نموذج الانحدار الذاتي VAR ونموذج تصحيح الخطأ VECM لدراسة العلاقة بين الناتج المحلي الإجمالي كمتغير تابع والقيمة السوقية للأسهم الإسلامية وحجم إصدارات الصكوك ونسبة الصادرات والواردات إلى الناتج المحلي الإجمالي كمتغيرات مستقلة. وقد أظهرت النتائج في إندونيسيا وجود علاقة ثنائية الاتجاه بين تطور سوق الأسهم الإسلامية وتطور سوق الصكوك، كما توجد علاقة ثنائية الاتجاه بين كل من تطور السوقين والنمو الاقتصادي، أما في ماليزيا، يوجد علاقة أحادية الاتجاه من النمو الاقتصادي نحو تطور سوق الصكوك، ولا توجد علاقة سببية بين سوق الأسهم الإسلامية والنمو الاقتصادي.

وفيما يخص الدراسات التي استهدفت دولة واحدة فأغلبها يركز على دول جنوب شرق آسيا خاصة ماليزيا وإندونيسيا.

من الدراسات حول إندونيسيا دراسة Anugerah, Kirom, & Rosyidah (2023) التي هدفت إلى تحليل تأثير المنتجات المالية الإسلامية، مثل الصكوك، الأسهم الشرعية، وصناديق الاستثمار الإسلامية، على النمو الاقتصادي في إندونيسيا خلال الفترة من عام 2018 إلى عام 2022، بالاعتماد على تحليل الانحدار الخطي المتعدد لدراسة العلاقة بين الناتج المحلي الإجمالي كمتغير تابع وحجم إصدار الصكوك ومؤشر الأسهم الشرعية وصناديق الاستثمار الإسلامية كمتغيرات مستقلة. وقد وجدت الدراسة أن الأسهم الشرعية لها تأثير إيجابي كبير على النمو الاقتصادي في إندونيسيا، بينما لم يكن للصكوك وصناديق الاستثمار الإسلامية تأثير يُذكر على النمو الاقتصادي خلال الفترة المدروسة.

لدينا كذلك دراسة Adewiyah & Bawono (2023)، التي سعى من خلالها الباحثان إلى تحليل تأثير أدوات سوق رأس المال الإسلامي على النمو الاقتصادي في إندونيسيا، خلال الفترة من 2011 إلى 2021، وذلك بالاعتماد على نموذج الانحدار المعتدل MRA، لدراسة العلاقة بين الناتج المحلي الإجمالي كمتغير تابع، ومؤشر الأسهم الشرعية وحجم الصكوك وصناديق الاستثمار الإسلامية كمتغيرات مستقلة، إضافة إلى المعروض النقدي كمتغير وسيط. وقد أظهرت النتائج تأثيرا إيجابيا ومعنويا لكل من مؤشر الأسهم الشرعية والصكوك على النمو الاقتصادي، في حين صناديق

الاستثمار الإسلامية لم تُظهر تأثيرا معنوية على النمو الاقتصادي، أما المعروض النقدي فلم يكن قادرًا على تعديل تأثير الصكوك على النمو الاقتصادي.

ولدينا دراسة Sari, Syamsurijal, & Widiyanti (2018) التي هدفت إلى تحليل تأثير تطور سوق رأس المال الإسلامي على النمو الاقتصادي في إندونيسيا خلال الفترة من جانفي 2011 إلى ديسمبر 2017 بالاعتماد على منهجية التكامل المشترك وتصحيح الخطأ لدراسة العلاقة طويلة وقصيرة الأجل بين الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي كمتغير تابع وحجم الصكوك ومؤشر الأسهم الشرعية وصناديق الاستثمار الإسلامية كمتغيرات مستقلة. وقد أظهرت النتائج أنه على المدى الطويل، كانت هناك علاقة إيجابية ومعنوية بين الصكوك الإسلامية، مؤشر جاكرتا الإسلامي، وصناديق الاستثمار الإسلامية من جهة والنمو الاقتصادي من جهة أخرى، أما على المدى القصير، لم تكن هناك تأثيرات معنوية على النمو الاقتصادي من أدوات سوق رأس المال الإسلامي.

كذلك دراسة Marsi & Wardani (2020) التي هدفت إلى تحليل تأثير سوق الأوراق المالية الإسلامية في إندونيسيا على النمو الاقتصادي خلال الفترة من جانفي 2016 إلى ديسمبر 2018، حيث اعتمدت الدراسة على منهجية متجه تصحيح الخطأ VECM لدراسة العلاقة طويلة وقصيرة الأجل بين الناتج المحلي الإجمالي كمتغير تابع والأسهم الإسلامية والصكوك وصناديق الاستثمار الإسلامية كمتغيرات مستقلة بالإضافة إلى سعر الفائدة متغير ضابط. وقد أظهرت النتائج على المدى القصير أن الأسهم الإسلامية، وسعر الفائدة لبنك، وصناديق الاستثمار الإسلامية تؤثر بشكل إيجابي على الناتج المحلي الإجمالي، بينما الصكوك لم تكن ذات تأثير معنوي، وعلى المدى الطويل، كانت المتغيرات الرئيسية ذات التأثير الإيجابي هي الأسهم الإسلامية وصناديق الاستثمار الإسلامية، في حين لم يكن للصكوك وسعر الفائدة تأثير معنوي على النمو الاقتصادي.

أما الدراسات حول ماليزيا فمنها دراسة Kamarudin, Duasa, Kassim, & Imon (2023) والتي سعى من خلالها الباحثين إلى تحليل العلاقة بين سوق رأس المال الإسلامي والنمو الاقتصادي الحقيقي في ماليزيا، قبل وبعد تنفيذ قانون الخدمات المالية الإسلامية (IFSA) لعام 2013، خلال الفترة من 2007 إلى 2019، بالاعتماد على منهجية ARDL لدراسة العلاقة بين مؤشر الإنتاج الصناعي كمتغير تابع وعدد الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة وحجم القيمة السوقية للأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة كمتغيرات مستقلة بالإضافة إلى مجموعة من المتغيرات الضابطة وهي معدل التضخم، وحجم الاستثمار الخاص، ورصيد التجارة الخارجية. وقد أظهرت النتائج أن عدد الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة لها تأثير سلبي معنوي على النمو الاقتصادي الحقيقي، في حين أن حجم القيمة السوقية للأوراق

المالية المتوافقة مع الشريعة يؤثر إيجابيًا على النمو الاقتصادي الحقيقي في الأجلين القصير والطويل، كما ساعد قانون IFSA 2013 في تحسين العلاقة بين سوق رأس المال الإسلامي والنمو الاقتصادي من خلال تعزيز الاستقرار في السوق وتنظيمه.

ومنها كذلك دراسة Hussin, Muhammad, Abu, & Awang (2012) والتي تضمنت تحليل العلاقة بين سوق الأسهم الإسلامية الماليزية والمتغيرات الاقتصادية الكلية، للفترة بين أفريل 1999 إلى أكتوبر 2007، بالاعتماد على منهجية متجه الانحدار الذاتي VAR، ومنهجية تصحيح الخطأ VECM، لدراسة العلاقة بين مؤشر كوالالمبور للشريعة، ومؤشر الإنتاج الصناعي، ومؤشر أسعار المستهلك، والمعروض النقدي وسعر الفائدة بين البنوك الإسلامية وسعر الصرف. وقد أظهرت النتائج أن مؤشر الإنتاج الصناعي ومؤشر أسعار المستهلكين، لهما تأثير إيجابي ومعنوي على مؤشر كوالالمبور للشريعة، أما المعروض النقدي وسعر الصرف، فكان لهما تأثير سلبي ومعنوي على مؤشر كوالالمبور للشريعة. وقد فسر الباحثون أن العلاقة الإيجابية بين مؤشر الإنتاج الصناعي والأسهم الإسلامية تعكس زيادة النشاط الاقتصادي، الذي يؤدي إلى زيادة الأرباح المستقبلية للشركات، وبالتالي ارتفاع أسعار الأسهم.

وكذلك دراسة Musa, Bahari, & Aziz (2020)، التي هدفت إلى تحليل تأثير تطور سوق رأس المال الإسلامي على الاقتصاد الحقيقي في ماليزيا، خلال الفترة من 1998 إلى 2017، بالاعتماد على منهجية ARDL، لدراسة العلاقة طويلة وقصيرة الأجل بين الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، كمتغير تابع، والقيمة السوقية للأسهم المتوافقة مع الشريعة، ومعدل دوران الأسهم المتوافقة مع الشريعة، كمتغيرات مستقلة، بالإضافة إلى مجموعة من المتغيرات الضابطة، وهي: إجمالي تكوين رأس المال الثابت، وإجمالي إنتاجية عوامل الإنتاج، والإنفاق الحكومي، والتضخم. وقد أظهرت النتائج أن القيمة السوقية لسوق رأس المال الإسلامي، ومعدل دوران الأسهم الإسلامية، لهما تأثير إيجابي ومعنوي على النمو الاقتصادي في المدى الطويل، وقد وُجدت علاقة سببية بين معدل دوران الأسهم الإسلامية والنمو الاقتصادي الماليزي، بينما لم تظهر العلاقة السببية بين القيمة السوقية لسوق رأس المال الإسلامي والنمو الاقتصادي.

أما دراسة Yusof & Majid (2008) فقد تناولت تحليل تأثير سوق رأس المال على الاستثمارات الأجنبية (FPI) في ماليزيا، مع التفريق بين الإسلامية منها والتقليدية، دون استهداف المقارنة بينها، خلال الفترة من 1999 إلى 2006، وقد اعتمدت الدراسة على منهجية ARDL، وتحليل استجابة النبضات (IRF)، وتحليل التباين (VDC)، لتحليل العلاقة بين صافي الاستثمارات الأجنبية في الأوراق المالية، كمتغير تابع، ومؤشر كوالالمبور للشريعة، ومؤشر كوالالمبور المركب، كمتغيرات مستقلة، بالإضافة إلى مجموعة من المتغيرات الضابطة وهي: الدخل الحقيقي،

المعروض النقدي، معدل الفائدة على أذونات الخزانة، سعر الفائدة للفيدرالي الأمريكي، وسعر الصرف. وقد أظهرت النتائج أن سوق الأوراق المالية، خاصة السوق الإسلامية، يلعب دورًا هامًا في جذب الاستثمارات الأجنبية إلى ماليزيا، كما أظهرت نتائج تحليل الاستجابة للنبضات (IRF) أن سوق الأوراق المالية له التأثير الأقوى على تدفقات الاستثمارات الأجنبية مقارنةً بالأسواق الأخرى.

ولدينا كذلك دراسة لدولة إسلامية آسيوية أخرى، وهي باكستان حيث هدف Farid, Mohsan, & Jan (2022) إلى استكشاف العلاقة الديناميكية بين الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والنشاط الاقتصادي الحقيقي، في سوق رأس المال الإسلامي الناشئ في باكستان، خلال الفترة من سبتمبر 2008 إلى ديسمبر 2018، بالاعتماد على منهجية منتجه الانحدار الذاتي (VAR)، لدراسة العلاقة بين مؤشر التصنيع، كمتغير تابع ومؤشر الأسهم المتوافقة مع الشريعة، كمتغير مستقل، بالإضافة إلى مجموعة من المتغيرات الضابطة، وهي: مؤشر الأسهم التقليدية، وسعر الفائدة، وسعر الصرف. وقد أظهرت النتائج وجود علاقة ثنائية الاتجاه بين مؤشر الأسهم الإسلامية ومؤشر التصنيع، مما يعني أن تطور سوق الأسهم الإسلامية يُعزز النشاط الاقتصادي، والعكس صحيح، كما هناك تأثير إيجابي طويل الأمد بين مؤشر الأسهم الإسلامية والنشاط الاقتصادي، بينما في المدى القصير، أظهر المؤشر تأثيرًا ضعيفًا.

وما يمكن ملاحظته من خلال الدراسات التي تم عرضها حول علاقة سوق الأوراق المالية الإسلامية والنمو الاقتصادي، هو تركز الدراسات في منطقة جنوب شرق آسيا مع وجود بعض الدراسات لبلدان إسلامية أخرى وهذا راجع إلى التطور الكبير للسوق المالية الإسلامية في دول جنوب شرق آسيا، لاسيما ماليزيا وإندونيسيا. وقد تنوعت الدراسات من ناحية حجم العينة، حيث شمل بعضها عدة دول إسلامية مثل دراسة Khavarinezhad, Biancone, & Jafari-Sadeghi (2021) التي تناولت 9 دول إسلامية، ودراسة Ledhem & Mekidiche (2022) التي ركزت على ثلاث دول في جنوب شرق آسيا، بينما تتناول دراسات أخرى دولاً منفردة. تفاوتت كذلك الفترات الزمنية التي تغطيها هذه الدراسات بين طويلة الأمد تمتد لعدة عقود، مثل دراسة Musa, Bahari, & Aziz (2020)، وقصيرة المدى مثل دراسة Anugerah, Kirom, & Rosyidah (2023).

ومن جانب المناهج القياسية المعتمدة، فقد استخدمت الدراسات مجموعة من المناهج، إذ تبنت أكثر الدراسات منهجية ARDL لدراسة العلاقة طويلة وقصيرة الأجل، على غرار دراسة Ayaz, Shah, Hussain, & Iqbal (2019) ودراسة Saleem, Setiawan, Bárczi, & Sági (2021) ودراسة Kamarudin, Duasa, Kassim, & Imon (2023) ودراسة Yusof & Majid (2008). كما اعتمدت دراسات أخرى مثل Muharam,

Anwar, & Robiyanto (2019) ودراسة Farid, Mohsan, & Jan (2022) على منهجية متجه تصحيح الخطأ VECM ومنهجية متجه الانحدار الذاتي VAR. وانفردت دراسة Adewiyah & Bawono (2023) بتبني منهجية تحليل الانحدار المعتدل MRA.

وقد خلصت عدة دراسات، مثل دراسة Khavarinezhad, Biancone, & Jafari-Sadeghi (2021)، ودراسة Ledhem & Mekidiche (2022)، ودراسة Musa, Bahari, & Aziz (2020)، ودراسة Sari, Syamsurijal, & Widiyanti (2018)، ودراسة Adewiyah & Bawono, (2023)، إلى أن أدوات التمويل الإسلامي، بما فيها الصكوك والأسهم الشرعية، تعزز النمو الاقتصادي، إذ أظهرت هذه الأدوات دوراً في زيادة النشاط الاقتصادي واستقرار الأسواق في الدول الإسلامية، وخاصة في الأسواق المالية المتقدمة، مثل ماليزيا وإندونيسيا. وأشارت دراسات أخرى مثل دراسة Anugerah, Kirom, & Rosyidah (2023) ودراسة Sari, Syamsurijal, & Widiyanti (2018)، ودراسة Marsi & Wardani (2020) إلى تباين في تأثير أدوات التمويل الإسلامي؛ فقد بيّنت أن الأسهم الشرعية تسهم بشكل أكثر إيجابية في تعزيز النمو الاقتصادي مقارنة بالصكوك، التي أظهرت تأثيرات محدودة في بعض الحالات، من جانب آخر، أظهرت دراسة Ayaz, Shah, Hussain, & Iqbal (2019) حول الإمارات تأثيرات سلبية للقيمة السوقية الإسلامية على النمو الاقتصادي، مما يعكس تحديات تواجه السوق المالي الإسلامي في الإمارات، إذ لم يتمكن من تحقيق نفس التأثير الإيجابي المشاهد في دول مثل باكستان وماليزيا.

وفيما يخص العلاقة السببية، أوضحت دراسات مثل دراسة Farid, Mohsan, & Jan, (2022)، ودراسة Muharam, Anwar, & Robiyanto (2019) وجود علاقة ثنائية الاتجاه بين تطور سوق الأسهم الإسلامية والنمو الاقتصادي، مما يشير إلى تأثير متبادل بين السوق والنشاط الاقتصادي في بعض الدول، حيث يسهم كل منهما في تعزيز الآخر. وفي المقابل، أوضحت دراسات أخرى مثل دراسة Marsi & Wardani (2020) ودراسة Kamarudin, Duasa, Kassim, & Imon, (2023) وجود علاقة أحادية الاتجاه، إذ يؤثر تطور السوق المالي الإسلامي على النمو الاقتصادي دون تأثير معاكس ملحوظ، مما قد يشير إلى دور السوق المالي في تعزيز النمو دون تحفيز عكسي من النمو الاقتصادي نحو تطوير السوق.

أكدت الدراسات التي اعتمدت منهجية التكامل المشترك، مثل دراسة Sari, Syamsurijal, & Widiyanti (2018)، ودراسة Musa, Bahari, & Aziz (2020) على وجود علاقة طويلة الأمد بين تطور سوق رأس المال

الإسلامي والنمو الاقتصادي، حيث أشارت النتائج إلى أن التأثير الفعلي للسوق المالي الإسلامي يظهر بشكل واضح على المدى الطويل، مع دور رئيسي لهذه الأسواق في تعزيز الاقتصاد عبر الزمن.

3.3.2 المقارنة بين سوقي الأوراق المالية التقليدي والإسلامي

إن الاختلافات الجوهرية بين أسس التمويل التقليدي وأسس التمويل الإسلامي، والافتراضات النظرية للتمويل الإسلامي المتعلقة بقوة الترابط مع النشاط الاقتصادي الحقيقي مقارنة بالتمويل التقليدي، دفع الكثير من الباحثين إلى التساؤل حول مدى وجود هذه الاختلافات في واقع الأنظمة والأسواق المالية، ومما زاد من زخم الأبحاث المقارنة بين مختلف أدوات التمويل الإسلامي والتقليدي، هو الأداء المتميز لأدوات التمويل الإسلامي أثناء أزمة الرهن العقاري عام 2008، والتي تُعتبر أول أزمة مالية عالمية يعرفها التمويل الإسلامي. وحسب ما أمكن الاطلاع عليه من أبحاث فقد تعددت أوجه المقارنة بين مختلف قطاعات وأدوات التمويل، إلا أنها تركزت حول مقارنة أداء أدوات التمويل في ظروف وأسواق مختلفة، من ناحية العائد والمخاطرة ومدى الاستقرارية أثناء الأزمات، كما هناك مجموعة من الأبحاث حاولت تحليل العلاقة بين التمويل الإسلامي والنشاط الاقتصادي الحقيقي مقارنة بالتمويل التقليدي، لكن الملاحظ هنا هو تركز هذه الأبحاث في قطاع التمويل المصرفي، في مقابل قلت الأبحاث حول أسواق الأوراق المالية في هذا الإطار، وهذا قد يعود إلى كون تجربة التمويل المصرفي الإسلامي هي الأقدم، حيث تعود بداياتها إلى سبعينات القرن العشرين، أما تجربة الأسواق المالية الإسلامية فتعود بداياتها إلى مطلع القرن الواحد والعشرين. تبعا لما سبق سنقوم بعرض الدراسات المقارنة على قسمين: المقارنة في سياقات غير النمو الاقتصادي، المقارنة في سياق النمو الاقتصادي.

1.3.3.2 المقارنة في سياقات غير النمو الاقتصادي

في إطار المقارنة في سوق الصكوك والسندات لدينا دراسة Fathurahman و Fitriati ودراسة Ariff وآخرون، ودراسة Hossain وآخرون، ودراسة Godlewski وآخرون.

بالنسبة لدراسة Fathurahman & Fitriati (2013) فقد هدفت إلى المقارنة بين أداء الصكوك والسندات التقليدية فيما يخص العائد في بورصة إندونيسيا خلال شهر أكتوبر 2011، باستخدام اختبار t لتحليل الفروق بين العائد إلى الاستحقاق للصكوك والعائد إلى الاستحقاق للسندات. وقد أظهرت النتائج تفوق متوسط عائد الصكوك الإسلامية في ثلاث مجموعات، بينما لم يكن هناك فرق معنوي في المجموعات السبع الأخرى، كما أظهرت الصكوك مستوى مخاطرة أعلى في المتوسط مقارنة بالسندات.

أما دراسة Ariff, Chazi, Safari, & Zarei (2017) فقد تناولت تحليل الفروقات في العائد بين الصكوك المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والسندات التقليدية في ماليزيا خلال الفترة بين 2005 إلى 2014 بالاعتماد على منهجية ARDL لتحليل الفروقات بين عوائد السندات الحكومية وعوائد الصكوك والسندات التقليدية من فئة AAA. وقد أسفرت النتائج عن أن عوائد السندات الحكومية (الخالية من المخاطر) أعلى من عوائد السندات التقليدية في الفترات القصيرة والمتوسطة والطويلة الأجل، وأن الصكوك ذات التصنيف AAA تقدم عوائد أقل من السندات التقليدية ذات التصنيف المماثل في المدى القصير والمتوسط، بينما لم تظهر فروق معنوية في المدى الطويل، كما أن هناك علاقة طويلة الأمد بين العوائد، حيث تكون عوائد الصكوك مرتبطة بعوائد السندات التقليدية.

لدينا كذلك دراسة Hossain, Uddin, & Kabir (2020) التي هدفت إلى مقارنة الأداء بين الصكوك والسندات في السوق المالي من حيث العائد والمخاطر في سوق ماليزيا للأوراق المالية خلال الفترة من 2010 إلى 2016 باستخدام توليفة من الطرق القياسية كتحليل الارتباط والسببية والتكامل المشترك لدراسة الفرق بين عوائد الصكوك والسندات. وقد توصلت الدراسة إلى أنه لا توجد فروق معنوية بين عوائد الصكوك والسندات، لكن الصكوك تتمتع بمدة وتحدب أعلى، مما يجعلها أصولًا ذات مخاطرة أعلى، كما أظهرت النتائج أن أداء الصكوك يرتبط بأداء الصناعة التي ينتمي إليها الأصل الأساسي للصك، في حين لم يظهر لسوق السندات أي تأثير مباشر على أداء الصكوك.

وفيما يخص دراسة Godlewski, Turk-Ariss, & Weill (2013)، التي سعى من خلالها الباحثون إلى مقارنة ردود فعل سوق الأسهم اتجاه إصدارات الصكوك والسندات التقليدية في سوق الأوراق المالية الماليزي خلال الفترة من 2002 إلى 2009 بالاعتماد على منهجية دراسة الأحداث لتحليل العلاقة بين العائد التراكمي غير العادي للأسهم حول تواريخ الإصدار ونوع الإصدار بين الصكوك والسندات. وقد أظهرت النتائج عدم وجود أي ردود فعل معنوية من السوق تجاه إعلانات إصدار السندات التقليدية، في حين واجهت إعلانات إصدار الصكوك ردود فعل سلبية من السوق المالي، حيث انخفضت عوائد الأسهم بشكل معنوي حول تاريخ إصدار الصكوك. وقد فسر الباحثون هذه النتائج بأن السوق يميز بين الصكوك والسندات التقليدية، حيث يُنظر إلى إصدارات الصكوك كإشارة سلبية مرتبطة بجودة الشركات المصدرة، حيث أن الطلب الزائد على الصكوك من المؤسسات المالية الإسلامية يسهل على الشركات ذات الوضع المالي الضعيف الوصول إلى التمويل عبر الصكوك. كما أن توقعات العوائد المنخفضة قد تجعل الشركات تفضل الصكوك كأداة تمويل

أما الأبحاث التي قارنت بين الأسهم الإسلامية والتقليدية في سياقات غير النمو الاقتصادي، فقد ركزت على مقارنة الأداء من ناحية العوائد، وكذلك التقلبات خاصة أثناء فترات الأزمات.

من الدراسات التي شملت أسواق متعددة حول العالم لدينا دراسة Ben Rejeb وArfaoui، ودراسة Asutay وآخرون، ودراسة Jawadi وآخرون.

هدفت دراسة Ben Rejeb & Arfaoui (2017) إلى المقارنة بين أداء مؤشرات الأسهم الإسلامية والتقليدية من ناحية الكفاءة المعلوماتية، شملت الأسواق الناشئة، كندا، المملكة المتحدة، الولايات المتحدة، أوربا، آسيا والمحيط الهادي، خلال الفترة من 1996 إلى 2016 بالاعتماد على منهجية GARCH، واختبار السببية Granger causality، لتحليل العلاقة بين العائد على مؤشرات الأسهم الإسلامية والتقليدية، والتقلبات الظرفية للعوائد. وقد خلصت الدراسة إلى أن الأسواق الإسلامية ذات مستوى كفاءة معلوماتية أعلى من الأسواق التقليدية، والكفاءة كانت أكبر خلال فترات الأزمات. كما كشفت نتائج اختبار السببية لغرانجر عن وجود روابط إيجابية قوية بين الأسواق الإسلامية، مما يدل على التداخل الكبير بين تلك الأسواق، خاصة أثناء الأزمات.

أما دراسة Asutay, Wang, & Avdukic (2022) فقد كانت حول مقارنة الأداء المالي للمؤشرات الإسلامية والتقليدية في أربعة أسواق رئيسية (العالم، الولايات المتحدة، أوروبا، وآسيا–المحيط الهادئ) خلال الفترة من 2007 إلى 2017 بالاعتماد على منهجية CAPM-EGARCH لدراسة العلاقة بين العائد الشهري للمؤشرات الإسلامية والتقليدية ومخاطر العوائد ممثلة في النسب المالية. وقد أظهرت المؤشرات الإسلامية أداءً أفضل خلال فترة الأزمة المالية (2007–2009) والفترة (2013–2017) مقارنة بالمؤشرات التقليدية في جميع الأسواق، في حين لم تظهر فروق معنوية في الأداء بين المؤشرات الإسلامية والتقليدية في الفترة 2009–2013، باستثناء السوقين الأوروبي وآسيا–المحيط الهادئ حيث كانت العوائد أعلى للمؤشرات الإسلامية، كما أن المؤشرات الإسلامية حققت عوائد أعلى ومخاطر أقل خاصة في الأسواق الأوروبية وآسيا–المحيط الهادئ خلال فترة ما بعد الأزمة. وأوضح الباحثون أن الأداء القوي للمؤشرات الإسلامية خلال الأزمات يعود إلى طبيعة الاستثمارات المتوافقة مع الشريعة، التي تتجنب المضاربة العالية والمخاطر المرتبطة بالديون. هذا يعزز استقرار المؤشرات الإسلامية وجاذبيتها للمستثمرين.

وفيما يخص دراسة Jawadi, Jawadi, & Louhichi (2014) فقد هدفت إلى تحليل الأداء المالي للمؤشرات الإسلامية مقارنة بالمؤشرات التقليدية في ثلاث مناطق رئيسية: أوروبا، الولايات المتحدة، والعالم خلال الفترة من جانفي 2000 إلى جوان 2011 بالاعتماد على منهجية CAPM-GARCH لدراسة العلاقة بين عوائد المؤشرات الإسلامية

والتقليدية والمخاطر المالية الكلية والنظامية. وقد خلصت الدراسة إلى أن المؤشرات التقليدية حققت أداء أفضل أثناء فترات الاستقرار، بينما حققت المؤشرات الإسلامية أداء أفضل أثناء فترات الأزمات. يفسر الباحثون هذه النتائج بأن النهج المحافظ للاستثمار في الأسواق الإسلامية، والذي يعتمد على الأصول الحقيقية وتجنب الأنشطة المحفوفة بالمخاطر، يساهم في تقليل التأثر بالأزمات المالية، ويوفر فرصًا استثمارية أكثر استقرارًا.

ولدينا في نفس السياق مجموعة الأبحاث استهدفت عددا معينا من الدول، مثل دراسة Nomran وHaron ، ودراسة Ali وآخرون، ودراسة Tükenmez.

هدفت دراسة Nomran & Haron, (2021) إلى مقارنة تأثير جائحة COVID-19 على عوائد أسواق الأسهم الإسلامية والتقليدية في 15 دولة، خلال الفترة من سبتمبر 2019 إلى أفريل ،2020 بالاعتماد على اختبارات t ونموذج الانحدار البسيط المجمع (Panel Pooled OLS) لدراسة العلاقة بين عوائد مؤشرات الأسهم الإسلامية والتقليدية ومعدل نمو الحالات المؤكدة للإصابة بـ COVID-19. وقد بينت النتائج أن عوائد المؤشرات الإسلامية كانت أقل سلبية مقارنةً بالتقليدية خلال الجائحة، حيث بدأت المؤشرات الإسلامية في تحقيق عوائد إيجابية بحلول منتصف أبريل 2020، بينما ظلت المؤشرات التقليدية سلبية وعلى العموم تشير النتائج إلى أن تأثير الجائحة كان ضعيفاً على الأسواق الإسلامية وقوياً على الأسواق التقليدية.

أما دراسة Ali, Shahzad, Raza, & Al-Yahyaee (2018) فقد هدفت إلى مقارنة كفاءة أسواق الأسهم الإسلامية وأسواق الأسهم التقليدية في 12 دولة، خلال الفترة من 2003 إلى 2016، بالاعتماد على تحليل تذبذب إزالة الاتجاهات متعدد التدرجات (MF-DFA)، لمقارنة كفاءة مؤشرات الأسهم الإسلامية والتقليدية. وقد أظهرت النتائج أن كفاءة الأسواق الإسلامية أعلى من الأسواق التقليدية في معظم الدول، باستثناء بعض الأسواق مثل الأردن وباكستان، حيث أظهرت الأسواق الإسلامية مرونة أكبر تجاه الأنشطة المضاربية، بفضل المعايير الشرعية وآليات الإفصاح القوية.

وقد سعت دراسة Tükenmez, Şaka, & Kızgın (2019) إلى مقارنة أداء المؤشرات إسلامية والتقليدية، من ناحية العوائد المحققة في سوق الأوراق المالية في خمس دول هي: الولايات المتحدة الأمريكية، وتركيا، وماليزيا، والهند، خلال الفترة من جانفي 2010 إلى جانفي ،2019 باستخدام اختبار t لتحليل الفروقات بين المؤشرات الإسلامية والتقليدية. وقد أظهرت النتائج عدم وجود فروقات معنوية بين العوائد الشهرية للمؤشرات التقليدية والإسلامية، باستثناء المؤشر الإسلامي في الولايات المتحدة الأمريكية، الذي أظهر فرقًا معنويًا في العوائد عن نظيره التقليدي، كما حققت

المؤشرات الإسلامية استقرارًا أكبر في فترات الأزمات المالية، مما يجعلها خيارًا مناسبًا لتنوع المحافظ المالية، وقد فسر الباحثون هذا الفرق، بأن غياب القطاع المالي عن المؤشرات الإسلامية ساهم في استقرارها وأدائها الجيد خلال فترات الأزمات، كما أن التركيز على قطاع التكنولوجيا، الذي يمثل جزءًا كبيرًا من المؤشرات الإسلامية، ساهم في تحقيق عوائد جيدة في فترات النمو الاقتصادي.

ولدينا بالإضافة إلى ما سبق دراستين شملت دولتين إسلاميتين مختلفتين هي دراسة Bayram وOthman، ودراسة Abduh.

بالنسبة لدراسة Bayram & Othman (2019)، فقد هدفت إلى مقارنة الأداء بين مؤشري الأسهم الإسلامية والتقليدية في تركيا خلال الفترة من ماي 2015 إلى ديسمبر 2016، بالاعتماد على اختبار t ثنائي العينة، للمقارنة بين العائد اليومي للمؤشرين الإسلامي والتقليدي. وقد أظهرت النتائج عدم وجود فرق معنوي في الأداء بين المؤشرين الإسلامي والتقليدي، حيث حققا أداءً مماثلًا خلال فترة الدراسة، كما لم تظهر العلاقة السببية بين المؤشرين، مما يشير إلى استقلالية المؤشرين، وعدم تأثر أحدهما بالآخر في الأمد القصير، وفسر الباحثان هذا التماثل في الأداء بكفاءة السوق التركي في توفير المعلومات بشكل متساو بين الأسهم الإسلامية والتقليدية.

أما دراسة Abduh (2020) فقد هدفت إلى مقارنة تقلبات مؤشرات الأسهم الإسلامية والتقليدية، أثناء وبعد أزمة الرهن العقاري لعام ،2008 في سوق الأوراق المالية الماليزي، خلال الفترة من جانفي 2008 إلى أكتوبر 2014، بالاعتماد على منهجية GARCH (1,1)، واختبار السببية Granger causality، بالإضافة إلى تحليل الانحدار بالمربعات الصغرى العادية، لدراسة العلاقة بين تقلبات العوائد اليومية للمؤشرين الإسلامي والتقليدي والأزمة المالية العالمية. وقد أظهرت النتائج أن المؤشر التقليدي أكثر تقلبًا من المؤشر الإسلامي خلال الأزمة، حيث تأثرت تقلباته بشكل كبير في الأمد القصير، بينما أثر ذلك على المؤشر الإسلامي في الأمد الطويل، كما أفاد تحليل السببية أن الأزمة المالية أثرت بشكل قوي على المؤشر التقليدي، بينما لم يكن لها تأثير معنوي على المؤشر الإسلامي في الأمد القصير. وقد فسر الباحثون هذا الاختلاف، بأن الطبيعة الدفاعية للأسهم المكونة للمؤشر الإسلامي، وامتناعها عن الأنشطة المحفوفة بالمخاطر، يجعلها أقل تأثرًا بالأزمات مقارنة بالمؤشرات التقليدية، كما أن محدودية التعرض للمؤسسات المالية غير المتوافقة مع الشريعة قد وفرت استقرارًا نسبيًا للمؤشر الإسلامي.

2.3.3.2 المقارنة في سياق النمو الاقتصادي

في إطار المقارنة بين الصكوك والسندات والأسهم في علاقتها مع النمو الاقتصادي لدينا دراسة Tan & Shafi (2021) والتي تناولت بالتحليل دور سوق رأس المال، وخاصةً الصكوك وغيرها من مكونات السوق المالي، في دعم النمو الاقتصادي في ماليزيا، خلال الفترة من 1998 إلى 2018، بالاعتماد على منهجية ARDL، لدراسة العلاقة بين نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي وحجم إصدار الصكوك، وحجم إصدار السندات التقليدية، والقيمة السوقية للأسهم، وحجم التداول في سوق الأسهم كمتغيرات مستقلة. وقد أظهرت النتائج وجود علاقة توازنية طويلة الأمد، بين مكونات السوق المالي والنمو الاقتصادي في ماليزيا، حيث كانت أسواق الأسهم ذات تأثير إيجابي كبير على النمو الاقتصادي على المدى الطويل، بينما كانت الصكوك والسندات التقليدية غير مؤثرة بشكل معنوي، وهذا حسب أصحاب البحث، يعود لقلة سيولة سوق الصكوك والسندات، وبعض التحديات التنظيمية.

وفيما يخص الأبحاث التي استهدفت المقارنة بين أداء النظام المالي ككل، الإسلامي والتقليدي فلدينا دراسة Firdaus وآخرون، ودراسة Gazdar و Grassa .

هدفت دراسة Firdaus, Ilham, Asiam, Nurbaiti, & Nasution (2024) إلى مقارنة النمو الاقتصادي بين مجموعتين من الدول (10 دول تطبق التمويل الإسلامي و10 دول تطبق التمويل التقليدي)، خلال الفترة بين 2018 إلى 2022، حيث اعتمدت الدراسة على اختبار t المستقل واختبار مان-ويتني (Mann Whitney) لدراسة العلاقة بين الناتج المحلي الإجمالي كمؤشر للنمو الاقتصادي وطبيعة النظام التمويلي (إسلامي-تقليدي) كمتغير تصنيفي. وقد خلصت الدراسة إلى أن النتائج لم تظهر فروقًا معنوية في معدل النمو الاقتصادي بين الدول التي تطبق التمويل الإسلامي وتلك التي تطبق التمويل التقليدي، بالرغم من أن متوسط النمو الاقتصادي في الدول التي تطبق التمويل الإسلامي كان أعلى بشكل طفيف، إلا أن هذا الاختلاف لم يكن ذو دلالة إحصائية.

أما دراسة Grassa & Gazdar (2014) فقد هدفت إلى مقارنة تأثير تطور التمويل الإسلامي والتمويل التقليدي على النمو الاقتصادي في خمس دول من مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة من 1996 إلى 2011 بالاعتماد على منهجية المربعات الصغرى المعممة GLS لدراسة العلاقة بين الناتج المحلي الإجمالي، كمتغير تابع، ونسبة الأصول المصرفية الإسلامية إلى الناتج المحلي الإجمالي، ونسبة الأصول المصرفية التقليدية إلى الناتج المحلي الإجمالي، ونسبة الصكوك الإسلامية إلى الناتج المحلي الإجمالي كمتغيرات مستقلة. وقد أظهرت النتائج أن تطوير القطاع المالي الإسلامي له تأثير إيجابي كبير على النمو الاقتصادي في دول مجلس التعاون الخليجي، في حين لم يكن للتمويل التقليدي تأثير معنوي على

النمو، أما الصكوك فلم تسهم بشكل ملحوظ في النمو الاقتصادي، ربما بسبب عدم وصولها إلى مستوى يمكنها من التأثير على النمو الاقتصادي.

أما الدراسات المتعلقة بعلاقة سوق الأسهم مع النمو الاقتصادي أو النشاط الاقتصادي الحقيقي في سياق المقارنة بين الأسهم التقليدية والأسهم الإسلامية، فقد تحصلنا على ثلاثة أبحاث فقط، مما قد يدل على قلت الدراسات في هذا الموضوع، وهي دراسة Hanif وBhatti ، ودراسة Altarturi وAbduh ، ودراسة Abduh وSukmana .

فيما يخص دراسة Hanif & Bhatti (2018) فقد هدفت إلى تحليل العلاقة السببية بين أسواق الأسهم (الإسلامية والتقليدية) والمتغيرات الاقتصادية الكلية في باكستان، خلال الفترة من جويلية 2011 إلى أكتوبر 2016، بالاعتماد على تحليل الانحدار، من خلال المربعات الصغرى العادية، واختبار السببية، لدراسة العلاقة بين مؤشر الأسهم الإسلامي، ومؤشر الأسهم التقليدي، والمتغيرات الاقتصادية الكلية وهي: التضخم، سعر الصرف، إنتاج الذهب، العرض النقدي، التحويلات، الإنتاج الصناعي. وقد أظهرت النتائج ارتباطًا أقوى للأسواق الإسلامية بالاقتصاد الحقيقي (مثل الإنتاج الصناعي والتحويلات) مقارنةً بالأسواق التقليدية. ويفسر الباحثان أن التزام الأسواق الإسلامية بالمعايير الشرعية يجعلها مرتبطة بشكل أقوى بالعوامل الحقيقية، مما يعزز استقرارها، في حين أن الأسواق التقليدية تتأثر بعوامل من كلا القطاعين المالي والحقيقي.

أما دراسة Altarturi & Abduh (2016) فقد سعت إلى مقارنة تأثير أسواق الأسهم الإسلامية والتقليدية على الأداء الاقتصادي في ماليزيا، خلال الفترة من 2000 إلى 2007، باستخدام مناهج التكامل المشترك ومتجه الانحدار الذاتي VAR وVDC وIRF، لتحليل التفاعل الديناميكي بين المتغيرات، وهي: الناتج المحلي الإجمالي كمتغير تابع، والقيمة السوقية للأسهم الإسلامية والقيمة السوقية للأسهم التقليدية، كمتغيرات مستقلة، بالإضافة إلى نسبة الاستثمار ومؤشر الأسعار العام كمتغيرات ضابطة. وقد خلصت الدراسة إلى وجود علاقة ثنائية الاتجاه بين السوق الإسلامية والنمو الاقتصادي، حيث تؤثر الأسواق الإسلامية بشكل غير مباشر من خلال الاستثمار، أما السوق التقليدي فله تأثير أحادي الاتجاه على النمو، إذ أن تطور السوق التقليدي يُسبب النمو الاقتصادي، وكانت مساهمته أكبر من السوق الإسلامية. وقد فسر الباحثان هذه النتائج بأن السوق التقليدي يرتبط بشكل أقوى بالنمو بسبب الاعتماد العالي على رأس المال، في حين تدعم الأسواق الإسلامية الاستقرار عن طريق تجنب الديون والمضاربات.

وبالنسبة لدراسة Abduh & Sukmana (2013) فقد هدفت إلى المقارنة بين تأثير تطور أسواق الأسهم الإسلامية والتقليدية على النمو الاقتصادي في ماليزيا، خلال الفترة من 2000 إلى 2011، بالاعتماد على منهجية

ARDL، لتحليل العلاقة طويلة وقصيرة الأجل بين الناتج المحلي الإجمالي، كمتغير تابع، ومؤشر الأسهم الإسلامية ومؤشر الأسهم التقليدية، كمتغيرين مستقلين. وقد أظهرت النتائج وجود علاقة تكامل مشترك بين تطور سوق الأسهم الإسلامية والنمو الاقتصادي، بينما لم توجد علاقة طويلة الأمد بين سوق الأسهم التقليدي والنمو الاقتصادي، كما تشير النتائج إلى علاقة ثنائية الاتجاه بين سوق الأسهم الإسلامية والنمو الاقتصادي، مما يعني أن تطور السوق الإسلامية يعزز النمو، والعكس صحيح.

مما سبق من عرض لدراسات مقارنة بين سوق الأوراق المالية الإسلامية والتقليدية، تبين تعدد وتنوع الدراسات فيما يخص العينات من الدول والأسواق وكذلك فترات الدراسة، فهناك دراسات شملت الأسواق الرئيسية عبر العالم وأخرى ركزت على مناطق معينة ودراسات ركزت على دولتين أو دولة واحدة خاصة ماليزيا وإندونيسيا وباكستان.

كما لاحظنا التنوع في المناهج والطرق القياسية المعتمدة في هذه الدراسات، لكن المناهج الأكثر تكررا هي اختبار t ومنهجية ARDL ومنهجية GARCH، حيث نجد اختبار t في كل من دراسة Fathurahman & Fitriati (2013)، ودراسة Tükenmez, Şaka, & Kızgın (2019)، ودراسة Nomran & Haron (2021)، ودراسة Firdaus, Ilham, Asiam, Nurbaiti, & Nasution (2024)، حيث تتناسب هذه المنهجية ومواضيع معظم هذه الدراسات، التي تتمحور حول مقارنة الأداء بين الأدوات أو المؤشرات الإسلامية والتقليدية، إذ يعتبر هذا الاختبار مناسبا لتحديد دلالة الفروقات الإحصائية بين مجموعتين في العينة بشكل مباشر وبسيط. أما منهجية GARCH فقد اعتمدت في كل من دراسة Ben Rejeb & Arfaoui (2017)، ودراسة Asutay, Wang & Avdukic, (2022)، ودراسة Jawadi, Jawadi, & Louhichi (2014)، ودراسة Abduh M. (2020)، حيث كان المحور الرئيسي لهذه الدراسات هو تحليل تقلبات العوائد والمخاطر في الأسواق المالية الإسلامية مقارنةً بالتقليدية، خاصة خلال فترات الأزمات، إذ تعتبر هذه المنهجية مناسبة لنمذجة تقلبات العوائد المالية وتحليل المخاطر المرتبطة بالتغيرات الزمنية، مما يساعد على فهم مدى استقرار السوق خاصة خلال فترات الأزمات. وفيما يخص منهجية ARDL فقد استخدمت في كل من دراسة Ariff, Chazi, Safari, & Zarei (2017)، ودراسة Tan & Shafi (2021)، ودراسة Abduh & Sukmana (2013)، وخلافا للمنهجيتين السابقتين التي تدرسان التقلبات فمنهجية ARDL مناسبة لفهم العلاقة التوازنية طويلة الأجل بين المتغيرات، لذلك فهي تُستخدم بكثرة في دراسات العلاقة طويلة الأجل مع النمو الاقتصادي.

أما من ناحية النتائج المتوصل إليها، وفيما يخص الدراسات المقارنة في سياقات غير النمو الاقتصادي، فقد تفوقت عوائد الصكوك على السندات التقليدية في إندونيسيا Fathurahman & Fitriati, (2013) أما في ماليزيا فكان الأداء متقاربا بين الصكوك والسندات Hossain, Uddin, & Kabir (2020)، Ariff, Chazi, Safari, & Zarei (2017). كما أشارت معظم الدراسات إلى الأداء المتفوق للأسهم الإسلامية مقارنة بالأسهم التقليدية من ناحية العوائد والمخاطرة، خاصة أثناء الأزمات وهذا في عديد الأسواق وعلى المستوى الدولي Ben Rejeb & Jawadi, Jawadi, & Louhichi (2014)، Asutay, Wang, & Avdukic (2022)، Arfaoui (2017)، Nomran & Haron (2021).

أما الدراسات المقارنة للعلاقة مع النمو الاقتصادي، فهناك توافق بين دراستين، حول عدم تأثير سوق الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي، مقارنة بأدوات التمويل الأخرى إسلامية أو تقليدية في ماليزيا Tan & Shafi (2021)، وكذلك في دول مجلس التعاون الخليجي Grassa & Gazdar (2014). وفيما يخص سوق الأسهم، فهناك تباين في النتائج، حيث أظهرت نتائج كل من دراسة Hanif & Bhatti (2018)، ودراسة Abduh & Sukmana (2013) ارتباطا أقوى لسوق الأسهم الإسلامية مع النمو والنشاط الاقتصادي الحقيقي، في كل من باكستان وماليزيا، في حين أظهرت دراسة Altarturi & Abduh (2016) مساهمة أكبر لسوق الأسهم التقليدية في النمو الاقتصادي مقارنة بسوق الأسهم الإسلامية في ماليزيا.

