

الرقم التسلسلي: 2025/69

PEOPLE'S DEMOCRATIC REPUBLIC OF ALGERIA

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

Ministry of Higher Education and Scientific Research

جامعة د. الطاهر مولاي سعيدة

University of saida- Dr. Moulay Tahar

كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير

Faculty Of Economic sciences, Manafment and Commerce Sciences

Thesis

Presented to obtain the diploma of 3rd Cycle Doctorate

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث

تخصص: مالية و بنوك

الفرع: علوم المالية والمحاسبة

من طرف:

نزعي روة

عنوان الأطروحة:

دراسة تجريبية للعلاقة طويلة الأجل بين سوق الأوراق المالية الإسلامية والنمو الاقتصادي

-دراسة حالة-



نوقشت و أجيّزت علنا بتاريخ: 26/10/2025 أمام لجنة المناقشة المشكلة من:

الرقم	اللقب و الاسم	الرتبة	المؤسسة	الصفة
01	عبد الله نور الدين	أستاذ ت. ع.	جامعة سعيدة - د مولاي الطاهر	رئيسا
02	دريال أمينة	أستاذ ت. ع.	جامعة سعيدة - د مولاي الطاهر	مشرفا
03	بن حاسين بن اعمر	استاذ محاضر أ	جامعة سعيدة - د مولاي الطاهر	مشرفا مساعدا
04	خراز لخضر	استاذ محاضر أ	جامعة سعيدة - د مولاي الطاهر	ممتحنا
05	يلس شاوش فاطمة الزهراء	استاذ محاضر أ	جامعة تلمسان - د ابو بكر بلقايد	ممتحنا
06	ديش فاطمة الزهراء	استاذ محاضر أ	جامعة سيدي بلعباس - الجيلالي اليابس	ممتحنا

2025/2024

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

﴿وقل ربي زدني علما﴾

"آلية 76 سورة يوسف"

إهداء

أهدي عملي هذا

إلى مثلي الأعلى في الحياة، ربياني و منحاني حياة كريمة و كانا لي سنداً دوماً في مشواري
الدراسي، أبي العزيز وأمي العزيزة رحمه الله عليهم و تغمد الله روحهم الجنة.

إلى إخوتي الأعزاء وفقهم الله.

إلى كل الأهل والأصدقاء.

إلى كل من هم في ذاكرتي ولم يذكرهم قلبي.

نزعى روة

شكر وعرفان

بسم الله الرحمن الرحيم

وَمَا تَوْفِيقِي إِلَّا بِاللَّهِ عَلَيْهِ تَوَكَّلْتُ وَإِلَيْهِ أُنِيبُ "

صدق الله العظيم

الحمد لله الذي وفقنا وأعاننا لنسير على طريق العلم بخطى ثابتة

نحو النجاح والتفوق، هو المعين والمستعان، الحمد لله رب العالمين أن أمدنا بالصحة والصبر لإتمام هذا العمل المتواضع.

واذ أتمناه والحمد لله أتوجه إلى أستاذتي الكريمة الأستاذة الدكتورة دربال أمينة بالشكر والعرفان على قبولها الإشراف على هذا العمل وعدم بخلها علينا بنصائحها وتوجيهاتها، كانت توجيهاتكم الحكيمة وجهودكم الدؤوبة مصدراً للمعرفة والإلهام لي أسأل الله أن يكون هذا في ميزان حسناتها. خالص الشكر لأعضاء لجنة المناقشة على قبولهم مناقشة هذه الأطروحة ونقدمهم العلمي البناء بهدف حسن إخراجها.

أخيراً أشكر كل من ساعدني، سواء بشكل مباشر أو غير مباشر، في إتمام هذه الأطروحة، وإلى كل من مد لي يد العون من قريب أو بعيد ولو بالدعاء، بارك الله فيهم جميعاً.

نزعي روة

"دراسة تجريبية للعلاقة طويلة الأجل بين سوق الأوراق المالية الإسلامية والنمو الاقتصادي -دراسة حالة "

الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى قياس وتحليل العلاقة بين سوق الأوراق المالية الإسلامية و النمو الاقتصادي في كل من ماليزيا، تركيا، اليابان، بريطانيا، الهند، الصين، كندا، والكويت خلال الفترة ممتدة من الربع الثالث سنة 2010 إلى الربع الأول من 2024، وذلك باستخدام المنهج الوصفي لاستعراض مختلف الأدبيات النظرية الخاصة بالسوق الأوراق المالية الإسلامية والنمو الاقتصادي، كما تم استخدام نموذج الانحدار الذاتي بالتأخيرات الموزعة لمعطيات بانل المصمم خصيصاً لبيانات بانل (Panel-ARDL) لدراسة العلاقة بين المتغيرات، توصلت نتائج النمذجة إلى أن مؤشر السوق المالي الإسلامي يؤثر بشكل إيجابي على معدلات نمو الاقتصاديات العينة في الأجل القصير والطويل ، مع وجد علاقة توازنية في المدى البعيد بين مؤشرات سوق الأوراق المالية الإسلامية والنمو الاقتصادي في كل من ماليزيا، تركيا، اليابان، بريطانيا، الهند، الصين، كندا، والكويت خلال الفترة الدراسة.

الكلمات المفتاحية: سوق أوراق المالية الإسلامية، النمو الاقتصادي، داو جونز، نموذج Panel-ARDL.

« Une étude empirique de la relation à long terme entre le marché boursier islamique et la croissance économique - Étude de cas- »

Résumé

Cette étude vise à mesurer et à analyser la relation entre le marché boursier islamique et la croissance économique en Malaisie, en Turquie, au Japon, au Royaume-Uni, en Inde, en Chine, au Canada et au Koweït au cours de la période allant du troisième trimestre 2010 au premier trimestre 2024. L'étude utilise une approche descriptive pour passer en revue les différentes publications théoriques liées au marché boursier islamique et à la croissance économique. Le modèle Panel-ARDL, spécialement conçu pour les données de panel, a été utilisé pour étudier la relation entre les variables. Les résultats de la modélisation indiquent que l'indice boursier islamique affecte positivement les taux de croissance des économies de l'échantillon à court et à long terme, avec une relation d'équilibre à long terme entre les indices boursiers islamiques et la croissance économique en Malaisie, en Turquie, au Japon, au Royaume-Uni, en Inde, en Chine, au Canada et au Koweït au cours de la période d'étude.

Mots clés : Bourse islamique, croissance économique, Dow Jones, modèle Panel-ARDL.

"An Empirical Study of the Long-Term Relationship between Islamic Stock Market and Economic Growth - Case Study-"

Abstract

This study aims to measure and analyze the relationship between the Islamic stock market and economic growth in Malaysia, Turkey, Japan, the United Kingdom, India, China, Canada, and Kuwait during the period from the third quarter of 2010 to the first quarter of 2024. The study uses a descriptive approach to review the various theoretical literature related to the Islamic stock market and economic growth. The Panel-ARDL model, specifically designed for Panel data, was used to study the relationship between the variables. The modeling results indicate that the Islamic stock market index positively affects the growth rates of the sample economies in the short and long term, with a long-term equilibrium relationship between the Islamic stock market indices and economic growth in Malaysia, Turkey, Japan, the United Kingdom, India, China, Canada, and Kuwait during the study period.

Keywords: Islamic stock market, economic growth, Dow Jones, Panel-ARDL model.

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
VII	إهداء
VII	شكر وعرفان
VII	الملخص
VII	فهرس المحتويات
VII	فهرس الجداول
VII	فهرس الأشكال
VII	فهرس الملاحق
أ	مقدمة عامة
2	1. الفصل الأول: الإطار النظري
2	1.1: تمهيد
3	2.1 الأساس النظري لسوق الأوراق المالية التقليدية
3	1.2.1 نشأة وتطور سوق الأوراق المالية
3	1.1.2.1 الخلفية التاريخية
5	2.1.2.1 العوامل التي أدت إلى نشأة أسواق الأوراق المالية
6	3.1.2.1 مراحل نشوء أسواق الأوراق المالية
6	1.3.1.2.1 مرحله إنشاء بورصات البضائع
7	2.3.1.2.1 مرحلة تداول الأوراق التجارية
7	3.3.1.2.1 مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي وعلى قارعة الطرق
8	4.3.1.2.1 مرحله استقلال بورصات الأوراق المالية بمبادئها وأنظمتها
8	2.2.1 مفاهيم حول أسواق الأوراق المالية
8	1.2.2.1 تعاريف سوق الأوراق المالية
11	2.2.2.1 الشروط الملائمة لتكوين الأسواق المالية
12	3.2.2.1 الأهمية الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية
14	4.2.2.1: خصائص سوق الأوراق المالية
15	5.2.2.1: وظائف سوق الأوراق المالية
16	6.2.2.1: كفاءة أسواق الأوراق المالية
17	1.6.2.2.1: تعريف كفاءة أسواق الأوراق المالية

17	2.6.2.2.1: الكيفية التي تتحقق بها الكفاءة في سوق الأوراق المالية
18	3.2.1: طبيعة و آلية عمل أسواق الأوراق المالية
18	1.3.2.1: الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية
18	1.1.3.2.1: الأسهم stocks
19	1.1.1.3.2.1: الأسهم العادية (Common stocks)
19	2.1.1.3.2.1: الأسهم الممتازة (Preferred Stocks)
19	2.1.3.2.1: السندات bands
20	2.3.2.1: تقسيمات سوق الأوراق المالية
21	1.2.3.2.1: الأسواق الأولية
21	2.2.3.2.1: الأسواق الثانوية
22	3.3.2.1: أنواع عمليات سوق الأوراق المالية
23	1.3.3.2.1: العمليات العاجلة
23	2.3.3.2.1: العمليات الآجلة
24	3.1: سوق الأوراق المالية الإسلامية
24	1.3.1: ماهية سوق الأوراق المالية الإسلامية
24	1.1.3.1: نشأة وتطور سوق الأوراق المالية الإسلامية
26	2.1.3.1: تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية
27	3.1.3.1: خصائص أسواق الأوراق المالية الإسلامية
28	4.1.3.1: أنواع سوق الأوراق المالية الإسلامية
28	1.4.1.3.1: أنواع سوق الأوراق المالية الإسلامية من حيث نوع الأدوات المتداولة فيها
28	1.1.4.1.3.1: سوق النقد الإسلامي
28	2.1.4.1.3.1: سوق رأس المال الإسلامي
28	2.4.1.3.1: أنواع السوق الأوراق المالية الإسلامية من حيث الإصدار والتداول
28	1.2.4.1.3.1: السوق الأولية
28	2.2.4.1.3.1: السوق الثانوية
29	2.3.1: الضوابط الشرعية العامة ومقومات إقامة الأسواق المالية الإسلامية
29	1.2.3.1: الضوابط الشرعية لإقامة سوق الأوراق المالية الإسلامية
30	2.2.3.1: مقومات إقامة أسواق الأوراق المالية الإسلامية
31	3.2.3.1: مبادئ سوق الأوراق المالية الإسلامية

32	4.2.3.1: متطلبات إنشاء سوق الأوراق المالية الإسلامية
33	3.3.1: طبيعة سوق الأوراق المالية الإسلامية (الوظائف الأدوات العمليات والمتعاملون)
33	1.3.3.1: وظائف سوق الأوراق المالية الإسلامية
34	2.3.3.1: الأدوات المالية المتعامل بها في السوق الأوراق المالية الإسلامية
34	1.2.3.3.1: أدوات الملكية (الأسهم)
34	1.1.2.3.3.1: توصيات المجمع الفقهي لشراء الأسهم
35	2.1.2.3.3.1: رأي الفقه في إصدار الأسهم
36	3.1.2.3.3.1: أنواع الأسهم في ضوء الفقه الإسلامي
38	2.2.3.3.1: أدوات الدين (السندات)
38	1.2.2.3.3.1: الحكم الشرعي للسند
38	2.2.2.3.3.1: الأسباب الداعية إلى القول بعدم صحة تداول وإصدار السندات
39	3.2.2.3.3.1: البديل الشرعي للسندات الربوية (التصكيك)
43	3.3.3.1: عمليات سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي
44	1.3.3.3.1: المعاملات العاجلة (الفورية) في سوق الأوراق المالية الإسلامية
44	1.1.3.3.3.1: تعريفها
44	2.1.3.3.3.1: أنواع المعاملات العاجلة وتوصيفها الشرعي
44	2.3.3.3.1: المعاملات الآجلة في سوق الأوراق المالية الإسلامية
44	1.2.3.3.3.1: تعريفها
45	2.2.3.3.3.1: أنواع المعاملات الآجلة في سوق الأوراق المالية الإسلامية
46	4.3.3.1: مؤسسات سوق الأوراق المالية الإسلامية
47	4.3.1: الهندسة المالية الإسلامية
47	1.4.3.1: مفهوم الهندسة المالية الإسلامية
48	2.4.3.1: منتجات الهندسة المالية الإسلامية
48	1.2.4.3.1: الصكوك الإسلامية
48	2.2.4.3.1: صناديق الاستثمار الإسلامية
48	3.2.4.3.1: المشتقات المالية الإسلامية
49	4.2.4.3.1: التوريق المصرفي الإسلامي
50	5.2.4.3.1: المؤشرات المالية الإسلامية
50	6.2.4.3.1: بطاقة الائتمان

51	4.1: أساسيات حول النمو الاقتصادي وعلاقته بأسواق الأوراق المالية الإسلامية
51	1.4.1: تعريف النمو الاقتصادي
52	2.4.1: أنواع النمو الاقتصادي
52	1.2.4.1: النمو الاقتصادي الموسع
52	2.2.4.1: النمو الاقتصادي المكثف
53	3.4.1: عناصر النمو الاقتصادي
53	1.3.4.1: القسم الأول
53	1.1.3.4.1: العمل
53	2.1.3.4.1: رأس المال
54	3.1.3.4.1: معدل التقدم التقني
55	2.3.4.1: القسم الثاني
55	1.2.3.4.1: عوامل مرتبطة بجانب العرض
55	2.2.3.4.1: عوامل مرتبطة بجانب الطلب
55	4.4.1: قياس النمو الاقتصادي
56	1.4.4.1: الناتج الوطني الخام بالأسعار الجارية (PNB)
56	1.1.4.4.1: طريقة الناتج (القيم المضافة)
58	2.1.4.4.1: طريقة الدخل (الدخل المكتسبة)
59	3.1.4.4.1: طريقة الإنفاق
60	2.4.4.1: الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة PIB
61	5.4.1: علاقة سوق الأوراق المالية الإسلامية بالنمو الاقتصادي نظريا
61	1.5.4.1: أعمال بعض الباحثين و المفكرين
63	2.5.4.1: دور أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي
65	5.1: خلاصة الفصل الأول
67	2. الفصل الثاني: الدراسات التجريبية السابقة
67	1.2 تمهيد
68	2.2 دراسات سابقة بلغة البحث
71	3.2 دراسات سابقة باللغة الأجنبية
79	4.2 خلاصة الفصل الثاني
81	3. الفصل الثالث: الدراسة القياسية

81	1.3 تمهيد
82	2.3 دراسة وصفية تحليلية للأسواق المالية الإسلامية للدول محل الدراسة والوضع الاقتصادي بها
82	1.2.3: تطور المالية الإسلامية على المستوى العالمي
85	2.2.3: نظرة حول أسواق الأوراق المالية الإسلامية في الدول محل الدراسة
86	1.2.2.3: نظرة عامة حول سوق ماليزيا للأوراق المالية الإسلامية
86	1.1.2.2.3: نشأة سوق ماليزيا للأوراق المالية الإسلامية
87	2.1.2.2.3: مفهوم سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا
88	3.1.2.2.3: الهيئات المنظمة للسوق المالية الإسلامية بماليزيا
88	1.3.1.2.2.3: بورصة ماليزيا
88	2.3.1.2.2.3: هيئة الأوراق المالية الماليزية
89	3.3.1.2.2.3: مجلس الاستشارة الشرعية لهيئة الأوراق المالية
95	2.2.2.3: نظرة عامة حول سوق الكويت للأوراق المالية الإسلامية
96	1.2.2.2.3: نشأة الصناعة المالية الإسلامية في الكويت
97	2.2.2.2.3: بعض الإحصائيات عن الصناعة المالية الإسلامية في الكويت
100	3.2.2.2.3: نظرة عامة حول اقتصاد الكويت
103	3.2.2.3: نظرة عامة حول سوق بريطانيا للأوراق المالية الإسلامية
104	1.3.2.2.3: نشأة الصناعة المالية الإسلامية في بريطانيا
105	2.3.2.2.3: بعض الإحصائيات عن الصناعة المالية الإسلامية في بريطانيا
108	3.3.2.2.3: نظرة عامة حول اقتصاد المملكة المتحدة
111	4.2.2.3: نظرة عامة حول سوق تركيا للأوراق المالية الإسلامية
111	1.4.2.2.3: نشأة الصناعة المالية الإسلامية في تركيا
113	2.4.2.2.3: بعض الإحصائيات حول الصناعة المالية الإسلامية في تركيا
115	3.4.2.2.3: نظرة عامة حول اقتصاد تركيا
119	5.2.2.3: نظرة عامة حول سوق اليابان للأوراق المالية الإسلامية
119	1.5.2.2.3: نشأة الصناعة المالية الإسلامية في اليابان
120	2.5.2.2.3: بعض الإحصائيات حول الصناعة المالية الإسلامية في اليابان
121	3.5.2.2.3: نظرة عامة حول اقتصاد اليابان
124	6.2.2.3: نظرة عامة حول سوق الهند للأوراق المالية الإسلامية