4.3.2 الفجوة البحثية:

بعد استعراض مجموعة من الدراسات التي أمكن الاطلاع عليها، يمكن القول، أن الأبحاث في مجال العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، تحظى باهتمام مستمر من طرف الباحثين، محاولين فهم جميع الجوانب المرتبطة بهذا الموضوع، وفي ظروف وسياقات متعددة، للوصول إلى إجابات شافية. إلا أن البحث في العلاقة بين سوق الأوراق المالية الإسلامية والنمو الاقتصادي لا يزال قليلا جدا، مقارنة بالبحث في العلاقة بين سوق الأوراق المالية التقليدي والنمو الاقتصادي، وهذا مفهوم، وراجع إلى حداثة تجربة سوق الأوراق المالية الإسلامية وحجمها، الذي لايزال صغيرا مقارنة بحجم أسواق الأوراق المالية التقليدية، مما يضع صعوبات في وجه الباحثين، خاصة فيما يتعلق بالبيانات الكافية لإجراء دراسة قياسية قادرة على إعطاء نتائج موثوقة. أما إجراء بحوث مقارنة، فهذا يفرض تحديات إضافية، مثل ضرورة الحصول على بيانات متجانسة للطرفين (الإسلامي والتقليدي)، من ناحية الفترات المدروسة، وفي ظروف متطابقة أو مشابهة، بأن تكون لنفس البلد، أو لبلدان متقاربة، مع استخدام مقاييس موحدة لمتغيرات الدراسة، وهذا من أجل

التأكد من أن أي اختلاف في النتائج بين الطرفين سيكون بسبب طبيعتهما وليس راجعا لعوامل خارجية. لهذا نجد أن الدراسات المقارنة هي أقل مقارنة بالدراسات الأخرى. وإذا كانت المقارنة هي ضمن سياق العلاقة مع النمو الاقتصادي، فهذا يضيف تحدي آخر يتعلق بطبيعة بيانات النمو الاقتصادي وطبيعة بيانات أسواق الأوراق المالية، فإذا كانت بيانات أسواق الأوراق المالية هي يومية، فإن بيانات النمو الاقتصادي لكثير من الدول هي سنوية وبعضها نصف سنوي وأقل من ذلك ربع سنوي، وهذا جعل الأبحاث في هذا الموضوع محدودة جدا.

مما سبق تظهر لنا الفجوة البحثية، والمتمثلة في النقص الكبير في الأبحاث المقارنة لعلاقة كل من سوق الأوراق المالية الإسلامية والتقليدية بالنمو الاقتصادي، حيث لم نتمكن من إيجاد سوى ثلاثة أبحاث فقط تقارن بين سوق الأسهم الإسلامية والتقليدية في سياق علاقتها بالنمو أو النشاط الاقتصادي الحقيقي، أحدها حول سوق باكستان واثنان حول السوق الماليزي، حيث كان البحثين الخاصين بسوق الأسهم الماليزي صريحين في دراسة العلاقة بين المؤشرات المختلفة لتطور سوق الأسهم والناتج المحلي الإجمالي، إلا أن نتائجهما كانت متضاربة، وفي رأينا أنها تحتاج إلى إعادة نظر، وهذا للأسباب التالية:

- قصر الفترة المدروسة حيث في دراسة من 2000 إلى 2007 وفي الأخرى من 2000 إلى 2011؛
- غياب الاختبارات التشخيصية للبواقي مما قد يسبب التحيز في المعاملات أو اختباراتها الإحصائية؛
- غياب اختبارات الاستقرارية الهيكلية للنماذج في الدراستين مما يضع نتائج النماذج بشكل عام موضع شك؛
- غياب المتغيرات الضابطة في إحدى الدراستين مما قد يؤدي إلى التحيز في التقدير والتشوه في النتائج.

لهذه الأسباب نرى أن بحثنا هذا للمقارنة بين علاقة سوق الأسهم الإسلامية والتقليدية بالنمو الاقتصادي في ماليزيا سيساهم في سد هذه الفجوة ويعطي إجابات بناء على نتائج أكثر موثوقية، لأنه سيغطي فترة أطول ويعتمد على حجم أكبر من البيانات ونماذج أكثر اتساقا.

4.2 النظريات وبناء الفرضيات

من أجل وضع فرضيات كمنطلق لهذه الدراسة، سنعتمد على خلفية من النظريات المدعومة بالدراسات النظرية والتطبيقية حول علاقة سوق الأوراق المالية عموما بالنمو الاقتصادي، ثم علاقة سوق الأوراق المالية الإسلامية بالنمو الاقتصادي وما يميزه عن غيره من الأسواق التقليدية.

1.4.2 النظريات حول علاقة سوق الأوراق المالية بالنمو الاقتصادي

تعددت الآراء والأفكار والنظريات حول العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، حيث كل نظرية تعتمد على أساس نظري وأبحاث تطبيقية تدعمها، وقد ذهبت النظريات في هذا الإطار إلى ثلاث اتجاهات:

- وجود علاقة أحادية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي؛
- وجود علاقة ثنائية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي؛
- عدم وجود علاقة واضحة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي.

1.1.4.2 العلاقة أحادية الاتجاه بين الأسواق المالية والنمو الاقتصادي

تنقسم هذه العلاقة بدورها إلى اتجاهين مختلفين: الأول ينظر إلى الأسواق المالية كعامل محرك للنمو الاقتصادي، والمعروف بـ "العرض–القائد"، بينما يرى الثاني أن النمو الاقتصادي هو المحفز الرئيسي لتطوير الأسواق المالية، والمعروف بـ "الطلب–التابع".

1.1.1.4.2 العلاقة من الأسواق المالية إلى النمو الاقتصادي "العرض–القائد"

نموذج "العرض–القائد" يشير إلى أن الأسواق المالية تحفز النمو الاقتصادي من خلال تمويل الاستثمارات الإنتاجية وتعزيز الابتكار (Schumpeter, 1911). وفقًا لهذا النموذج، تساهم المؤسسات المالية في تعبئة المدخرات وتوزيع الموارد بكفاءة، مما يسهم في تحسين كفاءة تخصيص الموارد ودفع النمو الاقتصادي في الدول النامية والمتقدمة (Levine, 1997). كما أظهرت دراسات أن تحرير الأسواق المالية يزيد من كفاءة تخصيص الموارد ويعزز الادخار والاستثمار، مما يحفز النمو الاقتصادي على المدى الطويل (McKinnon, 1973). من ناحية أخرى، أظهرت الدراسات التطبيقية في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا أن الأسواق المالية المتطورة تدعم النمو الاقتصادي في فترات الاستقرار (Hsueh, Hu, & Tu, 2013). وفي الاقتصادات الناشئة، يرتبط تطوير سوق الأسهم بشكل إيجابي مع النمو الاقتصادي وزيادة الاستثمار (Masoud & Hardaker, 2012).

2.1.1.4.2 العلاقة من النمو الاقتصادي إلى الأسواق المالية "الطلب–التابع"

نظرية "الطلب–التابع" تفترض أن النمو الاقتصادي هو الذي يؤدي إلى تطوير الأسواق المالية، حيث يرى (Robinson, 1952) أن تطوير الأسواق المالية يحدث استجابة لزيادة الناتج المحلي الإجمالي وزيادة الطلب على الخدمات المالية، مما يحفز توسع الأسواق المالية. وفقًا لهذا النموذج، يعتمد تطوير الأسواق المالية على النمو الاقتصادي نفسه، حيث تُنشأ مؤسسات مالية جديدة لتلبية الطلب المتزايد على الائتمان والخدمات المالية (Hamadi & Bassil, 2015). تؤدي زيادة النمو الاقتصادي إلى زيادة الطلب على القروض والخدمات المالية، مما يدفع البنوك لتوسيع عملياتها، وهو ما أظهرته دراسة في دول جنوب شرق أوروبا (Hsueh, Hu, & Tu, 2013). كما يحفز النمو الاقتصادي تطوير النظم القانونية والتنظيمية التي تضمن كفاءة الأسواق المالية، مما يعزز استقرار الأسواق في الدول التي تشهد معدلات نمو مرتفع (Levine & Zervos, 1998). كما أظهرت دراسات تطبيقية في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا أن النمو الاقتصادي ساهم في تطوير الأسواق المالية من خلال توسيع نطاق خدمات المؤسسات المالية (Abu-Bader, 2006). وأخيرًا، تشير الأدبيات إلى أن العلاقة بين الأسواق المالية والنمو الاقتصادي تعتمد على طبيعة الاقتصاد ومستوى تطور الأسواق المالية.

2.1.4.2 العلاقة ثنائية الاتجاه

تعتبر العلاقة ثنائية الاتجاه بين الأسواق المالية والنمو الاقتصادي من الأسس النظرية في الأدب الاقتصادي المعاصر، حيث تساهم الأسواق المالية في تعزيز النمو الاقتصادي من خلال تحسين تخصيص الموارد وتقليل تكاليف المعاملات، بينما يؤدي النمو الاقتصادي إلى تطوير الأسواق المالية عبر زيادة الطلب على الخدمات المالية. قدمت دراسة King & Levine (1993) دعمًا قويًا لهذه النظرية، حيث أظهرا أن الأسواق المالية المتطورة تدعم النمو الاقتصادي بتحسين تخصيص الموارد وزيادة الاستثمار، بينما يعزز النمو الاقتصادي من توسع الأسواق المالية. وفقًا لـ Greenwood & Jovanovic (1990) توفر الأسواق المالية بيئة مناسبة لتعزيز الابتكار الذي يقود إلى زيادة الإنتاجية والنمو، مما يعزز الطلب على الخدمات المالية. وأظهرت دراسة Boyd & Smith (1998) أن البنوك وسوق الأسهم يعملان بشكل متكامل لدعم النمو الاقتصادي، حيث يقدم النظام المصرفي الائتمان طويل الأجل بينما يوفر سوق الأسهم السيولة. فيما يخص الدول المتقدمة، فقد أظهرت دراسة Levine & Zervos, (1998) أن التطور المالي يرتبط بزيادة معدلات النمو عبر تحسين تخصيص الموارد وزيادة الاستثمار. وفي الاقتصادات الناشئة، أظهرت دراسة Masoud & Hardaker, (2012) أن النظام المصرفي وسوق الأسهم يعملان معًا لجذب الاستثمارات ودعم النمو. وفي منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، أظهرت دراسة Hamadi & Bassil (2015) أن العلاقة بين الأسواق المالية والنمو

الاقتصادي تتعزز في فترات الاستقرار الاقتصادي. وفي المجمل، تشير الأدبيات الاقتصادية إلى أن العلاقة بين الأسواق المالية والنمو الاقتصادي تعتمد على عوامل عدة مثل الاستقرار السياسي والإطار التنظيمي، وتبرز بشكل خاص في الاقتصادات المتقدمة والناشئة.

3.1.4.2 عدم وجود علاقة بين أسواق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي

على الرغم من العدد الكبير للأبحاث التي تدعم العلاقة بين الأسواق المالية والنمو الاقتصادي، يعتقد بعض الباحثين أن النمو يمكن أن يتحقق بدون تطور أسواق المال أو أن الأسواق المالية قد لا تؤدي دورًا كبيرًا في تحفيز النمو في بعض السياقات الاقتصادية. وفقًا لـ Lucas (1988)، فإن العلاقة بين الأسواق المالية والنمو قد تكون مبالغًا فيها، حيث يركز الباحثون على الأسواق المالية بدلاً من العوامل الأخرى مثل التعليم والمهارات. هناك دراسات في بعض الاقتصادات النامية، مثل دراسة Kar et al. (2011)، أظهرت غياب علاقة سببية واضحة بين تطور الأسواق المالية والنمو الاقتصادي. أيضًا، دراسة Arestis & Demetriades (1997)، التي أشارت إلى إعتماد هذه الدول على التمويل البنكي بدلاً من الأسواق المالية. وفي الاقتصادات الناشئة، أظهرت دراسة Singh (1997) أن أسواق الأسهم قد تكون غير مؤثرة بسبب التقلبات الكبيرة وعدم الاستقرار.

إن الأدبيات التي تدعم العلاقة السببية بين الأسواق المالية والنمو الاقتصادي تؤكد أن تأثير الأسواق يختلف بين السياقات الاقتصادية، حيث قد يكون دورها محدودًا في بعض الدول بسبب ضعف المؤسسات المالية أو الاعتماد على القطاعات غير المالية. تشير هذه النظريات إلى أن النمو قد يتحقق عبر آليات أخرى، وأن تطور الأسواق المالية قد يكون نتيجة للنمو. وتوصي هذه الأدبيات الدول النامية بتعزيز البنية التحتية الاقتصادية وتطوير القطاعات الإنتاجية قبل الاعتماد على الأسواق المالية.

بناءا على ما سبق عرضه من أدبيات نظرية وعموم الدراسات التطبيقية سواء على الاقتصادات المتقدمة أو الناشئة، لعلاقة سوق الأوراق المالية بالنمو الاقتصادي. فدراستنا حول سوق الأسهم الماليزي باعتباره من الأسواق المتقدمة في جنوب شرق آسيا، تفترض وجود علاقة قصيرة أو طويلة الأجل بين نمو السوق والنمو الاقتصادي بغض النظر عن كون الأسهم متوافقة أم غير متوافقة مع الشريعة الإسلامية.

وعلى ذلك يتم صياغة الفرضية الأولى كما يلي:

الفرضية الأولى: يوجد تأثير إيجابي لسوق الأسهم الماليزي على النمو الاقتصادي بغض النظر عن كونها متوافقة أو غير متوافقة مع الشريعة الإسلامية.

2.4.2 النظريات حول علاقة سوق الأوراق المالية الإسلامية بالنمو الاقتصادي

سوق الأوراق المالية الإسلامية تشترك مع السوق التقليدية في العديد من الأدوات والغايات، لكن هناك تساؤلات حول الاختلافات بينهما في جوانب متعددة. تتمحور هذه الجوانب حول كفاءة الأداء، قدرة السوق على الحفاظ على الاستقرار أثناء الأزمات، ومدى ارتباطها بالنشاط الاقتصادي الحقيقي.

1.2.4.2 كفاءة الأداء:

إن تقييم كفاءة الأسهم الإسلامية مقارنة بالتقليدية يعتمد على نظريات مثل كفاءة السوق، التنويع، الاستثمار الأخلاقي، السلوك المالي، والتمويل المستدام. في نظرية كفاءة السوق، يرى البعض أن القيود الشرعية تحد من التنويع وتقلل من كفاءة السوق، بينما يرى آخرون أن المبادئ الأخلاقية للأسواق الإسلامية تعزز الاستقرار وتدعم الكفاءة (Ali et al., 2018). وفي نظرية التنويع، تؤدي القيود الشرعية إلى تقليل التنويع، لكن يمكن تحقيق كفاءة عبر الاستثمار في قطاعات متوافقة مع الشريعة مثل العقارات والرعاية الصحية (El Alaoui & Dewandaru, 2016).

أما نظرية الاستثمار الأخلاقي فتركز على تجنب الاستثمارات غير الأخلاقية، مما يعزز استقرار السوق (Al-Khazali et al., 2016). كما أن السلوك المالي للمستثمرين الإسلاميين، المدفوع بالقيم الدينية، يعزز استقرار السوق من خلال تجنب المضاربات المفرطة (Jawadi et al., 2014). وأخيرًا، فإن نظرية التمويل المستدام توضح أن التزام الأسواق الإسلامية بمبادئ الشريعة يعزز من استدامة السوق ويقلل المخاطر (Haniffa & Hudaib, 2007).

2.2.4.2 الاستقرار:

الأسواق المالية الإسلامية تدعم الاستقرار من خلال ثلاثة جوانب رئيسية: المشاركة في المخاطر، الارتباط بالاقتصاد الحقيقي، والمسؤولية الأخلاقية في الاستثمار. تعتمد الأسواق الإسلامية على مبدأ المشاركة في المخاطر، حيث يتم توزيع المخاطر بين المستثمرين والمقترضين، مما يساهم في الاستقرار المالي على المدى الطويل ويقلل من الأزمات (Mirakhor & Krichen, 2009; Hasan, 2015).

كما ترتبط هذه الأسواق بالاقتصاد الحقيقي عبر الاستثمار في قطاعات متنوعة، مثل الزراعة والطاقة المتجددة، مما يقلل من التقلبات ويعزز الاستقرار (Jawadi et al., 2014). إضافة إلى ذلك، يركز التمويل الإسلامي على الاستثمار في الأصول الحقيقية والمشاريع التنموية، مما يعزز استقرار السوق ويقلل من المضاربات المالية (Wahab & Mohamed Naim, 2024; Ali et al., 2018).

وفي سياق المقارنة بين الأسهم التقليدية والإسلامية في سوق الأوراق المالية الماليزي وبناء على ما سبق يمكن صياغة الفرضية الثانية كما يلي:

الفرضية الثانية: تدعم الأسهم الإسلامية الاستقرار في السوق الماليزي على افتراض أنها الأقل تقلبا والأكثر ارتباطا بالنشاط الاقتصادي الحقيقي مقارنة بالأسهم التقليدية

3.2.4.2 دعم النمو الاقتصادي:

تشير الدراسات إلى أن الاستثمار في السوق المالية الإسلامية يعزز النمو الاقتصادي من خلال خصائص مثل المشاركة في المخاطر، التمويل القائم على الأصول الحقيقية، والالتزام الأخلاقي. تعتمد المشاركة في المخاطر على توزيع الأرباح والخسائر بالتساوي، مما يقلل من الأعباء المالية ويعزز الاستقرار الاقتصادي، كما أظهرت دراسة (Ramlee & Kassim, 2017) أن هذه الآلية تدعم الاستثمارات طويلة الأجل. يركز التمويل الإسلامي على الأصول الحقيقية مثل العقارات والسلع، مما يقلل المضاربات ويدعم الاقتصاد عبر القطاعات المنتجة (Erbaş & Mirakhor, 2013). كما أن الشفافية والالتزام الأخلاقي في الأسواق الإسلامية يعززان الثقة ويزيدان من جاذبية الاستثمارات، مما يسهم في الاستقرار والنمو الاقتصادي (Al-Jarhi, 2017; Basov & Bhatti, 2016). وعلى هذا الأساس تكون صيغة الفرضية الثالثة للدراسة كما يلي:

الفرضية الثالثة: تتفوق الأسهم الإسلامية على التقليدية في دعم النمو الاقتصادي في ماليزيا.

سيـــاق

الدراســة

3 سياق الدراسة

بما أن الدراسة هي حول سوق الأوراق المالية الماليزي، فقد خصص هذا الفصل من الدراسة لإلقاء نظرة عامة حول هذه السوق، وأهم تطوراتها، مع التركيز على التوجه الإسلامي في هذه السوق وما صاحبه من تطورات، وكذا مكانة الأدوات المالية الإسلامية ضمن السوق.

1.3 نشأة وتطور سوق الأوراق المالية الماليزي

تعود جذور سوق رأس المال الماليزي إلى الفترات الأولى بعد الاستقلال عن بريطانيا في عام 1957، حيث بدأت الحكومة الماليزية في رسم ملامح الاقتصاد الوطني بشكل مستقل وتعزيز التنمية الاقتصادية. خلال هذه المرحلة، تم تأسيس العديد من المؤسسات المالية والمصرفية لدعم التنمية الاقتصادية وجذب الاستثمارات الأجنبية، وكانت هذه المؤسسات الأولى هي التي مهدت الطريق لإنشاء سوق رأس المال في ماليزيا (Ariff & Abubakar, 1999).

في الستينات، تم إنشاء *بورصة* كوالالمبور (Kuala Lumpur Stock Exchange – KLSE) التي كانت بداية التطور الحديث لسوق رأس المال الماليزي. تأسست هذه البورصة بهدف إنشاء نظام مالي منظم يمكن للشركات الماليزية من خلاله جمع الأموال اللازمة لتمويل مشاريعها والتوسع الاقتصادي. وبدأت بورصة كوالالمبور عملياتها بشكل رسمي في عام 1964، حيث كانت تتعامل مع تداول الأسهم المحلية في ماليزيا وسنغافورة، لتصبح واحدة من أولى البورصات في المنطقة التي تقدم منصة تداول رسمية (Bursa Malaysia, 2020).

والجدول الموالي يلخص أهم المحطات في تطور سوق الأوراق المالية الماليزي:

الجدول رقم: 5 أهم المحطات في تطور سوق الأوراق المالية الماليزي

السنة	الحدث	الوصف
1964	إنشاء بورصة كوالالمبور	تأسيس أول منصة تداول رسمية في ماليزيا لتنظيم سوق الأسهم.
1989	تطبيق قانون الأوراق المالية	فرض معايير قانونية لضمان الشفافية وحماية المستثمرين.
1997	تدابير الحماية خلال الأزمة المالية	فرض سياسات للحد من تأثير الأزمة المالية الآسيوية على السوق المالي.
2004	التحول إلى "بورصة ماليزيا"	إعادة هيكلة البورصة وتوسيع منصات التداول لجذب مزيد من الاستثمارات.
2008	تطوير سوق الصكوك	تعزيز إصدارات الصكوك لتصبح ماليزيا مركزًا عالميًا للصكوك الإسلامية.
2011	اعتماد لوائح التمويل المستدام	تشجيع الاستثمارات المستدامة والمسؤولة اجتماعيًا وبيئيًا.
2020	اعتماد التكنولوجيا المالية	تحسين عمليات التداول باستخدام التكنولوجيا المالية (Fintech).
2023	تعزيز الاستثمارات الخضراء	إطلاق مبادرات لدعم الاستثمار في الطاقة المتجددة والمشاريع الصديقة للبيئة.

المصدر: من إعداد الطالب اعتماد على مجموعة من المراجع منها: (Ariff & Abubakar, 1999) (Securities Commission Malaysia, 2018) (Yusof & Majid, 2006) (Mugableh, 2018)

1.1.3 تطور سوق الأوراق المالية الماليزي خلال السبعينات والثمانينات:

شهد سوق رأس المال الماليزي تطوراً ملحوظاً في السبعينات والثمانينات، وذلك بفضل المبادرات الحكومية لتعزيز البيئة الاقتصادية وتوفير بنية تحتية مالية قوية. فخلال السبعينات، استهدفت الحكومة الماليزية تنمية سوق الأسهم كأحد الأدوات الرئيسة لدعم التنمية الاقتصادية، وتم تنفيذ عدد من الإصلاحات لتشجيع تداول الأوراق المالية وجذب الاستثمارات الأجنبية. وقد أدى ذلك إلى نمو كبير في عدد الشركات المدرجة وزيادة في حجم التداولات (Securities Commission Malaysia, 2018).

وفي عام 1989، شهد السوق نقطة تحول مهمة بإصدار قانون الأوراق المالية، الذي ساهم في تنظيم الأنشطة التجارية في السوق، وتوفير بيئة تداول أكثر شفافية ومنهجية، إذ جاء هذا القانون كاستجابة للتحديات المالية التي واجهها السوق في تلك الفترة. وقد أثبت قانون الأوراق المالية الماليزي فعاليته في تحسين الحوكمة وإيجاد بيئة تجارية مستقرة للمستثمرين والشركات.(Yusof & Majid, 2006)

2.1.3 توسيع نطاق السوق وإعادة الهيكلة في التسعينات

مع دخول التسعينات، أدركت الحكومة الماليزية أهمية تطوير سوق رأس المال بشكل أكبر ليواكب التطورات العالمية. وجاءت أزمة 1997 المالية الآسيوية لتؤكد الحاجة الملحة لتبني سياسات اقتصادية أكثر مرونة ودعما للسوق المالي، حيث تم اتخاذ عدة خطوات بعد الأزمة لإصلاح الهيكل الاقتصادي والمالي، بما في ذلك تبني سياسات جديدة لدعم الاستقرار المالي وتشجيع تدفق رؤوس الأموال الأجنبية. (Ariff & Abubakar, 1999)

واستجابة لهذه التحديات، تم إعادة هيكلة البورصة في عام 2004، حيث تم تغيير اسم بورصة كوالالمبور إلى بورصة ماليزيا، لتصبح منصة شاملة تقدم مجموعة متنوعة من المنتجات المالية، بما في ذلك الأسهم والسندات والصكوك المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وقد ساهمت هذه الخطوة في تحسين البنية التحتية للسوق وتوسيع خيارات الاستثمار، مما جذب المستثمرين الدوليين والمحليين. (Bursa Malaysia, 2020).

وقد بلغ حجم سوق رأس المال الماليزي 3.8 ترليون رنجيت ماليزي عام 2023 ينقسم إلى سوق الأسهم بحجم 1.8 ترليون رنجيت ماليزي وسوق الصكوك والسندات بحجم 2 ترليون رنجيت ماليزي. (Securities Commission Malaysia, 2023)

3.1.3 التقدم التكنولوجي وتبني التكنولوجيا المالية (Fintech)

مع التطورات التكنولوجية السريعة في السنوات الأخيرة، تبنت بورصة ماليزيا مجموعة من المبادرات لتحسين كفاءة السوق وجعله أكثر توافقاً مع التطورات التقنية، وتم إدخال التكنولوجيا المالية (Fintech) في العديد من أنظمة السوق لتعزيز الشفافية وتسهيل الوصول إلى المعلومات، كما تم إطلاق منصات إلكترونية للتداول، تتيح للمستثمرين الأفراد والشركات تداول الأوراق المالية بسهولة وأمان. وتهدف هذه المبادرات إلى تعزيز ثقة المستثمرين وتوفير بيئة تداول شفافة تتماشى مع المعايير العالمية.

2.3 التوجهات الإسلامية في سوق الأوراق المالية الماليزي

بدأت ماليزيا في تبني التوجه الإسلامي في سوق رأس المال في أوائل الثمانينات، مدفوعة برؤية الحكومة لتعزيز بيئة استثمارية تتماشى مع مبادئ الشريعة الإسلامية وتلبية احتياجات المستثمرين المسلمين المحليين والدوليين. وقد جاءت هذه المبادرة كجزء من مشروع شامل لتطوير النظام المالي الإسلامي في ماليزيا، والذي بدأ بتأسيس أول بنك إسلامي في ماليزيا عام 1983، وهو بنك إسلام ماليزيا (Bank Islam Malaysia Berhad). حيث ساعد هذا البنك في وضع الأساس لتطوير خدمات مالية إسلامية أخرى، بما في ذلك منتجات سوق رأس المال. (Laldin, 2008)

1.2.3 المرحلة التأسيسية في الثمانينات

في بداية الثمانينات، كانت هناك حاجة متزايدة لتوفير بدائل شرعية للمستثمرين الماليزيين، خاصة أن ماليزيا تضم نسبة كبيرة من السكان المسلمين الذين يفضلون الاستثمار في أدوات مالية تتماشى مع تعاليم الشريعة. ولهذا، قامت الحكومة بدعم إنشاء بيئة مالية إسلامية، حيث تم إدخال التشريعات المالية التي تسمح بتأسيس وتطوير المؤسسات المالية الإسلامية. (Ariff & Rosly, 2011)

2.2.3 إطلاق مؤشر الشريعة في بورصة ماليزيا في التسعينات

أحد أهم الخطوات نحو تعزيز التوجه الإسلامي في سوق رأس المال الماليزي كان إطلاق مؤشر الشريعة في بورصة ماليزيا في عام 1999. وقد جاء هذا المؤشر نتيجة لتعاون بين هيئة الأوراق المالية الماليزية والمجلس الاستشاري الشرعي.

يضم مؤشر الشريعة مجموعة من الشركات التي تتوافق أنشطتها مع أحكام الشريعة الإسلامية، مما يمنح المستثمرين فرصة الاستثمار في أسهم لا تتعامل في أنشطة محرمة، مثل الربا والمقامرة. وبمرور الوقت، استقطب المؤشر اهتمام المستثمرين الدوليين من الدول الإسلامية الراغبين في الاستفادة من هذا النموذج الاستثماري الجديد. (Securities Commission Malaysia, 2018)

3.2.3 تطوير الصكوك الإسلامية كبديل للسندات

في أوائل العقد الأول من القرن الحادي والعشرين، واصلت ماليزيا تطوير نظامها المالي الإسلامي من خلال سوق الصكوك، وهي أدوات استثمارية تتوافق مع الشريعة الإسلامية وتُعتبر بديلاً للسندات التقليدية التي تعتمد على الفائدة الربوية. حيث كانت ماليزيا من أوائل الدول التي أطلقت الصكوك كأدوات تمويلية في الأسواق المالية، وأصبحت بسرعة، واحدة من أكبر الأسواق للصكوك في العالم. وقد عزز هذا التوجه التوسع في استثمارات سوق رأس المال الإسلامي وساعد في جذب الاستثمارات الأجنبية. (Ahmad & Radzi, 2011)

4.2.3 تأسيس المجلس الاستشاري الشرعي

في خطوة تنظيمية مهمة، أسست هيئة الأوراق المالية الماليزية المجلس الاستشاري الشرعي، وهو هيئة تتكون من علماء وخبراء ماليين مختصين بمراجعة وتقييم الأنشطة الاقتصادية للشركات المدرجة ضمن مؤشر الشريعة. يقوم المجلس بمراجعة دورية لأنشطة الشركات المدرجة للتأكد من توافقها مع مبادئ الشريعة، ويصدر توجيهات وتعليمات واضحة للشركات حول كيفية تحقيق هذا التوافق. ويعتبر المجلس حجر الزاوية في ضمان الشفافية والالتزام الشرعي لسوق رأس المال الإسلامي، مما يعزز الثقة لدى المستثمرين. (Sadeghi, 2008)

5.2.3 مبادرات الحكومة الماليزية لتعزيز الاستثمار الإسلامي

دعمت الحكومة الماليزية تطور سوق رأس المال الإسلامي من خلال مجموعة من المبادرات التشجيعية التي شملت:

1.5.2.3 تقديم الحوافز المالية والتسهيلات الضريبية

تم منح إعفاءات ضريبية للشركات التي تلتزم بالمعايير الشرعية، سواء على مستوى الضرائب المباشرة على أرباح الأسهم أو على مستوى الرسوم المتعلقة بإدراج الأسهم في بورصة ماليزيا. هذه الإعفاءات توفر للشركات ميزة مالية وتشجيعًا أكبر للالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية. وقد شملت هذه الإعفاءات تخفيضات ضريبية للشركات التي تصدر صكوكاً أو أسهماً متوافقة مع الشريعة، ما أدى إلى تقليل تكلفة رأس المال وتحسين جاذبية الإصدار الإسلامي. (Securities Commission Malaysia, 2018)

2.5.2.3 تطوير الإطار التنظيمي

لضمان التزام الشركات بالمعايير الشرعية، قامت بورصة ماليزيا بإنشاء هيئة استشارية شرعية تضم علماء في الفقه الإسلامي وخبراء ماليين، وظيفتهم مراجعة الأنشطة الاقتصادية للشركات وتحديد مدى التزامها بأحكام الشريعة. تُصدر هذه الهيئة قراراتها بناءً على معايير واضحة تمنع الشركات من المشاركة في أنشطة محظورة، مثل الربا والمقامرة، مما يساعد الشركات في تنظيم أنشطتها وفقاً للمعايير الشرعية، ويزيد من شفافيتها وجاذبيتها للمستثمرين. (Laldin, 2008)

3.5.2.3 مبادرات تسهيل التمويل المتوافق مع الشريعة

خصصت الحكومة الماليزية برامج تمويل مدعومة تساعد الشركات التي تتبع المعايير الشرعية على الوصول إلى التمويل بتكلفة منخفضة، سواء من خلال الصكوك أو التمويل الإسلامي من المصارف. يشمل ذلك تمويلاً منخفض التكلفة للمشاريع التي تلتزم بالمبادئ الإسلامية، ما يجعل الخيارات التمويلية المتوافقة مع الشريعة متاحة وبأسعار مناسبة للشركات الصغيرة والكبيرة على حد سواء. (Mugableh, 2018)

4.5.2.3 الترويج الدولي وجذب المستثمرين العالميين

تعمل الحكومة الماليزية على الترويج لسوق الأسهم الإسلامية كوجهة استثمارية رئيسية في المؤتمرات والمعارض المالية العالمية، وذلك لتعريف المستثمرين الدوليين بالفرص الاستثمارية التي تقدمها الشركات المدرجة ضمن مؤشر الشريعة. هذا الترويج يساهم في زيادة الطلب على الأسهم الإسلامية، مما يدفع الشركات المحلية إلى التوجه نحو الالتزام بالمعايير الشرعية للاستفادة من التدفقات الاستثمارية الأجنبية من المستثمرين الباحثين عن استثمارات متوافقة مع الشريعة. (Sadeghi, 2008)

5.5.2.3 نظام الإفصاح المتقدم وتعزيز الشفافية

تم فرض متطلبات إفصاح صارمة على الشركات المدرجة ضمن مؤشر الشريعة، حيث يجب عليها تقديم تقارير مالية واضحة ودورية توضح مدى توافق أنشطتها مع الشريعة. هذا الإفصاح يزيد من ثقة المستثمرين ويجذب الشركات التي تسعى لتعزيز مكانتها في السوق عبر تبني أسلوب عمل يتسم بالشفافية ويعكس التزامها بالقيم الأخلاقية. ويساهم هذا النظام في جعل الشركات أكثر قدرة على جذب المستثمرين الذين يضعون الثقة والالتزام في مقدمة معاييرهم للاستثمار. (Yusof & Majid, 2006)

6.5.2.3 تخفيض تكاليف الإدراج وتبسيط الإجراءات التنظيمية:

قامت بورصة ماليزيا بتخفيض التكاليف المرتبطة بإدراج الشركات في مؤشر الشريعة، مما يقلل العبء المالي على الشركات ويشجعها على التحول إلى الاستثمارات الشرعية. إضافةً إلى ذلك، تم تبسيط الإجراءات التنظيمية للشركات الراغبة في الامتثال للمعايير الشرعية، حيث أُتيحت لها فرصة تقديم طلبات الإدراج بشكل أسرع وأسهل من خلال إجراءات مبسطة ودعم تنظيمي قوي. (Bursa Malaysia, 2020)

6.2.3 الاتجاهات الحديثة ودور ماليزيا كمركز للتمويل الإسلامي

خلال السنوات الأخيرة، تزايدت أهمية سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا على الساحة الدولية. وقد أصبحت ماليزيا مركزًا عالميًا للتمويل الإسلامي بفضل بنية تحتية متقدمة وسياسات تنظيمية قوية. يعكس هذا التوجه التزام ماليزيا بتطوير استثمارات مسؤولة ومستدامة من خلال تعزيز سوق الصكوك الخضراء وتوسيع قاعدة الأسهم الإسلامية.

كما قامت بورصة ماليزيا بتبني التكنولوجيا المالية (Fintech) في تداول الأسهم الإسلامية، وتطوير أدوات تحليل حديثة تتيح للمستثمرين متابعة أداء الشركات المدرجة ضمن مؤشر الشريعة، مما يجعل من ماليزيا مركزًا جاذبًا للاستثمارات العالمية المتوافقة مع الشريعة. (Mugableh, 2018)

وقد بلغ الحجم الإجمالي لسوق رأس المال الإسلامي بماليزيا 2.4 ترليون رنجيت ماليزي عام 2023 أي بنسبة 63% من إجمالي حجم السوق، تنقسم إلى سوق الأسهم الإسلامية بحجم 1.2 ترليون رنجيت ماليزي بنسبة 66% من إجمالي حجم سوق الأسهم، وسوق الصكوك بحجم 65% من إجمالي حجم سوق الديون أو سوق العائد الثابت.

3.3 الرقابة الشرعية المطبقة على الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة

تطبق الرقابة الشرعية على الأوراق المالية من طرف المجلس الاستشاري الشرعي (SAC: Shariah Advisory Council) التابع لهيئة الأوراق المالية الماليزية (Malaysian Securities Commission). وفيما يلي لمحة عن المجلس الاستشاري الشرعي ومعايير الرقابة الشرعية التي يطبقها.

1.3.3 تعريف المجلس الاستشاري الشرعي

هو هيئة مستقلة تعمل تحت إشراف هيئة الأوراق المالية الماليزية، وتتمثل مهمته الأساسية في مراقبة وضبط التزام الشركات والمؤسسات المالية في ماليزيا بمعايير الشريعة الإسلامية. يعمل هذا المجلس على تقديم توجيهات وإرشادات للشركات المدرجة في السوق حول كيفية تحقيق الامتثال الشرعي، ويُعد ركيزة أساسية لدعم سوق رأس المال الإسلامي، حيث يضمن توافق الأنشطة المالية مع القيم والمبادئ الإسلامية. (Securities Commission Malaysia, 2018)

2.3.3 تأسيس المجلس الاستشاري الشرعي

تأسس المجلس الاستشاري الشرعي عام 1997، كجزء من الجهود التي بذلتها الحكومة الماليزية لتطوير نظام مالي إسلامي متكامل، يدعم تطلعات المستثمرين المسلمين داخل ماليزيا وخارجها، حيث جاء تأسيسه بهدف تعزيز الثقة في سوق الأوراق المالية الإسلامي الماليزي، وضمان بيئة استثمارية شفافة ومنظمة، بدعم من هيئة الأوراق المالية الماليزية كهيئة تنظيمية رئيسية. (Laldin, 2008) وقد قام بإصدار أول قائمة للأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية عام 1997، ويتم تحديث هذه القائمة مرتين في السنة.(Khouildi & al, 2017) .

3.3.3 هيكل المجلس الاستشاري الشرعي

يتكون المجلس الاستشاري الشرعي من 9 أعضاء، رئيس ونائب و7 أعضاء، وهم مجموعة من الخبراء في الفقه الإسلامي والتمويل الإسلامي، وعلماء مختصين في فقه المعاملات الإسلامية، بالإضافة إلى خبراء ماليين ومستشارين اقتصاديين. (Bank Negara Malaysia, 2024) يتم اختيار أعضاء المجلس بناءً على كفاءاتهم وخبراتهم في المجالات الشرعية والمالية، ويتم تعيينهم من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية لضمان استقلالية وموضوعية القرارات. ويعملون معًا لمراجعة وتقييم الأنشطة الاقتصادية للشركات المدرجة ضمن مؤشر الشريعة. (Ahmad & Radzi, 2011)

4.3.3 مهام المجلس الاستشاري الشرعي

يقوم المجلس الاستشاري الشرعي بمجموعة من المهام الجوهرية التي تهدف إلى تنظيم وضبط التوافق الشرعي للأنشطة المالية في السوق، ويمكن تلخيص مهامه في النقاط التالية:

1.4.3.3 تحديد وتقييم معايير الشريعة

يقوم المجلس بمراجعة الأنشطة الاقتصادية والمالية للشركات المدرجة، ويحدد مدى توافقها مع مبادئ الشريعة الإسلامية. ويقوم المجلس بوضع معايير واضحة ومستدامة لتصنيف الشركات كمتوافقة مع الشريعة. وتشمل هذه المعايير الابتعاد عن الأنشطة المحرمة مثل الربا، القمار، والكحول، والتأكد من أن مصادر دخل الشركات وأعمالها الأساسية لا تتعارض مع المبادئ الإسلامية. (Sadeghi, 2008)

2.4.3.3 إصدار توجيهات وتوصيات للشركات

يقدم المجلس توجيهات مستمرة للشركات حول كيفية تنظيم أنشطتها لتحقيق الامتثال الشرعي. ويساعد هذا الشركات على فهم وتطبيق المبادئ الشرعية في أعمالها. كما يقوم المجلس بإصدار توصيات بشأن الأنشطة المسموح بها وتوضيح كيفية الامتثال لمتطلبات الشريعة في التمويل الإسلامي. هذا التوجيه يشمل تقديم مقترحات حول هيكلة المنتجات المالية المتوافقة مع الشريعة. (Yusof & Majid, 2006)

3.4.3.3 مراجعة دورية لمؤشر الشريعة

يقوم المجلس بمراجعة دورية لقائمة الشركات المدرجة ضمن مؤشر الشريعة في بورصة ماليزيا، ويعمل على تحديثها بشكل دوري لضمان أن الشركات المدرجة تلتزم بمعايير الشريعة الإسلامية بشكل مستمر. ويتم استبعاد الشركات التي تُظهر مخالفة للضوابط الشرعية وإدراج أخرى تستوفي الشروط. تُعتبر هذه المراجعة المستمرة عاملاً هاماً لتعزيز ثقة المستثمرين، حيث تضمن الالتزام المستمر بالقيم الإسلامية. (Laldin, 2008)

4.4.3.3 تقديم الاستشارات الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية

يقدم المجلس الاستشاري الشرعي استشاراته ومقترحاته لهيئة الأوراق المالية الماليزية حول الأمور الشرعية المرتبطة بعمل السوق المالي الإسلامي. ويشمل ذلك تقديم توصيات حول السياسات واللوائح الشرعية لضمان أن البيئة التنظيمية للتمويل الإسلامي تتماشى مع المعايير الشرعية وتدعم تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

5.4.3.3 دعم الابتكار في المنتجات المالية الإسلامية

يشجع المجلس على الابتكار في مجال المنتجات المالية الإسلامية، ويقوم بتقييم المنتجات الجديدة التي تطلقها الشركات، ويؤكد على توافقها مع الشريعة قبل طرحها في السوق. من خلال هذه المهام، يساهم المجلس في تطوير منتجات استثمارية جديدة، مثل الصكوك والأسهم الإسلامية، التي تلتزم بالشريعة وتوفر فرصا استثمارية مبتكرة ومتنوعة للمستثمرين.

6.4.3.3 التواصل والتوعية

يقوم المجلس أيضاً بتنظيم فعاليات وندوات تهدف إلى زيادة الوعي بأهمية الاستثمار الشرعي وتقديم شرح لمبادئ التمويل الإسلامي وكيفية تطبيقها في السوق المالي. كما يُقدم إرشادات للمستثمرين حول كيفية تحديد الأسهم المتوافقة مع الشريعة ومساعدتهم في اتخاذ قرارات استثمارية تتماشى مع معتقداتهم الدينية. (Mugableh, 2018)

5.3.3 معايير الرقابة الشرعية المطبقة من طرف المجلس الاستشاري الشرعي

تتم الرقابة الشرعية على مستويين: مستوى الأنشطة، ومستوى النسب المالية، حيث إذا استوفت الشركة معايير المستوى الأول يتم تقييم معايير المستوى الثاني.

1.5.3.3 معايير الأنشطة

تحدد هذه المعايير الحد الأقصى المسموح به لمساهمة الأنشطة المصنفة ضمن الأنشطة غير المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في عائدات الشركة، ويتكون هذا المستوى من معيارين معيار 5% ومعيار 20%:

أ. **معيار 5%**: ويشمل الأنشطة التالية:

- الصيرفة التقليدية والاقراض؛
- التأمينات التقليدية؛
- القمار؛
- الخمور والأنشطة المرتبطة بها؛
- لحم الخنزير والأنشطة المرتبطة به؛
- الأطعمة والمشروبات غير الحلال، بما في ذلك الأطعمة والمشروبات التي لا تحمل شهادة حلال؛
- التبغ والسجائر الإلكترونية والأنشطة والمنتجات المرتبطة بها؛
- الفوائد العائدة عن الحسابات البنكية والأدوات المالية التقليدية بما في ذلك الناتجة عن حكم قضائي وفوائد التأخير وتعويضات مماثلة؛
- الأرباح الموزعة من استثمارات غير متوافقة مع الشريعة الإسلامية؛
- الترفيه غير المتوافق مع الشريعة الإسلامية؛
- أي أنشطة أخرى يصنفها المجلس الاستشاري الشرعي (SAC) بأنها غير متوافقة مع الشريعة الإسلامية.

يشترط هذا المعيار أن تكون نسبة مداخيل الشركة من هذه الأنشطة مجتمعة أقل من 5% من مجموع عائداتها، حتى يدرج سهمها ضمن الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

ب. **معيار 20%**: ويشمل الأنشطة التالية:

- تداول الأسهم؛
- السمسرة في البورصة؛
- السينما؛
- الإيجار المستلم من أنشطة غير متوافقة مع الشريعة الإسلامية؛
- أي أنشطة أخرى يصنفها المجلس الاستشاري الشرعي (SAC) بأنها غير متوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية.

يشترط هذا المعيار أن تكون نسبة مداخيل الشركة من هذه الأنشطة مجتمعة أقل من 20% من مجموع عائداتها حتى يدرج سهمها ضمن الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

2.5.3.3 معيار النسب المالية

يحدد هذا المعيار الحد الأقصى المسموح به من الأصول التي تدخل ضمن تعاملات ربوية، ويطبق هذا المعيار على عنصرين هما:

- **حجم السيولة نسبة إلى إجمالي الأصول**: ويتضمن فقط السيولة ضمن حسابات البنوك التقليدية وفي شكل أدوات مالية تقليدية (أذونات خزينة، شهادات إيداع...) وتُستبعد منها السيولة ضمن حسابات البنوك الإسلامية وفي شكل أدوات مالية إسلامية.
- **حجم الديون نسبة إلى إجمالي الأصول**: ويتضمن فقط الديون التي تُستحق عليها فوائد، ويُستبعد منه التمويل الإسلامي والصكوك الإسلامية.

وطبقا لهذا المعيار يجب أن تقل نسبة السيولة والديون التي تدخل ضمن تعاملات ربوية عن 33% من إجمال حجم أصول الشركة حتى يدرج سهمها ضمن الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية. (Securities Commission، 2024)

وتجدر الإشارة هنا أن المقصود بهذه النسبة أي 33%، هو أصل المبلغ وليس الفوائد المترتبة عنه، أما الفوائد التي قد تنجر عن هذه المعاملات فهي تدخل ضمن المستوى الأول تحت معيار 5%، أي يجب أن تقل هذه الفوائد مع عوائد الأنشطة الأخرى المذكورة ضمن معايير الأنشطة عن 5% من إجمال حجم عوائد الشركة.

وبالإضافة إلى المعايير الكمية فإن المجلس الاستشاري الشرعي (SAC) يأخذ في الاعتبار الجانب النوعي، والذي يتعلق بتصور الجمهور عن نشاط الشركة، أو صورتها من منظور التعاليم الإسلامية. (Securities Commission، 2024)

منهجية الدراسة

4 منهجية الدراسة

قبل البدأ في التحليل القياسي لهذه الدراسة، سنعمل من خلال هذا الفصل على تبيان الطرق التي ستُتبع والأدوات التي ستُستخدم في هذا التحليل، حيث سيشمل هذا الفصل توضيحا لطبيعة المتغيرات المكونة للنماذج القياسية في الدراسة والأسس النظرية لاختيارها، ثم طبيعة بيانات هذه المتغيرات ومصادرها، وفي الأخير تبيان للطرق المتبعة في التحليل، وهي التحليل المقارن لسلوك المؤشرات، تحليل الارتباط المتبادل، ثم تحليل التكامل المشترك، والذي سنخصه بتفصيل أكثر، حيث يمثل الجزء الرئيسي والأكبر من الدراسة القياسية.

1.4 المتغيرات

بما أن الدراسة تدور حول دعم سوق الأوراق المالية للنمو الاقتصادي، فإن المتغيرات الأساسية ستتمثل في الناتج المحلي الإجمالي متغيرا تابعا كمقياس للنمو الاقتصادي من جهة ومؤشرات السوق المالي كمتغيرات مستقلة ممثلة لسوق الأوراق المالية من جهة أخرى، بالإضافة إلى مجموعة من المتغيرات الضابطة التي سنستعين بها في بناء نموذج الانحدار الذاتي ذي الفجوات الزمنية الموزعة (ARDL). وفيما يلي توضيح لهذه المتغيرات وطبيعة بياناتها ومصادرها.

1.1.4 الناتج المحلي الإجمالي

في سياق التعبير عن النمو الاقتصادي، يُعتبر الناتج المحلي الإجمالي أفضل مقياس كمي متوفر حاليا، لذلك يُعتمد عليه في جل الأبحاث الأكاديمية وغير الأكاديمية والتقارير الرسمية وغير الرسمية للتعبير عن الأداء الاقتصادي بشكل عام لأي بلد. وفي إطار هذه الدراسة سنعتمد الناتج المحلي الإجمالي في ماليزيا للتعبير عن النمو الاقتصادي. ولاستبعاد الآثار النقدية غير الحقيقية سنأخذ الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، وبما أن المشاهدات ستكون ربع سنوية، فسنعدل البيانات للتخلص من المركبة الموسمية، فيُصبح المتغير المعتمد هو: الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي المعدل موسميا. لكن ضمن المتن سنعبر عنه اختصارا بـ: "الناتج المحلي"، وأثناء التحليل القياسي سنرمز له بـ: RGDPSA.

2.1.4 مؤشرات السوق المالي

مؤشرات السوق المالي هي أدوات إحصائية تُستخدم لقياس وتحليل الأداء العام لمجموعة من الأصول المالية، مثل الأسهم، السندات، أو الأصول الأخرى. يُصمم كل مؤشر لتمثيل سوق مالي محدد أو قطاع اقتصادي معين، مما يُسهل متابعة تحركات الأسعار واتجاهات السوق بشكل عام. (Bailey, 2005)

تُستخدم مؤشرات السوق المالي من أطراف متعددة ولأغراض متنوعة، وفيما يلي أهم هذه الاستخدامات:

- تُعتبر مؤشرات السوق المالي أداة رئيسية لقياس الأداء العام للسوق أو قطاع محدد. فمن خلال متابعة المؤشر، يمكن للمستثمرين والاقتصاديين تقييم الحالة العامة للسوق ومعرفة ما إذا كانت الأسواق في حالة صعود أو هبوط. (Sutcliffe, 2018)
- تُستخدم المؤشرات كمعيار لقياس أداء المحافظ الاستثمارية. على سبيل المثال، يمكن للمستثمرين مقارنة أداء محفظتهم بمؤشر مثل S&P 500 أو FTSE 100 لمعرفة ما إذا كانوا يتفوقون على السوق أو يتخلفون عنه. (Sandoval Junior, Mullokandov, & Kenett, 2015)
- توفر المؤشرات إشارات حول أداء القطاعات المختلفة، مما يساعد المستثمرين في تحديد المجالات الأكثر ربحية للاستثمار. على سبيل المثال، إذا كان مؤشر قطاع التكنولوجيا يشهد نموًا، فقد يُشجع ذلك المستثمرين على الاستثمار في هذا القطاع. (Bailey, 2005)
- تُستخدم المؤشرات كأساس لإنشاء منتجات مالية مثل صناديق المؤشرات المتداولة (ETFs) والمشتقات المالية مثل العقود الآجلة والخيارات المرتبطة بالمؤشر. هذه المنتجات تُمكّن المستثمرين من تحقيق أرباح أو حماية أصولهم من تقلبات السوق. (Sutcliffe, 2018)
- توفر مؤشرات الأسهم رؤية عن الأداء الاقتصادي العام، حيث تُستخدم كأداة تحليلية لتقييم ديناميكيات السوق وعلاقتها بالاقتصاد الكلي، مثل الناتج المحلي الإجمالي (GDP) أو التضخم. (Singh, Mehta, & Varsha, 2011)
- تساعد المؤشرات في تحديد الاتجاهات المستقبلية للأسواق. من خلال مراقبة حركات المؤشر، يمكن للمحللين والمستثمرين توقع التحولات المحتملة في السوق أو الاقتصاد. (Bailey, 2005)

1.2.1.4 طريقة بناء وحساب مؤشرات سوق الأسهم الماليزي

يتم بناء مؤشرات سوق الأسهم الماليزي من طرف شركة FTSE RUSSEL بناء على شراكة مع مؤسسة بورصة ماليزيا BURSA MALAYSIA منذ عام 2006، وهذا يضمن استيفاء الشركات المدرجة لمعايير FTSE الدولية المتعلقة بالتعويم الحر والسيولة والقابلية للاستثمار. (BURSA MALAYSIA, 2024)

1.1.2.1.4 اختيار الشركات المدرجة في المؤشر

يتم اختيار الشركات بناء على:

- **القيمة السوقية الإجمالية:** الشركات ذات القيمة السوقية الأعلى تدخل في المؤشر؛

- **التعويم الحر**: يتم تضمين الأسهم القابلة للتداول فقط، مع استثناء الأسهم غير المتاحة للتداول العام مثل الأسهم التي يحتفظ بها الملاك الرئيسيون؛
- **السيولة**: يتم إدراج الأسهم الأعلى سيولة، والتي يُعبر عنها بالحجم المتوسط للتداول اليومي. (FTSE Russell, 2024)

2.1.2.1.4 طريقة حساب المؤشر

يتم حساب المؤشر باستخدام الصيغة التالية:(FTSE Russell, 2024)

$$index = \frac{\sum_{i=1}^{n}(p_i \times e_i \times s_i \times f_i \times c)}{d}$$

حيث:

- p_i: السعر الحالي للسهم؛
- e_i: سعر الصرف في حالة الأسهم المسعرة بعملات أجنبية؛
- s_i: عدد الأسهم المتاحة للتداول؛
- f_i: القابلية للاستثمار وهي نسبة الأسهم القابلة للتداول من إجمالي رأس مال الشركة؛
- c: معامل خاص لتعديل القيمة السوقية للشركات المدرجة في حالية التغييرات الهيكلية كتقسيم السهم أو إصدارات جديدة واسترجاع أسهم؛
- d: هو القاسم الذي يضمن استمرارية المؤشر عند وجود تغييرات هيكلية على مستوى المؤشر ككل، كإضافة أو حذف شركات أو التغييرات التي تؤثر على القيمة السوقية الإجمالية للمؤشر؛

يتم إجراء مراجعات نصف سنوية (في شهر جوان وشهر ديسمبر) لتحديث قائمة الشركات وضمان استمرار تمثيلها للسوق. كما يتم تعديل المؤشر بناءً على التغيرات في السيولة، القيمة السوقية، ومعايير الإدراج.

2.2.1.4 مؤشر FTSE Bursa Malaysia EMAS Index

وسنرمز له اختصارا بـ EMAS ويمثل أكبر مؤشر في سوق ماليزيا للأوراق المالية حيث يتضمن 98% من إجمالي الأسهم المدرجة في السوق، ويتكون من الأوراق المالية المكونة لمؤشر FTSE Bursa Malaysia Top 100 index والذي يحتوي على أكبر مائة شركة من ناحية الرسملة السوقية، بالإضافة إلى الأسهم المكونة لمؤشر FTSE Bursa

Malaysia Small Cap Index ويحتوي على مجمل الشركات المدرجة في بورصة ماليزيا ما عدا المئة شركة الأولى من ناحية حجم الرسملة السوقية. (RUSSEL, 2024) لذلك فإن مؤشر EMAS يعبر عن الأداء العام لسوق الأسهم ضمن سوق الأوراق المالية الماليزي، ويُستخدم كمقياس للمقارنة مع أداء المؤشرات الأخرى. والجدول أدناه يتضمن مكونات المؤشر حسب القطاعات الاقتصادية للشركات المدرجة أسهمها مع وزن كل قطاع في المؤشر بناء على آخر تحديث، أي بتاريخ جوان 2024:

الجدول رقم: 6 القطاعات الاقتصادية المكونة لمؤشر EMAS

القطاع	عدد الشركات	الوزن ضمن المؤشر %
البنوك	11	27.45
المرافق (غاز، ماء، كهرباء...)	8	12.66
غذاء مشروبات وتبغ	34	8.66
صناعة السلع والخدمات	49	8.12
الاتصالات	8	7.25
البناء ومواده	32	5.41
العقارات	33	4.99
الصحة	12	4.68
التكنلوجيا	20	3.66
كيمياويات	7	3.62
الطاقة	21	3.47
موارد أساسية	13	2.89
تجار التجزئة	12	2.81
السفر والترفيه	12	2.42
الخدمات المالية	7	0.98
السيارات وقطع غيارها	3	0.29
التأمينات	2	0.26
المنتجات والخدمات الاستهلاكية	6	0.19
العناية الشخصية ومتاجر الأدوية والبقالة	4	0.12
الإعلام	2	0.07
المجموع	296	100

المصدر: FTSE Russell Factsheet 2024

نلاحظ في الجدول أعلاه هيمنة قطاع البنوك في سوق ماليزيا للأوراق المالية، حيث تمثل الرسملة السوقية لأسهم البنوك المدرجة في مؤشر EMAS أكثر من 27% من إجمالي الرسملة السوقية للمؤشر، وهذا قد يشير إلى أن نسبة كبيرة من أداء المؤشر هي تعتمد على أداء أسهم القطاع البنكي. وهذا المؤشر لا يشترط توافق نشاط الشركات المدرجة فيه مع الشريعة الإسلامية، لذلك فهو يتضمن شركات متوافقة وغير متوافقة مع الشريعة الإسلامية.

3.2.1.4 مؤشر FTSE Bursa Malaysia EMAS Shariah Index

ونرمز له اختصارا بـ EMAS_shar. ويتكون من أسهم الشركات المدرجة ضمن مؤشر EMAS والتي تتوافق مع الشريعة الإسلامية وفق تصنيف المجلس الاستشاري الشرعي (SAC) (FTSE Russell, 2024). لذلك فهو يمثل نظرة شاملة عن أداء الشركات المدرجة في السوق، والمتوافقة مع الشريعة الإسلامية. الجدول أدناه يتضمن مكونات المؤشر حسب القطاعات الاقتصادية للشركات المدرجة أسهمها مع وزن كل قطاع في المؤشر بتاريخ جوان 2024.

ما هو ملاحظ في الجدول رقم 8 أدناه هو أن قطاع البنوك الذي لديه أكبر وزن في مؤشر EMAS بنسبة 27.45% من إجمالي الرسملة السوقية للمؤشر، لا يمثل في مؤشر EMAS_shar سوى 0.84% من إجمالي الرسملة السوقية للمؤشر. ما هو ملاحظ كذلك هو أن معظم الشركات المدرج أسهمها في مؤشر EMAS هي متوافقة مع الشريعة الإسلامية حيث أن 244 شركة من أصل 296 هي متوافقة مع الشريعة الإسلامية، أي أن الفرق هو 52 شركة فقط بين المؤشرين، إلا أن الفارق أكبر من ناحية حجم الرسملة السوقية، فإجمالي الرسملة السوقية لمؤشر EMAS هو: 885323 مليون رينجيت ماليزي بينما إجمالي الرسملة السوقية لمؤشر EMAS_shar هو: 552093 مليون رينجيت ماليزي (FTSE Russell, 2024). أي بفارق 333230 مليون رينجيت ماليزي، ومعظمها تمثل الرسملة السوقية للبنوك المستبعدة من المؤشر الإسلامي EMAS_shar، حيث تمثل الرسملة السوقية للبنوك التسعة المستبعدة قيمة: 238414 مليون رنجيت ماليزي.

الجدول رقم: 7 القطاعات الاقتصادية المكونة لمؤشر EMAS_shar

القطاع	عدد الشركات	الوزن ضمن المؤشر %
المرافق (غاز، كهرباء، ماء...)	6	15,03
غذاء مشروبات وتبغ	30	12,89
الاتصالات	8	11,63
صناعة السلع والخدمات	42	10,73
البناء ومواده	30	8,34
الصحة	11	7,27
العقارات	25	5,93
التكنلوجيا	20	5,88
الكيمياويات	7	5,81
الموارد الأساسية	10	4,55
الطاقة	19	4,26
تجار التجزئة	11	4,23
الخدمات المالية	2	1,03
البنوك	2	0,84
السيارات وقطع غيارها	3	0,47
التأمينات	1	0,38
المنتجات والخدمات الاستهلاكية	6	0,3
السفر والترفيه	7	0,27
العناية الشخصية ومتاجر الأدوية والبقالة	3	0,15
الإعلام	1	0,03
المجموع	244	100

المصدر: FTSE Russell Factsheet 2024

فإذا نظرنا من ناحية الرسملة السوقية للمؤشرين يمكن القول بأن مؤشر EMAS_shar يمثل 62.36% من مؤشر EMAS، أو بتعبير آخر: أن مؤشر EMAS يحتوى على أسهم متوافق مع الشريعة الإسلامية بنسبة 62.36%.

4.2.1.4 مؤشر FTSE Bursa Malaysia KLCI

أو مؤشر كولالمبور المركب ونرمز له اختصارا بـ KLCI ويتضمن أكبر 30 شركة من ناحية حجم الرسملة السوقية في مؤشر EMAS. والجدول أدناه يتضمن مكونات المؤشر حسب القطاعات الاقتصادية للشركات المدرجة أسهمها مع وزن كل قطاع في المؤشر وهذا بتاريخ جوان 2024

الجدول رقم: 8 القطاعات الاقتصادية المكونة لمؤشر KLCI

القطاع	عدد الشركات	الوزن ضمن المؤشر %
البنوك	6	38,52
المرافق (غاز، كهرباء، ماء...)	4	18,61
الاتصالات	4	10,05
غذاء مشروبات وتبغ	5	8,97
الكيمياويات	2	5,16
الموارد الأساسية	1	3,71
الصحة	1	3,34
صناعة السلع والخدمات	1	3,18
تجار التجزئة	2	3,13
السفر والترفيه	2	3,05
العقارات	1	1,22
الطاقة	1	1,06
المجموع	30	100

المصدر: FTSE Russell Factsheet 2024

نلاحظ من الجدول أعلاه وعلى غرار مؤشر EMAS أن القطاع البنكي يحتل الصدارة في مؤشر KLCI من ناحية الوزن في المؤشر، كما أن وزنه أكبر في مؤشر KLCI مقارنة بمؤشر EMAS لذلك فإن تأثير أداء القطاع البنكي على المؤشر سيكون أوضح في مؤشر KLCI منه في مؤشر EMAS. وهذا المؤشر يمثل نسبة 64.7% من مؤشر EMAS من ناحية إجمالي الرسملة السوقية. ومؤشر KLCI يتضمن شركات متوافقة وشركات غير متوافقة مع الشريعة الإسلامية، حيث تقدر نسبة الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية ضمن هذا المؤشر بحوالي 50% من ناحية حجم الرسملة السوقية[1] أي أن مؤشر KLCI يعتبر أقل توافقا مع الشريعة الإسلامية مقارنة بمؤشر EMAS.

[1] لتعذر الحصول على المعلومات الكافية تم تقدير هذه النسبة اعتمادا على نسبة الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية ضمن كل قطاع في مؤشر EMAS_shar مقارنة مع مؤشر EMAS.

5.2.1.4 مؤشر FTSE Bursa Malaysia Hijrah Shariah Index

ونرمز له اختصارا بـ HIJRAH ويتضمن أكبر 30 شركة من ناحية حجم الرسملة السوقية في مؤشر EMAS_shar، التي تتوافق مع معايير المجلس الاستشاري الشرعي (SAC) إضافة إلى معايير شركة يسار (Yasaar) كجهة مستقلة تضمن التوافق مع الشريعة الإسلامية للمستثمرين الأجانب عن ماليزيا (FTSE Russell, 2024). والجدول أدناه يتضمن مكونات المؤشر حسب القطاعات الاقتصادية للشركات المدرجة أسهمها مع وزن كل قطاع في المؤشر وهذا بتاريخ جوان 2024.

الجدول رقم: 09 القطاعات الاقتصادية المكونة لمؤشر HIJRAH

القطاع	عدد الشركات	الوزن ضمن المؤشر %
المرافق (غاز، ماء، كهرباء...)	2	21.91
الاتصالات	5	17.92
غذاء مشروبات وتبغ	6	14.24
الصحة	4	9.85
كيمياويات	2	8.35
موارد أساسية	1	6.01
التكنلوجيا	3	5.65
تجار التجزئة	2	5.08
البناء ومواده	1	4.64
الطاقة	2	4.27
صناعة السلع والخدمات	2	2.08
المجموع	30	100

المصدر: FTSE Russell Factsheet 2024

كما هو موضح في الجدول أعلاه فإن القطاع البنكي غائب عن المؤشر. كما يخلو المؤشر من أي شركة في مجال الخدمات المالية أو التأمينات، فالمؤشر يعتمد تماما على قطاعات النشاط الاقتصادي الحقيقي، خاصة المرتبطة مباشرة باحتياجات الأسر (المرافق، الاتصالات، الغذاء، الصحة). ومن ناحية حجم الرسملة السوقية الإجمالية لهذا المؤشر فتبلغ: 353436 مليون رينجيت ماليزي أي بنسبة 64% من مؤشر EMAS_shar.

3.1.4 المتغيرات الضابطة

المتغيرات الضابطة هي متغيرات يتم اضافتها إلى المتغيرات المستقلة المستهدفة ضمن نماذج الانحدار لتحسين دقة العلاقة بين المتغيرات المستقلة المستهدفة والمتغير التابع. ودورها الرئيسي هو تقليل تأثير العوامل الخارجية غير المرصودة، التي قد تسبب تحيزًا في النتائج. والغاية منها هو التأكد من أن التأثير المرصود بين المتغيرات المستقلة المستهدفة والمتغير التابع ليس نتيجة تداخل عوامل أخرى غير ذات صلة.

وفي سياق تحليل التكامل المشترك ضمن هذه الدراسة تم اعتماد مجموعة مكونة من 5 متغيرات ضابطة هي: معدل التضخم، معدل الفائدة، معدل التغير في سعر صرف العملة المحلية مقابل الدولار الأمريكي، معدل نمو الصادرات، ومعدل نمو الواردات.

1.3.1.4 معدل التضخم

وسنرمز له في دراستنا بـ infla، والتضخم يعكس التغير في المستوى العام للأسعار وله تأثير كبير على أداء سوق الأسهم. وتشير النظريات الاقتصادية إلى أن التضخم المرتفع قد يقلل من القدرة الشرائية ويؤثر سلباً على أرباح الشركات، مما يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم. (Fisher, 1930)

وقد وجدت دراسة أجراها (Datta & Mukhopadhyay, 2011) أن التضخم يؤثر سلبيا على النمو الاقتصادي في ماليزيا في المدى القصير، أما على المدى الطويل فإن النمو الاقتصادي يؤثر إيجابيا على التضخم. كما أظهرت دراسة (Asimetri, 2018) وجود علاقة عكسية بين التضخم وعوائد الأسهم في سوق الأسهم الماليزي، مما يبرز أهمية استخدام التضخم كمتغير ضابط في الدراسات المتعلقة بأداء سوق الأسهم والنمو الاقتصادي.

2.3.1.4 معدل الفائدة

وسنرمز له في دراستنا بـ inter، ويمثل معدل الفائدة تكلفة الاقتراض ومؤشراً على السياسات النقدية. تؤدي معدلات الفائدة المرتفعة إلى تقليل الإنفاق الاستثماري وزيادة جاذبية الأدوات المالية ذات العائد الثابت، مما قد يؤثر سلباً على سوق الأسهم. (Modigliani & Miller, 1958)

وقد أظهرت دراسات مثل دراسة (Rahman, Sidek, & Tafri, 2009) وجود علاقة عكسية طويلة الأجل بين معدل الفائدة ومؤشر سوق الأسهم الماليزي، ودراسة (Akalpler & Duhok, 2018) التي أظهرت

وجود علاقة إيجابية بين معدل الفائدة والنمو الاقتصادي، وهذا يشير إلى أن إدراج معدل الفائدة كمتغير ضابط ضمن النموذج، سيساهم في عزل تأثيراته من أجل إبراز الأثر الحقيقي لسوق الأسهم على النمو الاقتصادي.

3.3.1.4 معدل التغير في سعر الصرف

نرمز له في دراستنا بـ exch. تظهر الأدبيات الاقتصادية أن التغيرات في سعر الصرف تؤثر بشكل مباشر على الشركات التي تعتمد على الصادرات أو الواردات. وانخفاض العملة المحلية قد يزيد من التنافسية في الأسواق الخارجية، ولكنه قد يزيد أيضاً من تكلفة الواردات. (Dornbusch & Fischer, 1980)

أظهرت دراسة (Ibrahim & Yusoff, 2001) وجود علاقة طويلة الأمد بين سعر الصرف وأسعار الأسهم في السوق الماليزي، حيث أن انخفاض سعر الصرف مقابل الدولار الأمريكي يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم، كما أظهرت ذات الدراسة وجود تأثر كبير للتغيرات في سعر الصرف على الناتج الإجمالي الحقيقي. وهذا يبرز أهمية إدراج سعر الصرف كمتغير ضابط ضمن النموذج.

4.3.1.4 معدل نمو الصادرات

نرمز له في دراستنا بـ export. والصادرات تعكس أداء الاقتصاد الخارجي وقدرة الشركات المحلية على المنافسة عالمياً. والزيادة في الصادرات تدعم الإيرادات الاقتصادية، مما يؤثر إيجابياً على سوق الأسهم. (Krugman P. , 1979)

وقد أظهرت دراسة (Baharumshah & Rashid, 1999) أن النمو الاقتصادي في ماليزيا مدفوع بشكل رئيسي بالصادرات، لذلك من المهم إدراج هذا المتغير في النموذج.

5.3.1.4 معدل نمو الواردات

الواردات تمثل قدرة الاقتصاد على استيراد المواد الخام والتكنولوجيا الضرورية. والتغير في الواردات يمكن أن يكون مؤشراً على مستوى النشاط الاقتصادي الداخلي. (Romer, 1993)

أظهرت دراسة (Kogid & al, 2011) وجود علاقة إيجابية قصيرة الأجل بين الواردات والنمو الاقتصادي في ماليزيا، مما يشير إلى أن إدراج هذا المتغير في النموذج يسهم في تحسينه.

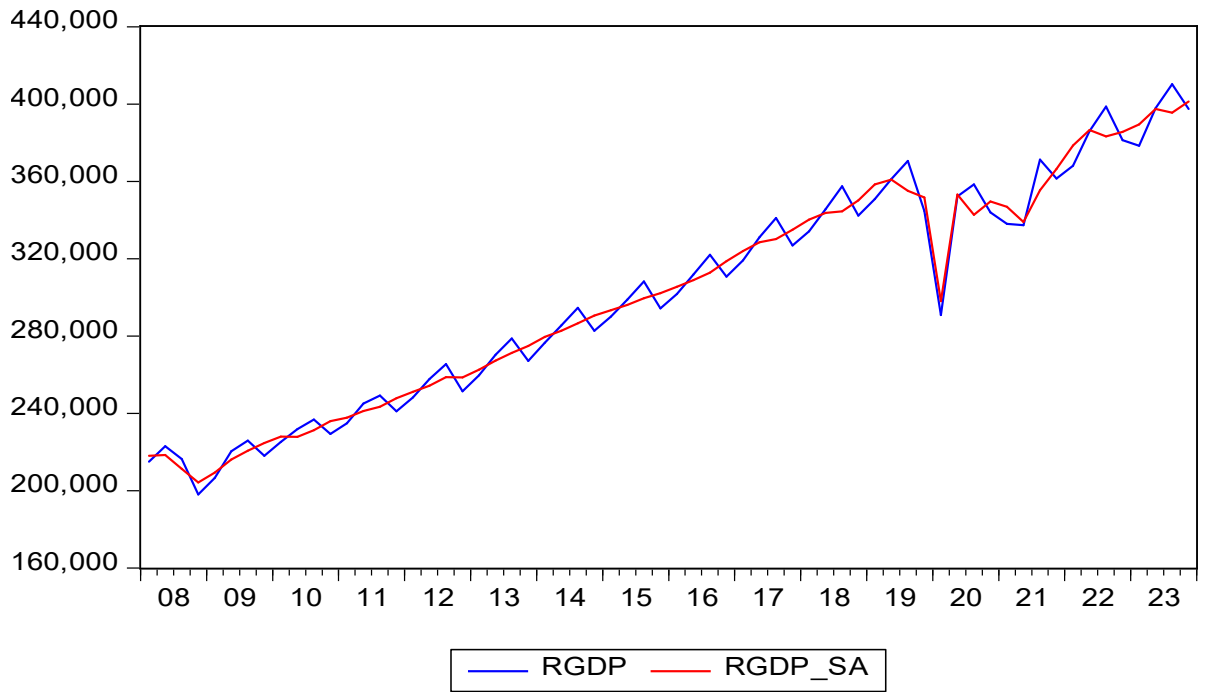
2.4 البيانات

فيما يلي عرض لطبيعة البيانات الخاصة بمتغيرات الدراسة ومصادرها.

1.2.4 الناتج المحلي الإجمالي

تم جمع بيانات الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بالاعتماد على التقارير الربع سنوية الصادرة عن البنك المركزي الماليزي، ابتداء من الربع الأول لعام 2008 إلى الربع الأخير لعام 2023، معبر عنها بمليار رنجيت ماليزي. وبما أن البيانات هي ربع سنوية، فإن الاعتماد عليها في عملية تحليل الارتباط والانحدار، يتطلب تعديلها موسميا، من أجل عزل التأثيرات الموسمية، لإبراز الاتجاه الأساسي والتغييرات الدورية أو الهيكلية وتفادي التأثيرات أو العلاقات الوهمية بين الناتج المحلي والمتغيرات المستقلة. القيم الأصلية والقيم المعدلة للناتج المحلي الإجمالي مبينة في الملحق رقم: 01 والشكل الموالي يوضح بيانيا الفرق بين البيانات الأصلية والبيانات المعدلة موسميا:

الشكل رقم: 01 أثر التعديل الموسمي على بيانات الناتج المحلي الإجمالي



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Eviews

حيث تظهر التأثيرات الموسمية المتكررة (المنحنى باللون الأزرق) في شكل ارتفاعات وانخفاضات تتكرر في نفس الفترة كل سنة وبنسب متقاربة، مما يحجب التغيرات المرتبطة بعوامل هيكلية. وبإلغاء المركبة الموسمية عن طريق التعديل الموسمي (المنحنى باللون الأحمر) يصبح المنحنى أكثر استقرارا وإبرازا للتغيرات طويلة الأجل والمرتبطة بعوامل هيكلية مستدامة.

2.2.4 مؤشرات السوق المالي

فيما يخص بيانات مؤشرات الأسهم في السوق الماليزي فقد اعتمدنا على موقع investing حيث يوفر أكبر قدر من البيانات التاريخية للمؤشرات محل الدراسة مقارنة بغيره من المنصات. وكما هو مبين في الملحق رقم 02 تم أخذ قيم المؤشرات في نهاية كل ثلاثي لتتطابق زمنيا مع البيانات الربع سنوية للناتج المحلي الإجمالي. والشكل رقم: 02 يوضح بيانيا تطور المؤشرات الأربعة خلال الفترة بين 2008 إلى 2023.

3.2.4 المتغيرات الضابطة

للحصول على بيانات المتغيرات الضابطة، والمتمثلة في التضخم، سعر الفائدة، سعر الصرف، الصادرات، الواردات، اعتمدنا على التقارير الربع سنوية للبنك المركزي الماليزي، حيث تتوفر البيانات في شكل نسب تغير ربع سنوي، أي بمقارنة نتائج الربع بالربع السابق (qoq : qarter on qarter) ما عدا سعر الفائدة حيث تمثل بياناته القيمة الفعلية للفائدة المطبقة من طرف البنك المركزي. والبيانات موضحة بالتفصيل في الملحق رقم 03

وأخيرا تجدر الإشارة إلى أنه ضمن تحليل التكامل المشترك سيتم اعتماد البيانات الأصلية للمتغيرات الضابطة، كونها في شكل نسب. بينما سيتم اعتماد التحويل اللوغاريتمي لبيانات الناتج المحلي الإجمالي والمؤشرات، وهذا لتقريب وحدات القياس بين المتغيرات، وتسهيل تفسير النتائج، كما يساهم التحويل اللوغاريتمي في استقرارية السلاسل الزمنية وتحسين العلاقة الخطية (Mukherjee, White, & Wuyts, 2013).

3.4 المنهج

فيما يلي توضيح للطرق المتبعة في التحليل، والذي يتكون من ثلاثة طرق: تحليل مقارنة لسلوك المؤشرات، تحليل الارتباط المتبادل، وتحليل التكامل المشترك.

1.3.4 تحليل مقارن لسلوك المؤشرات

لمقارنة سلوك المؤشرات الأربعة محل الدراسة (EMAS، EMAS_shar، KLCI، HIJRAH)، سنعتمد على بيانات تطور أسعار المؤشرات الربع السنوية خلال الفترة المدروسة (2008-2023)، وتمثيلها بيانيا ثم تقسيمها إلى ثلاث مناطق تمثل فترتي الأزمتين (الرهن العقاري 2008 وكورونا 2020) ومنطقة الاستقرار النسبي بين الأزمتين، ثم سنعتمد على التحليل الوصفي للمقارنة بين سلوك المؤشرات، ثم التحليل الاقتصادي لتفسير نقاط التشابه والاختلاف في سلوك المؤشرات بالاعتماد على مكونات المؤشرات والتحليل القطاعي لهذه المكونات.

2.3.4 تحليل الارتباط المتبادل

لقياس ومقارنة مدى ارتباط المؤشرات الأربعة محل الدراسة مع النمو الاقتصادي، سنطبق طريقة الارتباط المتبادل مع فجوات زمنية (Zalgiryte, Guzavicius, & Tamulis, 2014) وهذا عن طريق حساب معامل الارتباط بين نسب التغير ربع السنوية للمؤشرات الأربعة ونسب التغير ربع السنوية في الناتج المحلي الإجمالي، وهذا لثماني فترات تأخير من الجانبين (تأخير بعامين)، أي حساب معاملات الارتباط بين التغير في الناتج المحلي الإجمالي في الفترة الحالية والتغير في المؤشرات للفترات الثماني السابقة، وكذلك حساب معاملات الارتباط بين التغير في المؤشرات في الفترة الحالية والتغير في الناتج المحلي الإجمالي المعدل موسميا للفترات الثماني السابقة.

تساعد هذه الطريقة في تحديد مدى ارتباط متغيرين بالتغيرات السابقة لكل منهما، ومعرفة الفجوة الزمنية التي تحقق أكبر تأثير أو تأثر بين المتغيرات. وفي حالتنا هذه تمكن هذه الطريقة من معرفة هل الارتباط بين الناتج المحلي الإجمالي والتغيرات السابقة للمؤشرات أكبر أو أقل من الارتباط بين المؤشرات والفترات السابقة للناتج المحلي الإجمالي، وبالتالي تمكن من تحديد الاتجاه الأقوى للتأثير.

أما الفجوات الزمنية فهي تساعد على تحديد المدى الزمني لتحقق التأثير أو التأثر بين المؤشرات والناتج المحلي الإجمالي، وقد تم اختيار ثماني فترات تأخير أي عامين، حيث بعد تجربة فترات أطول لوحظ أن أكبر قيم للارتباطات تحققت خلال هذه الفترة أي عامين. كما أن المبالغة في فترات التأخير يقلل من عدد المشاهدات ويؤثر سلبا على دقة النتائج.

فإذا افترضنا أننا سنحسب معاملات الارتباط بين السلسلتين الزمنيتين X_t و Y_t مع فترات تأخير للسلسلة Y_t، فستكون صيغة معامل الارتباط كما يلي:

$$r_{xy}(k) = \frac{\sum_{i=1}^{n-k}(x_i - \bar{x}_k)(y_{i-k} - \bar{y}_k)}{\sqrt{\sum_{i=1}^{n-k}(x_i - \bar{x}_k)^2 \sum_{i=1}^{n-k}(y_{i-k} - \bar{y}_k)^2}}$$

حيث:

$r_{xy}(k)$: هو معامل الارتباط بين المتغير x والمتغير y متأخر بـ k من الفترات

i : رتبة المشاهدة، n : عدد المشاهدات، $\bar{x}_k$: المتوسط الحسابي للسلسلة الزمنية x_t، بحيث t يمتد من 1 إلى n−k

$\bar{y}_k$: المتوسط الحسابي للسلسلة الزمنية y_t متأخرة بـ k من الفترات. وعدد فترات الإبطاء k يتراوح من 0 إلى 8.

وسنقوم بتطبيق هذه الصيغة على السلاسل الزمنية لنسب التغير في كل من المؤشرات الأربعة ونسب التغير في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي المعدل موسميا، مع تأخير بثماني فترات للتغير في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي المعدل موسميا، مقابل نسب التغير في المؤشرات الأربعة دون تأخير، ثم تأخير بثماني فترات للتغير في المؤشرات الأربعة مقابل التغير في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي المعدل موسميا دون تأخير، وهذا على مدتين زمنيتين: المدة الأولى وهي الفترة الزمنية الممتدة من الربع الأول لسنة 2008 إلى الربع الأخير لسنة 2023، وهي الفترة التي تتضمن الأزمتين (أزمة الرهن العقاري، وأزمة وباء كورونا)، والمدة الثانية وهي الفترة الزمنية الممتدة من الربع الأول لعام 2010 إلى الربع الرابع لعام 2019.

3.3.4 تحليل التكامل المشترك

والمقصود بالتكامل المشترك وجود تطور مشترك طويل الأجل بين متغيرين أو أكثر، أي أنها لا تنحرف عن بعضها على المدى الطويل إلا في حالة التقلبات العابرة.(Gebhard, Jürgen, & Uwe, 2013) لذلك يبرز ضمن تحليل التكامل المشترك مفهوم تصحيح الخطأ، أي أن تطور المتغيرات المتكاملة على المدى الطويل يتضمن تصحيحا للانحرافات الناتجة عن التقلبات قصيرة الأجل.

ومن أشهر النماذج المستخدمة حديثا لدراسة التكامل المشترك، نموذج الانحدار الذاتي للإبطاءات الموزعة (autoregressive distributed lag) أو ARDL وهي منهجية مقترحة من طرف Pesaran & al (2001)، لدراسة التكامل المشترك بين المتغيرات المستقرة عند المستوى أو عند الفرق الأول، أو كلاهما عن طريق تقنية اختبار الحدود (Pesaran, Shin, & J. Smith, 2001)، حيث تجمع هذه المنهجية بين نماذج الانحدار الذاتي ونماذج الإبطاءات الموزعة. وتتميز هذه المنهجية بعدة مميزات أهمها:

- تقبل متغيرات مستقرة عند المستوى وعند الفرق الأول ضمن النموذج خلافا للمنهجيات الأخرى، التي تتطلب استقرارية المتغيرات عند نفس المستوى أو الرتبة؛
- تتميز بكونها تعطي تقديرات متسقة لمعاملات العلاقة طويلة الأجل، حتى مع العينات الصغيرة؛
- لا تتطلب التعديل على بيانات السلاسل الزمنية غير المستقرة عند المستوى، كما هو الحال في مناهج متجه الانحدار الذاتي VAR (vector autoregressive)، إذ أن أخذ الفرق الأول للسلاسل الزمنية قد يحول دون ظهور

العلاقة طويلة الأجل بينها، في حين أن منهجية ARDL تسمح بالعمل على البيانات الأصلية للسلاسل الزمنية غير المستقرة عند المستوى، ما يمكن من تقدير العلاقة طويلة الأجل؛ (Burcu, 2021)

- تسمح بتوليفة متعددة من الإبطاءات للمتغيرات للوصول إلى النموذج الأمثل، وهذا غير ممكن في اختبار التكامل المشترك القياسي؛
- تسمح بتقدير العلاقة طويلة وقصيرة الأجل بشكل مبسط في معادلة واحدة، خلافا للنماذج الأخرى التي تعالج التكامل المشترك بنظام معقد من المعادلات؛ (Kori, 2018)

وتتضمن منهجية ARDL مرحلتين رئيسيتين: المرحلة الأولى تتمثل في دراسة وجود علاقة طويلة الأجل، وفي المرحلة الثانية يتم اشتقاق وتقدير معاملات العلاقة قصيرة وطويلة الأجل.

ولدراسة وجود علاقة تكامل مشترك بين سلسلتين زمنيتين y_t و x_t يتم صياغة نموذج ARDL(p,q) وفق المعادلة التالية (Emeka & Aham, 2016):

$$\Delta y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^{p} \alpha_{1i} \Delta y_{t-1} + \sum_{j=0}^{q} \alpha_{2j} \Delta x_{t-j} + \beta_1 y_{t-1} + \beta_2 x_{t-1} + u_t \ldots\ldots\ldots\ldots (1)$$

حيث:

Y و X يمثلان المتغير التابع والمتغير المستقل على التوالي؛

α_0 هو الحد الثابت؛

α_1 و α_2 هي معاملات الديناميكية قصيرة الأجل؛

β_1 و β_2 هي معاملات العلاقة طويلة الأجل؛

u_t هو حد الخطأ العشوائي؛

p و q عدد الإبطاءات أو الفجوات الزمنية للمتغير التابع والمتغير المستقل على التوالي.

ولدراسة وجود علاقة طويلة الأجل في النموذج يتم اختبار الفرضية التالية:

$\mathbf{H_0}$: الفرضية الصفرية وتعني عدم وجود علاقة طويلة الأجل وتتحقق عند: $\beta_1 = \beta_2 = 0$

$\mathbf{H_1}$: الفرضية البديلة وتعني وجود علاقة طويلة الأجل وتتحقق عند: $\beta_1 \neq \beta_2 \neq 0$

ويتم اختبار هذه الفرضية من خلال تقنية اختبار الحدود (bounds test)، والتي تتمثل في مقارنة الإحصاءة F والإحصائة t المحسوبتين مع القيم الحرجة أو الجدولية المحددة من طرف Pesaran, Shin, & J. Smith (2001) في حالة العينات بين 80 و190 مشاهدة، ومن طرف Narayan (2004) في حالة العينات بين 30 و80 مشاهدة. حيث يُشترط أن تكون قيمة F المحسوبة أكبر من القيم الحرجة للحد الأعلى، وأن تكون قيمة t المحسوبة أقل من القيم الحرجة للحد الأعلى حتى نتمكن من رفض الفرضية الصفرية $\mathbf{H_0}$ وأخذ الفرضية البديلة $\mathbf{H_1}$، أي وجود علاقة طويلة الأجل أو تكامل مشترك بين المتغيرات، وفي هذه الحالة يمكن صياغة العلاقة طويلة الأجل على النحو التالي:

$$y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^{p} \alpha_{1i} y_{t-1} + \sum_{j=0}^{q} \alpha_{2j} x_{t-j} + u_t \dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots (2)$$

ثم يتم صياغة العلاقة قصيرة الأجل واستخراج معامل تصحيح الخطأ بأخذ الفرق الأول للمتغير التابع والمتغيرات المستقلة بإبطاءاتها، مع إضافة حد تصحيح الخطأ، وذلك على النحو التالي:

$$\Delta y_t = \alpha_0 + \varphi EC_{t-1} + \sum_{i=1}^{p} \alpha_{1i} \Delta y_{t-1} + \sum_{j=0}^{q} \alpha_{2j} \Delta x_{t-j} + u_t \dots\dots\dots\dots\dots\dots (3)$$

حيث EC يمثل حد تصحيح الخطأ أو الانحراف بين العلاقة قصيرة الأجل والعلاقة طويلة الأجل، وφ تمثل معامل تصحيح الخطأ، حيث يُشترط أن يكون ذو إشارة سالبة ومعنوي إحصائيا، ويعبر عن سرعة الاستجابة قصيرة الأجل لتصحيح الانحرافات نحو علاقة التكامل المشترك طويلة الأجل بين المتغيرات.

التحليل القياسي

5 التحليل القياسي

يتضمن هذا الفصل التطبيق العملي للمنهج المقترح في الفصل السابق، حيث سيتم معالجة البيانات باستخدام الطرق الإحصائية والقياسية، مع الاستعانة بالبرامج المناسبة، خاصة بالنسبة لدراسة التكامل المشترك، حيث سنعتمد على برنامج Eviews 10 من أجل استخلاص النتائج دون تقديم تفسير مفصل لها، ما عدا التحليل المقارن لسلوك المؤشرات والذي لا يحتاج إلى معالجة قياسية حيث سنحاول تقديم التفسير الاقتصادي في سياق التحليل.

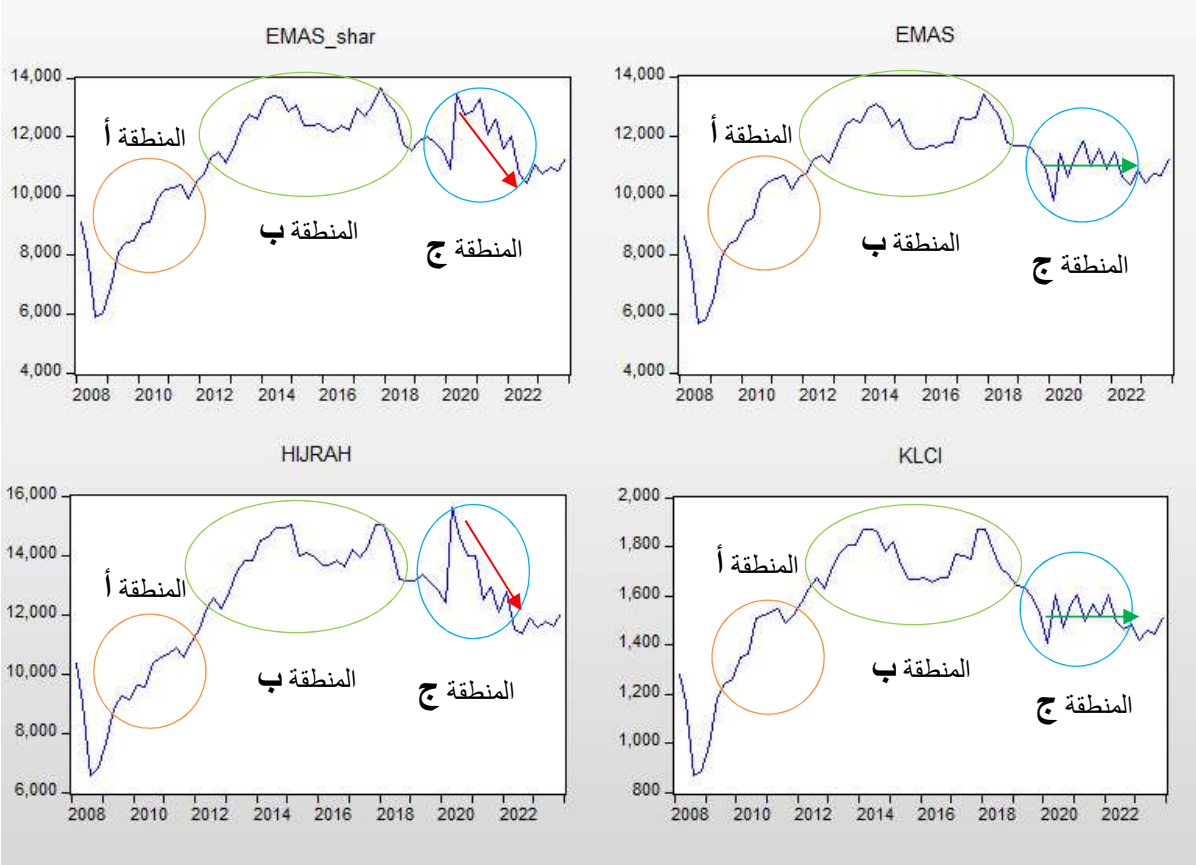
1.5 تحليل مقارن لسلوك المؤشرات الإسلامية مقابل التقليدية

تمتد فترة الدراسة من بداية عام 2008 إلى نهاية عام 2023، والشكل يبين تطور الأسعار ربع السنوية لكل من المؤشرات الأربعة خلال الفترة المدروسة. وكما يوضح الشكل، فقد تم تقسيم الفترة المدروسة إلى ثلاث مناطق: المنطقة أ، وتمثل مرحلة ما بعد أزمة الرهن العقاري، أي مرحلة التعافي من الأزمة، وهي بين عامي 2009 و2011؛ المنطقة ب وتمثل مرحلة الاستقرار النسبي، وهي بين عامي 2012 و2019؛ المنطقة ج وتمثل مرحلة أزمة وباء كورونا (COVID19)، وهي تمتد بين عامي 2020 و2022.

1.1.5 التحليل الوصفي لسلوك المؤشرات

فيما يخص مرحلة التعافي من أزمة الرهن العقاري والمبينة في الشكل 2 ضمن المنطقة أ، فتُظهر تقارباً في سلوك كل من المؤشرات الأربعة، حيث سجلت ارتفاعات مطردة منذ بداية عام 2009 إلى نهاية عام 2010، إلا أن الارتفاعات تبدو لدى المؤشرين التقليديين EMAS و KLCI أكبر مقارنة بالمؤشرين الإسلاميين EMAS_shar وHIJRAH، خاصة إذا قارنا بين مؤشر KLCI ومؤشر HIJRAH، فالفرق يبدو أوضح، حيث بلغت نسبة النمو الكلي لمؤشر KLCI من بداية 2009 إلى نهاية 2010 أكثر من 70%، في حين بلغت نسبة النمو الكلي لمؤشر HIJRAH لنفس الفترة نسبة 52%. وقد بلغت نسبة نمو مؤشر EMAS خلال نفس الفترة، أكثر من 75%، أما مؤشر EMAS_shar فقد بلغت نسبة نموه 64% لنفس الفترة، أي نسبة نمو أقل من المؤشر التقليدي المقابل له EMAS. لكن في المقابل، تشير البيانات إلى استمرار نمو المؤشرين الإسلاميين، ومواكبة نمو المؤشرين التقليديين خلال فترة الاستقرار النسبي، حيث بلغ نمو مؤشر KLCI من بداية عام 2009 إلى أعلى نقطة قبل معاودة الهبوط خلال عام 2014، نسبة 111%، في حين استمر المؤشر الإسلامي المقابل له HIJRAH في النمو ليبلغ أعلى نقطة له عام 2015، قبل معاودة الهبوط مواكبا لوضعية السوق الهابط، حيث بلغت نسبة نموه من بداية عام 2009 إلى هذه النقطة 120%. أما مؤشر EMAS فقد بلغ نموه من بداية عام 2009 إلى أعلى نقطة له عام 2014، نسبة 126%،

الشكل رقم: 2 تطور أهم مؤشرات سوق الأوراق المالية الماليزي من عام 2008 إلى عام 2023



المصدر: من إعداد الطالب بناءا على البيانات المستخرجة من موقع: investing.com بتاريخ 2024/07/14.