124	1.6.2.2.3: نشأة الصناعة المالية الإسلامية في الهند
125	2.6.2.2.3: بعض الإحصائيات حول الصناعة المالية الإسلامية في الهند
126	3.6.2.2.3: نظرة عامة حول اقتصاد الهند
129	7.2.2.3: نظرة عامة حول سوق الصين للأوراق المالية الإسلامية
130	1.7.2.2.3: نشأة الصناعة المالية الإسلامية في الصين
131	2.7.2.2.3: بعض الإحصائيات حول الصناعة المالية الإسلامية في الصين
132	3.7.2.2.3: نظرة عامة حول اقتصاد الصين
134	8.2.2.3: نظرة عامة حول سوق كندا للأوراق المالية الإسلامية
135	1.8.2.2.3: نشأة الصناعة المالية الإسلامية في كندا
135	2.8.2.2.3: بعض الإحصائيات حول الصناعة المالية الإسلامية في كندا
137	3.8.2.2.3: نظرة عامة حول اقتصاد كندا
140	3.3: النمذجة القياسية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية الإسلامية والنمو الاقتصادي في الدول الثمانية محل الدراسة خلال الفترة 2010q2 - 2024q1
140	1.3.3: أدوات الدراسة
140	1.1.3.3: اختبار تحليل التباين الأحادي (ONE WAY ANOVA)
141	2.1.3.3: اختبار أقل فرق معنوي (Least Significant Difference – LSD)
142	3.1.3.3: اختبار التجانس لـ: (HSIAO)
142	1.3.1.3.3: مرحلة اختبار التجانس الكلي
142	2.3.1.3.3: مرحلة اختبار تجانس المعاملات β
142	3.3.1.3.3: مرحلة اختبار تجانس الثوابت α
142	4.1.3.3: اختبارات استقرارية السلاسل الزمنية
143	1.4.1.3.3: اختبار ديكي فولر DF (1979)
144	2.4.1.3.3: اختبار ديكي فولر المطور ADF (1981)
144	3.4.1.3.3: اختبار فيليبس بيرون PP (1988)
145	5.1.3.3: اختبارات التكامل المشترك بين متغيرات
146	1.5.1.3.3: اختبار كاو (1999)
146	2.5.1.3.3: اختبارات بيدروني
147	6.1.3.3: نموذج وسط المجموعة التجميعية PMG و وسط المجموعة MG
149	7.1.3.3: اختبار (Hausman) للمفاضلة بين نموذجين (MG ; PMG)

150	2.3.3:دراسة وصفية إحصائية لمتغيرات الدراسة
150	1.2.3.3: الطريقة المتبعة في الدراسة
150	1.1.2.3.3: مجتمع وعينة الدراسة
150	1.1.1.2.3.3: نظرة عامة حول اقتصاديات عينة الدراسة
150	2.1.1.2.3.3: عينة الدراسة
151	2.1.2.3.3: متغيرات الدراسة ومصادر البيانات
151	1.2.1.2.3.3: توصيف نموذج الدراسة
151	2.2.1.2.3.3: متغيرات الدراسة
152	2.2.3.3: التحليل الإحصائي والتصنيفي لمتغيرات ومفردات الدراسة
152	1.2.2.3.3: الإحصاءات الوصفية ومعاملات الارتباط البسيطة لمتغيرات الدراسة
154	2.2.2.3.3: مصفوفة الارتباطات
156	3.2.3.3: نتائج التحليل الإحصائي متعدد المتغيرات لتصنيف دول العينة
156	1.3.2.3.3: اختبار وجود الفروقات بين الدول محل الدراسة في مؤشر السوق المالي الإسلامي
157	2.3.2.3.3: تحديد مصدر الفروقات بين مفردات العينة
160	3.3.2.3.3: تصنيف دول العينة بناء على مؤشر السوق المالي الإسلامي
162	3.3.3: عرض وتحليل نتائج تقدير نماذج بانل الساكنة
162	1.3.3.3: تطبيق منهجية HSIAO لتحديد التجانس
164	2.3.3.3: تقدير نماذج بانل الساكنة
164	1.2.3.3.3: نموذج الانحدار التجميعي
166	2.2.3.3.3: نموذج التأثيرات الثابتة
167	3.2.3.3.3: نموذج التأثيرات العشوائية
168	3.3.3.3: اختبارات المفاضلة بين النماذج
168	1.3.3.3.3: اختبار (Lagrange multiplier (LM) test)
169	2.3.3.3.3: اختبار Hausman
171	3.3.3.3.3: تصحيح النموذج واستخراج التأثيرات الثابتة

173	4.3.3: التحليل الديناميكي لنموذج الدراسة
173	1.4.3.3: الاختبارات التشخيصية
173	1.1.4.3.3: دراسة استقرارية السلاسل
178	2.1.4.3.3: اختبارات التكامل المشترك بين متغيرات الدراسة
180	2.4.3.3: تقدير النموذج باستخدام طرق (MG ; PMG) والمفاضلة بينها
183	3.4.3.3: المفاضلة بين النماذج المقدرة بطرق (MG ; PMG)
184	4.4.3.3: التحليل الاقتصادي لأثر مؤشرات أسواق المال الإسلامية على معدلات النمو الاقتصادي في عينة الدول المختارة
191	4.3: خلاصة الفصل الثالث
194	4: خاتمة
202	5: المصادر والمراجع
216	6: الملاحق

فهرس الجداول

الرقم	العنوان	الصفحة
الجدول 1	أهمية التمويل عبر سوق الأوراق المالية مقارنة بالتمويل البنكي	14
الجدول 2	أنواع الأسهم في ضوء الفقه الإسلامي	36
الجدول 3	أنواع المعاملات العاجلة وتوصيفها الشرعي	44
الجدول 4	أنواع المعاملات الآجلة في سوق الأوراق المالية الإسلامية	45
الجدول 5	أنواع المشتقات المالية وتكيفها الشرعي	49
الجدول 6	بطاقة تعريف الاقتصاد الماليزي	92
الجدول 7	بطاقة تعريف الاقتصاد الكويتي	101
الجدول 8	بطاقة تعريف الاقتصاد البريطاني	109
الجدول 9	بطاقة تعريف الاقتصاد التركي	116
الجدول 10	بطاقة تعريف الاقتصاد الياباني	121
الجدول 11	بطاقة تعريف الاقتصاد الهندي	127
الجدول 12	بطاقة تعريف الاقتصاد الصيني	132
الجدول 13	بطاقة تعريف الاقتصاد الكندي	138
الجدول 14	متغيرات الدراسة ومصادر البيانات	152
الجدول 15	الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة	153
الجدول 16	مصفوفة الارتباطات بين متغيرات الدراسة	155
الجدول 17	اختبار تحليل التباين الأحادي لدراسة الفروقات	156
الجدول 18	نتائج اختبار LSD للمقارنات المتعددة	158
الجدول 19	التحليل العنقودي بناء على مؤشر السوق المالي الإسلامي خلال الفصل الأول من سنة 2024	160
الجدول 20	نتائج اختبار التجانس لـ HSIOA	163
الجدول 21	تقدير نموذج الانحدار التجميعي	165
الجدول 22	تقدير نموذج التأثيرات الثابتة	166
الجدول 23	تقدير نموذج التأثيرات العشوائية	167
الجدول 24	اختبار testLM	168
الجدول 25	اختبار Hausman	169
الجدول 26	اختبارات مشاكل القياس لنموذج التأثيرات العشوائية	170
الجدول 27	النموذج المقدر بعد تصحيح مشاكل الارتباط الذاتي وعدم ثبات التباين	172

الجدول 28	اختبار استقلالية المقاطع	174
الجدول 29	نتائج اختبارات الاستقرار لمتغيرات النموذج عند المستوى	176
الجدول 30	نتائج اختبارات الإستقرارية لمتغيرات النموذج عند الفرق الأول	178
الجدول 31	نتائج اختبارات التكامل المشترك	179
الجدول 32	تقدير النموذج باستخدام طرق (MG PMG)	182
الجدول 33	المفاضلة بين نموذجي MG و PMG	184
الجدول 34	الآثار الفردية للأجل القصير حسب تقديرات PMG	187

فهرس الأشكال

الرقم	العنوان	الصفحة
الشكل 1	جوانب تعريف سوق الأوراق المالية	11
الشكل 2	سوق المال وموقع سوق الأوراق المالية منه	20
الشكل 3	أنواع الصكوك الإسلامية	40
الشكل 4	طرق تقدير الناتج المحلي الإجمالي	56
الشكل 5	يوضح القطاعات الأساسية الداخلة في الإنفاق الكلي	59
الشكل 6	دور سوق الأوراق المالية في تحويل الأموال	64
الشكل 7	نمو التمويل الإسلامي العالمي للفترة (2010 2023)	82
الشكل 8	تطور مؤشر داو جونز الإسلامي خلال الفترة (2010 2023)	84
الشكل 9	حصص إصدارات الصكوك الإسلامية العالمية لسنة 2021 (%)	84
الشكل 10	حجم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا من 2019 إلى 2023 حسب النوع	89
الشكل 11	حجم سوق رأس المال الإسلامي مقارنة مع حجم السوق الإجمالي في ماليزيا	90
الشكل 12	حجم أصول البنوك الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة 201- 2022	90
الشكل 13	إجمالي إصدارات الصكوك في ماليزيا (مليار دولار أمريكي)	91
الشكل 14	تطور القيمة المضافة (%) من الناتج المحلي الإجمالي) لقطاع الصناعة والزراعة للفترة 2010 2023	94
الشكل 15	تطور الناتج المحلي الإجمالي الماليزي خلال الفترة 2010 2023	95
الشكل 16	عوائد البنوك الإسلامية والبنوك التقليدية في الكويت خلال الفترة 2017 2021	98
الشكل 17	حجم أصول البنوك الإسلامية في الكويت (نسب مئوية)	98
الشكل 18	تطور مؤشر داو جونز الإسلامي الكويتي خلال الفترة 2015 2023	99
الشكل 19	إيرادات الموارد النفطية (%) من الناتج المحلي الإجمالي) في الكويت خلال الفترة 2010 2020	102
الشكل 20	تطور الناتج المحلي الإجمالي الكويتي خلال الفترة 2010 2023	103
الشكل 21	مخزون من الأصول السائلة عالية الجودة المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في بريطانيا خلال الفترة 2018 2023	106
الشكل 22	حجم إصدار الصكوك الإسلامية في بورصة لندن خلال الفترة (2014 2018)	106
الشكل 23	تطور مؤشر داو جونز الإسلامي البريطاني خلال الفترة 2010 2023	107
الشكل 24	تطور القيمة المضافة (%) من الناتج المحلي الإجمالي) لقطاع الصناعة خلال	110

	الفترة 2010 2023	
110	تطور الناتج المحلي الإجمالي البريطاني خلال الفترة 2010 2023	الشكل 25
113	حجم إصدار الصكوك الإسلامية في بورصة اسطنبول خلال الفترة (2014 2018)	الشكل 26
114	إجمالي أصول البنوك الإسلامية في تركيا	الشكل 27
115	تطور مؤشر داو جونز الإسلامي التركي خلال الفترة 2010 2023	الشكل 28
117	تطور القيمة المضافة (% من الناتج المحلي الإجمالي) لقطاع الصناعة خلال الفترة 2010 2023 في تركيا	الشكل 29
118	تطور الناتج المحلي الإجمالي في تركيا خلال الفترة 2010 2023	الشكل 30
120	تطور مؤشر داو جونز الإسلامي الياباني خلال الفترة 2010 2023	الشكل 31
122	تطور القيمة المضافة (% من الناتج المحلي الإجمالي) لقطاع الصناعة خلال الفترة 2010 2022 في اليابان	الشكل 32
123	تطور الناتج المحلي الإجمالي في اليابان خلال الفترة 2010 2023	الشكل 33
125	تطور مؤشر داو جونز الإسلامي الهندي خلال الفترة 2010 2023	الشكل 34
128	تطور القيمة المضافة (% من الناتج المحلي الإجمالي) لقطاع الصناعة خلال الفترة 2010 2023 في الهند	الشكل 35
129	تطور الناتج المحلي الإجمالي في الهند خلال الفترة 2010 2023	الشكل 36
131	تطور مؤشر داو جونز الإسلامي الصيني خلال الفترة 2010 2023	الشكل 37
134	تطور الناتج المحلي الإجمالي في الصين خلال الفترة 2010 2023	الشكل 38
136	الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في كندا سنة 2023	الشكل 39
136	تطور مؤشر داو جونز الإسلامي الكندي خلال الفترة 2010 2023	الشكل 40
139	تطور الناتج المحلي الإجمالي في كندا خلال الفترة 2010 2023	الشكل 41
149	شكل يوضح ملخص النموذج (MG ; PMG)	الشكل 42
161	شجرة التحليل العنقودي ل WARD	الشكل 43
181	اختبار تحديد درجات التأخير المثلى	الشكل 44

فهرس الملاحق

الرقم	العنوان	الصفحة
الملحق 1	الإحصاءات الوصفية	216
الملحق 2	نتائج اختبارات الفروقات	216
الملحق 3	نتائج التحليل العنقودي	220
الملحق 4	نموذج الانحدار التجميعي	222
الملحق 5	نموذج الآثار الثابتة	222
الملحق 6	نموذج الآثار العشوائية	223
الملحق 7	اختبار هوسمان	223
الملحق 8	اختبار مضاعف لاغرانج	224
الملحق 9	اختبارات مشاكل القياس	224
الملحق 10	النموذج المصحح FGLS	225
الملحق 11	اختبارات الاستقرار عند المستوى	226
الملحق 12	اختبارات الاستقرار عند الفرق الأول	228
الملحق 13	اختبارات التكامل المشترك	229
الملحق 14	درجات التأخير	230
الملحق 15	التقدير بطريقة وسط المجموعة	231
الملحق 16	التقدير بطريقة وسط المجموعة التجميعي	232
الملحق 17	اختبارات هوسمان للمفاضلة بين النماذج الديناميكية	232
الملحق 18	مقدرات الأجل القصير لطريقة وسط المجموعة التجميعي	233

مقدمة عامة

تمهيد:

الأزمة المالية العالمية لعام 2008 كانت واحدة من أكثر الأزمات الاقتصادية تأثيراً في التاريخ الحديث، حيث كشفت عن عيوب هيكلية عميقة في النظام المالي العالمي وأدت إلى تداعيات اقتصادية واجتماعية واسعة النطاق. نشأت الأزمة من انتشار أدوات مالية معقدة وغير شفافة مثل الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري والديون المهيكلية، والتي لم تفهم مخاطرها بالكامل من قبل المستثمرين أو حتى الجهات التنظيمية، إلى جانب ذلك، لعبت معدلات الفائدة المرتفعة والمضاربات المفرطة دوراً كبيراً في تضخم فقاعات الأصول، وخاصة في سوق العقارات الأمريكي، ومع ضعف الرقابة التنظيمية تفاقمت المخاطر نتيجة الإفراط في الاستدانة واعتماد المؤسسات المالية الكبرى على استراتيجيات محفوفة بالمخاطر. عندما انهار سوق العقارات وبدأت أسعار الأصول في الانخفاض، انهارت مؤسسات كبرى مثل "ليمان براذرز"، مما أدى إلى أزمة ثقة عالمية شلت حركة الأسواق المالية وأدخلت الاقتصاد العالمي في حالة ركود عميق. هذه الأزمة دفعت إلى إعادة التفكير في أسس النظم المالي، حيث برزت الحاجة إلى تعزيز الشفافية، وإصلاح القوانين التنظيمية، والبحث عن أنظمة بديلة أكثر استدامة، مثل التمويل الإسلامي، الذي يعتمد على مبادئ المشاركة في المخاطر والشفافية وتجنب المضاربات المفرطة. لقد كانت الأزمة درساً قاسياً، لكنها أكدت ضرورة اتخاذ تدابير شاملة لتعزيز استقرار النظام المالي العالمي ومنع تكرار مثل هذه الكوارث الاقتصادية.

وفي مواجهة هذه التحديات، سعى الباحثون والاقتصاديون إلى إيجاد نماذج بديلة لتعزيز الاستقرار المالي وتخفيف من مخاطر الأزمات الاقتصادية المتكررة. ومن بين هذه البدائل، برزت سوق الأوراق المالية الإسلامية كحل واعد. وهي تعمل على أساس مبادئ الشريعة الإسلامية، التي تحرم بشدة الربا والمعاملات المضاربة مع التأكيد على الشفافية والإنصاف والتقاسم العادل للأرباح والخسائر.

لقد لعب ظهور الأسواق الأوراق المالية الإسلامية دوراً محورياً في تيسير تدفقات رأس المال عبر الحدود وتقديم فرص التمويل لكل من مديري الاستثمار والشركات التي تسعى إلى استثمارات متوافقة مع الشريعة الإسلامية، إن التمويل الإسلامي الذي يلتزم بمبادئ الشريعة الإسلامية، يحظر أنشطة مثل فرض الفائدة (الربا) والانخراط في معاملات تنطوي على عدم اليقين (الغرر) أو الاستثمارات في قطاعات تعتبر غير أخلاقية، مثل الكحول والمقامرة وإنتاج الأسلحة. ونتيجة لهذا، تطورت الأسواق المالية الإسلامية لتوفير بدائل أخلاقية ومسؤولة اجتماعياً للمستثمرين في جميع أنحاء العالم.

على الرغم من أن غالبية الأصول المالية الإسلامية كانت تتركز تقليدياً في الشرق الأوسط وآسيا، فقد شهدت السنوات الأخيرة توسعاً كبيراً لهذه الأسواق في مناطق مثل أوروبا والولايات المتحدة وأميركا اللاتينية وآسيا، ويعكس هذا النمو العالمي الطلب المتزايد على خيارات الاستثمار الأخلاقية والرغبة في المنتجات المالية التي تتوافق مع القيم الدينية والمسؤولية الاجتماعية. وقد عزز توسع التمويل الإسلامي في أسواق جديدة التكامل الاقتصادي وفتح آفاقاً جديدة للتمويل عبر الحدود.

منذ عام 1999، كان أحد التطورات الرئيسية في الأسواق الأوراق المالية الإسلامية هو إدخال المؤشرات الإسلامية، التي تقوم بفحص مؤشرات سوق الأسهم التقليدية لتحديد الأوراق المالية التي تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية. تعمل هذه المؤشرات كمعايير للمستثمرين الذين يرغبون في الاستثمار في الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية مع الحفاظ على الأهداف العامة لمحافظهم الاستثمارية، من خلال تصفية الشركات التي لا تقي بالمعايير الأخلاقية والقانونية التي حددتها الشريعة الإسلامية، توفر هذه المؤشرات للمستثمرين إطاراً واضحاً للاستثمار الأخلاقي، ومن أهم هذه المؤشرات نجد: سلسلة مؤشرات فاينانشال تايمز الإسلامية، مؤشر داو جونز للسوق الإسلامية، مؤشر ستاندرد آند بورز الإسلامي، ومؤشر مورغان ستانلي كابيتال إنترناشونال الإسلامي.

يعتبر النظام المالي الإسلامي الذي يتضمن بدوره أسواق الأوراق المالية الإسلامية في الدول الناشئة مثل الصين ماليزيا تركيا الهند اليابان كندا المملكة المتحدة والكويت محركه لنمو الاقتصادي وتطوره، بحيث أن العامل المشترك بين هذه الدول هو استخدامها وتعاملها مع المؤشرات التي سبق ذكرها التي تدرس وتتبع الأوراق المالية التي تخضع لقواعد الشريعة الإسلامية، ومن بين هذه المؤشرات يعتبر مؤشر داو جونز الإسلامي واحد من أكثر المؤشرات شهره على مستوى العالم في تتبع الشركات التي تلتزم بمعايير الشريعة الإسلامية يتم استخدامه من قبل المستثمرين الراغبين في الاستثمار ضمن الشركات التي تلتزم بمعايير الشريعة، مثل تجنب الربا، والممارسات غير الأخلاقية، وغيرها.