في حين بلغ نمو المؤشر الإسلامي المقابل له EMAS_shar من بداية 2009 إلى أعلى نقطة خلال عام 2014، نسبة 122%. وهذا يدل على أن المؤشرين الإسلاميين شهدا بطئا في مواكبة السوق الصاعدة أثناء مرحلة التعافي من الأزمة، لكنهما سرعان ما لحقا بنظيريهما التقليديين، وحققا نسب نمو مرتفعة. وهذا ما تدعمه نتائج دراسات سابقة، بأن المؤشر الإسلامي أقل تقلبا من المؤشر التقليدي على المدى القصير، أي أثناء الأزمة وبعدها، لكنه يتماشى مع المؤشر التقليدي على المدى البعيد (Abduh, 2020).

وفي فترة الاستقرار النسبي (المنطقة ب في الشكل) فإن الانخفاض الذي شهده المؤشران التقليديان يبدو أكثر حدة من الانخفاض الذي شهده المؤشرين الإسلاميين، فبمقارنة قيم المؤشرات بين أعلى نقطة وأدنى نقطة، نجد أن المؤشر KLCI قد انخفض بنسبة 11.66% أما مؤشر HIJRAH فقد انخفض بنسبة -9.40%. ومؤشر EMAS انخفض بنسبة 11.60% أما مؤشر EMAS_shar فقد انخفض بنسبة 8.85%، وهذا يدعم ما ورد في بعض

الدراسات، أن أداء المؤشرات الإسلامية يكون أفضل من المؤشرات التقليدية في وضعية السوق الهابطة (Nevser, Hasan, & Merve, 2019).

شهدت المنطقة ج وهي تمثل أزمة وباء كورونا سلوكا أكثر تباينا بين المؤشرين الإسلاميين ونظيريهما التقليديين، فمع بداية الأزمة نهاية عام 2019، شهدت كل المؤشرات انخفاضا واضحا، إلا أنه كان أكثر حدة لدى المؤشرين التقليديين، حيث عرف كل من المؤشرين EMAS وKLCI هبوطا بنسبة 18.40% و15% على التوالي بين شهر ديسمبر 2019 وشهر مارس 2020، أما مؤشري EMAS_shar وHIJRAH فقد شهدا هبوطا بنسبة 15.42% و11.56% على التوالي ولنفس الفترة، لكن سرعان ما عاودت كل المؤشرات الصعود، لكن الملفت هو نسبة الارتفاع الكبيرة للمؤشرين الإسلاميين مقارنة بالمؤشرين التقليديين، حيث ارتفع كل من EMAS_shar وHIJRAH بنسبة 33% و33.67% على التوالي بين شهر مارس وشهر جويلية 2020، في حين عرف مؤشري EMAS وKLCI ارتفاعا بنسبة 23.52% و18.71% على التوالي ولنفس الفترة، ثم استمرت المؤشرات في التذبذب بين صعود وهبوط أثناء فترة الأزمة من منتصف عام 2020 إلى منتصف عام 2022، إلا أن الفرق بينها هو أن المؤشرين الإسلاميين أخذا اتجاها عاما نحو الانخفاض، كما هو مبين في الشكل (السهم باللون الأحمر المتجه نحو الأسفل) بينما أخذ المؤشرين التقليديين اتجاها أفقيا كما هو مبين في الشكل (السهم باللون الأخضر المتجه أفقيا)، وبالرغم من ذلك، فقد حافظ المؤشران الإسلاميان على قيم مرتفعة أثناء الأزمة مقارنة بالمؤشرين التقليديين، لكنهما اتجها بشكل عام نحو الانخفاض، ليفقدا الفارق بينهما وبين المؤشرين التقليديين. وقد وافق هذا التحليل دراسة Nomran & Haron (2021)، لعدد من الأسواق المالية أثناء أزمة وباء كورونا، والتي شملت مقارنة المؤشرات الإسلامية والتقليدية في هذه الأسواق، وخلصت إلى أن المؤشرات الإسلامية كانت أقل تأثرا بأزمة وباء كورونا، وحققت أداء أفضل بشكل واضح من أداء المؤشرات التقليدية أثناء فترات الأزمة.

2.1.5 التحليل الاقتصادي لسلوك المؤشرات

فيما يخص الفترة التي تلت أزمة الرهن العقاري، فيُفسر الاختلاف في سلوك المؤشرين الإسلاميين مقارنة بالتقليديين بطبيعة الأسهم المكونة للمؤشرات، فالأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية تُصنف ضمن الأسهم الدفاعية، نظرا للشروط التي تفرضها الرقابة الشرعية، وهذه الشروط تعطيها مجموعة من الخصائص منها:

- تجنب الاقتراض بفائدة، والاقتصار على صيغ التمويل الإسلامية، والتي تتطلب ارتباطا كبيرا بالأصول الحقيقية، مما يحد من استعمالها للرافعة المالية؛

- تجنب أو عدم التوسع في قطاعات الرفاهية لتضمنها كثيرا من الأنشطة المحرمة شرعا، كمجال السينما، السياحة والترفيه، والتي تشهد رواجا في فترات الانتعاش الاقتصادي؛
- التركيز على القطاعات المرتبطة بالحاجيات الأساسية كالمرافق، والسكن، والصحة، والنقل...، والتي لا يتقلب الطلب عليها كثيرا بين فترات الرواج والركود الاقتصادي.

هذه الخصائص تجعل الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية أقل تأثرا بالأزمات، لكنها في حالة الرواج لا تحظى بجاذبية كبيرة عند المستثمرين مقارنة بالأسهم غير المتوافقة مع الشريعة، حيث لا يتوقع المستثمرون ارتفاعا كبيرا في عوائد الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، في مقابل توقع ارتفاع كبير لعوائد الشركات غير المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، نظرا لطبيعة القطاعات التي تنشط فيها، والتي تشهد طلبا متزايدا في فترة الرواج، بالإضافة إلى قدرة هذه الشركات على التوسع في استعمال الرافعة المالية. وهذا ما يتسبب في ارتفاع أسعار الأسهم غير المتوافقة مع الشريعة الإسلامية بوتيرة أكبر من ارتفاع أسعار الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية أثناء فترة الرواج.

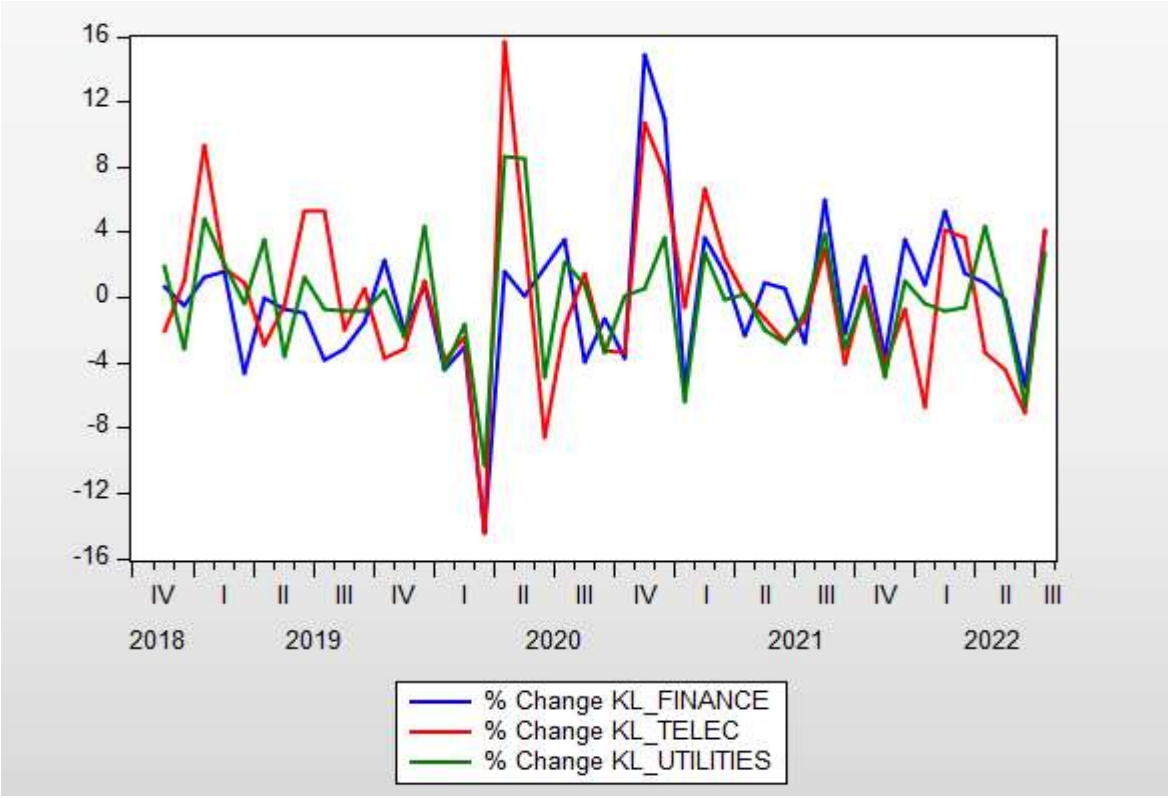
أما فترة الاستقرار النسبي، والتي شهدت انخفاضا أقل في المؤشرين الإسلاميين مقارنة بالتقليديين، وهذا يتماشى مع ما توصلت له العديد من الدراسات المقارنة بين المؤشرات الإسلامية والتقليدية، إلى كون المؤشرات الإسلامية على العموم أقل تقلبا من المؤشرات التقليدية. (Abduh، 2020) و (Nevser، Hasan، و Merve، 2019). فهذا يرجع لنفس الأسباب المذكورة في الفقرة السابقة، ويُفسَر بأن الطبيعة الدفاعية للأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية تجعلها أقل جاذبية للمضاربين مقارنة بالمستثمرين، حيث أن المضاربين يميلون إلى التوسع في عمليات البيع في وضعية السوق الهابط، إما لجني الأرباح الرأسمالية أو لتجنب الخسائر، مما يتسبب في انخفاض كبير في أسعار الأسهم المستهدفة من قبل المضاربين. فمن هذا الجانب يمكن القول بأن الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية لا تشجع المضاربة في السوق المالي، إضافة لكون الرقابة الشرعية تمنع الشركات من التوسع في مجال السمسرة وتداول الأسهم في البورصة (معيار 20%)، والذي يحد بدوره من المضاربة، مما يدعم الارتباط بين السوق المالي والنشاط الاقتصادي الحقيقي ويمنع حدوث الفقاعات المالية.

وفيما يخص أزمة وباء كورونا، فتشير بعض الدراسات المقارنة بين المؤشرين الإسلاميين والتقليديين، إلى أن أداء المؤشرات الإسلامية كان على العموم أفضل أثناء الأزمة، وهذا على المستوى الدولي. (Nomran و Haron، 2021) وكذلك كان الحال في سوق الأوراق المالية الماليزي، إلا أنها شهدت سلوكا أكثر تباينا بين المؤشرين الإسلاميين والتقليديين، مقارنة بالفترات السابقة، بالرغم من كون المؤشرات تشترك في جزء كبير من مكوناتها، إلا أنها تختلف من

حيث وزن بعض القطاعات فيها، وأهمها قطاع البنوك وقطاع المرافق وقطاع الاتصالات، وقد تبين من خلال توزيع أوزان القطاعات ضمن المؤشرات الأربعة، اشتراك المؤشرين التقليديين في كون قطاع البنوك يمثل أهم قطاع فيها، ثم قطاع المرافق حسب الوزن في المؤشر، في حين يشترك المؤشرين الإسلاميين في أن قطاع المرافق يمثل أهم قطاع فيها من حيث الوزن في المؤشر.

يمكن فهم الاختلاف في سلوك المؤشرين الإسلاميين والتقليديين أثناء أزمة وباء كورونا، من خلال متابعة سلوك القطاعات الرئيسية المكونة لهذه المؤشرات في نفس الفترة. و الشكل رقم: 3 يمثل التغير في المؤشرات الخاصة بقطاعات التمويل، والمرافق، والاتصالات، خلال أزمة وباء كورونا، والواضح من الشكل أن كل القطاعات شهدت انخفاضا معتبرا في بداية عام 2020، لكن يبدوا أن قطاع المرافق هو أقلها انخفاضا (اللون الأخضر في الشكل)، وهذا لأنه يمثل الخدمات الأساسية والضرورية (توزيع المياه، الكهرباء، الغاز،...) والتي تتصف بمرونة طلب منخفضة. أما قطاعي التمويل والاتصالات فشهدا انخفاضا أكبر ومتقاربا فيما بينهما، إلا أن تفسير الانخفاض يختلف بينهما، فبالنسبة لقطاع الاتصالات، في جزء كبير منه يُعتبر من الكماليات المرتبطة بالتسلية، لذلك في حالة الركود يتوقع المستثمرون انخفاض الطلب عليه، فيميلون لبيع أسهمه، أما القطاع المالي، فركود النشاط الاقتصادي يؤدي إلى ارتفاع حالات عدم السداد، أو خطر عدم السداد، بسبب انخفاض مداخيل الأنشطة الاقتصادية المختلفة، مما يدفع بالمستثمرين إلى بيع أسهم الشركات العاملة في التمويل، وأهمها البنوك. إلا أن الطبيعة المتفردة لأزمة وباء كورونا، فرضت سلوكا مغايرا لقطاعي المرافق والاتصالات، فالحجر الذي فُرض على المواطنين، أدى إلى زيادة الطلب على المرافق الأساسية، بسبب المكوث الطويل في البيوت، مما أدى إلى توقعات متفائلة لدى المستثمرين فيما يخص أداء هذه القطاعات، وهذا يفسر الارتفاع الكبير في مؤشر المرافق خلال الربع الثاني من عام 2020. والحجر يفسر كذلك ارتفاع الطلب على خدمات الاتصالات، والذي عززه الاستخدام الواسع للأنترنت لأداء العمل من البيت، وشجع توقعات بمداخيل كبيرة في هذا القطاع، مما أدى إلى ارتفاع كبير في مؤشر الاتصالات خلال نفس الفترة. في حين أن قطاع البنوك لم يشهد ارتفاعا كبيرا خلال الربع الثاني من عام 2020، وهذا بسبب استمرار وضعية التشاؤم لدى المستثمرين من الأداء الاقتصادي بشكل عام، والذي ينعكس على نشاط المؤسسات المالية، سواء من حيث قدرتها على منح التمويل بسبب انخفاض الطلب على القروض، وكذلك ارتفاع مخاطر الإقراض ومخاطر عدم السداد.

الشكل رقم: 3 التغير في مؤشرات القطاعات الرئيسية خلال أزمة وباء كورونا



المصدر: من إعداد الطالب بناءا على البيانات المستخرجة من موقع: investing.com بتاريخ: 2024/08/24

ونظرا للوزن الكبير لقطاع البنوك في مؤشري KLCI (38.52%) وEMAS (27.45%) فهذا أثر بالسلب على أداء المؤشرين أثناء الأزمة، وفي المقابل فقد ساعد وزن قطاعي المرافق والاتصالات في المؤشرين HIJRAH (21.91%، 17.92%) وEMAS_shar (15.03%، 11.63%) في الأداء الإيجابي عموما للمؤشرين الإسلاميين خلال الأزمة، خاصة خلال الربع الثاني من عام 2020.

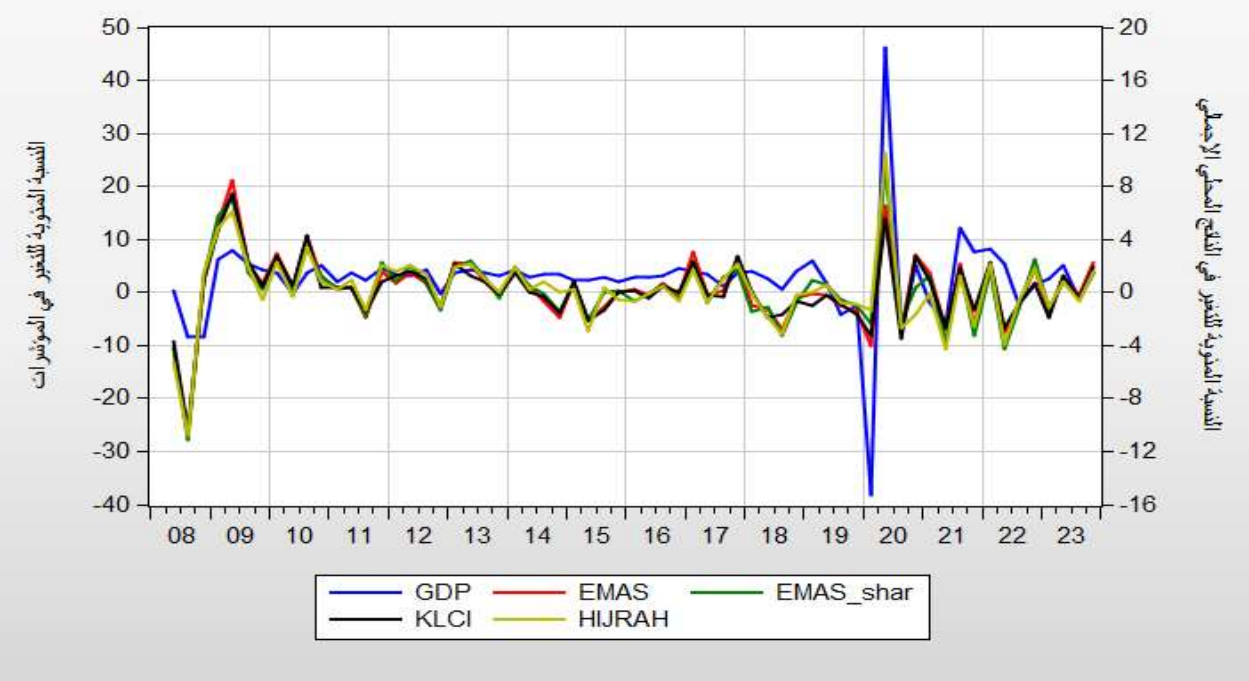
2.5 تحليل الارتباط المتبادل بين المؤشرات والنمو الاقتصادي

يبين الشكل رقم: 4 أدناه التغير الربع سنوي في المؤشرات الأربعة وفي الناتج المحلي الإجمالي المعدل موسميا خلال الفترة من 2008 إلى 2023، حيث يُظهر التشابه بشكل عام في سلوك المؤشرات الأربعة، مع الفوارق المذكورة سابقا. كما نلاحظ أن كلاً من المؤشرات والناتج المحلي الإجمالي المعدل موسميا تتقلب بنفس الوتيرة، بحيث كل ارتفاع في نسبة النمو يليها انخفاض في هذه النسبة غالبا بعد فترة أو فترتين.

وفيما يخص مجال التذبذب نجد أن الناتج المحلي الإجمالي المعدل موسميا تتراوح نسبته الربع سنوية بين 0 إلى 3% فيما عدا فترات الأزمات، أما بالنسبة للمؤشرات، فمجال التذبذب الربع سنوي يتراوح تقريبا بين 10 و-10%،

فيما عدا فترات الأزمات. وما هو ملاحظ كذلك في الشكل رقم: 4 هو أن التقلبات في الناتج المحلي الإجمالي المعدل موسميا والمؤشرات هي غالبا متزامنة وفي نفس الاتجاه، خاصة في فترات الأزمات، أي كل صعود في المؤشرات يصاحبه غالبا صعود في الناتج المحلي الإجمالي لنفس الفترة، وكذلك فيما يخص حالات الهبوط، وهذا قد يدل على مدى ارتباط السوق المالي الماليزي بشكل عام بالنشاط الاقتصادي الحقيقي، لأن هذا التزامن يدل على أن هناك عوامل مشتركة تؤثر على الناتج المحلي الإجمالي ومؤشرات السوق المالي في نفس الوقت، وهي بالأساس القطاعات الاقتصادية المختلفة، والتي تنعكس على الناتج المحلي الإجمالي في شكل إنتاج حقيقي، وتنعكس على مؤشرات السوق المالي في شكل توقعات لعوائد أسهم الشركات المدرجة في المؤشر، والمبنية على مؤشرات الأداء الاقتصادي.

الشكل رقم: 4 التغير في المؤشرات والناتج المحلي الإجمالي خلال فترة الدراسة



المصدر: من إعداد الطالب بناء على البيانات المستخرجة من التقارير الربع سنوية لوزارة المالية الماليزية والبنك المركزي الماليزي وموقع: investing

أما فترات الأزمات التي شملتها الدراسة الممتدة بين عامي 2008 و2023، وهما أزمتي الرهن العقاري عام 2008، ووباء كورونا عام 2020، فقد أثرتا بشكل واضح على نسبة نمو الناتج المحلي الإجمالي لماليزيا، وكذلك الشأن بالنسبة لمؤشرات السوق المالي الماليزي، حيث شهدت تذبذبا كبيرا كما يوضح الشكل رقم: ، ففي أزمة 2008 شهد نمو الناتج المحلي الإجمالي الربع سنوي لماليزيا انخفاضا كبيرا، حيث بلغ أقل من -3% ، أما التغير في المؤشرات فقد شهد هبوطا حادا إذ بلغ أقل من -25%، أما في أزمة كورونا فقد شهد نمو الناتج المحلي الإجمالي الربع سنوي هبوطا حادا ليبلغ أقل من -15%، في حين أن التغير في المؤشرات لم يشهد نفس حدة الهبوط بحيث لم يتجاوز أكثر المؤشرات هبوطا

-10%، وهذا الفارق في تأثر الناتج المحلي الإجمالي والمؤشرات بين الأزمتين ناتج عن الاختلاف في طبيعة الأزمتين، فأزمة 2008 منشؤها في الأساس هو القطاع المالي، لذلك فالأسواق المالية كانت في قلب الأزمة، ثم انتقلت الأزمة في مرحلة ثانية إلى القطاعات الاقتصادية، بالموازاة مع التدابير الدولية لاحتواء الأزمة، مما خفف من وطأتها على القطاعات الاقتصادية. أما أزمة كورونا فهي ذات منشأ مختلف يتمثل في الوباء الذي أدى إلى شلل مفاجئ وشبه تام للنشاط الاقتصادي، بسبب الحجر الصحي الذي طُبق من أجل احتواءه، لذلك فإن الناتج المحلي الإجمالي كمؤشر رئيسي للنشاط الاقتصادي شهد هبوطا حادا ومفاجئا، أما مؤشرات السوق المالي فشهدت هبوطا كبيرا نسبيا لكن يبقى في حدود التقلبات العادية لهذه المؤشرات.

1.2.5 الارتباط المتبادل للفترة المتضمنة للأزمتين

تُظهر النتائج في الجدول رقم: أدناه أن أقوى ارتباطات بين المؤشرات الأربعة والناتج المحلي الإجمالي هي للفترة 0 أي التغيرات المتزامنة. والملاحظ بالنسبة للتأخير في التغير في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي المعدل موسميا، هو أن معاملات الارتباط الخاصة بفترة تأخير واحدة، والتي تظهر سالبة وهي قوية نسبيا، وهي الثانية في قوة الارتباط بعد الفترة 0، ثم تأتي معاملات الارتباط لفترة التأخير الخامسة في المرتبة الثالثة من ناحية قوة الارتباط وهذا للمؤشرات الأربعة. وما هو ملاحظ كذلك على المعاملات الارتباط الخاصة بفترات تأخير الناتج المحلي الإجمالي، هو تقلبها بين موجب وسالب عبر فترات التأخير.

فيما يخص فترات تأخير المؤشرات، فأظهرت بوضوح ارتباطات ضعيفة مقارنة بفترات تأخير الناتج المحلي الإجمالي، لكن ما هو ملاحظ، هو أن تأخير المؤشرات بخمس فترات أعطى ارتباطات أقوى نسبيا مقارنة بفترات التأخير الأخرى ماعدا الفترة الأولى.

أما المقارنة بين معاملات الارتباط للمؤشرين التقليديين مقابل المؤشرين الإسلاميين، فتُظهر تقاربا كبيرا فيما يخص معاملات الارتباط المتزامنة أي للفترة 0، وهناك اختلاف بسيط بين المؤشرين الإسلاميين والتقليديين فيما يخص فترة التأخير الأولى للناتج المحلي الإجمالي، حيث تظهر معاملات الارتباط للمؤشرين الإسلاميين أعلى بقليل من المؤشرين التقليديين، ونفس الملاحظة لفترة التأخير الخامسة للناتج المحلي الإجمالي، حيث تظهر معاملات الارتباط للمؤشرين الإسلاميين أعلى قليلا من المؤشرين التقليدية لكن في الاتجاه الموجب. إلا أن المؤشران التقليديان يظهران ارتباطا أقوى بوضوح من المؤشرين الإسلاميين لفترة التأخير الثانية للناتج المحلي الإجمالي.

الجدول رقم: 10 معاملات الارتباط المتبادل بين التغير في المؤشرات والتغير في الناتج المحلي الإجمالي المعدل موسميا متضمن فترات الأزمات

معاملات الارتباط مع تأخير للتغير في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي				
فترات التأخير	EMAS	EMAS_SHAR	KLCI	HIJRAH
0	0,622703	0,606542	0,604619	0,617881
1	-0,491477	-0,530518	-0,505449	-0,555163
2	0,261576	0,071550	0,319812	0,012307
3	-0,092072	-0,010309	-0,128909	0,018219
4	-0,211150	-0,191254	-0,195509	-0,142027
5	0,305621	0,351861	0,289378	0,351278
6	-0,240240	-0,235223	-0,186356	-0,163462
7	0,209499	0,205258	0,185729	0,198181
8	-0,273367	-0,269653	-0,298867	-0,278309
معاملات الارتباط مع تأخير في تغير المؤشرات				
فترات التأخير	EMAS	EMAS_SHAR	KLCI	HIJRAH
0	0,622703	0,606542	0,604619	0,617881
1	-0,231749	-0,194386	-0,182418	-0,146849
2	0,027361	0,022457	0,006966	0,030760
3	-0,003663	-0,067854	0,006409	-0,109193
4	-0,055170	-0,098005	-0,020800	-0,089589
5	0,182734	0,228447	0,143084	0,167334
6	0,097916	0,117908	0,060647	0,143853
7	-0,016372	0,003161	0,025129	0,033066
8	-0,006991	0,013745	-0,063542	-0,037481

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على بيانات المؤشرات وصيغة معامل الارتباط.

2.2.5 الارتباط المتبادل مع استبعاد الأزمتين

إن تأثير فترات أزمتي الرهن العقاري ووباء كورونا بدا واضحا في شكل تذبذب كبير من جانب المؤشرات والناتج المحلي الإجمالي، وبالتالي التأثير على نتائج الارتباط بينهما. لذلك، وبهدف الوصول إلى نتائج أقرب تعبيرا عن الارتباط في الفترات العادية لأداء المؤشرات والناتج المحلي الإجمالي، سيتم فيما يلي حساب معاملات الارتباط مع استبعاد فترتي الأزمتين، وذلك بأخذ قيم التغير الربع سنوية للمؤشرات والناتج المحلي الإجمالي المعدل موسميا، من الربع الأول لعام 2010 إلى الربع الرابع لعام 2019، وقد كانت النتائج كما هي موضحة في الجدول رقم 11. حيث نلاحظ الانخفاض الواضح لمعاملات الارتباط دون فجوة زمنية بين المؤشرات والناتج المحلي الإجمالي مقارنة بالفترة المتضمنة للأزمتين، حين انخفض معامل الارتباط لمؤشر EMAS من 0.62 إل 0.45، وانخفض معامل الارتباط لمؤشر

EMAS_shar من 0.60 إلى 0.39، وانخفض معامل الارتباط لمؤشر KLCI من 0.60 إلى 0.43، وانخفض معامل الارتباط لمؤشر HIJRAH من 0.61 إلى 0.43.

الجدول رقم: 11 معاملات الارتباط المتبادل بين التغير في المؤشرات والتغير في الناتج المحلي الإجمالي المعدل موسميا مع استبعاد فترات الأزمات

معاملات الارتباط مع تأخير للتغير في الناتج المحلي الإجمالي				
HIJRAH	KLCI	EMAS_SHAR	EMAS	فترات التأخير
0,433862	0,433881	0,398965	0,451921	0
0,140134	0,139969	0,172015	0,143120	1
-0,076332	0,046420	-0,077544	-0,054543	2
0,043429	-0,064762	-0,100228	-0,097612	3
0,236430	0,141706	0,252588	0,217203	4
-0,098210	-0,044166	-0,170226	-0,137929	5
-0,012189	-0,097035	-0,093007	-0,150310	6
-0,259771	-0,142248	-0,160915	-0,129232	7
-0,261189	-0,226327	-0,206555	-0,167159	8
معاملات الارتباط مع تأخير في تغير المؤشرات				
HIJRAH	KLCI	EMAS_SHAR	EMAS	فترات التأخير
0,433862	0,433881	0,398965	0,451921	0
0,129168	0,232346	0,096136	0,222547	1
-0,162391	-0,010679	-0,200638	-0,081736	2
0,009835	0,047440	0,026913	0,046130	3
0,289026	0,349476	0,250209	0,278608	4
0,584027	0,494309	0,523471	0,491012	5
0,147065	0,033194	0,215193	0,088649	6
-0,149662	-0,207702	-0,025024	-0,084990	7
-0,125268	0,005362	-0,135161	-0,038194	8

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على بيانات المؤشرات وصيغة معامل الارتباط.

ما يُلاحظ كذلك بعد استبعاد فترات الأزمات، هو انخفاض ارتباطات الفترات السابقة للناتج المحلي الإجمالي مع المؤشرات، في مقابل ارتفاع ارتباطات بعض الفترات السابقة للمؤشرات مع الناتج المحلي الإجمالي، خاصة الفترة الرابعة والفترة الخامسة لتأخير قيم التغير في المؤشرات، والتي سجلت أقوى ارتباط. وإذا أخذنا جانب تأثير سوق الأوراق المالية على الناتج المحلي الإجمالي، خاصة الفترة الخامسة لتأخير المؤشرات فهي تعطي أقوى معاملات ارتباط وفي الاتجاه الإيجابي، والملاحظ هنا هو أن معاملات ارتباط المؤشرين الإسلاميين يتفوقان على معاملات ارتباط المؤشرين التقليديين خاصة في المقارنة بين مؤشر HIJRAH ومؤشر KLCI حيث سجلا معاملي ارتباط بـ 0.58 و0.49 على التوالي.

3.5 دراسة التكامل المشترك بين المؤشرات والناتج المحلي الإجمالي

لاستكمال تحليل العلاقة بين المؤشرات والناتج المحلي الإجمالي، واستخراج الفروق إن وجدت بين المؤشرات التقليدية والإسلامية والمقارنة بينها، وبعد تحليل الارتباط بين الناتج المحلي الإجمالي والمؤشرات، سندرس فيما يلي إمكانية وجود علاقة تكامل مشترك بين تطور كل مؤشر وتطور الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي المعدل موسميا من خلال دراسة الانحدار بينها، بالاعتماد على منهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL.

يتطلب تطبيق نموذج ARDL عدة خطوات نوجزها فيما يلي:

- اختبار استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة؛
- بناء النموذج وتحديد فترات الإبطاء المثلى؛
- التأكد من صلاحية النموذج من خلال الاختبارات التشخيصية اللازمة.
- إجراء اختبار الحدود؛
- استخراج معاملات العلاقة طويلة الأجل والاستجابة قصيرة الأجل ومعامل تصحيح الخطأ؛

1.3.5 اختبار استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة

إن إجراء تحليل الانحدار لأي سلسلة زمنية يتطلب استقرارية هذه السلسلة، والسلسلة المستقرة هي التي لا تعرف تغييرا منهجيا لوسطها الحسابي عبر الزمن.(Abdulkader & Motasam, 2018) أو بتعبير آخر أي لا تحتوي على جذر وحدة. ومنهجية ARDL تشترط أن تكون السلاسل الزمنية للمتغيرات مستقرة عند المستوى I(0) أو عند الفرق الأول I(1). وهناك اختبارات عدة للتأكد من استقرارية السلاسل الزمنية أشهرها إختبار(ADF) Augmented Dickey- Fuller ، واختبار Phillips Perron (PP) . وبتطبيق كلا الاختبارين على المتغيرات بعد إدخال اللوغاريتم الطبيعي عليها كانت النتائج الموضحة في الجدول رقم: والجدول رقم: أدناه. حيث تنص الفرضية الصفرية للاختبار H_0: على وجود جذر الوحدة والفرضية البديلة H_1: عدم وجود جذر الوحدة.

الجدول رقم: 12 اختبار جذر الوحدة للمتغيرات باستخدام (ADF)

دون ثابت ودون اتجاه		مع ثابت واتجاه		مع ثابت		ADF TEST	
Prob.	t-Statistic	Prob.	t-Statistic	Prob.	t-Statistic	المستوى	المتغيرات
0.9997	3.3186	0.3713	-2.4094	0.8849	-0.4938	عند المستوى	LnRGDPSA
0.0000	-10.5840	**0.0000**	-11.8006	**0.0000**	-11.8997	عند الفرق الأول	
0.8481	0.6222	0.5388	-2.0940	0.1767	-2.2952	عند المستوى	LnEMAS
0.0000	-7.1782	**0.0000**	-7.2136	**0.0000**	-7.1694	عند الفرق الأول	
0.8275	0.5293	0.6023	-1.9765	0.4095	-1.7339	عند المستوى	LnEMAS_SHAR
0.0000	-7.3701	**0.0000**	-7.3921	**0.0000**	-7.3462	عند الفرق الأول	
0.8107	0.4584	0.5990	-1.9828	0.1919	-2.2484	عند المستوى	LnKLCI
0.0000	-7.1419	**0.0000**	-7.1797	**0.0000**	-7.1104	عند الفرق الأول	
0.7522	0.2385	0.8053	-1.5392	0.4840	-1.5854	عند المستوى	LnHIJRAH
0.0000	-7.2702	**0.0000**	-7.2914	**0.0000**	-7.2377	عند الفرق الأول	
0.0371	-2.0775	0.0728	-3.3171	**0.0204**	-3.2736	عند المستوى	INFLA
0.0000	-7.6122	**0.0000**	-7.4810	**0.0000**	-7.5432	عند الفرق الأول	
0.4250	-0.6652	0.2733	-2.6199	0.0748	-2.7294	عند المستوى	INTER
0.0000	-5.4813	**0.0002**	-5.4543	**0.0000**	-5.4414	عند الفرق الأول	
0.0000	-7.4362	**0.0000**	-7.4265	**0.0000**	-7.4941	عند المستوى	EXCH
0.0000	-10.1176	**0.0000**	-9.9460	**0.0000**	-10.0284	عند الفرق الأول	
0.0079	-2.6938	**0.0311**	-3.6876	**0.0043**	-3.8462	عند المستوى	EXPORT
0.0003	-3.7298	**0.0269**	-3.7475	**0.0066**	-3.6951	عند الفرق الأول	
0.0032	-3.0051	**0.0114**	-4.0758	**0.0015**	-4.1981	عند المستوى	IMPORT
0.0000	-7.3671	**0.0000**	-7.2329	**0.0000**	-7.3056	عند الفرق الأول	

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews.

يظهر من الجدول رقم: أعلاه أن السلاسل الزمنية للمتغيرات الرئيسية أي الناتج المحلي الإجمالي والمؤشرات لا تستقر عند المستوى لكنها تستقر كلها عند الفرق الأول، حيث أن احتمالات الفرضية الصفرية بوجود جذر الوحدة لهذه المتغيرات هي أقل من 1% عند الفرق الأول وفي كل الحالات (مع ثابت، مع ثابت واتجاه، ودون ثابت ودون اتجاه)، وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية ونقبل الفرضية البديلة، أي عدم وجود جذر وحدة عند الفرق الأول I(1) لهذه المتغيرات.

أما المتغيرات الضابطة أي: التضخم ومعدل الفائدة ومعدل سعر الصرف ونسب نمو الصادرات والواردات، فمعظم سلاسلها الزمنية تستقر عند المستوى، منها عند مستوى معنوية 5% وهو التضخم ومنها عند مستوى 1% وهو معدل سعر الصرف ونسب نمو الصادرات والواردات، أما معدل الفائدة فأظهر عدم استقرار عند المستوى واستقرار بمستوى معنوية 1% عند الفرق الأول.

الجدول رقم: 13 اختبار جذر الوحدة للمتغيرات باستخدام (PP)

PP TEST		مع ثابت		مع ثابت واتجاه		دون ثابت ودون اتجاه	
المتغيرات	المستوى	t-Statistic	Prob.	t-Statistic	Prob.	t-Statistic	Prob.
LnRGDPSA	عند المستوى	-0.3160	0.9160	**0.0411**	-3.5659	4.8603	1.0000
	عند الفرق الأول	**-13.9929**	**0.0000**	**-13.9073**	**0.0000**	**-10.4128**	**0.0000**
LnEMAS	عند المستوى	-1.8457	0.3555	0.6819	-1.8228	0.4358	0.8051
	عند الفرق الأول	**-7.1708**	**0.0000**	**-7.5408**	**0.0000**	**-7.1718**	**0.0000**
LnEMAS_SHAR	عند المستوى	-1.6960	0.4284	0.7011	-1.7834	0.3762	0.7899
	عند الفرق الأول	**-7.4553**	**0.0000**	**-9.1322**	**0.0000**	**-7.4367**	**0.0000**
LnKLCI	عند المستوى	-1.8460	0.3554	0.7412	-1.6968	0.2779	0.7634
	عند الفرق الأول	**-7.0999**	**0.0000**	**-7.4878**	**0.0000**	**-7.1272**	**0.0000**
LnHIJRAH	عند المستوى	-1.5689	0.4924	0.7639	-1.6443	0.2555	0.7571
	عند الفرق الأول	**-7.4265**	**0.0000**	**-8.9649**	**0.0000**	**-7.3643**	**0.0000**
INFLA	عند المستوى	**-3.5671**	**0.0092**	**-3.6338**	**0.0348**	**-2.1601**	**0.0306**
	عند الفرق الأول	**-7.3710**	**0.0000**	**-7.4305**	**0.0000**	**-7.4312**	**0.0000**
INTER	عند المستوى	-2.4487	0.1329	0.4119	-2.3300	-0.6496	0.4319
	عند الفرق الأول	**-5.4217**	**0.0000**	**-5.4350**	**0.0002**	**-5.4615**	**0.0000**
EXCH	عند المستوى	**-7.4849**	**0.0000**	**-7.4113**	**0.0000**	**-7.4246**	**0.0000**
	عند الفرق الأول	**-48.9430**	**0.0001**	**-49.9074**	**0.0001**	**-48.2650**	**0.0000**
EXPORT	عند المستوى	**-3.7599**	**0.0053**	**-3.7117**	**0.0287**	**-3.4325**	**0.0009**
	عند الفرق الأول	**-7.7483**	**0.0000**	**-7.6526**	**0.0000**	**-7.8139**	**0.0000**
IMPORT	عند المستوى	**-3.3374**	**0.0172**	-3.3525	0.0673	-3.1562	**0.0021**
	عند الفرق الأول	**-7.2858**	**0.0000**	**-7.2100**	**0.0000**	**-7.3494**	**0.0000**

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews.

من الجدول رقم: أعلاه نلاحظ أن نتائج اختبار (PP) جاءت متوافقة مع نتائج اختبار (ADF) مع بعض الاختلافات الطفيفة، حيث استقرت كل المتغيرات الرئيسية عند الفرق الأول بمستوى معنوية 1% ما عدا الناتج المحلي الإجمالي أظهر استقرارية عند المستوى مع ثابت واتجاه بمستوى معنوية 5%. وفيما يخص المتغيرات الضابطة فنتائج اختبار (PP) جاءت متوافقة مع اختبار (ADF) حيث أن كلها استقرت عند المستوى ما عدا معدل الفائدة الذي استقر عند الفرق الأول.

وخلاصة اختبار جذر الوحدة لاستقرارية السلاسل الزمنية هي أنه أظهر أن هناك متغيرات تستقر عند المستوى وهي: التضخم، معدل سعر الصرف، نسبة نمو الصادرات، نسبة نمو الواردات؛ وهناك متغيرات تستقر عند الفرق الأول وهي: الناتج المحلي الإجمالي، مؤشر EMAS، مؤشر EMAS_shar، مؤشر KLCI، مؤشر HIJRAH، معدل الفائدة. وهذا يعني أن السلاسل الزمنية للمتغيرات تستوفي شرط مستوى الاستقرارية لمنهجية ARDL أي الاستقرارية عند المستوى أو عند الفرق الأول.

2.3.5 بناء النموذج وتحديد فترات الإبطاء المثلى

بهدف المقارنة بين علاقة كل مؤشر من المؤشرات محل الدراسة بالناتج المحلي الإجمالي سيتم بناء نموذج لكل مؤشر على حدى، وبذلك نحصل على أربعة نماذج تتضمن الناتج المحلي الإجمالي كمتغير تابع والمؤشر والمتغيرات الضابطة كمتغيرات مستقلة، وبالتالي تكون كل العناصر المكونة للنماذج الأربعة متطابقة، والاختلاف الوحيد بينها هو المؤشر، فأي اختلاف في النتائج بين النماذج سيكون راجع حتما للمؤشر المتضمن في النموذج

وبتعويض متغيرات الدراسة في المعادلة رقم (1) مع التحويل اللوغاريتمي للناتج المحلي الإجمالي والمؤشرات تكون علاقة التكامل المشترك للنماذج الأربعة وفق المعادلات التالية:

$$\Delta lnrgdpsa_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^{p} \alpha_{1i} \Delta lnrgdpsa_{t-1} + \sum_{j=0}^{q1} \alpha_{2i} \Delta lnemas_{t-j} + \sum_{j=0}^{q2} \alpha_{3j} \Delta infla_{t-j} + \sum_{j=0}^{q3} \alpha_{4i} \Delta inter_{t-j} + \sum_{j=0}^{q4} \alpha_{5j} \Delta exch_{t-j} + \sum_{j=0}^{q5} \alpha_{6j} \Delta export_{t-j} + \sum_{j=0}^{q6} \alpha_{7j} \Delta import_{t-j} + \beta_1 lngdp_sa_{t-1} + \beta_2 lnemas_{t-1} + \beta_3 infla_{t-1} + \beta_4 inter_{t-1} + \beta_5 exch_{t-1} + \beta_6 export_{t-1} + \beta_7 import_{t-1} + u_t \ldots\ldots (4)$$

$$\Delta lnrgdpsa_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^{p} \alpha_{1i} \Delta lnrgdpsa_{t-1} + \sum_{j=0}^{q1} \alpha_{2i} \Delta lnemas_shar_{t-j} + \sum_{j=0}^{q2} \alpha_{3j} \Delta infla_{t-j} + \sum_{j=0}^{q3} \alpha_{4i} \Delta inter_{t-j} + \sum_{j=0}^{q4} \alpha_{5j} \Delta exch_{t-j} + \sum_{j=0}^{q5} \alpha_{6j} \Delta export_{t-j} + \sum_{j=0}^{q6} \alpha_{7j} \Delta import_{t-j} + \beta_1 lngdp_sa_{t-1} + \beta_2 lnemas_shar_{t-1} + \beta_3 infla_{t-1} + \beta_4 inter_{t-1} + \beta_5 exch_{t-1} + \beta_6 export_{t-1} + \beta_7 import_{t-1} + u_t \ldots\ldots (5)$$

$$\Delta lnrgdpsa_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^{p} \alpha_{1i} \Delta lnrgdpsa_{t-1} + \sum_{j=0}^{q1} \alpha_{2i} \Delta lnklci_{t-j} + \sum_{j=0}^{q2} \alpha_{3j} \Delta infla_{t-j} + \sum_{j=0}^{q3} \alpha_{4i} \Delta inter_{t-j} + \sum_{j=0}^{q4} \alpha_{5j} \Delta exch_{t-j} + \sum_{j=0}^{q5} \alpha_{6j} \Delta export_{t-j} + \sum_{j=0}^{q6} \alpha_{7j} \Delta import_{t-j} + \beta_1 lngdp_sa_{t-1} + \beta_2 lnklci_{t-1} + \beta_3 infla_{t-1} + \beta_4 inter_{t-1} + \beta_5 exch_{t-1} + \beta_6 export_{t-1} + \beta_7 import_{t-1} + u_t \ldots\ldots (6)$$

$$\Delta lnrgdpsa_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^{p} \alpha_{1i} \Delta lnrgdpsa_{t-1} + \sum_{j=0}^{q1} \alpha_{2i} \Delta lnhijrah_{t-j} + \sum_{j=0}^{q2} \alpha_{3j} \Delta infla_{t-j} + \sum_{j=0}^{q3} \alpha_{4i} \Delta inter_{t-j} + \sum_{j=0}^{q4} \alpha_{5j} \Delta exch_{t-j} + \sum_{j=0}^{q5} \alpha_{6j} \Delta export_{t-j} + \sum_{j=0}^{q6} \alpha_{7j} \Delta import_{t-j} + \beta_1 lngdp_sa_{t-1} + \beta_2 lnhijrah_{t-1} + \beta_3 infla_{t-1} + \beta_4 inter_{t-1} + \beta_5 exch_{t-1} + \beta_6 export_{t-1} + \beta_7 import_{t-1} + u_t \ldots\ldots (7)$$

قبل تطبيق اختبار الحدود على المعادلات أعلاه لدراسة إمكانية وجود علاقة التكامل المشترك بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، يجب تحديد فترات الإبطاء المثلى للمتغير التابع (p) والمتغيرات المستقلة ($q_1, q_2, q_3, q_4, q_5,$ q_6) لكل معادلة. ولهذا الغرض تطبَق عدة معايير أشهرها معيار AIC (Akaike information criterion) ومعيار

SC (Schwarz information criterion)، حيث يتم حساب قيمة المعيار لكل التوليفات الممكنة للإبطاءات في النموذج، ثم يتم أخذ التوليفة التي تعطي أقل قيمة للمعيار. وقد تم اعتماد معيار AIC لأنه أعطى أفضل النتائج في اختبارات صلاحية النموذج.