❖ إشكالية البحث:

تتمحور مشكلة البحث حول التعرف على تأثير وعلاقة سوق الأوراق المالية الإسلامية بالنمو الاقتصادي، بهدف دراسة هذه العلاقة في دول محددة: ماليزيا، تركيا، اليابان، بريطانيا، الهند، الصين، كندا، والكويت. وبناءً على ذلك يمكن صياغة السؤال الرئيسي للبحث على النحو التالي:

هل يمكن تحديد طبيعة العلاقة بين سوق الأوراق المالية الإسلامية و النمو الاقتصادي في الأجل الطويل في النول محل الدراسة خلال الفترة 2010 2024 ؟

ولمعالجة هذه الإشكالية يمكن طرح التساؤلات الفرعية التالية:

1. كيف تطورت أسواق المال التقليدية والإسلامية وما هي المراحل التي مرت بها؟
2. ما مفهوم سوق الأوراق المالية الإسلامية وما هي ضوابطها الشرعية؟
3. كيف ساهمت نظريات الاقتصاديين والباحثين في تحديد العلاقة بين سوق الأوراق المالية الإسلامية والنمو الاقتصادي؟

4. هل توجد علاقة طويلة وقصيرة الأجل بين سوق الأوراق المالية الإسلامية والنمو الاقتصادي في الدول المذكورة خلال فترة الدراسة؟

❖ فرضيات البحث:

لتحقيق أهداف البحث واستناداً إلى المفاهيم الأساسية والدراسات السابقة، حددنا الأسئلة الرئيسية المطلوبة للاختبار قياسي للتحقق من صحة الفرضيات، وقد تمت صياغة هذه الفرضيات على النحو التالي:

1. وجود تأثير إيجابي ومعنوي للتطور سوق الأوراق المالية الإسلامية على النمو الاقتصادي في كل من ماليزيا، تركيا، اليابان، بريطانيا، الهند، الصين، كندا، والكويت خلال الفترة الدراسة.
2. توجد علاقة توازنية في المدى البعيد بين مؤشرات سوق الأوراق المالية الإسلامية والنمو الاقتصادي في كل من ماليزيا، تركيا، اليابان، بريطانيا، الهند، الصين، كندا، والكويت خلال الفترة الدراسة.

❖ أهمية البحث:

تتمتع هذه الدراسة بأهمية كبيرة وتتميز بتركيزها على أحد أهم المواضيع الاقتصادية في المجال الأكاديمي وهو سوق الأوراق المالية الإسلامية وعلاقتها بالنمو الاقتصادي، من خلال تحليلها من خلال ضوابط ومعايير الاقتصادي القياسي.

❖ أهداف البحث:

يمكن تلخيص الأهداف الرئيسية التي يسعى البحث لتحقيقها فيما يلي:

1. إبراز أهم المعالم الأساسية لسوق الأوراق المالية وفق المنظور الإسلامي.

2. إبراز الإطار النظري لسوق الأوراق المالية الإسلامية والنمو الاقتصادي وأهميتها كآلية لتوجيه الأموال المدخرة نحو قنوات استثمارية مجدية، الأمر الذي يسهل تمويل مشاريع التنمية داخل الاقتصاد، خاصة في ظل الحاجة المتزايدة إلى الموارد المالية.

3. التعرف على مختلف الأدوات المالية الإسلامية التي يمكن إصدارها وتداولها في السوق الأوراق المالية الإسلامية والوقوف على مختلف جوانبها وجزيئاتها.

4. تهدف الدراسة إلى قياس وتحليل العلاقة سوق الأوراق المالية الإسلامية على النمو الاقتصادي في كل من ماليزيا، تركيا، اليابان، بريطانيا، الهند، الصين، كندا، والكويت خلال الفترة الدراسة.

❖ منهج البحث:

بغيته تحقيق الأهداف المرجوة من هذه الدراسة والإحاطة بجميع جوانب الموضوع تم استخدام خليط من المناهج البارزة، حيث تم استخدام المنهج الوصفي لاستعراض مختلف الأدبيات النظرية الخاصة بالسوق الأوراق المالية الإسلامية والنمو الاقتصادي، كما تم استخدام الأساليب الرياضية والإحصائية للاقتصاد القياسي، لقياس العلاقة بين سوق الأوراق المالية الإسلامية كل من ماليزيا، تركيا، اليابان، بريطانيا، الهند، الصين، كندا، والكويت خلال الفترة الدراسة والنمو الاقتصادي بناء على نموذج قياسي يتمثل في نموذج الانحدار الذاتي بالتأخيرات الموزعة لمعطيات بابل المصمم خصيصاً لبيانات بابل (Panel-ARDL)، الذي يقوم على فرضيه أساسية مفادها هو وجود علاقة طويلة وقصيرة الأجل بين المتغيرات باستخدام برنامج EViews 12 للوصول إلى نتائج أكثر دقة.

❖ حدود البحث:

يتمثل الإطار المكاني للدراسة في سوق الأوراق المالية الإسلامية كل من ماليزيا، تركيا، اليابان، بريطانيا، الهند، الصين، كندا، والكويت، باعتبارهم من الدول التي تستخدم مؤشر داو جونز الإسلامي، أما بالنسبة للإطار الزمني فيتمثل في فترة الدراسة الممتدة من الربع الثالث لسنة 2010 إلى غاية الربع الأول من سنة 2024.

❖ أسباب اختيار الموضوع:

من بين الأسباب التي دفعتنا لاختيار الموضوع الخاص بهذه الأطروحة انه:

➤ تزايد أهمية أسواق الأوراق المالية الإسلامية عالمياً، أصبح من المهم دراسة تأثيرها على الاقتصاديات المحلية والعالمية، خاصة في ظل اعتمادها على مبادئ الشريعة الإسلامية.

- أهمية استخدام الطرق الكمية و الرياضية والإحصائية ونماذج الاقتصاد القياسي للخروج بنتائج أكثر دقة.
- محاولة تقديم قيمة مضافة في مجال المالية الإسلامية، وإضافة مرجع في مكتبة الجامعة بهذا الموضوع.

❖ صعوبات البحث

- صعوبة الحصول على البيانات الخاصة بموضوع البحث (بيانات حول الأسواق المالية الإسلامية).
- نقص وعدم توفر الدراسات التي اهتمت بمؤشر داو جونز الإسلامي الذي هو احد أهم المتغيرات في الدراسة.

❖ هيكل البحث:

من أجل دراسة ومعالجة الموضوع من جميع جوانبه ارتأينا تقسيم الأطروحة إلى ثلاثة فصول رئيسية وهي كالآتي:

- ✓ الفصل الأول: يتمحور حول الإطار النظري للدراسة ليشمل الأساس النظري لسوق الأوراق المالية التقليدية والإسلامية، والهندسة المالية، إلى جانب طرح الإطار النظري المتعلق بالنمو الاقتصادي.
- ✓ الفصل الثاني: يتمحور حول الدراسات التجريبية السابقة التي اختبرت العلاقة بين سوق الأوراق المالية الإسلامية والنمو الاقتصادي.
- ✓ الفصل الثالث: جاء فيه الجانب القياسي للدراسة حيث تم تقسيمه إلى عضرين، تطرقنا في العنصر الأول للدراسة الوصفية التحليلية والتي تتعلق بتطور المالية الإسلامية والوضع الاقتصادي في الدول محل الدراسة خلال فترة الدراسة، كما تطرقنا في العنصر الثاني إلى النمذجة القياسية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية الإسلامية والنمو الاقتصادي في كل من ماليزيا، تركيا، اليابان، بريطانيا، الهند، الصين، كندا، خلال الفترة الممتدة من الربع الثالث لسنة 2010 إلى غاية الربع الأول من سنة 2024، باستخدام نموذج الانحدار الذاتي بالتأخيرات الموزعة لمعطيات (Panel-ARDL)، معتمدين في ذلك على برنامج EViews.12.

الفصل الأول: الإطار النظري

1. الفصل الأول: الإطار النظري

1.1: تمهيد

عندما بدأ الاهتمام بمشاكل النمو الاقتصادي التي تستهدف أساساً رفع معدل نمو الناتج الإجمالي، أصبح التحليل الاقتصادي يركز على العلاقة السببية التي من الممكن أن تربط سوق الأوراق المالية الإسلامية بمعدل نمو الناتج الإجمالي. حيث تعتبر الأوراق المالية الإسلامية حالياً آلية التمويل الإسلامي الرئيسية التي تعزز التنمية الاقتصادية.

ومن هذا المنطلق فإن الأوراق المالية الإسلامية، توفر أدوات تمويل متوافقة مع الشريعة الإسلامية، وتساعد في جذب الاستثمارات من مصادر متنوعة. من خلال توفير هذه الأدوات، يمكن للمؤسسات المالية الإسلامية دعم مشاريع التنمية والبنية التحتية، مما يساهم في زيادة الإنتاجية وتحفيز النمو الاقتصادي. علاوة على ذلك، فإن اعتماد هذه الأدوات يساهم في تعزيز الاستقرار المالي والاقتصادي، نظراً لأن التمويل الإسلامي يقوم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة، مما يقلل من مخاطر الإفراط في الاستدانة والمضاربات المالية.