كما تجدر الإشارة أنه قبل حساب معيار AIC للنموذج يتم الاختيار بين خصائص الاتجاه المناسبة للنموذج أي: بوجود ثابت واتجاه، ثم بوجود ثابت فقط، ثم بدونهما، كما يتم تحديد الحدود القصوى لفترات الابطاء التي يتم الاختيار بينها عن طريق الرفع التدريجي من سقف الابطاءات للمتغير التابع وسقف الابطاءات للمتغيرات المستقلة والتوقف عند أول سقف يعطي أفضل نتائج للاختبارات التشخيصية بعد اختيار التوليفة المثلى من الابطاءات حسب معيار AIC وهذا بهدف الوصول لأفضل نموذج بأقل فترات إبطاء ممكنة. وكانت النتائج كما يلي:

الجدول رقم: 14 الإبطاءات المثلى وفق معيار AIC

		الإبطاءات			
		المعادلة 4	المعادلة 5	المعادلة 6	المعادلة 7
المتغير التابع	LnRGDPsa	6	6	6	6
المتغيرات المستقلة:					
المتغيرات المستهدفة:	LnEMAS	6			
	LnEMAS_SHAR		6		
	LnKLCI			6	
	LnHIJRAH				6
المتغيرات الضابطة	infla	6	0	6	6
	inter	6	5	6	5
	exch	4	5	6	6
	export	6	6	6	2
	import	5	5	5	6
خصائص الاتجاه		دون ثابت ودون اتجاه	دون ثابت ودون اتجاه	دون ثابت ودون اتجاه	دون ثابت ودون اتجاه
قيمة معيار AIC		-5.000460	-5.157099	-5.220880	-5.304610

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews.

نلاحظ من الجدول رقم: أعلاه أن فترات الإبطاء المثلى للمتغير التابع والمتغيرات المستقلة المستهدفة أي المؤشرات هي نفسها أي 6 فترات إبطاء في كل النماذج، وهي مدة سنة ونصف يبدو أن البيانات أثبتت وجود علاقة بين التغيرات في هذه المتغيرات وبين المتغير التابع خلال هذه الفترة، أو بتعبير آخر أن الديناميكية قصيرة الأجل تمتد

فترات التأثير والتأثر فيها بين الناتج المحلي الإجمالي وتغيراته السابقة وبينه وبين تغيرات المؤشرات لمدة 6 أرباع سنوية، أما المتغيرات الضابطة، فأظهرت بعض الاختلافات، إلا أن أغلبها يتراوح بين 5 و6 فترات إبطاء، ما عدا نسبة نمو الصادرات، حيث ظهر بفترتي إبطاء فقط في المعادلة رقم 7، ومعدل التضخم الذي ظهر بدون فترة إبطاء في المعادلة رقم 5. وفيما يخص خصائص الاتجاه، فقد أظهرت نتائج الاختبارات التشخيصية أن النماذج التي تحقق أفضل نتائج للاختبارات التشخيصية هي دون ثابت ودون اتجاه للنماذج الأربعة. أما قيمة معيار AIC فكانت متقاربة لجميع النماذج مع اختلاف طفيف، لكن الملاحظ أن النموذجين للمؤشرين الفرعيين KLCI وHIJRAH حققا أفضل قيم للمعيار، كما يُلاحظ أن كلا النموذجين للمؤشرين الإسلاميين حققا أفضل قيم لمعيار AIC مقارنة بنموذجي المؤشرين التقليدية المقابلين لهما.

والجدول الموالي يتضمن أهم المقاييس الإحصائية للنماذج بعد اختبار فترات الإبطاء المثلى لكل نموذج.

الجدول رقم: 15 نتائج المقاييس الإحصائية لجودة النماذج

المقياس	المعادلات			
	4	5	6	7
R^2: معامل التحديد	0.997216	0.997073	0.997916	0.997800
$\overline{R}^2$: معامل التحديد المعدل	0.987794	0.991218	0.989199	0.991638
SER: الخطأ المعياري للانحدار	0.019307	0.016377	0.018162	0.015980
SSR: مجموع مربعات البواقي	0.004846	0.005096	0.003628	0.003830
DW: إحصاءة دوربن واتسن	2.033745	2.162043	2.735640	2.510136

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews.

فيما يلي تفسير لقيم هذه المقاييس لكل المعادلات:

أ. معامل التحديد R^2

معامل التحديد يقيس النسبة المئوية للتباين في المتغير التابع التي يتم تفسيرها بواسطة المتغيرات المستقلة في النموذج. وكلما كانت قيمته أقرب إلى 1 تعني أن النموذج يفسر معظم التباين ويكون أكثر دقة. وحسب الجدول رقم: أعلاه فإن جميع المعادلات لديها قيم قريبة جدًا من 1، مما يشير إلى أن كل النماذج تفسر جزءًا كبيرًا من التباين. هذا يعني أن

جميع المعادلات تعتبر دقيقة جدًا فيما يتعلق بتفسير البيانات، والفوارق بينها ضئيلة جدا لذلك فهي غير معتبرة لتفضيل نموذج على آخر.

ب. معامل التحديد المعدل $\overline{R}^2$

ويؤدي نفس غرض معامل التحديد، غير أنه يعدله بالأخذ في الاعتبار عدد المتغيرات المستقلة في النموذج، وهذا لتجنب المبالغة من طرف معامل التحديد في تقدير دقة النموذج بزيادة عدد المتغيرات، وكلما انخفض أكثر عن معامل التحديد، فهذا يدل على وجود متغيرات لا تساهم في تفسير التباين. وحسب النتائج فإن جميع النماذج تحقق قيمًا مرتفعة لمعامل التحديد المعدل، ولم تشهد انخفاضات كبيرة مقارنة بمعامل التحديد، مما يشير إلى أن المتغيرات المستقلة تساهم بشكل فعال في تفسير التباين. وإذا ما قارنا بين نتائج المعادلات نجد أن المعادلتين رقم 4 ورقم 6 شهدت انخفاضا طفيفا لكنه أكبر من الانخفاض الذي شهدته المعادلتين رقم 5 ورقم 7، وهذا يعطي أفضلية طفيفة لهاتين المعادلتين على المعادلتين السابقتين في دقة النموذج في تفسير التباين.

ج. الخطأ المعياري للانحدار (SER)

ويقيس مقدار الخطأ في التوقعات، ويشير إلى مدى اختلاف القيم المتوقعة عن القيم الفعلية. وكلما كانت القيم أقرب إلى الصفر كان أفضل، ودل ذلك على أن الفروق بين القيم الفعلية والمتوقعة صغيرة. وبالنظر إلى النتائج، فإن جميع النماذج تحقق قيما منخفضة للخطأ المعياري، مما يشير إلى أن الأخطاء في التوقعات صغيرة جدا. وهذا يدل على دقة النماذج في التنبؤ. وإذا قارنا بين نتائج المعادلات فإن الأفضلية للمعادلة رقم 7 ثم المعادلة رقم 5.

د. مجموع مربعات البواقي (SSR)

ويقيس إجمالي مقدار الخطأ المتبقي بعد تطبيق النموذج. والقيم الأقرب إلى الصفر تشير إلى نموذج أفضل في تقدير البيانات. وقد أظهرت النتائج أن جميع النماذج تحقق قيمًا صغيرة لمجموع مربعات البواقي، مما يعني أنها دقيقة جدًا في التوقعات. وإذا قارنا بينها فإن الأفضلية للمعادلة رقم 6 بأصغر قيمة ثم المعادلة رقم 7.

هـ. إحصائية دوربين واتسن (DW)

وتقيس مدى الارتباط الذاتي للأخطاء المتبقية في النموذج. والقيمة المثالية لها تكون قريبة من 2، للإشارة إلى عدم وجود ترابط بين الأخطاء، وإذا كانت القيمة أقل بكثير من 2، فهذا يشير إلى ترابط إيجابي أو طردي بين الأخطاء،

وإذا كانت أكبر بكثير من 2، فهذا يشير إلى ترابط سلبي أو عكسي بين الأخطاء. وبالنظر إلى النتائج فإن جميع النماذج تحقق قيمًا قريبة من 2، مما يعني أن ترابط الأخطاء ليس كبيرًا. ولكن هناك بعض الاختلافات، مع بعض النماذج التي تظهر ترابطًا زمنيًا طفيفًا، حيث أن المعادلة رقم 4 هي الأقرب إلى القيمة المثلى (2.033745)، مما يشير إلى أن الأخطاء غير مترابطة بشكل كبير. تليها المعادلة رقم 5 (2.162043). المعادلتين 6 و7 لديهما قيم أعلى (2.735640 و2.510136)، مما قد يشير إلى وجود ترابط طفيف بين الأخطاء.

في المجمل فإن هذه النتائج تدل على أن النماذج الأربعة ذات جودة عالية، حيث أظهرت أن النماذج لها قدرة تفسيرية عالية، وتتمتع بدقة في التنبؤ. وإذا نظرنا إلى الفوارق الطفيفة بين النماذج، فيمكن القول بأن المعادلتين رقم 7 ورقم 5 قد أظهرتا أفضل النتائج في الغالب، لذلك فهي تُعتبر الأكثر جودة بفارق بسيط عن المعادلتين رقم 6 ورقم 4.

لكن هذه النتائج تبقى غير كافية للحكم على مدى صلاحية النموذج للتقدير، ويجب إجراء مجموعة من الاختبارات التشخيصية.

3.3.5 اختبارات صلاحية النموذج

قبل اعتماد النموذج في تقدير العلاقة طويلة وقصيرة الأجل، يجب أن يستوفي مجموعة من الشروط للتأكد من صلاحية النموذج للتقدير، وهذا من خلال إجراء مجموعة من الاختبارات التشخيصية وهي:

- اختبار الارتباط التسلسلي أو الارتباط الذاتي للبواقي (serial correlation)؛
- اختبار عدم ثبات تباين البواقي (heteroskedasticity)؛
- اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي (normality test)
- اختبار المجموع التراكمي للبواقي المتكررة (CUSUM).
- اختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي المتكررة (CUSUM of squares)

1.3.3.5 اختبار الارتباط التسلسلي للبواقي

الارتباط التسلسلي أو الذاتي للبواقي يعني ارتباط التغير في قيم البواقي بالتغيرات السابقة لهذه القيم، وفي نماذج الانحدار الخطي، خاصة الديناميكية منها، كما هو الحال مع نموذج ARDL، يتسبب وجود ارتباط تسلسلي للبواقي في تحيز وعدم اتساق المعاملات المقدرة في النموذج بشكل عام (Rumana & al, 2012) وللتأكد من عدم وجود ارتباط ذاتي للبواقي، هناك عدة اختبارات ممكنة مثل: Dubin-Watson وWallis وBreusch-Godfre ، لكن

هذا الأخير، أي اختبار Breusch-Godfre يُعد هو الأكثر فعالية في حالة الانحدار الخطي الديناميكي (Rumana & al, 2012). حيث يعتمد على مضروب لاغرانج (LM) في حساب إحصاءة F.

وفيما يلي: الجدول رقم: أدناه يتضمن نتائج اختبار Breusch-Godfre LM، حيث يفترض الاختبار الفرضية الصفرية H_0 التي تنص على عدم وجود ارتباط ذاتي للبواقي والفرضية البديلة H_1 والتي تنص على وجود ارتباط ذاتي للبواقي.

الجدول رقم: 16 اختبار الارتباط الذاتي للبواقي Breusch-Godfre LM

المعادلة	المتغير التابع	المتغير المستقل المستهدف	F-statistic	Prob
4	LnRGDPsa	LnEMAS	0.006183	0.9938
5	LnRGDPsa	LnEMAS_shar	0.436222	0.6535
6	LnRGDPsa	LnKLCI	1.880105	0.2078
7	LnRGDPsa	LnHIJRAH	1.087988	0.3657

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews.

الملاحظ من الجدول رقم: أعلاه أن احتمالية الإحصاءة F أكبر بكثير من 0.05 لجميع المعادلات، لذلك لا يمكننا رفض الفرضية الصفرية لهذا الاختبار والتي تنص على عدم وجود ارتباط ذاتي للبواقي لجميع النماذج.

2.3.3.5 اختبار عدم ثبات تباين البواقي (heteroskedasticity)

تفترض الطريقة العادية للمربعات الصغرى (OLS) لتحليل الانحدار ثبات تباين البواقي أو الأخطاء، وبما أن نموذج ARDL يعتمد على طريقة المربعات الصغرى العادية، فهو يفترض كذلك توفر هذا الشرط. وعدم تحقق هذا الافتراض في الحقيقة لا ينجم عنه تقدير متحيز للمعاملات، لكنه قد يؤدي إلى تحيز في الاختبارات الإحصائية لهذه المعاملات، مما يعني عدم فاعلية النموذج (Kaufman, 2013). هناك عدة اختبارات لكشف عدم ثبات تباين البواقي منها: Harvey، Glejser، ARCH، وBreush-Pagan-Godfrey، وسنطبق الاختبار الأخير أي Breush-Pagan-Godfrey حيث تنص الفرضية الصفرية لهذا الاختبار H_0 على ثبات تباين البواقي، والفرضية البديلة H_1 بعدم ثبات تباين البواقي. والجدول أدناه يتضمن نتائج الاختبار.

الجدول رقم: 17 اختبار عدم ثبات تباين البواقي

المعادلة	المتغير التابع	المتغير المستقل المستهدف	F-statistic	Prob
4	LnRGDPsa	LnEMAS	1.616082	0.1851
5	LnRGDPsa	LnEMAS_shar	1.301672	0.2785
6	LnRGDPsa	LnKLCI	0.391387	0.9851
7	LnRGDPsa	LnHIJRAH	0.960355	0.5662

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews.

يُظهر الجدول أعلاه أن احتمالية F هي أكبر من 0.05 لجميع المعادلات لذلك فإن نتيجة الاختبار هي عدم رفض الفرضية الصفرية أي أن هناك ثبات لتباين البواقي في جميع النماذج.

3.3.3.5 اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي

من الفرضيات الأساسية في تحليل الانحدار الخطي هو التوزيع الطبيعي للبواقي، والمقصود هو أن انحرافات القيم المقدرة بالنموذج عن القيم الحقيقية تتوزع بشكل متناظر حول الصفر، مع وجود أقل عدد من البواقي ذات القيم الكبيرة. وعدم تحقق هذه الفرضية قد يؤثر على صحة الاختبارات الإحصائية مثل اختبار t لمعاملات الانحدار واختبار F للنموذج ككل، مما قد يعطي مجال ثقة واحتمالية خاطئة ومضللة للمعاملات وللنموذج ككل. ومن الجدير بالذكر أن الانحرافات البسيطة عن التوزيع الطبيعي لا تؤثر بشكل كبير عادةً على نتائج الانحدار ما لم تكن هناك انحرافات كبيرة أو وجود نقاط شاذة. (Douglas & al, 2012) من الاختبارات المعروفة للتوزيع الطبيعي للبواقي هو اختبار Jarque-Bera، حيث تنص الفرضية الصفرية H_0: على أن توزيع البواقي طبيعي، والفرضية البديلة H_1: على أن توزيع البواقي غير طبيعي. وبتطبيقه على نماذج الدراسة أعطى النتائج الظاهرة في الجدول أدناه.

الجدول رقم: 18 اختبار Jarque-Bera للتوزيع الطبيعي للبواقي

المعادلة	المتغير التابع	المتغير المستقل المستهدف	Jarque-Bera	Prob
4	LnRGDPsa	LnEMAS	0.234549	0.889341
5	LnRGDPsa	LnEMAS_shar	0.890393	0.640699
6	LnRGDPsa	LnKLCI	5.562360	0.061965
7	LnRGDPsa	LnHIJRAH	1.760048	0.414773

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews.

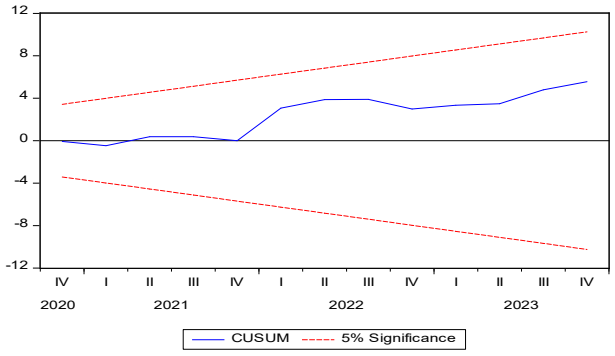
نلاحظ أن قيم اختبار Jarque-Bera كلها قريبة من الصفر ما عدا المعادلة رقم 6. واحتمالاتها كذلك أكبر من 0.05 بكثير، ما عدا كذلك المعادلة رقم 6 حيث بلغت احتمالية قيمة الاختبار 0.06، لكن على العموم لا يمكننا رفض الفرضية الصفرية عند مستوى معنوية 5% وبالتالي فإن البواقي تأخذ توزيعا طبيعيا في جميع النماذج.

4.3.3.5 اختبار المجموع التراكمي للبواقي المتكررة (CUSUM)

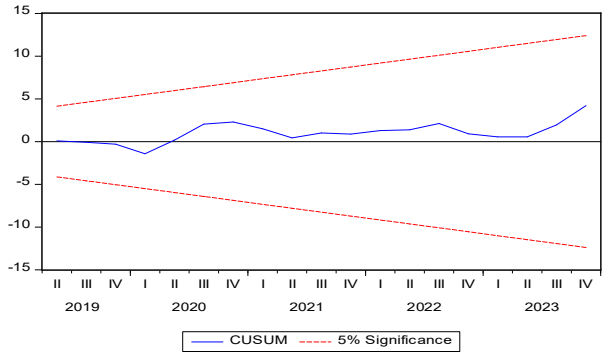
يُعتبر CUSUM من الاختبارات المهمة لمدى الاستقرارية الهيكلية في النموذج، أي مدى استقرارية طبيعة العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، بهدف التأكد من مدى دقة المعاملات المقدرة في النموذج. ويركز هذا الاختبار بشكل رئيسي على الكشف عن التغيرات في المتوسط أو الاتجاه العام للبواقي. ويُعتبر هذا الاختبار فعالا في اكتشاف التغيرات المنتظمة التدريجية، التي قد تحدث في نموذج الانحدار مع مرور الزمن. (Brown, Durbin, & Evans, 1975) ولعرض نتائج الاختبار يتم رسم منحنى للتغيرات في المجموع التراكمي للبواقي المتكررة، مع تحديد مجال الثقة أو المنطقة الحرجة التي من المفترض ألا يتخطاها المنحنى للحكم باستقرارية معاملات النموذج.

الشكل رقم: 5 اختبار المجموع التراكمي للبواقي المتكررة (CUSUM)

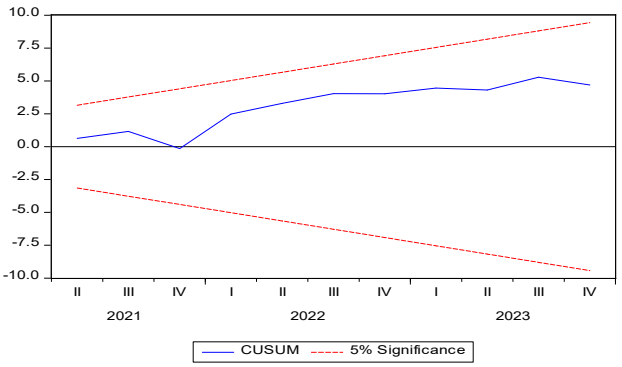
المعادلة رقم 4



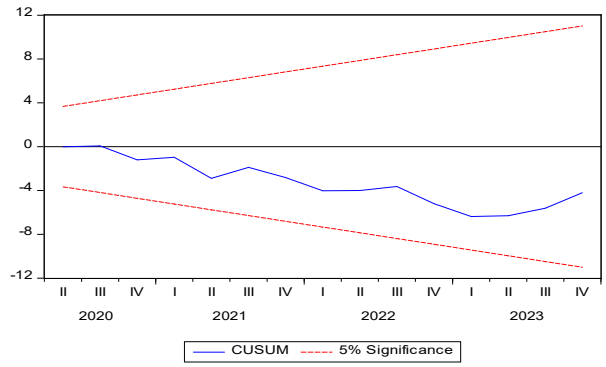
المعادلة رقم 5



المعادلة رقم 6



المعادلة رقم 7



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews.

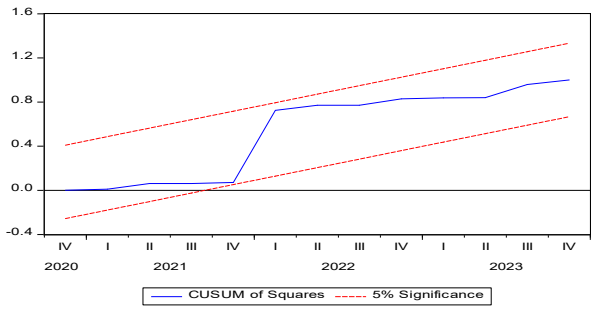
نلاحظ من خلال الشكل رقم: أعلاه أن جميع منحنيات المجموع التراكمي للبواقي المتكررة (باللون الأزرق) تتحرك ضمن مجال المنطقة الحرجة 5% (بين الخطين المتقطعين باللون الأحمر)، وهذا يدل على أن كل النماذج هي مستقرة ولا تشهد معاملاتها تغييرا هيكليا عبر الزمن حسب هذا الاختبار.

5.3.3.5 اختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي المتكررة (CUSUM of squares)

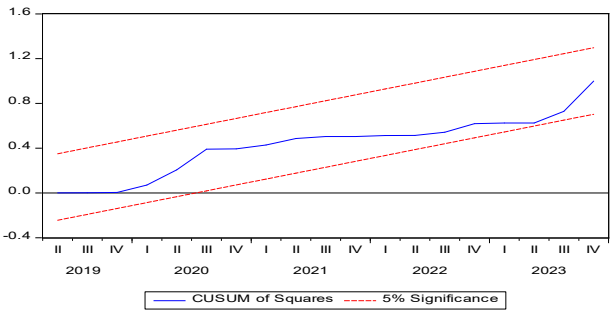
يُعتبر مكملا لاختبار CUSUM لتحديد مدى الاستقرارية الهيكلية للنموذج، حيث يركز على التغيرات في التباين أو التقلبات العشوائية، مما يجعله أكثر حساسية لاكتشاف التغيرات غير المنتظمة أو الفجائية في تباين البواقي مقارنة باختبار CUSUM، الذي قد يفشل في اكتشاف التغيرات المنتظمة في المتوسط والتي تتفاوت في التباين. (Brown, Durbin, & Evans, 1975) يتم عرض نتائج اختبار CUSUM of squares بنفس طريقة CUSUM أي رسم المنحنى ووضع حدود مجال الثقة، الذي من المفروض ألا يتجاوزها المنحنى للحكم باستقرارية هيكل النموذج.

الشكل رقم: 6 اختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي المتكررة (CUSUM of squares)

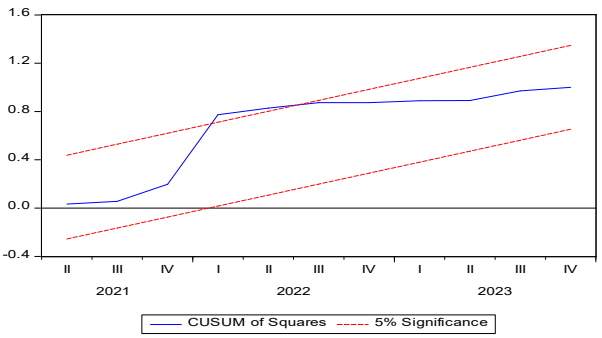
المعادلة رقم 4



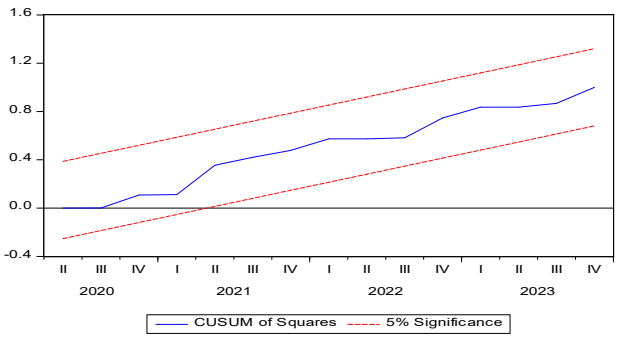
المعادلة رقم 5



المعادلة رقم 6



المعادلة رقم 7



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews.

نلاحظ من الشكل رقم: أعلاه أن المنحنيات (باللون الأزرق) التي تمثل المجموع التراكمي لمربعات البواقي المتكررة كلها ضمن المنطقة الحرجة بين الخطين المتقطعين (باللون الأحمر) ما عدا في المعادلة رقم 6 شهدت خروجا طفيفا لا يؤثر على الحكم على استقرارية التباين للنموذج. والملاحظ كذلك من هذا الاختبار أن المعادلتين رقم 5 ورقم 7 واللتين تتضمنان المؤشرين الإسلاميين أظهرتا استقرارا أكبر للتباين مقارنة بالمعادلتين اللتين تتضمنان المؤشرين التقليديين، والمعادلة رقم 7 التي تتضمن المؤشر الإسلامي HIJRAH أظهرت أكثر استقرارية للتباين ما يؤشر على جودة النموذج.

4.3.5 إجراء اختبار الحدود

بعد التأكد من صلاحية النموذج للتقدير عن طريق الاختبارات التشخيصية المناسبة، سنقوم فيما يلي باختبار الحدود (bounds test) للتأكد من وجود أو عدم وجود تكامل مشترك أو علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات. وبهذا الصدد لدينا نوعين من الاختبارات اختبار الحدود F واختبار الحدود t (Pesaran، Shin، و J. Smith، 2001):

- **اختبار F**: يبين ما إذا كانت هناك علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة ككل والمتغير التابع وذلك عن طريق تقييم أهمية مستويات المتغيرات المبطأة في النموذج أي أنه يقيس مدى وجود تكامل مشترك في النموذج ككل؛
- **اختبار t**: يقيس هذا الاختبار مدى معنوية معامل المتغير التابع المبطأ أو معامل تصحيح الخطأ وهو يهدف إلى تحديد قدرة النموذج على تصحيح الانحرافات نحو تكامل مشترك على المدى الطويل. واختبار t يُعتبر مكمل لاختبار F، حيث أن هذا الأخير قد يُشير إلى وجود تكامل مُشترك لكن اختبار t هو الذي عن طريقه نحدد ما إذا كان هذا التكامل طبيعي وحقيقي أم أنه غير طبيعي أو متدهور مع الزمن. (Robert, Chung, & Soo, 2017)

ويتم كلا الاختبارين بمقارنة قيمة F وt المحسوبة لكل معادلة مع القيم الحرجة، فلتحقيق التكامل المشترك يجب أن تفوق قيمة F المحسوبة القيم الحرجة للفرق الأول، أي الحد الأعلى، أما إذا كانت قيمة F المحسوبة أقل من القيم الحرجة للحد الأدنى فهذا يُثبت عدم وجود تكامل مشترك، وإذا كانت قيمة F المحسوبة بين القيم الحرجة للحد الأعلى والحد الأدنى فهنا الوضعية غير مؤكدة. أما اختبار t فيتحقق التكامل المشترك إذا كانت قيمة t المحسوبة أقل من القيم الحرجة للحد الأعلى، أما إذا كانت قيمة t المحسوبة أكبر من القيم الحرجة للحد الأدنى فهذا يُثبت عدم وجود تكامل مشترك، وإذا كانت قيمة t المحسوبة بين القيم الحرجة للحد الأعلى والحد الأدنى فالوضعية غير مؤكدة. والجدول رقم: والجدول رقم: أدناه يتضمنان نتائج الاختبارين.

الجدول رقم: 19 إختبار الحدود (F-Bounds test)

المعادلة	المتغير التابع	المتغير المستقل المستهدف	القيمة المحسوبة لـ F	مستوى المعنوية	القيم الحرجة لـ F		النتيجة
					الحد الأدنى	الحد الأعلى	
4	LnRGDPsa	LnEMAS	6.850102 ****	%10	1,75	2,87	يوجد تكامل مشترك
				%5	2,04	3,24	
				%2,5	2,32	3,59	
				%1	2,66	4,05	
5	LnRGDPsa	LnEMAS_shar	8.651929 ****	%10	1,75	2,87	يوجد تكامل مشترك
				%5	2,04	3,24	
				%2,5	2,32	3,59	
				%1	2,66	4,05	
6	LnRGDPsa	LnKLCI	6.057728 ****	%10	1,75	2,87	يوجد تكامل مشترك
				%5	2,04	3,24	
				%2,5	2,32	3,59	
				%1	2,66	4,05	
7	LnRGDPsa	LnHIJRAH	10.36269 ****	%10	1,75	2,87	يوجد تكامل مشترك
				%5	2,04	3,24	
				%2,5	2,32	3,59	
				%1	2,66	4,05	

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews.

ملاحظة: الرموز: ***، **، ***، ******، تدل على مستوى معنوية F عند: 10%، 5%، 2,5%، 1% على التوالي.

نلاحظ من الجدول رقم: أعلاه أن اختبار الحدود ل F قد أثبت وجود تكامل مشترك في جميع المعادلات حيث حققت F معنوية عند مستوى 1% لجميع المعادلات مما يؤكد وجود علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع.

وإذا قارنا بين معادلتي المؤشرين الإسلاميين ومعادلتي المؤشرين التقليديين نجد أن قيمة F لمعادلتي المؤشرين الإسلاميين أكبر من قيمة F لمعادلتي المؤشرين التقليديين خاصة معادلة المؤشر HIJRAH والذي كانت قيمة F له هي الأكبر وهذا قد يدل على أفضلية المؤشرين الإسلاميين على التقليديين فيما يخص قوة العلاقة طويلة الأجل مع الناتج المحلي الإجمالي خاصة مؤشر HIJRAH.

الجدول رقم: 20 إختبار الحدود (t–Bounds test)

المعادلة	المتغير التابع	المتغير المستقل المستهدف	القيمة المحسوبة لـ t	مستوى المعنوية	القيم الحرجة لـ t		النتيجة
					الحد الأدنى	الحد الأعلى	
4	LnRGDPsa	LnEMAS	2.542686-	%10	1,62-	3,7-	غير مؤكدة
				%5	1,95-	4,04-	
				%2,5	2,24-	4,34-	
				%1	2,58-	4,67-	
5	LnRGDPsa	LnEMAS_shar	5.621204- ****	%10	1,62-	3,7-	يوجد تكامل مشترك
				%5	1,95-	4,04-	
				%2,5	2,24-	4,34-	
				%1	2,58-	4,67-	
6	LnRGDPsa	LnKLCI	0.765434-	%10	1,62-	3,7-	لا يوجد تكامل مشترك
				%5	1,95-	4,04-	
				%2,5	2,24-	4,34-	
				%1	2,58-	4,67-	
7	LnRGDPsa	LnHIJRAH	6.316505- ****	%10	1,62-	3,7-	يوجد تكامل مشترك
				%5	1,95-	4,04-	
				%2,5	2,24-	4,34-	
				%1	2,58-	4,67-	

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews.

ملاحظة: الرموز: *، **، ***، ****، تدل على مستوى معنوية F عند: 10%، 5%، 2,5%، 1% على التوالي.

نلاحظ من الجدول رقم: أعلاه اختلافا واضحا في النتائج مقارنة باختبار F، حيث أظهر اختبار t أكبر قيمة لـ t في المعادلة رقم 6 وهي أكبر من القيم الحرجة للحد الأدنى مما يُثبت عدم وجود تكامل مشترك، أما قيمة t للمعادلة رقم 4 فقد جاءت بين القيم الحرجة للحد الأدنى والقيم الحرجة للحد الأعلى مما يضعنا في حالة عدم تأكد من وجود تكامل مشترك، أما المعادلتين رقم 5 ورقم 7 فقد كانت قيمة t في كليهما أقل من القيم الحرجة للحد الأعلى وهذا يعني معنوية t عند مستوى 1% أي أنه يوجد تكامل مشترك في كلا المعادلتين.

وللمقارنة بين المؤشرين الإسلاميين والمؤشرين التقليديين، فكلا المؤشرين الإسلاميين قد أثبتا تكاملا مشتركا عند مستوى 1% سواء في اختبار F أو اختبار t، أما المؤشرين التقليديين فكلاهما أثبت تكاملا مشتركا عند مستوى معنوية 1% في اختبار F إلا أنهما لم يُثبتا التكامل المشترك في اختبار t، بل إن مؤشر KLCI أثبت عدم وجود تكامل مشترك

في اختبار t، وهذا الاختلاف في النتائج بين اختبار F واختبار t يدل على أن التكامل المشترك الذي ظهر في اختبار F هو غير حقيقي أو أنه متدهور عبر الزمن.

5.3.5 تقدير العلاقة طويلة الأجل

بعد اختبار الحدود والذي أظهر وجود تكامل مشترك لكل المعادلات في اختبار F في حين أن اختبار t أظهر نتائج متفاوتة، سيتم فيما يلي تقدير العلاقة طويلة الأجل لاستخراج المعاملات وتحديد مستويات المعنوية لها ضمن النماذج الأربعة، وهذا وفق المعادلات التالية اعتمادا على المعادلة رقم (2):

$$lnrgdpsa_t = \sum_{i=1}^{p} \alpha_{1i} lnrgdpsa_{t-1} + \sum_{j=0}^{q1} \alpha_{2j} lnemas_{t-j} + \sum_{j=0}^{q2} \alpha_{3j} infla_{t-j} + \sum_{j=0}^{q3} \alpha_{4j} inter_{t-j} + \sum_{j=0}^{q4} \alpha_{5j} exch_{t-j} + \sum_{j=0}^{q5} \alpha_{6j} export_{t-j} + \sum_{j=0}^{q6} \alpha_{7j} import_{t-j} + u_t \quad \ldots\ldots(8)$$

$$lnrgdpsa_t = \sum_{i=1}^{p} \alpha_{1i} lnrgdpsa_{t-1} + \sum_{j=0}^{q1} \alpha_{2j} lnemas\_shar_{t-j} + \sum_{j=0}^{q2} \alpha_{3j} infla_{t-j} + \sum_{j=0}^{q3} \alpha_{4j} inter_{t-j} + \sum_{j=0}^{q4} \alpha_{5j} exch_{t-j} + \sum_{j=0}^{q5} \alpha_{6j} export_{t-j} + \sum_{j=0}^{q6} \alpha_{7j} import_{t-j} + u_t \quad \ldots\ldots(9)$$

$$lnrgdpsa_t = \sum_{i=1}^{p} \alpha_{1i} lnrgdpsa_{t-1} + \sum_{j=0}^{q1} \alpha_{2j} lnklci_{t-j} + \sum_{j=0}^{q2} \alpha_{3j} infla_{t-j} + \sum_{j=0}^{q3} \alpha_{4j} inter_{t-j} + \sum_{j=0}^{q4} \alpha_{5j} exch_{t-j} + \sum_{j=0}^{q5} \alpha_{6j} export_{t-j} + \sum_{j=0}^{q6} \alpha_{7j} import_{t-j} + u_t \quad \ldots\ldots(10)$$

$$lnrgdpsa_t = \sum_{i=1}^{p} \alpha_{1i} lnrgdpsa_{t-1} + \sum_{j=0}^{q1} \alpha_{2j} lnhijrah_{t-j} + \sum_{j=0}^{q2} \alpha_{3j} infla_{t-j} + \sum_{j=0}^{q3} \alpha_{4j} inter_{t-j} + \sum_{j=0}^{q4} \alpha_{5j} exch_{t-j} + \sum_{j=0}^{q5} \alpha_{6j} export_{t-j} + \sum_{j=0}^{q6} \alpha_{7j} import_{t-j} + u_t \quad \ldots\ldots(11)$$

وقد كانت نتائج العلاقة طويلة الأجل لهذه المعادلات كما هي موضحة في الجداول أدناه.

الجدول رقم: 21 تقدير معاملات العلاقة طويلة الأجل للمعادلة رقم 8 المؤشر EMAS

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	11.38470	0.110485	1.257844	LOG_EMAS
0.1577	-1.499109	0.187019	-0.280362	INFLA
0.2537	1.194424	0.485088	0.579401	INTER
0.4435	-0.790395	0.062222	-0.049180	EXCH
0.0426	2.247264	0.047630	0.107037	EXPORT
0.0429	-2.243759	0.027742	-0.062246	IMPORT

المصدر: مخرجات برنامج Eviews

نلاحظ في الجدول أعلاه أن معامل العلاقة طويلة الأجل بين المؤشر EMAS والناتج المحلي الإجمالي هو موجب ومعنوي عند مستوى 1%، أما معاملات المتغيرات الضابطة فهي متفاوتة المعنوية حيث أظهرت معاملات الصادرات والواردات معنوية عند مستوى 5%، أما اتجاه العلاقة فقد ظهر طردي للصادرات وعكسي للواردات، وفيما يخص المتغيرات المتبقية فمعاملاتها غير معنوية، أما إشاراتها فسالبة بالنسبة للتضخم وسعر الصرف وموجبة بالنسبة لسعر الفائدة. وحسب هذا النموذج فإن أقوى تأثير على الناتج المحلي الإجمالي هو للمؤشر EMAS، ثم لمعدل الفائدة ثم للتضخم.

الجدول رقم: 22 تقدير معاملات العلاقة طويلة الأجل للمعادلة رقم 9 المؤشر EMAS_shar

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	107.9519	0.013052	1.409008	LOG_EMAS_SHAR
0.8750	-0.159420	0.017898	-0.002853	INFLA
0.0253	-2.428003	0.047831	-0.116134	INTER
0.0002	4.625386	0.011254	0.052055	EXCH
0.0015	3.708486	0.009558	0.035444	EXPORT
0.0011	-3.847414	0.008459	-0.032543	IMPORT

المصدر: مخرجات برنامج Eviews

نلاحظ أن جل المعاملات كان معنويا ما عدا معامل التضخم، وقد ظهر معامل المؤشر EMAS_shar معنويا عند مستوى 1% بإشارة موجبة كما كان الشأن مع مؤشر EMAS في المعادلة 8، كما أن معاملات المتغيرات سعر الصرف والصادرات والواردات كانت معنوية كذلك عند مستوى 1% بإشارة موجبة لسعر الصرف خلافا للمعادلة رقم 8، والصادرات بإشارة موجبة وإشارة سالبة للواردات توافقا مع المعادلة 8، أما سعر الفائدة فقد كان معامله بمستوى معنوية 5% وبإشارة سالبة عكس المعادلة 8. وحسب هذا النموذج فإن أقوى تأثير على الناتج المحلي الإجمالي هو للمؤشر EMAS_shar ثم لمعدل الفائدة.

الجدول رقم: 23 تقدير معاملات العلاقة طويلة الأجل للمعادلة رقم 10 المؤشر KLCI

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.7647	0.306789	1.896684	0.581881	LOG_KLCI
0.5275	-0.652401	2.814219	-1.835999	INFLA
0.5427	0.628196	6.585223	4.136809	INTER
0.5808	-0.569020	1.219923	-0.694160	EXCH
0.4948	0.706077	0.623544	0.440270	EXPORT
0.4420	-0.797481	0.216260	-0.172464	IMPORT

المصدر: مخرجات برنامج Eviews

من الجدول أعلاه نلاحظ أن كل المتغيرات المستقلة لم تُظهر علاقة معنوية طويلة الأجل. أما إشارات المعاملات فجاءت متوافقة تماما مع المعادلة رقم 8، وتختلف مع المعادلة رقم 9 في إشارة معاملي معدل الفائدة وسعر الصرف. وحسب هذا النموذج فإن أقوى تأثير على الناتج المحلي الإجمالي هو لمعدل الفائدة ثم للتضخم.

الجدول رقم: 24 تقدير معاملات العلاقة طويلة الأجل للمعادلة رقم 11 المؤشر HIJRAH

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	120.8882	0.011901	1.438732	LOG_HIJRAH
0.0320	2.364017	0.033365	0.078875	INFLA
0.0000	-6.448395	0.048595	-0.313357	INTER
0.0003	4.684941	0.013806	0.064678	EXCH
0.6366	-0.482228	0.005184	-0.002500	EXPORT
0.5401	-0.626933	0.004726	-0.002963	IMPORT

المصدر: مخرجات برنامج Eviews

نلاحظ من الجدول أعلاه أن أغلب المعاملات هي ذات معنوية ما عدا معاملي الصادرات والواردات، حيث ظهرت معاملات المؤشر HIJRAH ومعدل الفائدة وسعر الصرف معنوية عند مستوى 1% ومعامل التضخم معنويا عند مستوى 5%، وفيما يخص إشارة المعاملات، فقد ظهر معامل التضخم بإشارة موجبة خلافا للمعادلات الثلاث السابقة، أما إشارة معامل معدل الفائدة فظهرت سالبة بالتوافق مع المعادلة 9 وخلافا للمعادلتين 8 و11، وإشارة معامل سعر الصرف ظهرت موجبة بالتوافق مع المعادلة 9 وخلافا للمعادلتين 8 و11، أما إشارتي معاملي الصادرات والواردات فقد ظهرتا سالبتين لكن بقيم ضئيلة قريبة من الصفر. حسب هذا النموذج فإن أقوى تأثير على الناتج المحلي الإجمالي هو للمؤشر ثم معدل الفائدة ثم التضخم.

ما يمكن استخلاصه من تقدير العلاقة طويلة الأجل لمعادلات المؤشرات الأربعة، هو أن المعادلة رقم 9 المتضمنة مؤشر EMAS_shar حققت أكبر عدد من المعاملات ذات الدلالة الإحصائية بعدد 5 معاملات من أصل 6 أي باستثناء معامل التضخم الذي لم يكن معنويا، والمعادلة رقم 10 المتضمنة مؤشر KLCI لم تحقق أيّ معامل معنوي، أي أن النموذج المتضمن لهذا المؤشر لم يظهر دلائل على وجود علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات التفسيرية والناتج المحلي الإجمالي، وهذا يتوافق مع نتائج اختبار t للحدود الذي بيّن عدم وجود تكامل مشترك لهذا النموذج، فيما يخص اتجاه العلاقة بين المتغيرات التفسيرية والناتج المحلي الإجمالي، فكانت متطابقة بين المعادلة 8 والمعادلة 10، ولكنها تختلف بين المعادلتين 9 و11، كما يُلاحظ أيضا أن معاملات المؤشرات كانت كلها بإشارة موجبة ما يدل على علاقة طردية على

المدى البعيد مع الناتج المحلي الإجمالي، كما أن معامل الواردات ظهر بإشارة سالبة في جميع المعادلات ما يؤكد على علاقة عكسية مع الناتج المحلي الإجمالي، أما معامل الصادرات فظهر بإشارة موجبة في ثلاث معادلات من أصل أربعة مع حالتين موجبتين معنويتين ما يُرجح وجود علاقة طردية بين نمو الصادرات ونمو الناتج المحلي الإجمالي، وفيما يخص معامل التضخم فقد ظهر سالبا في ثلاث معادلات لكن غير معنوي، وظهر موجبا في معادلة واحدة ومعنوي، لذا يُرجّح أن معدل التضخم حيادي على المدى البعيد في علاقته مع الناتج المحلي الإجمالي، أما معامل سعر الصرف فقد ظهر موجبا في معادلتين وسالبا في معادلتين، إلا أنه كان معنويا في الحالتين الموجبتين وغير معنوي في الحالتين السالبتين، مما يرُجح وجود علاقة طردية بين سعر الصرف والناتج المحلي الإجمالي، وأما معامل معدل الفائدة فظهر موجبا في معادلتين وسالبا في معادلتين، لكنه كان معنويا في الحالتين السالبتين وغير معنوي في الحالتين الإيجابيتين، مما يرجح وجود علاقة عكسية بين معدل الفائدة والناتج المحلي الإجمالي. ومن ناحية قوة العلاقة فحسب قيم معاملات المتغيرات المستقلة فإن أقوى تأثير على الناتج المحلي الإجمالي كان للمؤشرات.

وفي إطار المقارنة بين المؤشرين الإسلاميين والمؤشرين التقليديين، فالملاحظ أن المعادلتين المقدرتين لنموذجي المؤشرين الإسلاميين أعطتا نتائج ذات دلالة إحصائية أفضل من المعادلتين المقدرتين لنموذجي المؤشرين التقليديين حيث أعطى نموذج مؤشر EMAS_shar 5 معاملات معنوية من أصل 6، وأعطى نموذج مؤشر HIJRAH 4 معاملات معنوية من أصل 6، بينما نموذجي المؤشرين التقليديين فقد أعطى نموذج مؤشر EMAS 3 معاملات معنوية من أصل 6، أما نموذج مؤشر KLCI فلم يُظهر أي معامل معنوي. فإذا أخذنا بعين الاعتبار أن النماذج الأربعة هي نفسها تختلف فقط في متغير واحد وهو المؤشر، فهذا يعني أن الاختلافات في النتائج تُعزى فقط للاختلافات بين المؤشرات، لذلك يمكن القول أن المؤشرين الإسلاميين قد أظهرا انسجاما أكثر مع المتغيرات التفسيرية الأخرى في علاقتها طويلة الأجل مع الناتج المحلي الإجمالي، أما المؤشرين التقليديين فكانا أقل انسجاما في هذه العلاقة خاصة مؤشر KLCI، كما أن قيمة معاملي المؤشرين الإسلاميين كانت أكبر من قيمة معاملي المؤشرين التقليديين، 1.41 لمؤشر EMAS_shar و1.44 لمؤشر HIJRAH و 1.25 لمؤشر EMAS و0.58 لمؤشر KLCI، وهذا يدل على علاقة طويلة الأجل مع الناتج المحلي الإجمالي أقوى لدى المؤشرين الإسلاميين.

6.3.5 تقدير العلاقة قصيرة الأجل ومعامل تصحيح الخطأ

وفيما يخص العلاقة قصيرة الأجل فيتم تقديرها اعتمادا على المعادلة رقم (3) وفق المعادلات التالية:

$$\Delta lnrgdpsa_t = \varphi EC_{t-1} + \sum_{i=1}^{p} \alpha_{1i} \Delta lnrgdpsa_{t-1} + \sum_{j=0}^{q1} \alpha_{2j} \Delta lnemas_{t-j} + \sum_{j=0}^{q2} \alpha_{3j} \Delta infla_{t-j} + \sum_{j=0}^{q3} \alpha_{4j} \Delta inter_{t-j} + \sum_{j=0}^{q4} \alpha_{5j} \Delta exch_{t-j} + \sum_{j=0}^{q5} \alpha_{6j} \Delta export_{t-j} + \sum_{j=0}^{q6} \alpha_{7j} \Delta import_{t-j} + u_t \quad \text{......(12)}$$

$$\Delta lnrgdpsa_t = \varphi EC_{t-1} + \sum_{i=1}^{p} \alpha_{1i} \Delta lnrgdpsa_{t-1} + \sum_{j=0}^{q1} \alpha_{2j} \Delta lnemas_shar_{t-j} + \sum_{j=0}^{q2} \alpha_{3j} \Delta infla_{t-j} + \sum_{j=0}^{q3} \alpha_{4j} \Delta inter_{t-j} + \sum_{j=0}^{q4} \alpha_{5j} \Delta exch_{t-j} + \sum_{j=0}^{q5} \alpha_{6j} \Delta export_{t-j} + \sum_{j=0}^{q6} \alpha_{7j} \Delta import_{t-j} + u_t \quad \text{......(13)}$$

$$\Delta lnrgdpsa_t = \varphi EC_{t-1} + \sum_{i=1}^{p} \alpha_{1i} \Delta lnrgdpsa_{t-1} + \sum_{j=0}^{q1} \alpha_{2j} \Delta lnklci_{t-j} + \sum_{j=0}^{q2} \alpha_{3j} \Delta infla_{t-j} + \sum_{j=0}^{q3} \alpha_{4j} \Delta inter_{t-j} + \sum_{j=0}^{q4} \alpha_{5j} \Delta exch_{t-j} + \sum_{j=0}^{q5} \alpha_{6j} \Delta export_{t-j} + \sum_{j=0}^{q6} \alpha_{7j} \Delta import_{t-j} + u_t \quad \text{......(14)}$$

$$\Delta lnrgdpsa_t = \varphi EC_{t-1} + \sum_{i=1}^{p} \alpha_{1i} \Delta lnrgdpsa_{t-1} + \sum_{j=0}^{q1} \alpha_{2j} \Delta lnhijrah_{t-j} + \sum_{j=0}^{q2} \alpha_{3j} \Delta infla_{t-j} + \sum_{j=0}^{q3} \alpha_{4j} \Delta inter_{t-j} + \sum_{j=0}^{q4} \alpha_{5j} \Delta exch_{t-j} + \sum_{j=0}^{q5} \alpha_{6j} \Delta export_{t-j} + \sum_{j=0}^{q6} \alpha_{7j} \Delta import_{t-j} + u_t \quad \text{......(15)}$$

وفيما يلي تفاصيل النتائج:

ب. تقدير العلاقة قصيرة الأجل لنموذج مؤشر EMAS

جاءت النتائج كما هي موضحة في الملحق رقم 04 حيث نلاحظ أن أغلب معاملات العلاقة قصيرة الأجل هي معنوية عند مستوى 1%، ما يدل على وجود استجابة قصيرة الأجل للناتج المحلي الإجمالي لتغيراته في الفترات السابقة، وكذلك للتغيرات الحالية وللفترات السابقة لكل المتغيرات المستقلة. وفيما يلي تفاصيل العلاقة لكل متغير:

- **الناتج المحلي الإجمالي**: لدينا 4 معاملات معنوية من أصل 5 لإبطاءات الناتج المحلي الإجمالي، وكلها بإشارة سالبة، ما يدل على علاقة عكسية للتغير في الناتج المحلي الإجمالي مع تغيراته السابقة.
- **مؤشر EMAS**: أظهر ثلاثة معاملات معنوية من أصل 6، وأغلبها بإشارة موجبة ماعدا الإبطاء الخامس، الذي كان معنويا وسالبا، مما يدل على وجود علاقة طردية في أغلب الفترات، بين المؤشر والناتج المحلي الإجمالي.
- **التضخم**: كانت له 5 معاملات معنوية من أصل 6، وكلها موجبة ماعدا المعامل للفترة الحالية، وهذا يدل على علاقة طردية قصيرة الأجل بين التضخم والناتج المحلي الإجمالي.

- **معدل الفائدة**: إثنين فقط من أصل 6 من معاملاته معنوية وكلها بإشارة موجبة ماعدا واحد، ما يدل على احتمال وجود علاقة طردية قصيرة الأجل بين معدل الفائدة والناتج المحلي الإجمالي.
- **سعر الصرف**: أظهر ثلاث معاملات، كلها معنوية وبإشارة موجبة، ما يدل على وجود علاقة طردية قصيرة الأجل، بين سعر الصرف والناتج المحلي الإجمالي.
- **الصادرات**: كانت لها 5 معاملات من أصل 6 معنوية، وكلها بإشارة سالبة، مما يدل على علاقة عكسية قصيرة الأجل بين الصادرات والناتج المحلي الإجمالي.
- **الواردات**: أظهرت 5 معاملات كلها معنوية، وبإشارة موجبة، مما يدل على علاقة طردية قصيرة الأجل، بين الواردات والناتج المحلي الإجمالي.

وفيما يخص قوة العلاقة، فقد سجلت النتائج أقوى علاقة بين الناتج المحلي الإجمالي وفتراته السابقة، ثم مع المؤشر وإبطاءاته الثلاثة الأولى وإبطائه الخامس، ثم يأتي معدل الفائدة كأقوى المتغيرات الضابطة علاقة مع الناتج المحلي الإجمالي، خاصة فترته الحالية وإبطائه الثاني.

- **معامل تصحيح الخطأ**: والذي يظهر بالرمز ((CointEq(-1)) فهو معنوي عند مستوى 1% وبإشارة سالبة، أي أنه يستوفي الشروط، لكن قيمته تُعتبر ضعيفة (0.12) أي أن تصحيح الخطأ الناتج عن الانحرافات بين العلاقة قصيرة الأجل والتوازن طويل الأجل، سرعته بطيئة حيث يتم تصحيح 12% فقط من الانحرافات لكل فترة، أي أن عملية التصحيح تحتاج أكثر من 8 فترات لتصحيح الانحراف بنسبة 100%، وهي تمثل أكثر من عامين، وهذا قد يؤدي إلى أن تكون وتيرة التصحيح أبطأ من وتيرة تراكم الانحرافات، وهذا ما يُفسر نتيجة اختبار الحدود t، الذي أظهر أن علاقة التكامل المشترك التي بينها اختبار F، من المحتمل أن تكون غير حقيقية، أو متدهورة مع مرور الزمن.

وبالتالي فإن نتيجة تقدير العلاقة طويلة وقصيرة الأجل لنموذج مؤشر EMAS هي أنه أثبت وجود استجابة قصيرة الأجل من الناتج المحلي الإجمالي للتغيرات في المؤشر رفقة المتغيرات الضابطة، لكنه لم يُثبت وجود تكامل مشترك أو علاقة توازنية طويلة الأجل، وهذا قد يعود إلى التأثر الكبير للمؤشر بفترات الأزمات.

ج. تقدير العلاقة قصيرة الأجل لنموذج مؤشر EMAS_shar

فيما يخص تقدير العلاقة قصيرة الأجل لنموذج المؤشر EMAS_shar فنلاحظ من الملحق رقم: أن أغلب المعاملات هي معنوية بمستوى 1% و5%، وهذا يدل على وجود علاقة معنوية قصيرة الأجل بين الناتج المحلي الإجمالي والمتغيرات التفسيرية. وفيما يلي تفصيل العلاقة:

- **الناتج المحلي الإجمالي**: فيما يخص المعاملات الخاصة بفتراته السابقة، فكلها معنوية إلا الإبطاء الخامس، وبإشارة سالبة، ما يدل على علاقة عكسية مع التغيرات السابقة.
- **مؤشر EMAS_shar**: فكل المعاملات الخاصة بالفترة الحالية والفترات السابقة للمؤشر كانت معنوية، لكن بعضها موجب وبعضها سالب، ما يدل على علاقة قصيرة الأجل متأرجحة بين طردية وعكسية.
- **معدل الفائدة**: كانت له 4 معاملات معنوية من أصل 5، وكلها بإشارة موجبة، ما يدل على علاقة طردية قصيرة الأجل مع الناتج المحلي الإجمالي.
- **سعر الصرف**: كانت له 3 معاملات معنوية من أصل 5، وكلها بإشارة سالبة ماعدا الفترة الحالية، ما يدل على علاقة قصيرة الأجل أغلبها عكسية.
- **الصادرات**: كل معاملاتها معنوية وبإشارة سالبة، ما يدل على علاقة عكسية.
- **الواردات**: كل معاملاتها معنوية وبإشارة موجبة، ما يدل على علاقة طردية قصيرة الأجل.

وفيما يخص قوة العلاقة، فقد سجلت معاملات الفترات السابقة للناتج المحلي الإجمالي أقوى علاقة ثم المؤشر خاصة الفترة الحالية والإبطاء الرابع والخامس، أما المتغيرات الضابطة فقد سجل معدل الفائدة أقوى علاقة، وهذا يتوافق مع نتائج المعادلة رقم 12 وكذلك نتائج العلاقة طويلة الأجل.

- **معامل تصحيح الخطأ**: ظهر معنويا عند مستوى 1% وبإشارة سالبة، لذا بإمكاننا الاعتماد عليه في تقدير سرعة تصحيح الانحرافات، حيث بلغت قيمته 0.25، أي أن 25% من الانحرافات بين العلاقة قصيرة الأجل والتوازن طويل الأجل، يتم تصحيحه كل فترة، أي أن النموذج يحتاج إلى 4 فترات وهي تمثل سنة واحدة، لتصحيح الانحراف والعودة إلى العلاقة التوازنية طويلة الأجل، وهذه سرعة تُعتبر كافية للحفاظ على علاقة متوازنة طويلة الأجل، وهذا يوافقه اختبار t الذي أكد على وجود علاقة حقيقية للتكامل المشترك بين المؤشر EMAS_shar رفقة باقي المتغيرات الضابطة والناتج المحلي الإجمالي.

وبالتالي فإن نتيجة تقدير العلاقة طويلة وقصيرة الأجل لنموذج مؤشر EMAS_shar هي أنه أثبت وجود استجابة قصيرة الأجل من الناتج المحلي الإجمالي للتغيرات في المؤشر رفقة المتغيرات الضابطة، كما أنه أثبت وجود علاقة توازنية طويلة الأجل، بحيث يتم تصحيح الانحرافات والعودة للتوازن في ظرف سنة واحدة، وهذا قد يؤشر إلى مدى استقرار المؤشر خاصة أثناء فترات الأزمات.

ح. تقدير العلاقة قصيرة الأجل لنموذج KLCI:

يُظهر الملحق رقم: 6 أن جل المعاملات معنوية ماعدا معاملين للمؤشر KLCI ومعامل الفترة الحالية للتضخم، أما باقي المتغيرات بإبطاءاتها فكلها معنوية وأغلبها معنوي عند مستوى 1%، وهذا يدل على وجود علاقة قصيرة الأجل مع الناتج المحلي الإجمالي لكل المتغيرات، وفيما يلي تفصيل العلاقة:

- **الناتج المحلي الإجمالي**: كل معاملات إبطاءاته معنوية وبإشارة سالبة ما يدل على علاقة عكسية له مع فتراته السابقة.
- **مؤشر KLCI**: لديه 4 معاملات معنوية من أصل 6 وكلها بإشارة موجبة ماعدا الإبطاء الخامس، وهذا يدل على علاقة طردية لأغلب إبطاءاته مع الفترة الحالية للناتج المحلي الإجمالي على المدى القصير.
- **التضخم**: كل معاملاته كانت معنوية وبإشارة موجبة ماعدا الفترة الحالية حيث كان معاملها سالبا وغير معنوي، ما يدل على علاقة طردية مع الناتج المحلي الإجمالي لأغلب الفترات.
- **معدل الفائدة**: كل معاملاته معنوية إلا أنها تتأرجح في الإشارة بين موجب وسالب، ما يدل على علاقة متقلبة بين طردية وعكسية مع الناتج المحلي الإجمالي باختلاف فترات الإبطاء لمعدل الفائدة.
- **سعر الصرف**: كل معاملاته معنوية وبإشارة موجبة، ما يدل على علاقة طردية عموما مع الناتج المحلي الإجمالي على المدى القصير.
- **الصادرات**: كل معاملاتها معنوية وبإشارة سالبة، ما يدل على علاقة قصيرة الأجل عكسية إجمالا مع الناتج المحلي الإجمالي.
- **الواردات**: كل معاملاتها معنوية وبإشارة موجبة، ما يدل على علاقة قصيرة الأجل طردية إجمالا مع الناتج المحلي الإجمالي.

أما قوة العلاقة فتتفق مع المعادلات السابقة وكذلك مع تقديرات المعادلات طويلة الأجل، أي أن أقوى علاقة كانت بين الناتج المحلي الإجمالي وإبطاءاته ثم مع المؤشر وإبطاءاته ثم مع معدل الفائدة.

- **معامل تصحيح الخطأ**: ظهر معنويا عند مستوى 1% وبإشارة سالبة، إلا أنه ذو قيمة ضئيلة نسبيا (0.04) أي أن 4% فقط من الانحرافات يتم تصحيحها لكل فترة، أي أن عملية التصحيح تتطلب 25 فترة، وهي تمثل أكثر من 6 سنوات لتصحيح الانحراف، وهذه فترة طويلة جدا لا تسمح بمواكبة وتيرة تراكم الانحرافات، وبالتالي لا يمكن الحفاظ على التوازن طويل الأجل، وهذا يتوافق مع نتائج اختبار الحدود t الذي أظهر أن علاقة التكامل المشترك التي ظهرت في اختبار F غير حقيقية أو تتدهور مع مرور الزمن.

وبالتالي فإن نتيجة تقدير العلاقة طويلة وقصيرة الأجل لنموذج مؤشر KLCI أثبت وجود استجابات قصيرة الأجل من طرف الناتج المحلي الإجمالي للتغيرات في المؤشر رفقة المتغيرات الضابطة، إلا أنه أثبت عدم وجود تكامل مشترك أو علاقة توازنية طويلة الأجل بسبب بطأ وتيرة تصحيح الانحرافات التي تتجاوز مدة 6 سنوات، وهذا قد يعود إلى التقلبات الكبيرة للمؤشر أثناء الصدمات في فترات الأزمات.

د. تقدير العلاقة قصيرة الأجل لنموذج مؤشر HIJRAH:

تُظهر النتائج في الملحق رقم: أن معظم معاملات العلاقة قصيرة الأجل هي معنوية وهذا يدل على وجود استجابة قصيرة الأجل من الناتج المحلي الإجمالي للتغيرات في المتغيرات المستقلة بمختلف إبطاءاتها، وفيما يلي تفاصيل نتائج تقدير هذه العلاقة:

- **الناتج المحلي الإجمالي**: أظهر 4 معاملات معنوية من أصل 5، كلها بإشارة سالبة، ما يدل على علاقة قصيرة الأجل عكسية للناتج المحلي الإجمالي مع تغيراته السابقة.
- **مؤشر HIJRAH**: كانت 5 معاملات من أصل 6 معنوية، كلها بإشارة سالبة ما عدا الفترة الحالية، ما يدل على علاقة قصيرة الأجل معظمها عكسي.
- **التضخم**: هناك 3 معاملات معنوية من أصل 6، كلها بإشارة سالبة ماعدا الفترة الحالية، ما يدل على علاقة قصيرة الأجل جلها عكسي.
- **معدل الفائدة**: أظهرت النتائج 4 معاملات معنوية من أصل 5، وكلها بإشارة موجبة، ما يؤشر على وجود علاقة طردية قصيرة الأجل مع الناتج المحلي الإجمالي.

- **سعر الصرف**: كانت 5 من معاملاته معنوية من أصل 6، كلها بإشارة سالبة ماعدا الفترة الحالية، مما يدل على وجود علاقة قصيرة الأجل معظمها عكسية مع الناتج المحلي الإجمالي.
- **الصادرات**: أظهرت معامل واحد فقط معنوي من أصل 2 وبإشارة موجبة للمعامل المعنوي وسالبة للمعامل الآخر، إلا أن قيم المعاملين ضئيلة مما يدل على علاقة ضعيفة أو منعدمة.
- **الواردات**: أعطت النتائج إثنين فقط من أصل 6 معاملات كانا معنويين، أما إشاراتها فثلاثة منها سلبية والثلاثة الأخرى إيجابية، ما يدل على علاقة تختلف حسب الفترات إلا أنها ضعيفة على العموم.

أما فيما يخص المقارنة بين المتغيرات في قوة علاقتها بالناتج المحلي الإجمالي، فهي متوافقة مع المعادلات السابقة، حيث سجلت الفترات السابقة للناتج المحلي الإجمالي العلاقة الأقوى، ثم المؤشر HIJRAH بإبطاءاته باستثناء الإبطاء الأول، ثم معدل الفائدة، خاصة إبطاؤه الثاني والفترة الحالية.

- **معامل تصحيح الخطأ**: ظهر معنوي عند مستوى 1% وبإشارة سالبة، فيمكن الاعتماد عليه في التحليل، وقد بلغت قيمته 0.28، أي أن تصحيح الانحرافات يتم بنسبة 28% لكل فترة، وهي أسرع وتيرة مقارنة بالمعادلات السابقة، حيث أن عملية التصحيح تتطلب حوالي ثلاث فترات ونصف أي أقل من سنة واحدة، لإعادة التوازن في علاقة التكامل المشترك بين المؤشر HIJRAH رفقة المتغيرات الضابطة والناتج المحلي الإجمالي، وهي وتيرة سريعة نسبيا تسمح بإعادة التوازن في العلاقة، وهذا يؤكد اختبار الحدود F وt الذي أظهر وجود علاقة توازنية طويلة الأجل.

وبالتالي فإن نتيجة تقدير العلاقة طويلة وقصيرة الأجل، هي أن النموذج المتضمن لمؤشر HIJRAH قد أثبت وجود علاقة قصيرة الأجل بين الناتج المحلي الإجمالي والمؤشر HIJRAH رفقة المتغيرات الضابطة خاصة سعر الفائدة، كما أثبت علاقة طويلة الأجل، مع وتيرة لتصحيح الانحرافات هي الأسرع مقارنة بالمعادلات الأخرى نحو علاقة توازنية طويلة الأجل في ظرف أقل من سنة، وهذا قد يشير إلى مدى استقرار هذا المؤشر خاصة أثناء الأزمات.

مناقشـــة

النتـائـــج

6 مناقشة النتائج

سنحاول من خلال هذا الفصل استعراض أهم النتائج المتوصل إليها عن طريق التحليل القياسي وتفسيرها من الناحية الاقتصادية وتقييم مدى موافقتها أو مخالفتها للنظريات والدراسات السابقة، حيث سيتضمن هذا الفصل مناقشة نتائج كل من التحليل المقارن لسلوك المؤشرات وتحليل الارتباط المتبادل بين المؤشرات والناتج المحلي الإجمالي، وأخيرا نتائج دراسة التكامل المشترك، مع التركيز على محاولة استخراج الفروق بين المؤشرين الإسلاميين والمؤشرين التقليديين، وربطها بمدى تأثير وارتباط كل منهما بالنمو الاقتصادي ممثلا في الناتج المحلي الإجمالي.

1.6 مناقشة نتائج التحليل المقارن لسلوك المؤشرات:

أظهر التحليل المقارن بين سلوك المؤشرين الإسلاميين والتقليديين خلال فترة الدراسة مجموعة من الفوارق يمكن إجمالها في النقاط التالية:

- استرجاع بطيء لقيمة المؤشرين الإسلاميين مقارنة بنظيريهما التقليديين بعد أزمة الرهن العقاري؛
- انخفاض أقل نسبيا في قيمة المؤشرين الإسلاميين مقارنة بالتقليديين عند وضعية هبوط السوق أثناء فترة الاستقرار النسبي؛
- كان المؤشرين الإسلاميين أقل تأثرا عند الصدمة الأولى لوباء كورونا، وعرفا انخفاضا أقل نسبيا مقارنة بالمؤشرين التقليديين؛
- بعد الصدمة الأولى لأزمة وباء كورونا، عرف المؤشران الإسلاميان ارتفاعا ملفتا، بحيث حققا تقريبا أعلى قيمة لهما على الإطلاق؛ في حين عرف المؤشران التقليديان ارتفاعا متوسطا؛
- حافظ المؤشران الإسلاميان على قيم مرتفعة أثناء الأزمة، لكن باتجاه عام نحو الانخفاض، إلا أن المؤشرين التقليديين شهدا اتجاها عاما أفقيا، حافظ نسبيا على قيمتها بعد الصدمة الأولى لأزمة وباء كورونا.

تدعم هذه النتائج، بشكل عام، نتائج دراسات سابقة مفادها أن الأسهم المتوافقة مع الشريعة تظل أكثر استقرارا من الأسهم التقليدية سواء أثناء الأزمات أو في وضعية السوق الهابط، منها دراسة Tükenmez, Şaka, & Kızgın (2019)، ودراسة Asutay, Wang, & Avdukic (2022)، ودراسة Ali, Shahzad, Raza, & Al-Yahyaee (2018)، ودراسة Abduh M. (2020)، وبشكل خاص تدعم نتائج دراسة

Nomran & Haron (2021) نتائج دراستنا حول أداء الأسهم المتوافقة مع الشريعة مقارنة بالأسهم التقليدية أثناء أزمة وباء كورونا.

وبعد تحليل أداء القطاعات الاقتصادية المكونة للمؤشرات، فقد توصلنا إلى أن السلوك المختلف للمؤشرين الإسلاميين عن المؤشرين التقليديين يرجع إلى الأسباب التالية:

- الوزن الضئيل لمؤسسات القطاع المالي في المؤشرات الإسلامية بنسبة 2.25% ضمن مؤشر EMAS_shar، ومنعدم ضمن مؤشر HIJRAH في حين يمثل 28.69% ضمن مؤشر EMAS و38.52% ضمن مؤشر KLCI، وهذا راجع للشروط المفروضة من قبل الرقابة الشرعية في مجال التعامل الربوي أو مع مؤسسات ربوية، ومن المعروف أن مؤسسات القطاع المالي التقليدي خاصة البنوك تتصف بالحساسية الكبيرة تجاه الأزمات سواء كانت ذات منشأ مالي أوغير ذلك؛
- وفي المقابل، الوزن الكبير لقطاع المرافق والاتصالات، وكذلك قطاع صناعة الغذاء والمشروبات، ضمن المؤشرين الإسلاميين، وهي قطاعات مرتبطة مباشرة بالحاجيات الأساسية للأسر، لذلك فهي تتصف بمرونة طلب منخفضة، ولذلك لا تميل للانخفاض الكبير أثناء الأزمات؛
- الطبيعة الدفاعية للأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية تجعلها أقل جاذبية للمضاربين، لذلك فهي تكون أقل عرضة لتقلب أسعارها في البورصة، خاصة أثناء الأزمات التي يكون منشؤها السوق المالي وليس الاقتصاد الحقيقي.

هذه الأسباب تدفع للاعتقاد أن تطبيق رقابة شرعية على الشركات المدرجة أسهمها في سوق الأوراق المالية، يعزز من ارتباط السوق بالنشاط الاقتصادي الحقيقي ومن دوره في دعم النمو الاقتصادي.

2.6 مناقشة نتائج تحليل الارتباط المتبادل:

بعد تحليل الارتباط المتبادل بين قيم التغير في المؤشرات وقيم التغير في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي المعدل موسميا، مع تأخير بثماني فترات لكل من المؤشرات والناتج المحلي الإجمالي، فقد خرجنا بالنتائج التالية:

1.2.6 التحليل المتضمن الأزمتين:

أظهر التحليل للفترة المتضمنة لأزمة الرهن العقاري وأزمة كورونا، أن الارتباط بين القيم الحالية للمؤشرات وقيم الفترات السابقة للناتج المحلي الإجمالي أقوى من الارتباط بين القيم الحالية للناتج المحلي الإجمالي وقيم الفترات السابقة

للمؤشرات، وأقوى ارتباط هو بين قيم التغير في الناتج المحلي الإجمالي وقيم التغير في المؤشرات للفترة 0، أي المتزامنة، وهذا يشير إلى أن التغير في كلا الجانبين (أي الناتج المحلي من جهة والمؤشرات من جهة أخرى) يرتبط بعوامل أخرى مشتركة بينهما، ويظهر من الشكل رقم: 4 أن التزامن في التغير بين الناتج المحلي والمؤشرات يكون أكثر وضوحا في فترات الأزمات. وإذا كان التغير في الناتج المحلي الإجمالي يعبر عن التغير في أداء النشاط الاقتصادي الحقيقي سلبا أو إيجابا، فإن التغير المتزامن في المؤشرات فهو بسبب التغير في الطلب والعرض للأسهم ضمن المؤشرات، والمدفوع بتوقعات مستقبلية سلبية كانت أو إيجابية عن أداء الشركات، وهي تعتمد على معلومات لفترات سابقة، ومن الجدول رقم: تظهر أن الفترة الخامسة للتأخير في الناتج المحلي الإجمالي هي الأكثر ارتباطا بتغيرات المؤشرات. أما معاملات الارتباط بين المؤشرات والناتج المحلي الإجمالي المؤخر بفترة واحدة فهي ظهرت سلبية والأقوى بعد الفترة 0، فسببها هو التذبذب المتزامن بين المؤشرات والناتج المحلي الإجمالي بوتيرة ربع سنوية أي أن الارتفاع يليه انخفاض بعد فترة واحدة، لذلك كان الارتباط مع الفترة سابقة عكسيا، وهذا يبدو جليا أكثر في فترات الأزمات.

2.2.6 التحليل مع استبعاد الأزمتين:

أظهرت نتائج تحليل الارتباط للفترة بين الأزمتين انخفاضا واضحا لمعاملات الارتباط المتزامن مقارنة بالفترة المتضمنة للأزمتين وهذا يؤكد تأثير فترات الأزمات، والذي يبدو أنه يزيد من حساسية المؤشرات للمعلومات المرتبطة بالوضع الاقتصادي، بحيث يدفع المتعاملين في سوق الأوراق المالية إلى المبالغة في التشاؤم أو التفاؤل، والذي ينعكس على مؤشرات السوق في شكل تذبذب حاد بين صعود وهبوط.

كما أدى استبعاد الأزمتين إلى انخفاض معاملات ارتباط الفترات السابقة للناتج المحلي الإجمالي بالمؤشرات مقابل ارتفاع معاملات ارتباط الناتج المحلي الإجمالي مع الفترات السابقة للمؤشرات وهذا قد يدل على أن فترات الاستقرار تفتح المجال أكثر لتأثير أو توقع سوق الأوراق المالية لأداء النشاط الاقتصادي، ومن ثم الناتج المحلي الإجمالي من جهة، ومن جهة أخرى تخفض من حساسية سوق الأوراق المالية لأداء النشاط الاقتصادي في الفترات السابقة

وفي هذا السياق أي علاقة الناتج المحلي الإجمالي بالفترات السابقة للمؤشرات فقد أظهر المؤشرين الإسلاميين تفوقا واضحا على المؤشرين التقليديين خاصة في فترة التأخير الخامسة. وهذا قد يدل على أن الأسهم غير المتوافقة مع الشريعة الإسلامية ضمن المؤشرين التقليديين قد تؤثر بشكل سلبي على ارتباط المؤشرين بالناتج المحلي الإجمالي، أو بتعبير آخر تحد من قدرة السوق على التوقع والتأثير في النشاط الاقتصادي الحقيقي الممثل في الناتج المحلي الإجمالي.

3.2.6 خلاصة تحليل الارتباط المتبادل:

فيما يخص تحليل الارتباط المتبادل بين الناتج المحلي الإجمالي ومؤشرات السوق يمكن إجمال النتائج في النقاط التالية:

- في الفترة المتضمنة للأزمات يكون التغير المتزامن للمؤشرات والناتج المحلي الإجمالي أكثر ارتباطا مقارنة بفترات الاستقرار أي مع استبعاد فترات الأزمات، دون اختلاف واضح بين المؤشرات التقليدية والإسلامية؛
- يكون ارتباط المؤشرات بالفترات السابقة للناتج المحلي الإجمالي أقوى من ارتباطها بالفترات اللاحقة له في الفترة المتضمنة للأزمات، خاصة الفترة الخامسة لتأخير الناتج المحلي الإجمالي، مع تفوق لارتباطات المؤشرات الإسلامية على التقليدية؛
- وجود ارتباط طفيف بين الفترة الخامسة لتأخير المؤشرات مع الناتج المحلي الإجمالي في الفترة المتضمنة للأزمات، مع تفوق للمؤشرات الإسلامية على التقليدية؛
- في الفترة غير المتضمنة للأزمات، أي في وضعية الاستقرار، يتراجع الارتباط المتزامن لصالح ارتباط الناتج المحلي الإجمالي مع الفترات السابقة للمؤشرات، خاصة الفترة الخامسة لتأخير المؤشرات مع ارتباط أقوى للمؤشرات الإسلامية مقارنة بالتقليدية؛
- كما أنه في وضعية الاستقرار، تتراجع بوضوح الارتباطات بالفترات السابقة للناتج المحلي الإجمالي، فيما عدا الفترة الرابعة لتأخير الناتج المحلي الإجمالي، مع تفوق ارتباطات المؤشرات الإسلامية خاصة مؤشر HIJRAH مقارنة بمؤشر KLCI.

إذن ما يمكن استنتاجه هنا، أن دور المؤشرات في توقع الناتج المحلي الإجمالي، يظهر في فترات الاستقرار، حيث تصبح المؤشرات أكثر ارتباطا بالأداء المتوقع للشركات، والذي ينعكس على الناتج المحلي الإجمالي بعد خمس فترات، أي بعد عام وربع، وهذا قد يدل على أن استقرار السوق يقلل من تأثير المضاربين الذين يعتمدون على التحليل الفني[1] في التداول، ويزيد من تأثير المستثمرين الذين يعتمدون على التحليل الأساسي[2]. ونجد أن ارتباط المؤشرات الإسلامية أقوى من التقليدية، وهذا قد يشير إلى دور تطبيق الرقابة الشرعية على الشركات، في تحسين فعالية المعلومات في توقع الأداء المستقبلي لهذه الشركات، من طرف المتعاملين في سوق الأوراق المالية الماليزي، من جهة، ومن جهة أخرى، تعزيز ارتباط

[1] التحليل الفني: الاعتماد على تغيرات الأسعار التاريخية لتوقعها مستقبلا.
[2] التحليل الأساسي: الاعتماد على الأداء الحقيقي للشراكات.

نتائج أداء هذه الشركات بالنشاط الاقتصادي الحقيقي، بسبب معايير الرقابة الشرعية المطبقة عليها والتي تحد من الأنشطة التي لا ترتبط بالنشاط الاقتصادي الحقيقي، وهذا من شأنه أن يوجه السوق عموما إلى التخصيص الأفضل للموارد نحو الأنشطة ذات القيمة المضافة الحقيقية، وبالتالي دعم النمو الاقتصادي.

فيما يخص مقارنة نتائج هذه الدراسة بدراسات سابقة فقد أمكننا الحصول على دراسة واحدة مشابهة وهي دراسة (Zalgiryte, Guzavicius, & Tamulis, 2014) حول أسواق الأسهم التقليدية في فرنسا والولايات المتحدة. وتتقاطع مع دراساتنا في أن سوق الأسهم يمكن من توقع الأداء الاقتصادي من خلال الارتباط بالناتج المحلي الإجمالي.

3.6 مناقشة نتائج دراسة التكامل المشترك

يمكن إجمال نتائج دراسة التكامل المشترك للنماذج الخاصة بالمؤشرات الأربعة في العناصر التالية:

1.3.6 جودة النماذج

لقد أثبتت النماذج الأربعة جودة عالية من خلال مقاييس جودة النموذج (معامل التحديد، معامل التحديد المعدل، الخطأ المعياري للانحدار، مجموع مربعات البواقي، إحصائية دوربن واتسن) مع تفوق طفيف لنموذجي المؤشرين HIJRAH وEMAS_shar. كما كانت الاختبارات التشخيصية للبواقي ذات قيم جيدة للنماذج الأربعة ما عدا نموذج مؤشر KLCI الذي أظهر نتائج أقل جودة في اختباري التوزيع الطبيعي للبواقي واختبار الارتباط الذاتي للبواقي. وفيما يخص الاستقرارية الهيكلية للنماذج فقد بينت النتائج استقرارا هيكليا للنماذج الأربعة، إلا أن نموذجي المؤشرين HIJRAH وEMAS_shar أظهرا أفضلية واضحة في اختبار CUSUM of squares خاصة نموذج مؤشر HIJRAH.

2.3.6 إختبار الحدود

فيما يخص اختبار الحدود للتكامل المشترك فقد أظهر اختبار F تكاملا مشتركا عند مستوى معنوية 1% لجميع النماذج، إلا أن اختبار t أظهر فوارقا بين نموذجي المؤشرين الإسلاميين ونموذجي المؤشرين التقليديين، حيث أثبت وجود التكامل المشترك في كلا النموذجين للمؤشرين الإسلاميين، حيث كان اختبار t معنويا عند مستوى 1%، في حين أنه لم يُثبت وجود التكامل المشترك في نموذجي المؤشرين التقليديين، بل أنه أثبت عدم وجود تكامل مشترك في نموذج المؤشر KLCI، وهذا يدل على عدم وجود تكامل مشترك حقيقي في نموذجي المؤشرين التقليديين أو أن التكامل المشترك متدهور عبر الزمن.

3.3.6 العلاقة طويلة الأجل

جاءت نتائج العلاقة طويلة الأجل بين المؤشرات والناتج المحلي الإجمالي لتدعم العلاقة الإيجابية بين سوق الأوراق المالية عموما (التقليدي والإسلامي) والنمو الاقتصادي، ولتتماشى مع الاتجاه العام للدراسات في هذا المجال سواء المتعلقة بالأسواق التقليدية مثل: Pradhan (2018)، وNordin & Nordin (2016)، و Hossain, Hossain, & Sadi (2013)، أو المتعلقة بالأسواق الإسلامية مثل: Khavarinezhad, Biancone, & Jafari-Sadeghi (2021)، وLedhem & Mekidiche (2022)، وMusa, Bahari, & Aziz (2020). أما في إطار المقارنة بين سوق الأسهم الإسلامي وسوق الأسهم التقليدي، فإن نموذجي المؤشرين الإسلاميين أظهرا نتائج ذات دلالة إحصائية أفضل من نموذجي المؤشرين التقليديين في توافق مع دراسة (Hanif & Bhatti, 2018) ودراسة (Abduh & Sukmana, 2013). فقد أكد نموذج المؤشر الإسلامي EMAS_shar أفضليته من ناحية الانسجام ضمن النموذج، حيث أظهر أكبر عدد من المعاملات ذات المعنوية بـ 5 معاملات من أصل 6، ونموذج المؤشر HIJRAH أعطى 4 معاملات معنوية من أصل 6، أما نموذج مؤشر KLCI لم يعطي أي معامل معنوي، ما يؤكد نتائج اختبار الحدود التي أثبتت عدم وجود تكامل مشترك في هذا النموذج. وهذا يبين أن المؤشرين الإسلاميين قد أثبتا انسجاما أكبر من المؤشرين التقليديين مع المتغيرات التفسيرية في علاقتها طويلة الأجل مع الناتج المحلي الإجمالي. كما أن قيم معاملات المؤشرات كانت لصالح المؤشرين الإسلاميين حيث كانت أكبر قيمة هي لمعامل مؤشر HIJRAH الإسلامي بـ 1.44 أي أن الناتج المحلي الإجمالي يرتفع بنسبة 1.44% إذا ارتفع مؤشر HIJRAH بنسبة 1%، ثم يأتي مؤشر EMAS_shar بمعامل بلغ 1.41 أي أن الناتج المحلي الإجمالي يرتفع بنسبة 1.41% إذا ارتفع مؤشر EMAS_shar بـ 1%، أما معامل مؤشر EMAS فبلغ 1.25 أي أن الناتج المحلي الإجمالي يرتفع بنسبة 1.25% إذا ارتفع مؤشر EMAS بنسبة 1% أما مؤشر KLCI فسجل أضعف تأثير على الناتج المحلي الإجمالي بمعامل 0.58 أي أن الناتج المحلي الإجمالي يرتفع بـ 0.58% إذا ارتفع مؤشر KLCI بنسبة 1%.

وفيما يخص العلاقة طويلة الأجل بين الناتج المحلي الإجمالي والمتغيرات الضابطة، فقد أظهرت النماذج نتائج أحيانا متوافقة ومختلفة أحيانا أخرى. وما يمكن استنتاجه من اختلاف نتائج المتغيرات الضابطة بين النماذج الأربعة، أن هذه المتغيرات تفاعلت بشكل مختلف مع المؤشرات في إطار العلاقة مع الناتج المحلي الإجمالي. ولتوضيح هذا التفاعل سنعتمد على الجدول رقم: أدناه الذي يتضمن معاملات كل متغير من المتغيرات الضابطة حسب النموذج وطبيعة العلاقة:

الجدول رقم: 25 معاملات العلاقة طويلة الأجل للمتغيرات الضابطة حسب النموذج

	نموذج EMAS		نموذج KLCI		نموذج EMAS_shar		نموذج HIJRAH	
المتغيرات الضابطة	المعامل	العلاقة	المعامل	العلاقة	المعامل	العلاقة	المعامل	العلاقة
INFLA	-0.280362	غير معنوي	-1.835999	غير معنوي	-0.002853	غير معنوي	0.078875	طردية
INTER	0.579401	غير معنوي	4.136809	غير معنوي	-0.116134	عكسية	-0.313357	عكسية
EXCH	-0.049180	غير معنوي	-0.694160	غير معنوي	0.052055	طردية	0.064678	طردية
EXPORT	0.107037	طردية	0.440270	غير معنوي	0.035444	طردية	-0.002500	غير معنوي
IMPORT	-0.062246	عكسية	-0.172464	غير معنوي	-0.032543	عكسية	-0.002963	غير معنوي

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews.

حسب النتائج الموضحة في الجدول أعلاه يُظهر التضخم تأثيرًا ضعيفًا وغير معنوي على الناتج المحلي الإجمالي في معظم النماذج، باستثناء نموذج HIJRAH الذي يظهر فيه التضخم تأثيرًا إيجابيًا معنويًا، فبناءً على تأثير التضخم، يمكن اعتبار HIJRAH الأفضل من حيث التفاعل مع التضخم. وهذا قد يشير إلى قدرة أسواق الأوراق الإسلامية على الانسجام مع آثار التضخم الإيجابية، حيث إن ارتفاع التضخم في بعض الأحيان يعكس زيادة الطلب على السلع والخدمات، مما يُترجم إلى زيادة الإنتاجية. ويدعم هذا ما جاء به Samuelson (1973) بأن التضخم، في سياق الاقتصاديات الناشئة، يمكن أن يدعم النمو في حال كانت الأسواق أكثر استقرارًا وارتباطًا بالاقتصاد الحقيقي. وتتوافق النتائج إلى حد ما مع نظرية فيليبس (Phillips, 1958) التي ترى وجود علاقة بين التضخم والنمو الاقتصادي عبر معدل البطالة، وهذا يظهر في استجابة السوق الإسلامي التي تعتمد على الطلب المرتفع. كما تتماشى النتائج مع النظرية الكينزية (Keynes, 1936) ، التي ترى أن الإنفاق الكلي قد يؤدي إلى ارتفاع التضخم والنمو.

أما معدل الفائدة فقد أظهر تأثيرًا سلبيًا قويًا ومعنويًا على الناتج المحلي الإجمالي ضمن نموذجي HIJRAH وEMAS_shar، مما يدل على أن هذه المؤشرات تتفاعل بشكل كبير مع تغييرات معدلات الفائدة، على عكس نموذجي المؤشرين التقليديين EMAS وKLCI التي لم يظهر معدل الفائدة فيها تأثيرًا معنويًا، وهذا يشير إلى أن المؤشرين الإسلاميين HIJRAH وEMAS_shar أكثر حساسية تجاه معدل الفائدة مقارنة بالمؤشرين التقليديين. ومن ناحية النظرية الاقتصادية، فتتفق هذه النتائج مع النظرية الكينزية (Keynes, 1936) التي تشير إلى أن زيادة سعر الفائدة يخفض من الإنفاق الاستثماري، وبالتالي يؤثر سلبًا على الناتج المحلي الإجمالي، وهي نتيجة تُظهرها الأسواق الإسلامية

في هذه الدراسة بشكل أوضح. كما تتناسب هذه النتيجة مع نظرية فيشر (Fisher, 1930) التي توضح أهمية تأثير أسعار الفائدة على الأنشطة الاستثمارية.

وفيما يخص سعر الصرف فقد أظهر تأثيرًا إيجابيًا ومعنويًا على الناتج المحلي الإجمالي ضمن نموذجي المؤشرين الإسلاميين HIJRAH وEMAS_shar، وهذا يدل على أن هذه المؤشرات تتفاعل بشكل إيجابي مع ارتفاع قيمة العملة المحلية. بالمقارنة، فإن سعر الصرف لم يُظهر تأثيرا معنويا ضمن نموذجي المؤشرين التقليديين EMAS وKLCI، لذا فإن المؤشرين HIJRAH وEMAS_shar هما الأفضل من حيث إظهار تأثير سعر الصرف. وإذا كانت العلاقة نظرية ميزان المدفوعات (Krugman & Obstfeld, 2003) ترى أن انخفاض سعر الصرف يزيد من تنافسية الصادرات، مما يؤدي إلى زيادة الطلب الخارجي وتحفيز النمو الاقتصادي، إلا أنه يبدو أن طبيعة الاقتصاد الماليزي التي تعتمد على الواردات بشكل كبير لتموين النشاط الإنتاجي تجعل من انخفاض سعر صرف العملة يرفع من تكاليف المواد الأولية المستوردة بما يؤثر سلبا على النمو الاقتصادي على المدى الطويل. وهذا يتوافق مع دراسة Hashim & Masih (2014) حول علاقة الصادرات والواردات وسعر الصرف بالنمو الاقتصادي في ماليزيا.

تُظهر الصادرات تأثيرا إيجابيا ومعنويا على الناتج المحلي الإجمالي ضمن نموذجي EMAS وEMAS_shar، مما يعني أن هذه المؤشرات ترتبط بشكل وثيق بزيادة الصادرات لتحفيز النمو الاقتصادي. بينما لم يظهر ضمن نموذجي KLCI وHIJRAH تأثيرًا معنويًا للصادرات. وبناءً على ذلك، فإن المؤشرين EMAS وEMAS_shar هما الأفضل من حيث إظهار تأثير الصادرات. وتتفق هذه النتائج مع نظرية النمو المعتمد على الصادرات (Export-Led Growth Theory)، التي ترى أن الطلب الخارجي على السلع المحلية يعزز الإنتاج والنمو الاقتصادي. ووفقًا لدراسات مثل Balassa (1978) و Romer (1990)، تعتمد الدول النامية بشكل خاص على الصادرات لتحقيق النمو الاقتصادي، مما يتماشى مع نتائج الدراسة الحالية.

أما الواردات فتُظهر تأثيرا سلبيا ومعنويا على الناتج المحلي الإجمالي ضمن نموذجي EMAS وEMAS_shar، مما يعني أن ارتفاع الواردات قد يضغط على النمو الاقتصادي حسب هذين النموذجين. وبالمقابل، لم يظهر ضمن نموذجي KLCI وHIJRAH تأثيرًا معنويًا للواردات. ولهذا كما هو الحال مع الصادرات فإن المؤشرين EMAS وEMAS_shar هما الأفضل من حيث إظهار تأثير الواردات. تتماشى هذه النتائج مع نظرية الاعتماد الاقتصادي (Dependency Theory) (Prebisch, 1950)، التي ترى أن الواردات، خاصة إذا كانت استهلاكية، تؤثر سلبًا على الاقتصاد المحلي وتقلل من الطلب على المنتجات المحلية، ما قد يثبط النمو الاقتصادي. وفي حالة ماليزيا فإن

الاعتماد على السلع النصف مصنعة المستوردة لتموين النشاط الإنتاجي يخفض من القيمة المضافة محليا ويؤثر سلبا على النمو الاقتصادي على المدى الطويل.

والخلاصة بالنسبة للمؤشرات وتفاعلها مع المتغيرات الضابطة هي أن مؤشر KLCI أظهر تفاعلا ضعيفا مع المتغيرات الضابطة في العلاقة مع الناتج المحلي الإجمالي ولم يُظهر تأثيرا واضحا على المدى الطويل. أما مؤشر EMAS فهو يتماشى أكثر مع الصادرات والواردات في علاقته طويلة الأجل مع الناتج المحلي الإجمالي. وفيما يخص مؤشر HIJRAH فقد أظهر تفاعلا أكثر من المؤشرين السابقين مع المتغيرات الضابطة في علاقته طويلة الأجل مع الناتج المحلي الإجمالي، حيث يتماشى أكثر في هذه العلاقة مع التضخم ومعدل الفائدة وسعر الصرف، كما أنه أظهر أقوى تأثير على الناتج المحلي الإجمالي مقارنة بباقي المؤشرات. بينما مؤشر EMAS_shar فقد أظهر تفاعلا أكثر شمولا من باقي المؤشرات، حيث يتماشى في علاقته طويلة الأجل بالناتج المحلي الإجمالي مع كل المتغيرات الضابطة ماعدا التضخم، كما أنه أظهر ثاني أقوى تأثير على الناتج المحلي الإجمالي بعد مؤشر HIJRAH.

وعمومًا، تتوافق نتائج الدراسة، فيما يخص المتغيرات الضابطة، في عمومها مع العديد من النظريات الاقتصادية المعروفة، حيث تدعم نتائج العلاقة طويلة الأجل بين الناتج المحلي الإجمالي وكل من التضخم وسعر الفائدة والواردات الفرضيات النظرية حول تأثير هذه المتغيرات. فيما عدا سعر الصرف والصادرات التي أظهرت خصوصية الاقتصاد الماليزي. وكانت نتائج النماذج الإسلامية أكثر توافقا مع النظريات الاقتصادية، مما يؤشر إلى مدى تفاعلها مع الاقتصاد الحقيقي.