شهد العالم مؤخراً نمواً اقتصادياً هائلاً بسبب التطورات في أسواق رأس المال. ولأن أسواق الأوراق المالية الإسلامية هي جزء من الأسواق المالية، هناك جدل حول ما إذا كان تمويل الأوراق المالية الإسلامية يساهم في النمو الاقتصادي. ولهذا الغرض، تهدف هذه الدراسة إلى استكشاف ما إذا كانت الأوراق المالية الإسلامية تعزز النمو الاقتصادي.

وبالتالي سنحاول في هذا الفصل التطرق لجميع جوانب الإطار النظري المرتبط بأسواق الأوراق المالية التقليدية والإسلامية والنمو الاقتصادي

2.1 الأساس النظري لسوق الأوراق المالية التقليدية

في ظل الانهيارات والتحويلات الاقتصادية التي حدثت في كثير من الدول إلى النظام الرأسمالي الذي يعتمد على التحرر التي كانت غائبة في الاقتصاديات المغلقة، وفي ظل هذه العولمة وجد العالم نفسه قد تحول إلى دولة واحدة، الأمر الذي يدعو من الدول الأقل نمواً أن تجتهد وتطور من أساليبها لمواجهة في ظل هذه المنافسة والانفتاح الدولي والاقتصادي والثقافي، ومن أكثر المجالات التي تتأثر بهذه التحويلات هي أسواق المال والتي هي عبارة عن مرآة شفافة تعكس حركه الاقتصاد.

1.2.1 نشأة وتطور سوق الأوراق المالية

تعد سوق الأوراق المالية من أبرز الأدوات التي تسهم في تجميع وتوجيه الموارد المالية واستثمارها في مشروعات استثمارية مختلفة، يلعب هذا السوق دوراً أساسياً في تطوير وتنظيم أساليب التمويل للمشروعات، وتوفير التمويل بحجم مناسب ومطابق للحاجة، وذلك من خلال فتح الباب أمام الأفراد والشركات لاقتناء الأسهم والسندات الصادرة في هذا السوق. ويعتبر نمو هذا السوق ضرورة أساسية لتحقيق التنمية الاقتصادية في أي دولة، خاصةً تلك الدول التي تنتهج سياسات الخصخصة لعددٍ من شركات القطاع العام. يتيح هذا النمو توفير التمويل اللازم لتنفيذ مشروعات جديدة، ويسهم في تحفيز الاقتصاد المحلي من خلال زيادة الاستثمارات وتوفير فرص العمل. بشكل عام، يمكن القول أن سوق الأوراق المالية يلعب دوراً حيوياً في تحفيز النمو الاقتصادي وتعزيز التنمية المستدامة من خلال توفير الأموال اللازمة للمشروعات وتحفيز التدفقات المالية وتحسين بيئة الأعمال.

لقد مر سوق الأوراق المالية بالمراحل التاريخية التالية:

1.1.2.1 الخلفية التاريخية

ظهرت الأسواق في المجتمعات البشرية منذ العصور القديمة، وكانت تعتبر وسيلة أساسية لتبادل السلع والخدمات بين الأفراد، في بداياتها، كان يتم تبادل السلع بطريقة المقايضة، حيث يتم تبادل سلع مع سلع أخرى بناءً على الاحتياجات المتبادلة، مع مرور الوقت، تطورت هذه العملية لتشمل استخدام النقود كوسيلة لتسهيل التبادل، بدأت وسائل التبادل تتطور مع تطور وسائل الاتصال، في البداية كان التبادل يتم عن طريق الاتصال المباشر، حيث يلتقي الأفراد في أماكن محددة لتبادل السلع والخدمات، مع تطور هذه وسائل، أصبح بإمكان

الأفراد التواصل والتبادل عبر مسافات أبعد، مثل الإنترنت والهواتف المحمولة، مما سهّل عملية التبادل، أو عن طريق الوسطاء والوكلاء بحيث يقومون بتسهيل الاتصالات والمفاوضات والترتيبات بين البائعين والمشتريين، وبذلك يساعدون في تيسير عمليات التبادل وزيادة الفعالية. بناء على ذلك تطور مفهوم السوق... فلم يعد مقتصرًا على المكان الجغرافي الذي يتم فيه تبادل السلع والخدمات، علاوة على ذلك، بسبب التنوع الكبير في المنتجات والخدمات المتاحة في السوق، ظهرت الأسواق المتخصصة التي تركز على فئات محددة من المنتجات، على سبيل المثال، أسواق المواد الغذائية تركز على بيع المنتجات الغذائية، وأسواق الذهب تركز على تداول الذهب والمعادن الثمينة، وبجانب ذلك، ظهرت أسواق تهتم ببيع وشراء الأوراق المالية، مثل الأسهم والسندات والعقود المشتقة، هذه الأسواق تعكس التطورات في قطاع الاستثمار والتمويل، حيث يمكن للأفراد والشركات الاستثمار والتداول في الأصول المالية عبر هذه الأسواق (غاليم و خزان، 2016، صفحة 70).

تطورت أسواق الأوراق المالية عبر التاريخ من تعاملات تجري في الأماكن العامة إلى أماكن خاصة ومنظمة تاريخيًا، كان التعامل بالأدوات المالية في فرنسا وإنجلترا وأمريكا يجري في الشوارع والأماكن العامة في بداية الأمر، ولكن مع مرور الوقت وتزايد أهمية هذه التعاملات، بدأت تظهر أماكن خاصة للتداول والتي هي الآن سوق الأوراق المالية الإسلامية. تعود أصول تلك الأسواق إلى تاريخ قديم، حيث تعتبر فرنسا من بين الدول التي ساهمت في تطور هذه الأسواق. في القرن الثالث عشر أثناء حكم الملك "فيليب" الذي عاش خلال الفترة (1267-1314) ميلادي، حيث تم تطوير مهنة السمسرة، خلال هذه المدة انتعشت الحركة التجارية في بلجيكا فكانت مدينه بروج (bruges) من أشهر المراكز التجارية العالمية، وأصبحت منزل التجار ورجال الأعمال إذ كانوا يلتقون مقابل قصر عائله "فان دي ورص" (Vander Bourse) لتبادل الصفقات المالية في ذلك الوقت، وقيل: كانوا يجتمعون في فندق يملكه شخص يسمى (vander bourse) (جودة، 2000، صفحة 10).

ويقال أيضًا إن عائلة "فان دي بورص" (vander bourse) قامت بتحويل مقر سكنها في بلجيكا إلى مكان لتجارة النقود وتبادلها خلال القرن الخامس عشر ولهذا فإن مصطلح "bourse" مشتق من اسم تلك العائلة (شوكال و براهيمي، 2011، صفحة 02).

وأيضًا قيل أن اسم "فان دي بورص" تم تبنيه من خلال الشعار الذي تم رسمه على فندقه، حيث يرمز إلى مهنته. وهذا الشعار يتألف من ثلاثة أكياس من النقود، وذلك نظرًا لأن كلمة "bourse" في اللغة الجرمانية تعني كيس النقود (بن سلمان، 2005، صفحة 78). تطورت حركة التبادل هذه لتأخذ اسم العائلة أو الشخص مع العملية، حتى أصبحت الكلمة تشير إلى سوق التداول في الأوراق المالية، وعند العودة إلى تواريخ إنشاء أهم

البورصات في العالم، نجد أن أول بورصة تأسست كانت في مدينة "انفريس البلجيكية" في عام 1536 (السيسي، 2003، صفحة 05)، ثم تبع ذلك بإنشاء البورصات في أماكن أخرى في أوروبا وباقي دول العالم.

بالطبع، سوق الأوراق المالية لم تنشأ بهيكلها ونظمها الحالية بشكل فجائي، بل مرت بتطور تاريخي طويل وتأثرت بعوامل متعددة:

2.1.2.1 العوامل التي أدت إلى نشأة أسواق الأوراق المالية (شريط، 2019، صفحة 18):

✦ الانقلاب الصناعي:

حدث الانقلاب الصناعي في أوروبا والتحول من الإنتاج اليدوي الصغير إلى الإنتاج الصناعي الكبير، زادت الحاجة بشكل كبير إلى كميات ضخمة من المواد الخام التي تلبي احتياجات الصناعات المتنوعة.

✦ زيادة السكان:

مع انتشار المدن وتأثير الثورة الصناعية، وازدياد عدد السكان في هذه المناطق وتساعد ازدهارها، هذا النمو السكاني أدى إلى زيادة الحاجة إلى إمداد المدن بالمواد الغذائية والسلع الأساسية. لتلبية هذه الحاجة، نشأت ضرورة وجود سوق عالمي للتجارة في المواد الزراعية والمنتجات الأساسية. بمعنى آخر، أصبح هناك حاجة ملحة لضمان تداول المواد الغذائية والسلع على نطاق عالمي لتلبية احتياجات المدن المتنامية. وبهذا السياق، بدأت تظهر أنماط جديدة من التجارة والتسويق، حيث تكون هناك فئات من التجار المعروفين بـ"المضاربين" وآخرين يعملون كتجار الجملة. ونتيجة لهذه التطورات، ظهرت البورصات كمراكز ملتقى ومنظمة لتلك المعاملات بين المضاربين وتجار الجملة. تمثلت دور البورصات في تسهيل عمليات التداول وتحقيق الشفافية في تلك السوق، وتوفير آليات لتحديد الأسعار وتوجيه عمليات الشراء والبيع بطريقة منظمة.

✦ اقتراض الحكومات:

اقتراض الحكومات كان ضروريًا نتيجة للحروب التي أشعلت من أجل الحصول على الموارد الصناعية والاقتصادية. لهذا الغرض، كانت الحكومات تضطر إلى استدانة المواطنين من أجل تمويل هذه الحروب وتلبية احتياجاتها، بالإضافة إلى ذلك، كانت الحكومات تسعى أيضًا إلى البحث عن أسواق لصرف منتجاتها وزيادة التجارة الدولية لتحقيق العوائد المالية. بمعنى آخر، قامت الحكومات باللجوء إلى الاقتراض من المواطنين من أجل تمويل مصاريف الحروب وتمويل برامج التنمية الصناعية. ولتسهيل هذه العمليات، قامت الحكومات بتقديم المستندات والوثائق للمقرضين لتثبيت التزامها بسداد القروض وتوفير الضمانات اللازمة.

✦ اقتراض الشركات:

لتوسيع نشاطها وتحقيق نمو أفضل، تلجأ الشركات في كثير من الأحيان إلى الاقتراض من مصادر مالية خارجية. يمكن للشركات الحصول على تمويل من البنوك، المستثمرين، أو الأسواق المالية عن طريق إصدار السندات أو الأوراق المالية الأخرى. من أجل ضمان سداد القروض والحفاظ على الثقة بين الدائنين، تقوم الشركات بتقديم مستندات أو ضمانات تفيد أنها ملتزمة بسداد المبالغ المستدانة، من خلال الاقتراض، تسعى الشركات إلى زيادة رأسمالها وتوسيع نطاق نشاطها.

❖ ضخامة المشروعات:

مع تقدم الثورة الصناعية وتطور القطاع الصناعي، زاد حجم المشروعات وضخامة رأسمالها. هذا التطور أدى إلى زيادة الاحتياجات المالية لتمويل تلك المشروعات الكبيرة وتغطية تكاليفها المتزايدة. لمواجهة هذه الحاجة للتمويل، نشأت فكرة الشركات المساهمة، بحيث تُقسّم هذه الشركات رأسمالها إلى أسهم قابلة للشراء من قبل المستثمرين، وبالتالي يمكن للأفراد والمستثمرين الشراء والمشاركة في هذه الشركات من خلال شراء الأسهم.

3.1.2.1 مراحل نشوء أسواق الأوراق المالية

1.3.1.2.1 مرحلة إنشاء بورصات البضائع

مع التطور الاقتصادي وانتقال المجتمع من المرحلة الزراعية إلى المرحلة الصناعية، وما رافق ذلك من نمو المدن وانتقال العمالة من الحقول إلى المصانع، ظهرت تحديات جديدة تتعلق بتموين المدن بالمواد الغذائية والحبوب. بسبب الزيادة في عدد السكان وتزايد الازدحام الحضري، أصبح من الصعب توفير الإمدادات بطرق تنظيمية وفعالة، وتلبية احتياجات هذه المدن أصبح أكثر تعقيداً، واستدعى وجود سوق عالمي للتجارة بالحواصلات الزراعية، لهذا الغرض ظهر جيل جديد من التجار والمتعاملين تم تسميتهم بالمضاربين. كانوا يتعاملون مع تقلبات أسعار المواد الزراعية ويتحملون خطرها بحكم خبرتهم ومعرفتهم بسوق السلع، بجانب ذلك، أسهم تجار الجملة في حل تلك المشكلات. بناءً على طلب السوق، قاموا بتخزين السلع والحبوب وتوفيرها في الأوقات التي تكون فيها الحاجة أكبر. هذا المجهود ساهم في تحقيق استقرار في توفير الإمدادات الغذائية للمدن، وبالإضافة إلى ذلك، لعبت البنوك دوراً مهماً في دعم هؤلاء التجار من خلال توفير التمويل والائتمان. وبهذه العناصر المشتركة، تطورت الحاجة إلى مراكز لتوجيه وتنظيم تلك المعاملات. هذا أدى إلى إنشاء البورصات في مواقع متعددة حيث يمكن للتجار التعامل في تلك المحصولات. تم تسمية تلك البورصات ببورصة البضائع، فقط أنشأت أول بورصة للبضائع في باريس عام 1304م، وأنشأت بورصة للبضائع في أمستردام سنة 1608م التي كانت مركزاً للسوق الآجلة في البضائع (البرواري، 2002، الصفحات 32-33).

2.3.1.2.1 مرحلة تداول الأوراق التجارية

بدأت هذه المرحلة في العام 1400 ميلادي، حين جرى تداول الكمبيالات والسحوبات الأودنية ونشأت مهنة سمسرة الصرف بشكل رسمي. فيما يخص إنجلترا، في عام 1688 ميلادي، بدأ التعامل بسندات تمويل التبادل التجاري وأسهم شركة الهند الشرقية وبعض الشركات الأخرى. في هذه الفترة، شهدت عمليات تبادل الأوراق التجارية، وخصوصاً الكمبيالات، تطوراً ملحوظاً. ومع انتشار شركات المساهمة وزيادة استخدام الاقتراض من قبل الحكومات والمؤسسات والأفراد، زادت أهمية حركة تداول الصكوك مستمدة قوتها من تداول الأوراق التجارية. ومع تطور البنية المالية والاقتصادية، تعاظمت حركة تداول الصكوك وزادت أهميتها. تبقى العلاقة بين تداول الأوراق التجارية والأوراق المالية مترابطة ومتداخلة. حتى مع ظهور أسواق الأوراق المالية، حيث استمر تداخل هاتين الفئتين من الأوراق في عمليات التداول والتمويل (شريط، 2019، صفحة 22).

3.3.1.2.1 مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي وعلى قارعة الطرق

في القرن 16، بدأت الحكومات في الاقتراض من الجماهير لتمويل أنشطتها، وبدأت الشركات تستخدم إصدار السندات كوسيلة للحصول على التمويل. في سنة 1599م تأسست شركة الهند الشرقية وطرحت أسهمها للتداول، وهذه الخطوة تعد من أوائل الأمثلة على تداول الأسهم في البورصات. في عام 1693، أصدر الملك وليم الثالث قراراً يخص سندات القرض، حيث منح حاملي هذه السندات الحق في التنازل عنها لأي شخص آخر يرغب في شرائها. هذا القرار وضع أسساً لتداول سندات القرض وسهل عمليات التحويل بين المستثمرين، وبالتالي، فتح الباب أمام تحقيق سيولة أكبر للاستثمارات. في أمريكا، خلال حرب الاستقلال في عام 1790، أصدرت الحكومة الفيدرالية صكوك الدين الموحدة. وكان يتم التعامل بهذه الصكوك في الطرقات والمقاهي، وفي بورصة لندن، قبل افتتاحها الرسمي، وعاقبه خروج المتعاملين من البورصة الملكية للبضائع، كان المتعاملون في الأوراق المالية يجتمعون في ممر بورصة البضائع في مكان غير مسقوف وفي الشتاء والأيام المطيرة يجتمعون في قهوة "جوناثان". أما في الولايات المتحدة، بدأ التعامل بالأوراق المالية في شارع "وول ستريت" في نيويورك عام 1725، ثم تحول في نفس الشارع تحت "شجرة بيتن وود"، ثم انتقل إلى قهوة "تونتين" في عام 1793. وقبل افتتاح بورصة باريس، كان التداول يجري في شارع "كانكانيو". هذه الأمثلة تبرز تطور تداول الأوراق المالية والسندات في مختلف أنحاء العالم (أحمد حسن، 1989، الصفحات 9-10).

4.3.1.2.1 مرحلة استقلال بورصات الأوراق المالية بمبادئها وأنظمتها

مع مرحلة التطور الصناعي، شهد الاقتصاد نموًا هائلًا وظهور مشاريع ضخمة وكبيرة الحجم أصبح من الصعب على المستثمر الفرد تحمل الأعباء المالية لهذه المشاريع، فنمو الاقتصاد وتطور الصناعة إلى جانب زيادة الدخل من ناحية، ورواج التعامل في الأوراق المالية من ناحية أخرى، أصبح من الضروري قيام أسواق الأوراق المالية المستقلة بأنظمتها وإداراتها ومبادئها الخاصة. بورصة لندن كانت من بين أوائل البورصات التي أصبحت مستقلة بمبنى خاص في عام 1773، وباريس في عام 1808، ونيويورك في عام 1861. تبعتها بورصات أخرى حول العالم، مثل طوكيو وغيرها (غالام و خزان، 2016، صفحة 72).

2.2.1 مفاهيم حول أسواق الأوراق المالية

الاحتياجات المختلفة للبشر ورغبتهم تدفعهم للبحث عن سبل لإشباع تلك الاحتياجات، والسوق يلعب دورًا حاسمًا في تسهيل هذه العملية. فالسوق هو مكان تلاقي البائعين والمشتريين. يأتي البائعون إلى هذا الموقع محملين ببضاعتهم، بينما يأتي المشتريين محملين بقيمتها. لكي يحقق ما يرغب فيه ويُلبي احتياجاته المتنوعة، يجب عليه النظر في السعر المتفق عليه، والذي يتم تحديده عادة وفقًا لقوانين العرض والطلب. فعندما يزداد الطلب على سلعة معينة، يرتفع سعرها، وعلى العكس، إذا زاد العرض من تلك السلعة، ينخفض سعرها. كذلك الحال بالنسبة لسوق الأوراق المالية "البورصة"، بحيث هي المكان الذي يلتقي فيه البائعون الذين يحملون أسهمًا وسندات مع المشتريين الذين يسعون للاستثمار في هذه الأوراق المالية.