4.3.6 العلاقة قصيرة الأجل ومعامل تصحيح الخطأ

أظهرت النماذج الأربعة إستجابة قصيرة الأجل من الناتج المحلي الإجمالي لإبطاءاته ومختلف إبطاءات المتغيرات المستقلة. والجدول رقم 26 يبين نتائج العلاقة قصيرة الأجل للنماذج الأربعة حسب عدد المعاملات المعنوية لكل متغير واتجاه العلاقة.

حسب الجدول أدناه فإن نموذج مؤشر KLCI يتفوق على باقي النماذج فيما يخص معنوية العلاقة قصيرة الأجل مع الناتج المحلي الإجمالي بمجموع 37 معامل معنوي، وهذا عكس العلاقة طويلة الأجل حيث كان نموذج KLCI هو الأضعف بين النماذج فيما يخص العلاقة طويلة الأجل مع الناتج المحلي الإجمالي. في المقابل يظهر نموذج المؤشر HIJRAH هو الأضعف بين النماذج في العلاقة قصيرة الأجل بأقل عدد من المعاملات المعنوية في حين أنه أظهر نتائج قوية فيما يتعلق بالعلاقة طويلة الأجل، أما نموذجي المؤشرين EMAS وEMAS_shar فسجلا نفس عدد

الجدول رقم: 26 ملخص العلاقة قصيرة الأجل حسب النموذج والمتغيرات

المتغيرات	نموذج EMAS		نموذج KLCI		نموذج EMAS_shar		نموذج HIJRAH		الاتجاه العام للعلاقة
	عدد المعاملات المعنوية	اتجاه العلاقة	عدد المعاملات المعنوية	اتجاه العلاقة	عدد المعاملات المعنوية	اتجاه العلاقة	عدد المعاملات المعنوية	اتجاه العلاقة	
RGDPSA	4	عكسية	5	عكسية	4	عكسية	4	عكسية	عكسية
EMAS	3	أغلبها طردية							أغلبها طردية
KLCI			4	طردية					طردية
EMAS_shar					6	أغلبها عكسية			أغلبها عكسية
HIJRAH							5	أغلبها عكسية	أغلبها عكسية
INFLA	5	طردية	5	طردية	لا يوجد	لا يوجد	3	عكسية	أغلبها طردية
INTER	2	طردية	6	متقلبة	4	طردية	4	طردية	أغلبها طردية
EXCH	3	طردية	6	أغلبها طردية	3	عكسية	5	أغلبها عكسية	متقلبة
EXPORT	5	عكسية	6	عكسية	5	عكسية	1	طردية	أغلها عكسية
IMPORT	5	طردية	5	طردية	5	طردية	2	متقلبة	أغلبها طردية
المجموع	27		37		27		24		

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews.

المعاملات المعنوية لكن بتوزيع مختلف بين المتغيرات، مع العلم أن التضخم لا يظهر في العلاقة قصيرة الأجل لنموذج EMAS_shar، وبالنظر إلى الاتجاهات العامة للعلاقة قصيرة الأجل بين المتغيرات والناتج المحلي الإجمالي، نجد أن المؤشرين EMAS وKLCI ظهرا بعلاقة طردية في الغالب، أما المؤشرين EMAS_shar وHIJRAH ظهرا بعلاقة عكسية في الغالب، وهذا ما قد يفسر علاقة التكامل المشترك بين هذين الأخيرين والناتج المحلي الإجمالي حيث أن العلاقة العكسية بين إبطاءات المؤشر والناتج المحلي الإجمالي في حين أن العلاقة طويلة الأجل هي طردية فهذا يدل على وجود عملية تصحيح للانحرافات نحو التوازن طويل الأجل، في حين أن علاقة إبطاءات مؤشر EMAS مع الناتج المحلي أغلبها طردية، وهذا يعني وجود بعض التصحيحات مما جعل علاقة التكامل المشترك غير مؤكدة، أما إبطاءات مؤشر KLCI فعلاقتها ذات المعنوية كانت كلها طردية مع العلم أن العلاقة طويلة الأجل أظهرت توجها طرديا وهذا يدل على غياب التصحيحات، أو أنها طفيفة حيث ظهر معامل الإبطاء الخامس بإشارة سالبة رغم أنه غير معنوي، وهذا ما أثبت عدم وجود تكامل مشترك في نموذج مؤشر KLCI.

وفيما يخص العلاقة قصيرة الأجل للمتغيرات الضابطة فنجد أن التضخم أظهر اتجاها عاما طرديا غالبا، وهذا قد يُفسر بأن ارتفاع الطلب الذي يدفع إلى التوسع الاقتصادي يتسبب كذلك في ضغوط تضخمية، أو أن توقعات ارتفاع الأسعار تدفع إلى زيادة الطلب على المنتجات مما يحفز النمو. وبالنظر إلى العلاقة طويلة الأجل نجدها عكسية في نماذج EMAS وEMAS_shar وKLCI غير أنها ليست معنوية وفي المقابل، فإن العلاقة طردية في المدى قصيرة لهذه النماذج، وبالعكس، العلاقة طردية ومعنوية في نموذج HIJRAH على المدى الطويل وعكسية ومعنوية على المدى القصيرة، لذلك فمن المرجح أن التضخم يشهد تصحيحات للانحرافات ويشكل تكاملا مشتركا مع الناتج المحلي الإجمالي ويظهر خاصة في نموذج مؤشر HIJRAH.

أما معدل الفائدة فيُظهر علاقة طردية على العموم على المدى القصير، وهذا قد يعود إلى أن ارتفاع معدل الفائدة يحفز الاستثمارات قصيرة الأجل ودخول رؤوس أموال مما يؤدي إلى تعزيز مؤقت للنمو الاقتصادي، لكن على المدى الطويل يؤدي إلى ارتفاع تكاليف الاقتراض ويؤثر سلبا على الإنفاق الاستثماري، وهذا يظهر في النتائج بشكل علاقة معنوية عكسية على المدى الطويل، مما يرجح أن معدل الفائدة يشكل تكاملا مشتركا مع الناتج المحلي الإجمالي خاصة في نموذجي EMAS_shar وHIJRAH.

وفيما يخص سعر الصرف فأظهر علاقة متقلبة، بين عكسية وطردية، وهذا قد يعود إلى التأثير المباشر لسعر الصرف على الصادرات والواردات، والتي لديها تأثيرات متباينة على الناتج المحلي الإجمالي حسب الظروف الاقتصادية، حيث أن انخفاض سعر الصرف يؤدي من جهة إلى زيادة تنافسية الصادرات، إلا أنه يرفع من تكاليف الواردات من جهة أخرى.

عرفت الصادرات غالبا علاقة عكسية على المدى القصير، وهذا قد يُفسر بالاعتماد المتزايد على المدخلات المستوردة في إنتاج السلع الموجهة للتصدير (مثل الأجهزة الإلكترونية تمثل 29% من الواردات و36% من الصادرات) (trading economics, 2024) مما يخفض من القيمة المضافة محليا وينعكس سلبا على الناتج المحلي الإجمالي.

أما الواردات فقد عرفت غالبا علاقة طردية، وهذا قد يرجع إلى نفس الأسباب المذكورة سابقا وهو اعتماد الإنتاج المحلي على المدخلات المستوردة، فارتفاع الواردات من هذه المنتجات يحفز النمو.

وفيما يخص معامل تصحيح الخطأ فقد أظهر المؤشرين الإسلاميين أفضلية واضحة مقابل المؤشرين التقليديين، فقد بلغ معامل تصحيح الخطأ لنموذج مؤشر HIJRAH 0.28 بسرعة تصحيح أقل من سنة، وقد بلغ 0.25 في

نموذج EMAS_shar أي بسرعة تصحيح سنة واحدة، وبلغ 0.12 في نموذج مؤشر EMAS أي بسرعة تصحيح أكثر من سنتين، أما نموذج مؤشر KLCI فقد أظهر أضعف معامل لتصحيح الخطأ بـ 0.04 أي بسرعة تصحيح تتجاوز 6 سنوات.

وكخلاصة للمقارنة بين المؤشرين الإسلاميين والتقليدين اعتمادا على نتائج دراسة التكامل المشترك مع الناتج المحلي الإجمالي ضمن النماذج المقترحة، فيمكن القول بأن المؤشرين الإسلاميين قد تفوقا على المؤشرين التقليديين في النقاط التالية:

- **جودة النموذج:** حيث أظهر نموذجي المؤشرين الإسلاميين تفوقا طفيفا في مقاييس جودة النموذج كما أنهما أظهرا استقرارية هيكلية أفضل خاصة من خلال اختبار CUSUM of squares وهذا يدفع للاعتقاد أنهما أقل عرضة للصدمات مقارنة بالمؤشرين التقليديين.
- **الانسجام ضمن النموذج:** فقد أظهر المؤشرين الإسلاميين انسجاما أكبر من المؤشرين التقليديين مع أكبر عدد من المتغيرات الضابطة من خلال الدلالة الإحصائية للمعاملات في إطار العلاقة طويلة الأجل مع الناتج المحلي الإجمالي، وهذا يدعم أن المؤشرين الإسلاميين أكثر ارتباطا بالناتج المحلي الإجمالي مقارنة بالمؤشرين التقليديين.
- **تصحيح الانحرافات:** حيث ظهر الفارق الواضح بين المؤشرين الإسلاميين والمؤشرين التقليديين من خلال سرعة تصحيح الخطأ والتي تراوحت بين سنة وأقل من سنة للمؤشرين الإسلاميين وبين سنتين وأكثر من 6 سنوات للمؤشرين التقليديين، وهذا يدل على مدى الترابط على المدى البعيد بين المؤشرين الإسلامين والناتج المحلي الإجمالي.
- **طبيعة العلاقة:** والتي كانت الأفضلية فيها للمؤشرين الإسلاميين من خلال اختبار الحدود t، الذي أثبت أن التكامل المشترك في نموذجي المؤشرين الإسلاميين حقيقي، وفي المقابل أثبت أن التكامل المشترك في نموذج مؤشر KLCI التقليدي غير حقيقي أو متدهور عبر الزمن، وأن التكامل المشترك في نموذج المؤشر التقليدي الآخر EMAS هو غير مؤكد، ومن الممكن أن يكون متدهورا عبر الزمن.
- **قوة التأثير:** أظهر المؤشرين الإسلاميين تأثيرا أقوى على المدى الطويل على الناتج المحلي الإجمالي مقارنة بالمؤشرين التقليديين، من خلال المعاملات، حيث سجل مؤشر HIJRAH أكبر معامل ثم مؤشر EMAS_shar، وسجل مؤشر KLCI التقليدي أضعف معامل تأثير.

وأخيرا يجدر التذكير بأن المؤشرين التقليديين يتضمنان أسهم متوافقة مع الشريعة بنسبة 62% لمؤشر EMAS وحوالي 50% لمؤشر KLCI، لذلك لو أمكن بناء مؤشرين خاليين تماما من الأسهم المتوافقة مع الشريعة مقابل المؤشرين

الإسلاميين EMAS_shar وHIJRAH الخاليين تماما من الأسهم غير المتوافقة مع الشريعة لكان من المتوقع أن يكون الفارق في النتائج أكبر بكثير.

الخـــاتمـــــة

7 الخاتمة:

إن تزايد وتيرة أزمات الأنظمة المالية عامة وأسواق الأوراق المالية خاصة، وآثارها السلبية على النشاط الاقتصادي الحقيقي، جعلت من دورها في دعم النمو الاقتصادي على محك الأبحاث العلمية، والجدل حول مدى قدرتها على أداء هذا الدور، من أجل فهم العوامل التي تدعم استقرار هذه الأسواق، وبالتالي الكفاءة في تأدية دورها التنموي، والعوامل التي تحفز الاضطرابات وتعرقل أداء أدوارها بالكفاءة المطلوبة.

وفي خضم ذلك، برز التمويل الإسلامي بمؤسساته وأدواته ومبادئه المتميزة، كبديل محتمل لتعزيز استقرار أسواق الأوراق المالية، وتمكينها من تأدية دورها التنموي بكفاءة. ومع النمو المتزايد للصناعة المالية الإسلامية، وأداءها المتميز من ناحية استقرار مؤسساتها وأدواتها خلال الأزمات مقارنة بنظيراتها التقليدية، جعلها محط أنظار صناع القرار والباحثين، لفهم ما يميز صيغ وأدوات التمويل الإسلامي، وهل هناك فرق حقيقي بينها وبين طرق وأدوات التمويل التقليدي من جوانب متعددة، مثل: العوائد والاستقرار والمخاطر، ومدى ارتباطها بالنشاط الاقتصادي الحقيقي.

وفي هذا الإطار جاءت هذه الدراسة لتطرح التساؤل حول ما إذا كان هناك فرق بين الأسهم التقليدية والأسهم الإسلامية أو المتوافقة مع الشريعة، فيما يخص دعمها للنمو الاقتصادي، حيث اعتمدت الدراسة على خلفية من الأبحاث النظرية والتطبيقية للإلمام بجوانب وأبعاد هذا الموضوع، ومجموعة من الدراسات السابقة من أجل تحديد الفجوة البحثية وكذا بناء الفرضيات كمنطلق للدراسة.

في الجانب القياسي ركزت الدراسة على السوق الماليزي كونه من الأسواق المالية الإسلامية الرائدة. وهذا من خلال دراسة مقارنة لمدى استقرار مؤشرات الأسهم التقليدية والإسلامية، وكذلك دراسة مدى ارتباطها بالناتج المحلي الإجمالي في ماليزيا، إضافة إلى دراسة تأثير كل من المؤشرات التقليدية والإسلامية على النمو الاقتصادي على المدى القصير والطويل، من خلال تحليل التكامل المشترك ومعامل تصحيح الخطأ.

1.7 النتائج:

توصلت الدراسة لجملة من النتائج نذكر أهمها فيما يلي:

أ. أظهر مؤشري الأسهم الإسلامية أداء أفضل واستقرارا أكبر مقارنة بمؤشري الأسهم التقليدية، سواء في فترات الأزمات أو في فترات الاستقرار النسبي أثناء وضعية السوق الهابط، في حين تفوق أداء مؤشري الأسهم التقليدية مؤقتا أثناء فترة التعافي من أزمة الرهن العقاري؛

ب. أظهر التحليل القطاعي لأداء أسهم القطاعات المكونة للمؤشرات الإسلامية والتقليدية أثناء أزمة وباء كورونا أن الاختلافات في الأداء يعود إلى ثلاث أسباب رئيسية:

- الوزن الكبير للقطاع المالي الأكثر تأثرا بالأزمة في مؤشري الأسهم التقليدية، وضآلته أو انعدامه ضمن مؤشري الأسهم الإسلامية؛
- الوزن الكبير لقطاعات المرافق الأساسية والاتصال ضمن مؤشري الأسهم الإسلامية، وهي قطاعات ترتبط بالنشاط الاقتصادي الحقيقي، وذات مرونة طلب منخفضة، أي تتصف باستقرار كبير؛
- الأسهم الإسلامية تعتبر أقل جاذبية للمضاربين مقارنة بالأسهم التقليدية، نظرا للطبيعة الدفاعية لهذه الأسهم، لذلك فهي ذات استجابة بطيئة لفترات التعافي، إلا أنها تتجنب الصدمات الناشئة عن موجات المضاربة، خاصة أثناء الأزمات.

هذه الأسباب تدفع للاعتقاد أن الأسهم الإسلامية أكثر ارتباطا بالنشاط الاقتصادي الحقيقي، وبالتالي دعم النمو الاقتصادي.

ج. في فترات الأزمات يرتفع ارتباط تغيرات مؤشرات الأسهم بالتغيرات الآنية والتغيرات السابقة في الناتج المحلي الإجمالي، وهذا قد يدل على أن قرارات المتعاملين في السوق في فترات الأزمات ترتبط أكثر بالمعلومات التاريخية لأداء القطاعات الاقتصادية المختلفة؛

د. في فترات الاستقرار يصبح النشاط الاقتصادي ممثلا في الناتج المحلي الإجمالي أكثر ارتباطا بالتغيرات السابقة في مؤشرات الأسهم، حيث تصبح هذه الأخيرة أكثر ارتباطا بالأداء المستقبلي المتوقع للشركات والذي ينعكس على الناتج المحلي الإجمالي بعد سنة وربع (خمس فترات). وهذا قد يدل على أن استقرار السوق يقلل من تأثير المضاربين ويزيد من تأثير المستثمرين؛

هـ. أظهر مؤشري الأسهم الإسلامية في فترات الاستقرار ارتباطا أكبر مع التغيرات اللاحقة في الناتج المحلي الإجمالي مقارنة بمؤشري الأسهم التقليدية، وهذا قد يدل على أن تطبيق الرقابة الشرعية على الشركات يحسن من فعالية المعلومات في توقع الأداء المستقبلي لهذه الشركات، كما يعزز من ارتباط نتائج أداء هذه الشركات بالنشاط الاقتصادي الحقيقي؛

تدعم هذه النتائج صحة الفرضية الثانية التي تنص على أن الأسهم الإسلامية تدعم الاستقرار في السوق الماليزي على افتراض أنها الأقل تقلبا والأكثر ارتباطا بالنشاط الاقتصادي الحقيقي مقارنة بالأسهم التقليدية

و. فيما يخص العلاقة طويلة الأجل، ضمن تحليل التكامل المشترك، أظهرت كل المؤشرات تأثيرا إيجابيا طويل الأجل على الناتج المحلي الإجمالي، إلا أن مؤشرات الأسهم الإسلامية أظهرت تأثيرا أقوى من مؤشرات الأسهم التقليدية، حيث سجل مؤشر HIJRAH الإسلامي التأثير الأقوى، ويليه مؤشر EMAS_shar الإسلامي، في حين سجل مؤشر KLCI التقليدي التأثير الأضعف؛

ز. أظهر اختبار الحدود F وجود تكامل مشترك بين جميع مؤشرات الأسهم والناتج المحلي الإجمالي، في حين أكد اختبار الحدود t وجود هذا التكامل بين مؤشري الأسهم الإسلامية والناتج المحلي الإجمالي، بينما لم يؤكد اختبار t وجود التكامل المشترك بالنسبة لمؤشر الأسهم التقليدية EMAS وأكد عدم وجود تكامل مشترك لمؤشر الأسهم التقليدية KLCI. وهذا يدل على تفوق مؤشرات الأسهم الإسلامية في علاقة التكامل المشترك مع الناتج المحلي الإجمالي؛

ح. أظهر النموذجين الخاصين بمؤشري الأسهم الإسلامية انسجاما أكبر مع المتغيرات الضابطة في العلاقة طويلة الأجل مع الناتج المحلي الإجمالي مقارنة بنموذجي مؤشري الأسهم التقليدية، وهذا يدل على أن مؤشري الأسهم الإسلامية أكثر انسجاما مقارنة بمؤشر الأسهم التقليدية مع العوامل ذات التأثير المعلوم في النشاط الاقتصادي؛

ط. أظهر تقدير العلاقة قصيرة الأجل تفوق مؤشر الأسهم التقليدية KLCI من ناحية الانسجام مع المتغيرات الضابطة، وكان مؤشر HIJRAH الإسلامي أقلها انسجاما، وهذا يدل على أن مؤشري الأسهم التقليدية تتفاعل مع الناتج المحلي الإجمالي على المدى القصير أكثر منه على المدى الطويل؛

ي. بالنسبة لمعامل تصحيح الخطأ، فقد كان التفوق فيه واضحا لمؤشري الأسهم الإسلامية، حيث أظهر مؤشر HIJRAH الإسلامي أسرع معدل تصحيح بأقل من سنة، ثم يليه مؤشر EMAS_shar الإسلامي بمعدل سرعة تصحيح بلغ سنة واحدة، في حين بلغ معدل سرعة التصحيح لمؤشر EMAS التقليدي أكثر من سنتين، أما مؤشر KLCI التقليدي فسجل أبطأ معدل لسرعة التصحيح بأكثر من 6 سنوات، وهذا يدل على القدرة العالية لمؤشري الأسهم الإسلامية على الحفاظ على العلاقة طويلة الأجل مع الناتج المحلي الإجمالي مقارنة بمؤشري الأسهم التقليدية.

هذه النتائج تثبت صحة الفرضية الأولى للدراسة، والتي تنص على أنه يوجد تأثير إيجابي لسوق الأسهم الماليزي على النمو الاقتصادي بغض النظر عن كونها متوافقة أو غير متوافقة مع الشريعة الإسلامية. كما أنها تدعم صحة الفرضية الثالثة للدراسة، والتي تنص على تفوق الأسهم الإسلامية على التقليدية في دعم النمو الاقتصادي في ماليزيا.

2.7 التوصيات:

بناءا على النتائج المتوصل إليها يمكن توجيه بضع توصيات لصناع القرار، والباحثين في المجال المالي والاقتصادي.

بالنسبة لصناع القرار يمكن توجيه التوصيات التالية:

- فيما يخص السوق الماليزي فإن نتائج الدراسة تحفز على توسيع تطبيق معايير الرقابة الشرعية لتشمل أكبر قدر من الشركات المدرجة في السوق، من خلال منح ميزات ضريبية وتسهيلات قانونية للشركات التي تتبنى المعايير الشرعية في أنشطتها، من أجل تحقيق سوق أسهم أكثر استقرارا وفعالية في دعم قطاعات الأنشطة المنتجة وذات القيمة المضافة؛
- فيما يخص أسواق الأسهم خارج ماليزيا ومنها الجزائر، نوصي بالاستفادة من التجربة الماليزية من ناحية تطبيق معايير الرقابة الشرعية على الشركات المدرجة، وتقديم التحفيزات المناسبة من أجل تطوير سوق يتناسب مع معتقدات المجتمع، مما يحفز مختلف الشرائح على الاستثمار من خلال سوق الأوراق المالية، بما يدعم تعبئة المدخرات بكفاءة عالية، من جهة، ومن جهة أخرى يضمن الارتباط الوثيق بالنشاط الاقتصادي الحقيقي، مما يلبي الاحتياجات الحقيقية لمختلف القطاعات وبالتالي التخصيص الأمثل للموارد.

فيما يخص الباحثين في المجال المالي والاقتصادي نوصي بما يلي:

- العمل على تطوير أدوات مالية تلبي احتياجات مختلف المستثمرين من جهة، ومن جهة أخرى تتوافق مع أحكام ومقاصد الشريعة الإسلامية بما يضمن تأديتها لدورها التنموي والحفاظ على استقرار واستدامة دور الأسواق المالية في دعم النمو الاقتصادي؛
- التركيز على النقد الموضوعي والبناء المبني على الأدلة الواقعية لمختلف التجارب في الصناعة المالية الإسلامية، بما يضمن التقويم المستمر للانحرافات، ومراكمة التطوير من أجل الوصول إلى نظام مالي إسلامي متكامل يرتقي إلى مستوى تطلعات المجتمعات المسلمة؛

3.7 حدود نتائج الدراسة:

والمقصود هنا هو إلى أي مدى يمكن الاعتماد على نتائج هذه الدراسة، وفي هذا الصدد يمكن قول ما يلي:

- كانت الدراسة محصورة في سوق الأسهم الماليزي لذلك يمكن الاعتماد على نتائجها بشكل كبير فيما يخص صناع القرار والباحثين حول السوق الماليزي، أما الدول والأسواق الأخرى فيمكنها الاسترشاد بنتائج الدراسة لكن بحذر مع مراعات الفروقات بين الحالة الماليزية والحالات الأخرى؛
- تركز الدراسة على الأسهم دون غيرها من الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، لذلك فإن أي تعميم لنتائج هذه الدراسة على الأوراق المالية الأخرى قد يؤدي إلى أحكام مضللة وقرارات في غير محلها؛
- نتائج الدراسة هي على المستوى الكلي، وإسقاطها على المستوى القطاعي أو الجزئي قد لا يكون بالضرورة صحيحا، أي مثلا: وجود ارتباط بمستوى ما بين الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والناتج المحلي الإجمالي، لا يعني بالضرورة أن هناك ارتباط بنفس المستوى بين الأسهم المتوافقة مع الشريعة لقطاع أو شركة معينة مع الأداء الحقيقي لهذا القطاع أو هذه الشركة.

4.7 آفاق الدراسة

بناءا على هذه الدراسة يمكن الإشارة إلى الجوانب التي تحتاج إلى مزيد من البحث في هذا الموضوع:

- التركيز على المستوى الجزئي كدراسة أثر تطبيق المعايير الشرعية على أداء الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية؛
- التركيز على المستوى القطاعي ودراسة أثر تطبيق المعايير الشرعية على أداء الشركات أو أسهمها ضمن قطاعات مختلفة دراسة مقارنة، لفهم مدى تأثير المعايير الشرعية في كل قطاع وأسباب الاختلافات إن وجدت؛
- العمل على بناء مؤشرات خالية من الأسهم المتوافقة مع الشريعة ومقارنتها مع مؤشرات الأسهم المتوافقة مع الشريعة في سياق دعم النمو أو سياقات أخرى، من أجل إبراز الفوارق بشكل أوضح.

المـــراجـــع

المراجع:

باللغة العربية:

1. ابن منظور .(2003) .لسان العرب .بيروت، لبنان: دار صادر.
2. أحمد, م. ا .(1989) .سوق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في اقتصاد إسلامي .بحث مقدم لنيل درجة الدكتوراه في الاقتصاد الإسلامي .جامعة أم القرى ,المملكة العربية السعودية.
3. أرشد, ف. ا .(2010) .الأسواق المالية .عمان، الأردن: دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع.
4. أرشد, ف. ا &, .أسامة, ع. س .(2004) .الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة .عمّان، الأردن: دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة.
5. إسماعيل, م. ب .(2012) .اقتصاد التنمية نظريات نماذج استراتيجيات .عمان، الأردن: دار أسامة للنشر والتوزيع.
6. التفتازاني, م .(1983) .مقاصد الشريعة الإسلامية . .دار النهضة العربية.
7. السيد, م. ع .(2010) .الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير .عمّان، الأردن: دار الفكر.
8. القرضاوي, ي .(2001) .دور القيم والأخلاق في الاقتصاد الإسلامي .مكتبة وهبة.
9. جبار, م .(2002) .سلسلة التعريف بالبورصة الجزء 2 الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية .الجزائر: دار هومة.
10. جدي, س .(2022) .دور أسواق الأوراق المالية الناشئة في تحقيق التنمية الاقتصادية دراسة تحليلية قياسية لبعض مؤشرات البورصات –بورصة ماليزيا وإندونيسيا من 2007 إلى 2017 .أطروحة دكتوراه .جامعة بسكرة, الجزائر.
11. حسين, ع. ب .(2014) .الأسواق المالية طبيعتها – تنظيمها – أدواتها – مشتقاتها .عمّان، الأردن: دار الكندي.
12. خالد, و. ا .(2009) .إدارة المخاطر المالية .عمان، الأردن: دار المسيرة.
13. دبي, م .(2023) .أثر تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في السعودية خلال الفترة 1990-2020 . أطروحة دكتوراه .جامعة محمد بوضياف المسيلة, الجزائر.
14. دحماني, ن. ا &, .العابد برينيس, ش .(2017) .دور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي: دراسة حالة إندونيسيا والجزائر .مجلة اقتصاديات المال والأعمال.
15. رسمية, أ. أ .(2004) .الأسواق المالية والنقدية .عمّان، الأردن :المعتز للنشر والتوزيع.
16. زكريا, س. ع .(2009) .الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي .الأردن: دار النفائس للنشر والتوزيع.

17. سلطان, م .(2015) .دور بورصة الأسواق المالية في الاقتصاد الوطني: دراسة حالة بورصة ماليزيا .أطروحة دكتوراه . جامعة بسكرة, الجزائر.

18. صلاح الدين, ش .(2014) .مبادئ الأسواق المالية .عمّان: دار الشروق.

19. عباس, ك. ا .(2010) .السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية .عمّان: دار صفاء.

20. عبد الوهاب, ا & .,بشير, ف .(2010) .الاقتصاد الكلي، الطبعة الثانية .المنامة، البحرين: مركز المعرفة للاستشارات والخدمات التعليمية.

21. فارس, ر. ا .(2015) .إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية .عمان، الأردن: دار السواقي العلمية للنشر.

22. فراحي, ف .(2023) .تداعيات آداء أسواق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي والتضخم دراسة قياسية لعينة من الدول الناشئة .أطروحة دكتوراه .جامعة الجزائر 3.

23. كداوي, ط. م .(2008) .دور الأسواق المالية في النمو الاقتصادي في الدول العربية .بحوث مستقبلية 17 .pp , 31-41.

24. مايكل إل روس ترجمة محمد هيثم نشواتي .(2014) .نقمة النفط كيف تؤثر الثروة النفطية على نمو الأمم .الدوحة، قطر: منتدى العلاقات العربية والدولية.

25. مباركي, س .(2014) .تأثير الأسواق المالية على النمو الاقتصادي في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا الترابط بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي .أطروحة دكتوراه .جامعة الحاج لخضر باتنة.

26. محمد أحمد, ح .(2011) .البورصات وسوق الأوراق المالية في مزان الفقه الإسلامي .الإسكندرية: دار الفكر الجامعي.

27. محمد, أ. ا .(2013) .مقدمة في الاقتصاد الكلي، الطبعة الخامسة .صنعاء، اليمن: الأمين للنشر والتوزيع.

28. محمد, أ. ع .(2009) .الأسواق المالية الصول العلمية والتحليل الأساسي .عمان، الأردن: زمزم ناشرون وموزعون.

29. محمد, ص. ا & .,السيدة, ع. ا .(1998) .المؤسسات المالية: البورصة والبنوك التجارية .الإسكندرية: الدار الجامعية.

30. محمد, ع. ب & .,عبير, م .(2018) .الركائز الشرعية لقيام سوق أوراق مالية إسلامية .مجلة الاجتهاد القضائي، العدد 11.

31. مروان, ع .(2008) .الأسواق النقدية والمالية (البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال)، الجزء الأول، الطبعة الرابعة . الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.

32. هوشيار, م .(2014) .الاستثمارات والأسواق المالية .عمان، الأردن: دار صفاء للنشر.

33. وليد, ص & .,البكري, أ .(2008) .الأسواق المالية والدولية .عمّان: دار المستقبل.

بلغة أجنبية:

1. Abduh, M. (2020). Volatility of Malaysian conventional and Islamic indices: does financial crisis matter? Journal of Islamic Accounting and Business Research Vol. 11 No. 1, pp. 1-11.
2. Abduh, M., & Sukmana, R. (2013). The Role of Stock Markets in Promoting Economic Growth in Malaysia: Islamic vis-à-vis Conventional. Global Review of Islamic Economics and Business, 1(1), pp. 1-10.
3. Abdulkader, A., & Motasam, T. (2018). Economic and Financial Modelling with EViews A Guide for Students and Professionals. Springer International Publishing AG.
4. Abu-Bader, S. &.-Q. (2006). Financial developent and economic growth nexus: Time series evidence from middle eastern and north African countries. Munich Personal RePEc Archive.
5. Acemoglu, D. (2008). Introduction to modern economic growth. Princeton university press.
6. Acha, I. A., & Akpan, S. O. (2019). Capital market performance and economic growth in Nigeria. Noble International Journal of Economics and Financial Research, 4(2), pp. 10-18.
7. Adamopoulos, A. (2010). Stock market and economic growth: An empirical analysis for Germany. Business and Economics Journal.
8. Adewiyah, R., & Bawono, A. (2023). The effect of Islamic capital market instruments on Indonesia's economic growth moderated by the money supply. Islamiconomic: Jurnal Ekonomi Islam, 14(1), pp. 73-96.
9. Adoms, F. U., Yua, H., Okaro, C. S., & Ogbonna, K. S. (2020). Capital market and economic development: A comparative study of three Sub-Saharan African emerging economies. American Journal of Industrial and Business Management, 10(05).
10. Aghion, P., & Howitt, P. (1992). A Model of Growth through Creative Destruction. Econometrica, 60(2),, pp. 323–351.
11. Aghion, P., & Howitt, P. (1998). Endogenous Growth Theory. . MIT Press.
12. Aghion, P., Akcigit, U., & Howitt, P. (2015). The Schumpeterian growth paradigm. Annual Review of Economics, 7(1), , pp. 557-575.

13. Aghion, P., Caroli, E., & Garcia-Penalosa, C. (1999). Inequality and economic growth: the perspective of the new growth theories. . Journal of Economic literature, 37(4), pp. 1615-1660.

14. Ahmad, K. (2000). Islamic Finance and Development. Islamic Research and Training Institute.

15. Ahmad, W., & Radzi, R. M. (2011). Sustainability of sukuk and conventional bonds during financial crisis: Malaysia's capital market. Global Economy and Finance Journal.

16. Ahmed, H. (2004). Role of zakah and awqaf in poverty alleviation. . Jeddah: Islamic Development Bank, Islamic Research and Training Institute.

17. Akalpler, E., & Duhok, D. (2018). Does monetary policy affect economic growth: evidence from Malaysia. Journal of Economic and Administrative Sciences, 34(1),, pp. 2-20.

18. Alam, M. M., & Akbar, C. S. (2015). Rationality of the capital market: capitalistic system vs Islamic system. Int. J. Behavioural Accounting and Finance, Vol. 5, Nos. 3/4,, pp. 279-297.

19. Alamad, S. (2017). Financial Innovation and Engineering in Islamic Finance. Springer.

20. Alfaro, L., Chanda, A., Kalemli-Ozcan, S., & Sayek, S. (2004). FDI and economic growth: The role of local financial markets. Journal of International Economics, pp. 89-112.

21. Ali, S., Shahzad, S. J., Raza, N., & Al-Yahyaee, K. H. (2018). Stock market efficiency: A comparative analysis of Islamic and conventional stock markets. Physica A: Statistical Mechanics and its Applications, 503, pp. 139-153.

22. Al-Jarhi, M. A. (2017). An economic theory of Islamic finance. ISRA International Journal of Islamic Finance, 9(2).

23. Al-Khazali, O. M., Leduc, G., & Alsayed, M. S. (2016). A market efficiency comparison of Islamic and non-Islamic stock indices. . Emerging Markets Finance & Trade.

24. Altarturi, B. H., & Abduh, M. (2016). Stock markets and economic growth: A comparative analysis between Islamic and conventional markets in Malaysia. Middle East Journal of Management, 3(1), pp. 34–48.

25. Anugerah, P. K., Kirom, N., & Rosyidah, N. (2023). Does Islamic finance boost economic growth? Empirical evidence from Indonesia. 2nd ICONIEB Conference Proceedings.

26. Arestis, P., & Demetriades, P. O. (1997). Financial development and economic growth: Assessing the evidence. . The Economic Journal, 107(442), pp. 783-799.

27. Ariff, M., & Abubakar, S. Y. (1999). The Malaysian financial crisis: Economic impact and recovery prospects. Retrieved from Yale University repository.

28. Ariff, M., & Rosly, S. A. (2011). Islamic banking in Malaysia: Unchartered waters. Journal of Islamic Finance.

29. Ariff, M., Chazi, A., Safari, M., & Zarei, A. (2017). Significant Difference in the Yields of Sukuk Bonds versus Conventional Bonds. Journal of Emerging Market Finance, 16(2), pp. 115–135.

30. Asimakopulos, A., & Weldon, J. C. (1965). A synoptic view of some simple models of growth. . Canadian Journal of Economics and Political Science/Revue canadienne de economiques et science politique, 31(1), , pp. 52-79.

31. Asimetri, M. M. (2018). Revisiting relationship between Malaysian stock market index and selected macroeconomic variables using asymmetric cointegration. . Jurnal Ekonomi Malaysia, 52(1), pp. 311-319.

32. Asutay, M. (2012). Conceptualising and locating the social failure of Islamic finance: Aspirations of Islamic moral economy vs the realities of Islamic finance. . Asian and African Area Studies, 11(2), pp. 93-113.

33. Asutay, M., Wang, Y., & Avdukic, A. (2022). Examining the Performance of Islamic and Conventional Stock Indices: A Comparative Analysis. Asia-Pacific Financial Markets, 29(3), pp. 327–355.

34. Ayaz, M., Shah, H. S., Hussain, T., & Iqbal, M. (2019). Islamic capital markets and economic growth: A comparative study of Pakistan, Malaysia, and UAE. Islamic Banking and Finance Review, 6, pp. 39–58.

35. Ayres, R. U. (2001). The minimum complexity of endogenous growth models:: the role of physical resource flows. . Energy, 26(9), , pp. 817-838.

36. Baharumshah, A. Z., & Rashid, S. (1999). Exports, Imports and Economic Growth in Malaysia: EmpiricalEvidence Based on Multivariate Time Series. . Asian economic journal, 13(4).

37. Bailey, R. E. (2005). The economics of financial markets. . Cambridge University Press.

38. Balassa, B. (1978). Exports and economic growth: Further evidence. Journal of Development Economics, 5(2), pp. 181-189.

39. Bank Negara Malaysia. (2024, 11 13). Shariah Advisory Council of BNM. Récupéré sur https://www.bnm.gov.my/shariah-advisory-council

40. Basov, S., & Bhatti, M. I. (2016). Islamic finance in the light of modern economic theory. Springer.

41. Bayram, K., & Othman, A. H. (2019). Islamic Versus Conventional Stock Market Indices Performance: Empirical Evidence from Turkey. IQTISHADIA, 12(1), pp. 74-86.

42. Ben Rejeb, A., & Arfaoui, M. (2017). Conventional and Islamic stock markets: What about financial performance? Journal of Emerging Economies & Islamic Research, 5(3), pp. 45-62.

43. Bezemer, D. J. (2014). Schumpeter might be right again: the functional differentiation of credit. . Journal of Evolutionary Economics, 24(5),, pp. 935-950.

44. Blanchard, O., & Pérez Enrri, D. (2011). Macroeconomía: Aplicaciones para Latinoamérica (2nd ed.). . Pearson.

45. Boubakari, A., & Jin, D. (2010). The role of stock market development in economic growth: Evidence from some Euronext countries. International Journal of Financial Research, pp. 14-25.

46. Boyd, J. H., & Smith, B. D. (1998). The evolution of debt and equity markets in economic development. . Economic Theory, 12(3), , pp. 519-560.

47. Brown, R. L., Durbin, J., & Evans, J. M. (1975). Techniques for testing the constancy of regression relationships over time. Journal of the Royal Statistical Society, pp. 149-192.

48. Burcu, A. M. (2021). handbook of research on emergine theories, models and applications of financial economitrics. springer.

49. Bursa Malaysia. (2020). Annual Report.

50. BURSA MALAYSIA. (2024, 11 28). indices overview. Récupéré sur https://www.bursamalaysia.com/trade/our_products_services/indices/ftse_bursa_malaysia_indices/overview

51. Cantner, U. (2017). Foundations of economic change: an extended Schumpeterian approach. Springer.

52. Carl, K., & John, M. (1998). international agricultural development, 3rd Edition. London, UK: the Johns Hopkins University Press.

53. Cesaratto, S. (2009). Endogenous growth theory twenty years on: a critical assessment. Università di Siena.

54. CGD, C. O. (2008). the growth report strategies for sustained growth and inclusive development. USA: The World Bank.

55. Chapra, M. U. (1992). Islam and the economic challenge. International Institute of Islamic Thought (IIIT).

56. Chapra, M. U. (2016). The future of economics: An Islamic perspective. Kube Publishing Ltd.

57. Choong, C.-K., Baharumshah, A. Z., Yusop, Z., & Habibullah, M. S. (2010). Private capital flows, stock market and economic growth in developed and developing countries: A comparative analysis. Japan and the World Economy, pp. 107-117.

58. Christian, B., & Autres. (2004). Monnaie Banque et Marchés Financiers, 7em ed. France: Pearson Education.

59. Clerc, & Jean-Philippe. (2008). La bourse. France: Le Génie Editeur.

60. Datta, K., & Mukhopadhyay, C. K. (2011). Relationship between inflation and economic growth in Malaysia-An econometric review. In International Conference on Economics and Finance Research, pp. 415-419.

61. Demetriades, P. O., & Hussein, K. A. (1996). Does financial development cause economic growth? Time-series evidence from 16 countries. . Journal of Development Economics, 51(2), pp. 387-411.

62. Didier, P. (2017). Vivre le territoire et faire la ville autrement ? Regards croisés franco-brésiliens. France: Presses Universitaires du Septentrion.

63. Dinopoulos, E., & Thompson, P. (1998). Schumpeterian Growth without Scale Effects. Journal of Economic Growth, 3(4), pp. 313–335.

64. Domar, E. D. (1946). Capital Expansion, Rate of Growth, and Employment. Econometrica. Journal of the Econometric Society,.

65. Dornbusch, R., & Fischer, S. (1980). Exchange rates and the current account. The American economic review, 70(5), pp. 960-971.

66. Douglas, C. M., & al. (2012). introduction to linear regression analysis (5th ed.). John Wiley & Sons.

67. El Alaoui, A. O., & Dewandaru, G. (2016). Portfolio diversification and Islamic finance. Journal of Asset Management.

68. El Tiby, A. M., & Grais, W. (2015). Islamic finance and economic development: Risk management, regulation, and corporate governance. John Wiley & Sons.

69. Eltis, W. (1987). The Harrod-Domar Growth Model. The New Palgrave Dictionary of Economics.

70. Emeka, N., & Aham, K. U. (2016). Autoregressive Distributed Lag (ARDL) cointegration technique: application and interpretation. Journal of Statistical and Econometric Methods, vol.5, no.4, pp. 63-91.

71. Erbaş, S. N., & Mirakhor, A. (2013). The Foundational Market Principles of Islam, Knightian Uncertainty, and Economic Justice. . Economic Development and Islamic Finance. world bank.

72. Erickson, L. A., & Dalgaard, C. J. (2006). Solow Versus Harrod-Domar: Reexamining the Aid Costs of the First Millennium Development Goal. IMF Working Paper.

73. Farid, S., Mohsan, T., & Jan, M. W. (2022). Do Islamic Stocks reinforce Real Economic Activity? Evidence from an Emerging Islamic Capital Market. Iranian Economic Review, 26(2), pp. 421-433.

74. Fathurahman, H., & Fitriati, R. (2013). Comparative Analysis of Return on Sukuk and Conventional Bonds. American Journal of Economics, 3(3), pp. 159-163.

75. Faur, A. (2013). Bond Market: An Introduction. South Africa: Quoin Institute (Pty) Limited & bookboon.com.

76. Faur, A. (2013). Derivative Market: An Introduction. South Africa: Quoin Institute (Pty) Limited & bookboon.com.

77. Faur, A. (2013). Equity Market: An Introduction. South Africa: Quoin Institute (Pty) Limited & bookboon.com.

78. Filer, R. K., Hanousek, J., & Campos, N. F. (2000). Do stock markets promote economic growth? SSRN Electronic Journal.

79. Firdaus, F., Ilham, M., Asiam, S., Nurbaiti, N., & Nasution, Y. S. (2024). Comparative Analysis Between Economic Growth of Countries Implementing Conventional and Islamic Financial Systems. Talaa: Journal of Islamic Finance, 4(1), pp. 11–27.

80. Fisher, I. (1930). The Theory of Interest. . Macmillan.

81. Frank, J., Franco, M., & Frank, J. (2010). Foundations of Financial Markets and Institutions, 4th edition. New York, USA: Prentice Hall.

82. Frederic, M. (2010). Monnaie, banque et marchés financiers, 9eme édition. Paris, France: Pearson Education.

83. Freeman, C. (2007). Elgar Companion to Neo-Schumpeterian Economics. . Edward Elgar Publishing.

84. Friedman, M. (1968). The Role of Monetary Policy. The American Economic Review, 58(1),, pp. 1–17.

85. FTSE Russell. (2024). FTSE Bursa Malaysia Index Series Ground Rules, v6.0.

86. Gaffard, J. L. (2011). La croissance économique. Paris: Armand Colin.

87. Gebhard, K., Jürgen, W., & Uwe, H. (2013). introduction to modern time series analysis second edition. Springer.

88. George, E. (2007). Macroeconomics the Easy Way. New York, USA: Barron's Educational Series Inc.

89. Godlewski, C. J., Turk-Ariss, R., & Weill, L. (2013). Sukuk vs. conventional bonds: A stock market perspective. Journal of Comparative Economics, 41(3), pp. 745–761.

90. Grassa, R., & Gazdar, K. (2014). Financial development and economic growth in GCC countries: A comparative study between Islamic and conventional finance. International Journal of Social Economics, 41(6), pp. 493-514.

91. Greenwood, J., & Jovanovic, B. (1990). Financial development, growth, and the distribution of income. . Journal of Political Economy, 98(5), , pp. 1076-1107.

92. Greiner, A. (2010). Models of economic growth. . Mathematical Models in Economics, 2,.

93. Habib, S. F. (2018). Fundamentals of Islamic finance and banking. John Wiley & Sons.

94. Hacche, G. (1979). The theory of economic growth. London: Macmillan.

95. Hagemann, H. (2009). Solow's 1956 contribution in the context of the Harrod-Domar model. . History of Political Economy, 41(Suppl_1), , pp. 67-87.

96. Hamadi, H., & Bassil, C. (2015). Financial Development and Economic Growth in the MENA Region. Comparative Economic Studies.

97. Hamdi, H., & Hakimi, A. (2015). Did banks and financial markets developments lead to economic growth in MENA region? Evidence from Dynamic panel data estimation. Munich Personal RePEc Archive.

98. Haneef, M. A. (1995). Contemporary Islamic economic thought: A selected comparative analysis. Alhoda UK.

99. Hanif, M., & Bhatti, A. A. (2018). Causality among Stock Market and Macroeconomic Factors: A Comparison of Conventional and Islamic Stocks. Journal of Islamic Business and Management, 8(2), pp. 423-449.

100. Haniffa, R., & Hudaib, M. (2007). Exploring the ethical identity of Islamic banks via communication in annual reports. Journal of Business Ethics.

101. Harrod, R. F. (1939). An Essay in Dynamic Theory. . Economic Journal. Cambridge University Press.

102. Hasan, Z. (2006). Sustainable Development from an Islamic Perspective. . Journal of King Abdulaziz University: Islamic Economics.

103. Hasan, Z. (2015). Risk-sharing versus risk-transfer in Islamic finance: An evaluation. MPRA Paper No. 65368.

104. Hassan, A., & Islam, M. S. (2023). Islamic Financial Markets and Institutions. Palgrave Macmillan.

105. Hashim, K., & Masih, M. (2014). What causes economic growth in Malaysia: exports or imports?. Munich Personal RePEc Archive

106. Hervé, C., & autres. (2017). comprendre l'économie, 2e édition. Belgique: deboeck superieur.

107. Herzi, A. A. (s.d.). An overview of Islamic capital market in Malaysia. 278–283. Universiti Sains Islam Malaysia.

108. Hochstein, A. (2020). The Harrod-Domar model, the money market and the elasticity of the investment demand curve. . International Advances in Economic Research, 26(2), pp. 197-198.

109. Hossain, M. K., Hossain, A., & Sadi, R. (2013). An examination of the relationship between stock market and economic growth: A study in Malaysia. Journal of Transformative Entrepreneurship, 1(2), pp. 124-133.

110. Hossain, M. S., Uddin, M. H., & Kabir, S. H. (2020). Sukuk and Bond Puzzle: An Analysis with Characteristics Matched Portfolios. Emerging Markets Finance and Trade.

111. Hsueh, S.-J., Hu, Y.-H., & Tu, C.-H. (2013). Economic growth and financial development in Asian countries: A bootstrap panel Granger causality analysis. . Economic Modelling, 32, pp. 294–301.

112. Hussin, M. Y., Muhammad, F., Abu, M. F., & Awang, S. A. (2012). Macroeconomic variables and Malaysian Islamic stock market: A time series analysis. Journal of Business Studies Quarterly, 3(4), pp. 1-13.

113. Ibrahim, M. H., & Yusoff, S. W. (2001). Macroeconomic variables, exchange rate and stock price: A Malaysian perspective. . International Journal of Economics, Management and Accounting, 9(2).

114. ICMA, I. C. (2020, 8 18). Bond market size. Récupéré sur www.icmagroup.org: https://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/Secondary-Markets/bond-market-size/

115. IIFM, ا. ا. (2022, 08 24). نبذة عن السوق المالية الإسلامية الدولية (IIFM). Récupéré sur IIFM: www.iifm.net

116. INSEE, I. n. (2017, 8 30). Revenus primaires. Récupéré sur insee: https://www.insee.fr/fr/metadonnees/definition/c1196

117. Iqbal, Z., & Mirakhor, A. (2011). An Introduction to Islamic Finance: Theory and Practice (2nd ed.). Singapore: John Wiley & Sons.

118. ISRA, I. S. (2011). Islamic Financial System. ISRA.

119. Jacquillat, B., Solnik, B., & Pérignon, C. (2014). Marchés financiers: Gestion de portefeuille et des risques, edition 6. France: Dunod.

120. Jawadi, F., Jawadi, N., & Louhichi, W. (2014). Conventional and Islamic stock price performance: An empirical investigation. International Economics, 137 , pp. 73–87.

121. Jean, D. A., & Max, P. (2017). Marchés et instruments financiers en Europe et dans le monde. France: Gualino éditeur.

122. Jones, C. I. (2013). Introduction to Economic Growth (3rd ed.). W. W. Norton & Company.

123. Kahf, M. (1997). The Performance of the Institution of Zakah in Theory and Practice. Islamic Research and Training Institute.

124. Kamarudin, A. A., Duasa, J., Kassim, S., & Imon, R. A. (2023). Islamic capital market-growth nexus pre and post IFSA 2013: Empirical evidence from Malaysia. International Journal of Islamic Banking and Finance Research, 11(1), pp. 20-34.

125. Kar, M., Nazlıoğlu, Ş., & Ağır, H. (2011). Financial development and economic growth nexus in the MENA countries: Bootstrap panel Granger causality analysis. Economic Modelling, 28(4), pp. 685-693.

126. Karyotis, C. (2018). L'essentiel de la Bourse et des Marchés de capitaux, Edition 7. France: Gualino.

127. Kasim, N., Nu NuHtay, S., & Salman, S. A. (2013). Shariah governance for Islamic capital market: A step forward. International Journal of Education and Research.

128. Kaufman, L. R. (2013). Heteroskedasticity in regression detection and correction. USA: SAGE.

129. Keynes, J. M. (1936). The General Theory of Employment, Interest, and Money. . Macmillan.

130. Khataybeh, M., & Omet, G. (2021). Economic growth, inflation, and capital market performance: Is there a link in Jordan? Journal of Economics, Finance and Accounting, 8(1), pp. 1-7.

131. Khavarinezhad, S., Biancone, P., & Jafari-Sadeghi, V. (2021). Financing in the Islamic system and sustainable economic development of selected Islamic countries. European Journal of Islamic Finance.

132. Khouildi, M. Y., & al. (2017). Shariah Screening Methodologies: SAC-SC vs DJIM Comparative Study and Impact Assessment on Their Performance. Global Review of Islamic Economics and Business, Vol. 5, No.2, pp. 68-82.

133. King, R. G., & Levine, R. (1993). Finance and growth: Schumpeter might be right. The quarterly journal of economics, 108(3), pp. 717-737.

134. Kogid, M., & al. (2011). Does import affect economic growth in Malaysia. The Empirical Economics Letters, 10(3),, pp. 297-307.

135. Kori, Y. A. (2018). Estimation of Okun Coefficient for Algeria. international journal of youth economy, pp. 1-16.

136. Krugman, P. (1979). A model of balance-of-payments crises. Journal of money, credit and banking, 11(3), , pp. 311-325.

137. Krugman, P. R., & Obstfeld, M. (2003). International Economics: Theory and Policy (6th ed.). Addison Wesley.

138. Kuznets, S. (1955). Economic growth and income inequality. American Economic Review, 45(1), pp. 1-28.

139. Lahsasna, A., Hassan, M. K., & Ahmad, R. (2018). Forward Lease Sukuk in Islamic Capital Markets: Structure and Governing Rules. Palgrave Macmillan.

140. Laincz, C. A., & Peretto, P. F. (2006). Scale effects in endogenous growth theory: An error of aggregation not specification. Journal of Economic Growth, 11, , pp. 263-288.

141. Laldin, M. A. (2008). Islamic financial system: The Malaysian experience and the way forward. Humanomics.

142. LAROUSSE. (2017, 8 3). Définition de développement. Récupéré sur LAROUSSE: http://www.larousse.fr/dictionnaires/francais/d%C3%A9veloppement/24951?q=d%C3%A9veloppement#24835

143. LAROUSSE. (2017, 7 17). Définition de l'économie. Récupéré sur LAROUSSE: http://www.larousse.fr/dictionnaires/francais/%C3%A9conomie/27630?q=%C3%A9conomie#27483

144. learner's dictionaries, O. (2017, 8 3). Definition of development. Récupéré sur Oxford learner's dictionaries: http://www.oxfordlearnersdictionaries.com/definition/english/development?q=development

145. learner's dictionaries, O. (2017, 7 16). Definition of economy. Récupéré sur Oxford learner's dictionaries: http://www.oxfordlearnersdictionaries.com/definition/english/economy?q=economy

146. Ledhem, M. A., & Mekidiche, M. (2022). Islamic securities (Sukuk) and economic growth: New empirical investigation from Southeast Asia using non-parametric analysis of MCMC panel quantile regression. Islamic Economic Studies, 29(2), pp. 119-138.

147. Lehman, P.-j. (2008). bours et marchés financiers, 3em édition. Paris: Dunod.

148. Levine, R. (1997). Financial development and economic growth: views and agenda. Journal of economic literature, 35(2), , pp. 688-726.

149. Levine, R., & Zervos, S. (1998). Stock markets, banks, and economic growth. The American Economic Review, 88(3), pp. 537-558.

150. Litaa, H. N., & Utama, Z. M. (2017). Law review of Islamic capital market role to support sustainable economic development. Tazkia Islamic Finance and Business Review, 8(2).

151. Lucas, R. E. (1988). On the mechanics of economic development. Journal of Monetary Economics, 22(1), pp. 3-42.

152. Maiyaki, A. A. (2013). Principles of Islamic capital market. International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences, 3(4), pp. 278–283.

153. Malécot, S. (2016). Marchés obligataires : A la recherche des nouvelles frontières du risque. Paris: RB édition.

154. Mankiw, N. G. (1995). The growth of nations. Brookings Papers on Economic Activity, 23(1), pp. 275-326.

155. Marsi, G. G., & Wardani, D. T. (2020). The Influence of Sharia Capital Market, Sharia Bonds (Sukuk), and BI Rate on Gross Domestic Products (GDP) in Indonesia. Journal of Economics Research and Social Sciences, 4(2), pp. 149-162.

156. Martin, R., & Sunley, P. (1998). Slow convergence? The new endogenous growth theory and regional development. Economic geography, 74(3), pp. 201-227.

157. Masoud, N., & Hardaker, G. (2012). The impact of financial development on economic growth: Empirical analysis of emerging market countries. Studies in economics and finance, 29(3), pp. 148-173.

158. Maureen, B., Reynold, N., & Bruce, B. (2010). An Introduction to Financial Markets and Institutions, 2end edition. New York, USA: Routledge Taylor & Francis.

159. McKinnon, R. I. (1973). Money and Capital in Economic Development. . Brookings Institution Press.

160. Medearis, J. (2001). Ideology, democracy and the limits of equilibrium: a Schumpeterian critique. British Journal of Political Science, 31(2), pp. 355-388.

161. Merville, A.-D. (2018). Droit financier : Organisation des marchés Instruments financiers Opérations de marché Abus de marchés, 4eme édition. Paris, France: Gualino.

162. Michael, B., & Charles, W. (2017). Macroeconomics, 7th edition. UK: Oxford University Press.

163. Michael, P. T., & Stephen, C. S. (2015). Economic Development, 12th Edition. Boston, USA: Pearson.

164. Mirakhor, A., & Bacha, O. I. (2013). Islamic Capital Markets: A Comparative Approach. . John Wiley & Sons.

165. Mirakhor, A., & Iqbal, Z. (2013). Economic development and Islamic finance. Washington, DC: World Bank Publications.

166. Mirakhor, A., & Krichen, N. (2009). The recent crisis: lessons for Islamic finance. . Munich Personal RePEc Archive.

167. Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. American Economic Review, 48(3),, pp. 261-297.

168. Morvan, J. (2017). Marchés et instruments financiers : Définitions, Exemples concrets de calculs, Stratégies d'investissement, 3eme édition. Paris: Dunod.

169. Mugableh, M. I. (2018). A homoscedastic co-integration analysis of Malaysian financial market. . American Journal of Finance and Accounting.

170. Muharam, H., Anwar, R. J., & Robiyanto, R. (2019). Islamic stock market and sukuk market development, economic growth, and trade openness: The case of Indonesia and Malaysia. Business: Theory and Practice, 20(2), pp. 196-207

171. Mukherjee, C., White, H., & Wuyts, M. (2013). Econometrics and data analysis for developing countries. Routledge.

172. Musa, G. I., Bahari, Z., & Aziz, A. H. (2020). The impact of Islamic capital market on Malaysian real economy. Jurnal Ekonomi Malaysia, 54(2), pp. 91-103.

173. Nagaoka, S. (2012). Critical overview of the history of Islamic economics: Formation, transformation, and new horizons. . Asian and African area studies, 11(2),, pp. 114-136.

174. Narayan, P. K. (2004). REFORMULATING CRITICAL VALUES FOR THE BOUNDS F-STATISTICS APPROACH TO COINTEGRATION: AN APPLICATION TO THE TOURISM DEMAND MODEL FOR FIJI. DISCUSSION PAPERS, 1979–1990. VICTORIA: DEPARTMENT OF ECONOMICS, MONASH UNIVERSITY.

175. Nevser, M. T., Hasan, Ş., & Merve, K. (2019). Conventional and Islamic Indices: A Comparison on Performance. The Journal of Accounting and Finance, pp. 415-430.

176. Njemcevic, F. (2016). Capital market and economic growth in transition countries: Evidence from South East Europe. Journal of Economics and Management, 5(1), pp. 146-161.

177. Nomran, N. M., & Haron, R. (2021). The impact of COVID-19 pandemic on Islamic versus conventional stock markets: International evidence from financial markets. Future Business Journal, 7(1).

178. Nomran, N. M., & Haron, R. (2021). The impact of COVID-19 pandemic on Islamic versus conventional stock markets: international evidence from fnancial markets. Future Business Journal 7(1):33.

179. Nordin, S., & Nordin, N. (2016). The impact of capital market on economic growth: A Malaysian outlook. International Journal of Economics and Financial Issues, 6(S7), pp. 259-265.

180. Olivier, B. (2017). macroeconomics, 7th Edition. Boston, USA: Pearson.

181. Omar, M. A., Abduh, M., & Sukmana, R. (2013). Fundamentals of Islamic money and capital markets. John Wiley & Sons.

182. Palmås, K. (2012). Re-assessing Schumpeterian assumptions regarding entrepreneurship and the social. . Social Enterprise Journal, 8(2),, pp. 141-155.

183. Pamela, P. D., & Frank, J. (2010). The Basics of Finance. New Jersey, USA: ohn Wiley & Sons.

184. Pan, L., & Mishra, V. (2017). Stock market development and economic growth: Empirical evidence from China. Economic Modelling.

185. Patrick, H. T. (1966). Financial development and economic growth in underdeveloped countries. . Economic development and Cultural change, 14(2), pp. 174-189.

186. PESARAN, H., SHIN, Y., & J. SMITH, R. (2001). BOUNDS TESTING APPROACHES TO THE ANALYSIS OF LEVEL RELATIONSHIPS. JOURNAL OF APPLIED ECONOMETRICS, pp. 289-326.

187. Phillips, A. W. (1958). The relationship between unemployment and the rate of change of money wage rates in the United Kingdom, 1861–1957. . Economica, 25(100), pp. 283-299.

188. Piętak, Ł. (2014). Review of theories and models of economic growth. Comparative Economic Research. Central and Eastern Europe, 17(1), pp. 45-60.

189. Portait, R. (2014). Finance de marché : Instruments de base, produits dérivés, portefeuilles et risques, 4eme édition. Paris: Dalloz.

190. Pradhan, R. P. (2018). Development of stock market and economic growth: The G-20 evidence . Eurasian Economic Review, pp. 1-15.

191. Prebisch, R. (1950). The Economic Development of Latin America and its Principal Problems. . United Nations.

192. Quaddus, M., & Siddique, M. (2013). Handbook of Sustainable Development Planning. Cheltenham, UK: Edward Elgar.

193. R. Glenn, H., & Anthony, P. O. (2018). Money, Banking, and the Financial System, 3rd edition. New York, USA: Pearson.

194. Raffaele, S. (2011). The Derivatives Revolution: A Trapped Innovation and a Blueprint for Regulatory Reform. Netherlands: Kluwer Law International.

195. Rahman, A. A., Sidek, N. Z., & Tafri, F. H. (2009). Macroeconomic determinants of Malaysian stock market. African Journal of Business Management.

196. Ramlee, R., & Kassim, S. (2017). Economic forces and Islamic stock market: Empirical evidence from Malaysia. . Asian Journal of Business and Accounting.

197. Ranald, C. M. (2006). The Global Securities Market a Hisrory. New York, USA: Oxford University Press.

198. Ricardo, D. (1817). On the principles of political economy and taxation. John Murray.

199. Robert, E., & Marc, L. (2010). Economics : Principles & Applications, 5th Edition. OH, USA: South Western Cengage Learning.

200. Robert, M., Chung, Y. S., & Soo, K. G. (2017). Bootstrapping the autoregressive distributed lag test for cointegration. Applied Economics, pp. 1466-4283.

201. Robinson, J. (1952). The rate of interest and other essays. The Generalization of the General Theory. MacMillan.

202. Rodrik, D. (2004). Industrial Policy for the Twenty-First Century. DISCUSSION PAPER SERIES, Discussion Paper No. 4767. Centre for Economic Policy Research.

203. Rodrik, D., Subramanian, A., & Trebbi, F. (2004). Institutions rule: the primacy of institutions over geography and integration in economic development. . Journal of economic growth, 9, , pp. 131-165.

204. Romer, P. M. (1990). Endogenous technological change. . Journal of Political Economy, 98(5), pp. S71-S102.

205. Romer, P. M. (1993). Idea gaps and object gaps in economic development. Journal of Monetary Economics, 32(3), , pp. 543-573.

206. Romer, P. M. (1994). The origins of endogenous growth. Journal of Economic perspectives, 8(1), pp. 3-22.

207. Roy, E. B. (2005). the economics of financial markets. UK: Cambridge University Press.

208. Rumana, R., & al. (2012). Modified Breusch-Godfrey Test for Restricted Higher Order Autocorrelation in Dynamic Linear Model - A Distance Based Approach. International Journal of Business and Management; Vol. 7, No. 17, pp. 88-97.

209. RUSSEL, F. (2024). FTSE Bursa Malaysia Index Series.

210. Sabiu, T. T., & Abduh, M. (2020). Islamic financial development and economic growth in Nigeria: A bounds testing approach. . Journal of Islamic Monetary Economics and Finance.

211. Sadeghi, M. (2008). Financial performance of Shariah-compliant investment: Evidence from Malaysian stock market. . International Research Journal of Finance and Economics.

212. Safari, M., Ariff, M., & Shamsher, M. (2014). Sukuk Securities: New Ways of Debt Contracting. . John Wiley & Sons.

213. Saleem, A., Setiawan, B., Bárczi, J., & Sági, J. (2021). Achieving sustainable economic growth: Analysis of Islamic debt and the Islamic equity market. Sustainability, 13(8319).

214. Salman, S. A., & Hassan, R. (2017). Guiding principles in developing Shari'ah governance framework for Islamic capital market. International Journal of Economic Research.

215. Samuelson, P. A. (1973). Economics (9th ed.). McGraw-Hill.

216. Sandoval Junior, L., Mullokandov, A., & Kenett, D. Y. (2015). Dependency relations among international stock market indices. Journal of Risk and Financial Management, 8(2), pp. 227-265.

217. Sari, N., Syamsurijal, A. K., & Widiyanti, M. (2018). The impact of Islamic capital market development on economic growth: The case of Indonesia. Journal of Smart Economic Growth, 3(2), pp. 21-30.

218. Schumpeter, J. A. (1911). The Theory of Economic Development. Harvard University Press.

219. Schumpeter, J. A. (1942). Capitalism, Socialism, and Democracy. . Harper & Brothers.

220. SCM, s. c. (2022, 9 3). Islamic Capital Market. Récupéré sur sc.com: https://www.sc.com.my/development/icm

221. SCM, s. c., & investsmartsc. (2022, 08 22). what is Islamic Capital Market. Récupéré sur investsmartsc: www.investsmartsc.my

222. Securities Commission Malaysia. (2018). Capital Market Annual Report.

223. Securities Commission, M. (2024, aout 12). Shariah-Compliant Securities Screening Methodology. Récupéré sur sc.com.my: https://www.sc.com.my/development/icm/shariah-compliant-securities/shariah-compliant-securities-screening-methodology

224. Shaw, E. S. (1973). Financial Deepening in Economic Development. . Oxford University Press.

225. Siddiqi, M. N. (2004). Riba, Bank Interest and the Rationale of Its Prohibition. Islamic Development Bank.

226. Singh, A. (1997). Financial liberalisation, stock markets, and economic development. . The Economic Journal, 107(442), pp. 771-782.

227. Singh, T., Mehta, S., & Varsha, M. S. (2011). Macroeconomic factors and stock returns: Evidence from Taiwan. . Journal of economics and international finance, 3(4), pp. 217-227.

228. Skott, P., & Auerbach, P. (1995). Cumulative causation and the "new" theories of economic growth. Journal of Post Keynesian Economics, 17(3), , pp. 381-399.

229. Smith, A. (1776). The wealth of nations. Methuen & Co. Ltd.

230. Solow, R. M. (1956). A contribution to the theory of economic growth. . Quarterly Journal of Economics, 70(1), , pp. 65-94.

231. Solow, R. M. (1988). Growth theory and after. The American Economic Review, 78(3), pp. 307-317.

232. Stephen, G. C., & Kermit, L. S. (2015). Money, Banking, And Financial Markets, 4the Edition. New York: McGraw-Hill.

233. Stern, D. I. (2004). The rise and fall of the environmental Kuznets curve. . World development, 32(8), , pp. 1419-1439.

234. Stiglitz, J. E. (1993). Endogenous Growth and Cycles. . National Bureau of Economic Research.

235. Stiglitz, J. E. (2002). Globalization and its discontents. W.W. Norton & Company.

236. Sulaiman, L. A., Adejayan, A. O., & Ilori, O. O. (2023). Capital market development and economic growth of West African countries. Nigerian Journal of Banking and Financial Issues, 9(1), pp. 115-125.

237. Sutcliffe, C. M. (2018). Stock index futures. Routledge.

238. System of National Accounts 2008. (2009). System of National Accounts 2008. New York, USA.

239. Tan, Y. L., & Shafi, R. M. (2021). Capital market and economic growth in Malaysia: The role of ṣukūk and other sub-components. ISRA International Journal of Islamic Finance, 13(1), pp. 102-117.

240. Tükenmez, N. M., Şaka, H., & Kızgın, M. (2019). Conventional and Islamic Indices: A Comparison on Performance. Muhasebe ve Finansman Dergisi, Special Issue, pp. 415-430.

241. Usmani, M. T. (2002). An Introduction to Islamic Finance. Kluwer Law International.

242. Wahab, M. Z., & Mohamed Naim, A. (2024). Developing Islamic-sustainable and responsible investment (i-SRI) criteria based on the environmental, social and governance (ESG) concept. Journal of Islamic Accounting and Business.

243. Walter, J. W. (2007). Economics, 4th edition. New York, USA: Barron's Educational Series.

244. Wanaset, A. (2018). The relationship between capital market and economic growth in Thailand. Journal of Economics and Management Strategy, 5(1), pp. 26-38.

245. Weil, D. (2013). Economic Growth. . Royaume-Uni: Pearson Addison-Wesley.

246. Wilson, R. (2010). Islamic Finance Instruments and Markets. . Bloomsbury Information.

247. Wilson, R. (2013). Regulatory challenges posed by Islamic finance. . IOSCO Task Force on Islamic Capital Market.

248. Yay, G., & Oktayer, A. (2009). Financial development and economic growth: A comparative analysis. . Romanian Journal of Economic Forecasting, 11(3), pp. 56-74.

249. Yusof, R. M., & Majid, M. S. (2006). Who Moves the Malaysian Stock Market – The US or Japan?. . Gadjah Mada International Journal of Business.

250. Yusof, R. M., & Majid, M. S. (2008). Towards an Islamic international financial hub: The role of Islamic capital market in Malaysia. International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management, 1(4), pp. 313-329.

251. Zalgiryte, L., Guzavicius, A., & Tamulis, V. (2014). Stock market and economic growth in the U.S. & France: Evidence from stock market sector indices. Inzinerine Ekonomika-Engineering Economics, 25(1), pp. 47–53.

252.Zamir, I., & Abbas, M. (2013). Economic Development and Islamic Finance. Washington, USA: The World Bank.

الملاحق

الملاحق:

الملحق رقم: 01 حجم الناتج المحلي الإجمالي الماليزي الحقيقي الربع سنوي بملايين الرنجيت الماليزي بدون ومع التعديل الموسمي من 2008 إلى 2023

date	RGDP	RGDP_SA	date	RGDP	RGDP_SA
2008Q1	214939	218064	2016Q1	301658	305466
2008Q2	222978	218424	2016Q2	311742	308948
2008Q3	216332	211222	2016Q3	322013	312761
2008Q4	197949	204267	2016Q4	310725	318656
2009Q1	206556	209375	2017Q1	319154	323886
2009Q2	220302	216014	2017Q2	331070	328424
2009Q3	225851	220661	2017Q3	341012	330152
2009Q4	217941	224573	2017Q4	326883	334988
2010Q1	225146	227982	2018Q1	334154	340236
2010Q2	231758	227765	2018Q2	345637	343623
2010Q3	236692	231246	2018Q3	357380	344456
2010Q4	229274	235880	2018Q4	342246	350074
2011Q1	234828	237718	2019Q1	350862	358360
2011Q2	244968	241195	2019Q2	361191	360942
2011Q3	249236	243335	2019Q3	370603	355126
2011Q4	240967	247776	2019Q4	344642	351620
2012Q1	248213	251094	2020Q1	290865	298017
2012Q2	257706	254311	2020Q2	352161	353229
2012Q3	265437	258679	2020Q3	358373	342720
2012Q4	251329	258540	2020Q4	343952	349607
2013Q1	259631	262545	2021Q1	337985	346888
2013Q2	270334	267178	2021Q2	337370	338956
2013Q3	278709	271260	2021Q3	371275	355339
2013Q4	267163	274853	2021Q4	361494	366370
2014Q1	276507	279463	2022Q1	368065	378516
2014Q2	285473	282624	2022Q2	385952	386564
2014Q3	294595	286491	2022Q3	398749	383271
2014Q4	282658	290517	2022Q4	381376	385602
2015Q1	290056	293337	2023Q1	378371	389475
2015Q2	298890	296119	2023Q2	397916	397499
2015Q3	308146	299561	2023Q3	410313	395472
2015Q4	294247	302072	2023Q4	397394	401324

المصدر: التقارير ربع السنوية للبنك المركزي الماليزي

الملحق رقم: 02 قيم المؤشرات عند نهاية كل ثلاثي من 2008 إلى 2023

date	EMAS	EMAS_SHAR	KLCI	HIJRAH
2008Q1	8618,62	9086,81	1279,86	10361,35
2008Q2	7729,19	8116,03	1163,09	8991,03
2008Q3	5668,53	5853,46	863,61	6565,90
2008Q4	5793,99	6025,45	884,45	6805,05
2009Q1	6541,86	6886,77	990,74	7633,31
2009Q2	7919,79	8107,56	1174,90	8808,66
2009Q3	8336,73	8413,75	1243,23	9234,53
2009Q4	8484,00	8476,10	1259,16	9106,51
2010Q1	9105,25	9056,23	1346,38	9614,74
2010Q2	9212,77	9108,94	1360,92	9545,17
2010Q3	10171,86	9884,82	1505,66	10350,21
2010Q4	10469,17	10209,12	1519,94	10574,64
2011Q1	10576,09	10271,59	1534,95	10633,94
2011Q2	10682,79	10375,72	1548,81	10889,99
2011Q3	10169,32	9924,87	1491,89	10531,64
2011Q4	10587,20	10498,87	1521,29	11085,82
2012Q1	10783,76	10721,44	1570,61	11522,65
2012Q2	11175,23	11278,60	1631,60	12109,92
2012Q3	11366,07	11488,38	1673,07	12537,70
2012Q4	11067,58	11112,97	1627,55	12183,09
2013Q1	11695,99	11663,19	1717,65	12762,71
2013Q2	12331,38	12373,68	1772,62	13437,72
2013Q3	12568,48	12742,22	1806,85	13799,59
2013Q4	12456,34	12604,02	1804,03	13823,34
2014Q1	12940,95	13214,50	1871,52	14510,93
2014Q2	13085,70	13383,98	1871,36	14604,52
2014Q3	12882,89	13346,37	1855,15	14923,94
2014Q4	12271,94	12851,97	1781,26	14937,28
2015Q1	12539,04	13073,91	1818,27	15018,51
2015Q2	11894,13	12373,72	1723,14	13949,96
2015Q3	11573,90	12392,83	1665,71	14082,52
2015Q4	11567,65	12420,82	1667,80	13904,43
2016Q1	11638,02	12208,99	1672,72	13683,89
2016Q2	11585,11	12198,77	1653,26	13657,63
2016Q3	11785,47	12384,01	1672,46	13814,78
2016Q4	11741,29	12227,59	1671,54	13606,82
2017Q1	12631,52	12972,49	1768,06	14200,27
2017Q2	12552,60	12717,64	1760,03	13916,52
2017Q3	12597,27	13082,72	1747,92	14273,57
2017Q4	13371,86	13658,05	1868,58	15039,01
2018Q1	13033,69	13169,14	1870,37	15011,80
2018Q2	12633,15	12810,75	1784,25	14308,69

2018Q3	11770,04	11771,78	1709,27	13199,28
2018Q4	11660,62	11552,61	1683,53	13130,54
2019Q1	11652,84	11837,05	1642,29	13136,41
2019Q2	11589,67	12002,94	1634,87	13342,30
2019Q3	11305,73	11829,78	1597,98	13086,40
2019Q4	10890,12	11552,70	1531,06	12816,01
2020Q1	9808,58	10890,14	1407,78	12386,40
2020Q2	11413,93	13439,53	1603,75	15620,60
2020Q3	10613,58	12741,68	1466,89	14586,30
2020Q4	11363,81	12870,86	1566,40	13992,80
2021Q1	11798,29	13272,50	1601,65	13975,64
2021Q2	10973,47	12049,08	1494,60	12505,06
2021Q3	11559,00	12591,59	1562,31	12914,96
2021Q4	10872,23	11569,10	1512,27	12082,91
2022Q1	11466,08	12022,28	1600,43	12741,33
2022Q2	10601,90	10734,77	1492,23	11506,26
2022Q3	10350,84	10411,11	1460,38	11334,77
2022Q4	10816,27	11076,20	1485,50	11849,61
2023Q1	10396,39	10736,79	1415,95	11536,83
2023Q2	10703,28	10952,72	1459,43	11779,60
2023Q3	10638,59	10841,59	1442,14	11586,08
2023Q4	11243,33	11278,09	1512,98	12040,24

المصدر: موقع Investing

الملحق رقم: 03 البيانات الربع سنوية للمتغيرات الضابطة (التضخم، سعر الصرف، سعر الفائدة، الواردات، الصادرات) من 2008 إلى 2023

date	INFLA	exch	inter	import	export
2008Q1	2,6	3,7	3,5	6,8	9,9
2008Q2	4,8	-2,4	3,5	9,9	20,8
2008Q3	8,4	-5,5	3,5	10,1	16,8
2008Q4	5,9	-0,2	3,25	-11,2	-7,4
2009Q1	3,7	-5	2	-29	-20
2009Q2	1,3	3,5	2	-23,8	-26,3
2009Q3	-2,3	1,4	2	-18,4	-22,4
2009Q4	-0,2	1,5	2	6,9	6,6
2010Q1	1,3	4,6	2,25	35,6	34,5
2010Q2	1,6	0,5	2,5	30,2	21,2
2010Q3	1,9	5,21	2,75	16,4	9
2010Q4	2	0,1	2,75	10,2	3,3
2011Q1	2,8	1,9	2,75	12,5	4,9
2011Q2	3,3	0,2	3	7,4	8,8
2011Q3	3,4	-5,3	3	7,3	11,7
2011Q4	3,2	0,4	3	6,8	9,8
2012Q1	2,3	3,6	3	6,8	3,9
2012Q2	1,7	-3,8	3	8,7	2,8
2012Q3	1,4	4	3	6,9	-1,9
2012Q4	1,3	0,3	3	0,9	-2,2
2013Q1	1,5	-1	3	6,4	-2,6
2013Q2	1,8	-2,9	3	2,5	-5,4
2013Q3	2,2	-2,4	3	7,5	7,5
2013Q4	3	-0,7	3	11,4	10,4
2014Q1	3,4	0,4	3	5,5	10,7
2014Q2	3,3	1,8	3	8,5	14,4
2014Q3	3	-1,9	3,25	2,6	1,5
2014Q4	2,8	-6,4	3,25	4,6	0,2
2015Q1	0,7	-6	3,25	0,2	-2,5
2015Q2	2,2	-1,8	3,25	-5,2	-3,7
2015Q3	3	-14,8	3,25	2,9	5,6
2015Q4	2,6	3,6	3,25	3,4	8
2016Q1	3,4	9,4	3,25	-0,4	2,3
2016Q2	1,9	-2,5	3,25	2,8	1,6
2016Q3	1,3	-3	3	-0,1	-2,1
2016Q4	1,7	-7,6	3	6,1	3,1
2017Q1	4,3	1,3	3	27,6	21,6
2017Q2	4	3,1	3	18,1	20,5
2017Q3	3,6	1,6	3	19,6	21,8
2017Q4	3,5	4,1	3	14,4	12,3
2018Q1	1,8	5,2	3,25	-0,7	5,5
2018Q2	1,3	-4,4	3,25	8,5	8,3

2018Q3	0,5	-2,5	3,25	6,3	5,2
2018Q4	0,3	0,05	3,25		7,9
2019Q1	-0,3	1,4	3,25	-2,5	-4,7
2019Q2	0,7	-1,5	3	-1,4	-4,6
2019Q3	1,3	-1,1	3	-5,8	-1,9
2019Q4	1	2,4	3	-3,9	-3,4
2020Q1	0,9	-4,9	2,5	1,3	1,1
2020Q2	-2,6	0,5	2	-15,1	-14,3
2020Q3	-1,4	2,9	1,75	6,3	4,4
2020Q4	-1,5	3,6	1,75	-4,5	5,1
2021Q1	0,5	-3,5	1,75	10	18,2
2021Q2	4,1	0,1	1,75	33,3	44
2021Q3	2,2	-0,8	1,75	21	15,7
2021Q4	3,2	0,3	1,75	29,6	29,4
2022Q1	2,2	-0,7	1,75	25,2	22,2
2022Q2	2,8	-4,6	2	36	29,9
2022Q3	4,5	-4,9	2,5	46,5	38,3
2022Q4	3,9	5,2	2,75	18,5	11,8
2023Q1	3,6	0,1	2,75	3,4	3
2023Q2	2,8	-5,8	3	-11,5	-11,1
2023Q3	2	-0,2	3	-16,3	-15,2
2023Q4	1,6	2,1	3	1,3	-6,9

المصدر: التقارير ربع السنوية للبنك المركزي الماليزي

الملحق رقم: 4 تقدير العلاقة قصيرة الأجل للمعادلة 12 مؤشر EMAS

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	-6.013119	0.186456	-1.121185	D(LOG_GDP_SA(-1))
0.0002	-5.083731	0.184495	-0.937924	D(LOG_GDP_SA(-2))
0.0000	-6.857944	0.240425	-1.648820	D(LOG_GDP_SA(-3))
0.0007	-4.441333	0.212126	-0.942123	D(LOG_GDP_SA(-4))
0.0930	-1.812708	0.193576	-0.350897	D(LOG_GDP_SA(-5))
0.0001	5.896830	0.095363	0.562339	D(LOG_EMAS)
0.0001	5.552088	0.102672	0.570046	D(LOG_EMAS(-1))
0.1077	1.727744	0.111038	0.191845	D(LOG_EMAS(-2))
0.5083	0.680221	0.091288	0.062096	D(LOG_EMAS(-3))
0.3103	-1.055863	0.071320	-0.075304	D(LOG_EMAS(-4))
0.0157	-2.777579	0.074738	-0.207590	D(LOG_EMAS(-5))
0.3083	-1.060312	0.004285	-0.004543	D(INFLA)
0.0004	4.791228	0.006328	0.030317	D(INFLA(-1))
0.0056	3.309245	0.004608	0.015250	D(INFLA(-2))
0.0015	4.014304	0.004140	0.016618	D(INFLA(-3))
0.0028	3.669406	0.004371	0.016037	D(INFLA(-4))
0.0056	3.316652	0.004288	0.014222	D(INFLA(-5))
0.0000	6.074188	0.030644	0.186139	D(INTER)
0.7488	0.327119	0.027341	0.008944	D(INTER(-1))
0.0008	4.340121	0.025541	0.110849	D(INTER(-2))
0.0595	2.064490	0.024994	0.051600	D(INTER(-3))
0.6713	0.434109	0.020985	0.009110	D(INTER(-4))
0.1298	-1.617330	0.023717	-0.038358	D(INTER(-5))
0.2991	-1.081553	0.000957	-0.001035	D(EXCH)
0.0085	3.097087	0.001128	0.003492	D(EXCH(-1))
0.0132	2.868777	0.000904	0.002593	D(EXCH(-2))
0.0135	2.856056	0.000925	0.002642	D(EXCH(-3))
0.5452	-0.621180	0.001130	-0.000702	D(EXPORT)
0.0001	-5.548808	0.001770	-0.009819	D(EXPORT(-1))
0.0000	-6.282129	0.001352	-0.008495	D(EXPORT(-2))
0.0000	-5.967390	0.001187	-0.007082	D(EXPORT(-3))
0.0002	-5.107577	0.001079	-0.005513	D(EXPORT(-4))
0.0010	-4.231740	0.000692	-0.002929	D(EXPORT(-5))
0.0065	3.240081	0.000802	0.002599	D(IMPORT)
0.0004	4.736378	0.001029	0.004874	D(IMPORT(-1))
0.0000	7.074451	0.000996	0.007049	D(IMPORT(-2))
0.0005	4.647490	0.000871	0.004046	D(IMPORT(-3))
0.0050	3.370895	0.000853	0.002875	D(IMPORT(-4))
0.0000	-8.371488	0.014689	-0.122966	CointEq(-1)

المصدر: مخرجات برنامج Eviews.

الملحق رقم: 5 تقدير العلاقة قصيرة الأجل للمعادلة 13 مؤشر EMAS_shar

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	-6.241658	0.150766	-0.941029	D(LOG_GDP_SA(-1))
0.0008	-3.962273	0.157843	-0.625416	D(LOG_GDP_SA(-2))
0.0000	-7.641630	0.159386	-1.217968	D(LOG_GDP_SA(-3))
0.0015	-3.711755	0.156622	-0.581344	D(LOG_GDP_SA(-4))
0.1255	-1.602698	0.161624	-0.259034	D(LOG_GDP_SA(-5))
0.0000	7.435769	0.073617	0.547401	D(LOG_EMAS_SHAR)
0.0425	2.174637	0.066339	0.144263	D(LOG_EMAS_SHAR(-1))
0.0011	-3.858092	0.070415	-0.271667	D(LOG_EMAS_SHAR(-2))
0.0017	-3.644158	0.079531	-0.289824	D(LOG_EMAS_SHAR(-3))
0.0001	-5.131882	0.082377	-0.422750	D(LOG_EMAS_SHAR(-4))
0.0000	-6.318469	0.063468	-0.401022	D(LOG_EMAS_SHAR(-5))
0.0000	7.665913	0.022739	0.174313	D(INTER)
0.1205	1.625814	0.029355	0.047726	D(INTER(-1))
0.0000	5.939943	0.027961	0.166084	D(INTER(-2))
0.0002	4.538158	0.021573	0.097900	D(INTER(-3))
0.0018	3.627267	0.019672	0.071356	D(INTER(-4))
0.1449	1.520331	0.000770	0.001171	D(EXCH)
0.0000	-8.380145	0.001030	-0.008628	D(EXCH(-1))
0.0000	-6.252990	0.000939	-0.005869	D(EXCH(-2))
0.0229	-2.475120	0.000824	-0.002040	D(EXCH(-3))
0.0568	-2.027863	0.000675	-0.001370	D(EXCH(-4))
0.2916	1.084698	0.000888	0.000963	D(EXPORT)
0.0001	-5.156112	0.000837	-0.004315	D(EXPORT(-1))
0.0000	-7.254646	0.000761	-0.005521	D(EXPORT(-2))
0.0000	-5.637773	0.000872	-0.004916	D(EXPORT(-3))
0.0001	-4.806917	0.000811	-0.003900	D(EXPORT(-4))
0.0006	-4.114999	0.000378	-0.001556	D(EXPORT(-5))
0.0377	2.233966	0.000620	0.001385	D(IMPORT)
0.0001	4.942656	0.000897	0.004435	D(IMPORT(-1))
0.0000	8.351830	0.000773	0.006456	D(IMPORT(-2))
0.0004	4.319812	0.000831	0.003589	D(IMPORT(-3))
0.0003	4.364937	0.000717	0.003129	D(IMPORT(-4))
0.0000	-8.926859	0.027962	-0.249609	CointEq(-1)*

المصدر: مخرجات برنامج Eviews.

الملحق رقم: 6 تقدير العلاقة قصيرة الأجل للمعادلة 14 مؤشر KLCI

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0002	-5.455862	0.176627	-0.963653	D(LOG_GDP_SA(-1))
0.0011	-4.394213	0.203997	-0.896406	D(LOG_GDP_SA(-2))
0.0000	-7.737537	0.299671	-2.318716	D(LOG_GDP_SA(-3))
0.0003	-5.224337	0.297805	-1.555833	D(LOG_GDP_SA(-4))
0.0033	-3.737961	0.250010	-0.934529	D(LOG_GDP_SA(-5))
0.0002	5.443885	0.121234	0.659986	D(LOG_KLCI)
0.0000	8.128673	0.180788	1.469564	D(LOG_KLCI(-1))
0.0003	5.187642	0.163141	0.846319	D(LOG_KLCI(-2))
0.0019	4.060053	0.110811	0.449898	D(LOG_KLCI(-3))
0.3037	1.078956	0.080120	0.086446	D(LOG_KLCI(-4))
0.1140	-1.716697	0.080018	-0.137366	D(LOG_KLCI(-5))
0.2071	-1.340605	0.004161	-0.005578	D(INFLA)
0.0000	6.984795	0.009861	0.068878	D(INFLA(-1))
0.0001	5.648640	0.006919	0.039083	D(INFLA(-2))
0.0001	6.249874	0.005798	0.036238	D(INFLA(-3))
0.0001	6.264698	0.004614	0.028908	D(INFLA(-4))
0.0008	4.591407	0.005182	0.023792	D(INFLA(-5))
0.0001	6.217279	0.027064	0.168267	D(INTER)
0.0333	-2.431949	0.029689	-0.072202	D(INTER(-1))
0.0005	4.872026	0.024828	0.120964	D(INTER(-2))
0.0448	2.264055	0.027614	0.062520	D(INTER(-3))
0.0042	-3.601741	0.022287	-0.080272	D(INTER(-4))
0.0091	-3.155763	0.023187	-0.073173	D(INTER(-5))
0.0007	-4.661088	0.000957	-0.004459	D(EXCH)
0.0001	6.374024	0.002846	0.018141	D(EXCH(-1))
0.0001	6.008257	0.002238	0.013444	D(EXCH(-2))
0.0002	5.380375	0.001836	0.009880	D(EXCH(-3))
0.0066	3.335469	0.001390	0.004635	D(EXCH(-4))
0.0050	3.492104	0.000922	0.003221	D(EXCH(-5))
0.0041	-3.603710	0.001106	-0.003985	D(EXPORT)
0.0001	-6.282820	0.002359	-0.014822	D(EXPORT(-1))
0.0000	-6.907141	0.001603	-0.011072	D(EXPORT(-2))
0.0000	-6.618967	0.001308	-0.008660	D(EXPORT(-3))
0.0001	-6.153156	0.001401	-0.008618	D(EXPORT(-4))
0.0003	-5.304910	0.000898	-0.004764	D(EXPORT(-5))
0.0005	4.808539	0.000812	0.003905	D(IMPORT)
0.0049	3.510743	0.001189	0.004175	D(IMPORT(-1))
0.0000	6.885125	0.000943	0.006493	D(IMPORT(-2))
0.0107	3.070230	0.000767	0.002356	D(IMPORT(-3))
0.0055	3.445206	0.000908	0.003129	D(IMPORT(-4))
0.0000	-8.095283	0.005140	-0.041613	CointEq(-1)*

المصدر: مخرجات برنامج Eviews.

الملحق رقم: 7 تقدير العلاقة قصيرة الأجل للمعادلة 15 مؤشر HIJRAH

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	-6.231176	0.162363	-1.011715	D(LOG_GDP_SA(-1))
0.0047	-3.319362	0.157601	-0.523134	D(LOG_GDP_SA(-2))
0.0000	-6.550170	0.143498	-0.939937	D(LOG_GDP_SA(-3))
0.0011	-4.020777	0.139115	-0.559349	D(LOG_GDP_SA(-4))
0.1631	-1.466795	0.171359	-0.251348	D(LOG_GDP_SA(-5))
0.0023	3.668432	0.071687	0.262978	D(LOG_HIJRAH)
0.3193	-1.030111	0.089468	-0.092162	D(LOG_HIJRAH(-1))
0.0003	-4.608588	0.080924	-0.372944	D(LOG_HIJRAH(-2))
0.0000	-5.810387	0.078686	-0.457198	D(LOG_HIJRAH(-3))
0.0001	-5.505273	0.085441	-0.470376	D(LOG_HIJRAH(-4))
0.0000	-6.487839	0.060460	-0.392252	D(LOG_HIJRAH(-5))
0.0596	2.037540	0.003742	0.007624	D(INFLA)
0.0627	-2.010514	0.003654	-0.007347	D(INFLA(-1))
0.0000	-5.727466	0.003390	-0.019413	D(INFLA(-2))
0.0000	-5.708189	0.003816	-0.021782	D(INFLA(-3))
0.0107	-2.913297	0.003687	-0.010740	D(INFLA(-4))
0.1289	-1.606950	0.003481	-0.005594	D(INFLA(-5))
0.0002	5.008454	0.024183	0.121117	D(INTER)
0.3121	1.046018	0.026453	0.027670	D(INTER(-1))
0.0000	6.683580	0.022926	0.153229	D(INTER(-2))
0.0005	4.401122	0.020118	0.088543	D(INTER(-3))
0.0010	4.092092	0.021888	0.089567	D(INTER(-4))
0.0021	3.703916	0.000772	0.002859	D(EXCH)
0.0000	-10.15549	0.001274	-0.012938	D(EXCH(-1))
0.0000	-8.785815	0.001049	-0.009218	D(EXCH(-2))
0.0001	-5.455484	0.000826	-0.004508	D(EXCH(-3))
0.0001	-5.124453	0.000776	-0.003975	D(EXCH(-4))
0.0561	-2.070088	0.000689	-0.001426	D(EXCH(-5))
0.1017	-1.743726	0.000908	-0.001583	D(EXPORT)
0.0122	2.848847	0.000659	0.001876	D(EXPORT(-1))
0.0010	4.090738	0.000636	0.002602	D(IMPORT)
0.0102	-2.937097	0.000585	-0.001717	D(IMPORT(-1))
0.0005	4.405076	0.000421	0.001857	D(IMPORT(-2))
0.7226	0.361661	0.000419	0.000152	D(IMPORT(-3))
0.5031	-0.686104	0.000410	-0.000282	D(IMPORT(-4))
0.0552	-2.079371	0.000448	-0.000931	D(IMPORT(-5))
0.0000	-10.07742	0.028103	-0.283209	CointEq(-1)*

المصدر: مخرجات برنامج Eviews.

تم بحمد الله