1.2.2.1 تعاريف سوق الأوراق المالية

أطلق الاقتصاديون عدة أسماء على سوق الأوراق المالية، وهذه الأسماء تشير جميعها إلى نفس المدلول وهو مكان تداول الأوراق المالية. من هذه الأسماء: سوق الأسهم والسندات، سوق رأس المال وهذا الدور الذي يلعبه في توفير وجمع رأس المال، والسوق المالية بحيث تستخدم هذه العبارة بشكل عام للإشارة إلى سوق الأوراق المالية بدون تحديد نوع معين من الأوراق المالية، وبورصة الأوراق المالية وهذا المصطلح يشير إلى مكان محدد ومنظم لتداول الأوراق المالية، وهو شائع لوصف أسواق الأوراق المالية.

لقد تعددت تعاريف أسواق الأوراق المالية ولعل من أبرزها هذه التعاريف:

التعريف الأول:

عرفت أسواق الأوراق المالية بأنها: سوق تُنظم وتُقام في مكان ثابت، ويتم إدارتها والإشراف عليها من قبل هيئة تنظيمية خاصة بها. تعمل هذه الأسواق وفقاً للوائح والقوانين والأعراف والتقاليد المحددة، وتضم المتعاملين الذين يهتمون بالاستثمار في الأسهم والسندات، وناشدي الاستعادة من تقلبات الأسعار حيث تُجرى جلسات تداول يومية في مكان معين، ويقوم وسطاء ماليون بتنفيذ أوامر الشراء والبيع للمستثمرين (السلمي، 2010، صفحة 18).

التعريف الثاني:

كما يعرف سوق الأوراق المالية على أنه نظام يجمع بين البائعين والمشتريين لأنواع معينة من الأوراق المالية أو الأصول المالية. يتيح هذا النظام للمستثمرين بيع وشراء مجموعة متنوعة من الأسهم والسندات داخل السوق، وذلك سواء من خلال وسطاء ماليين أو شركات متخصصة في هذا المجال (مسعداوي، 2014، صفحة 08).

التعريف الثالث:

كما يمكن تعريف البورصة أيضاً: "على أنها مركز لتجميع وتركيز رؤوس الأموال ثم تحويلها إلى استثمارات طويلة الأجل في الأسهم والسندات" (بن حاسين، 2013، صفحة 19).

التعريف الرابع:

سوق الأوراق المالية هو سوق منظم حيث يتم تنفيذ المعاملات المتعلقة بالأوراق المالية مثل الأسهم والسندات الصادرة عن الشركات والسندات الحكومية المتداولة. يتم ذلك عن طريق أشخاص مؤهلين ومتخصصين في مجال التداول والاستثمار في الأوراق المالية. يجب على هؤلاء المتعاملين الالتزام بالقوانين واللوائح التي تنظم النشاط في السوق. وتعمل هيئة تنظيمية مخصصة على إدارة السوق والإشراف على تنفيذ تلك القوانين واللوائح، وذلك بهدف ضمان نزاهة وشفافية العمليات المالية وحماية مصالح المستثمرين (الرزين، 2005، صفحة 04).

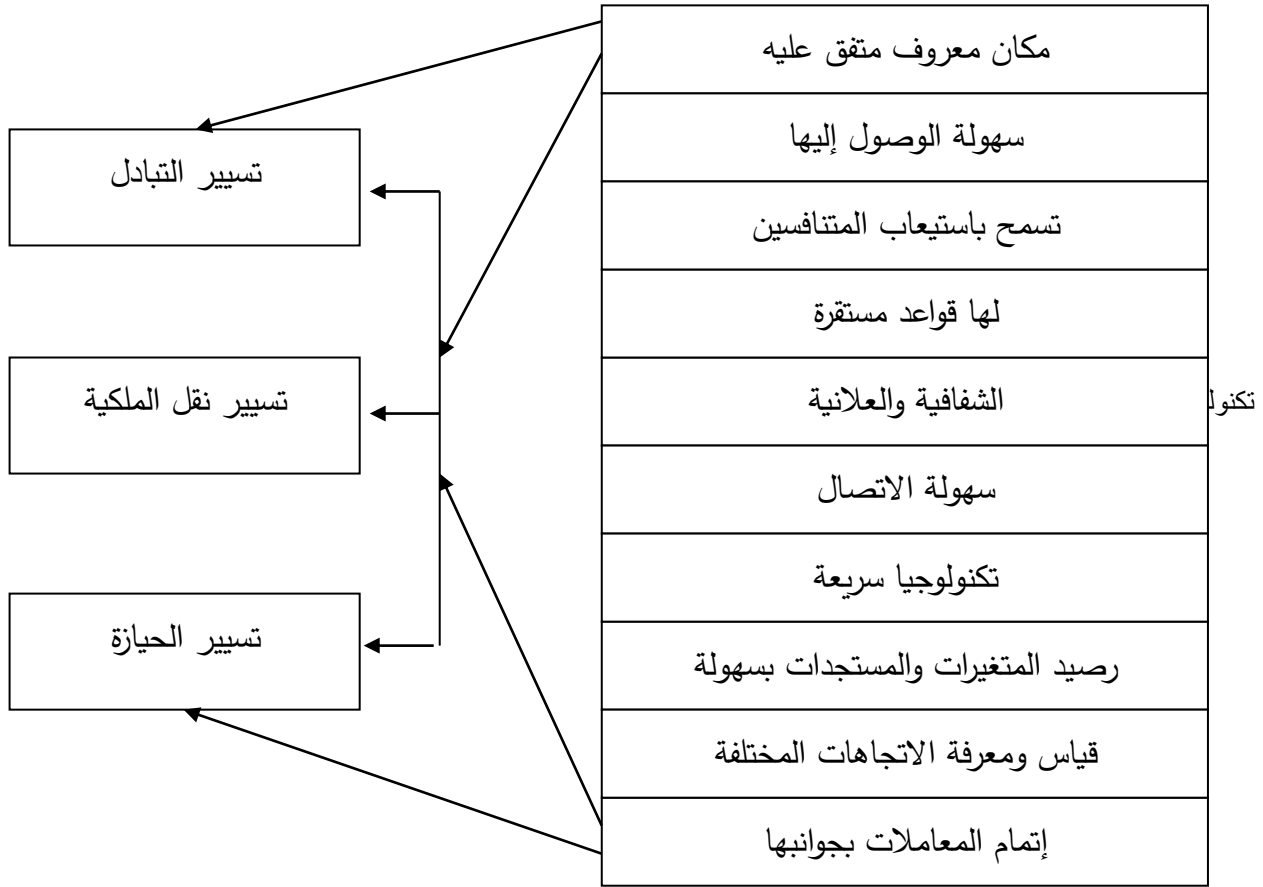
التعريف الخامس:

ويمكن القول أنها تمثل تجميعاً لمشتري وبائعي الأسهم ولا يلزم أن يكون موقعاً فعلياً أو كياناً منفصلاً. تُعرف أسواق الأوراق المالية أيضاً بأسماء مختلفة مثل أسواق الأسهم، بورصة الأوراق المالية، أو البورصة، هو الاسم الذي يطلق على منشأة المشاركة في شراء وبيع أسهم الأسهم أو السندات أو الأدوات المالية الأخرى (Rjumohan, 2019, p. 14).

التعريف السادس:

وبمفهوم آخر يمكن تعريفها "بأنها المجال أو الإطار الذي يتم فيه حجز المدخرات من وحدات الفائض إلى وحدات العجز، لتمويل أغراض ومشاريع مختلفة، وتداولها من بعد ذلك" (شريط، 2019، صفحة 27). من خلال التعاريف والمفاهيم التي ذكرتها، يمكن استنتاج أن سوق الأوراق المالية هو بالفعل سوق منظم ومنتظم يجتمع فيه المتعاملون للقيام بعمليات البيع والشراء للأوراق المالية، بحيث يكون ذلك في مكان معين وخلال أوقات محددة وبشروط تنظمها قوانين وأنظمة تهدف إلى ضمان سلامة وشفافية التعامل وحماية مصالح المستثمرين. هذه القوانين والأنظمة تضمن وجود أسس سليمة للتداول وتعزز الثقة في سوق الأوراق المالية.

الشكل 01: جوانب تعريف سوق الأوراق المالية



المصدر: (بن حاسين، 2013، صفحة 20)

2.2.2.1 الشروط الملائمة لتكوين الأسواق المالية

إنشاء سوق مالي ناجح يتطلب توفر العديد من الشروط والعوامل الأساسية يمكننا إجمالها في الآتي (مسعداوي، 2014، صفحة 09):

- ❖ زيادة عدد المؤسسات المالية في الدولة: حيث تُعتبر هذه المؤسسات بمثابة وسائل لتجميع الادخار للجمهور وتعمل هذه المؤسسات على تقديم القروض للمستثمرين لتمويل مشاريعهم.
- ❖ تحويل المدخرات إلى استثمارات: بحيث تعد الأسواق المالية أحد أهم الوسائل التي يمكن استخدامها لتحويل المدخرات إلى استثمارات، وذلك لأن هذه الأسواق تقدم فرصا للأفراد للاستثمار في الأوراق المالية، والتي تمثل حصصا في رأس المال لمؤسسات صناعية أو تجارية أو عقارية.

الفصل الأول: الإطار النظري

- ❖ إنشاء بورصات للأوراق المالية: تعتبر بورصات الأوراق المالية من الأدوات الحيوية في دول ذات حرية اقتصادية عالية أو نظام اقتصاد مختلط، حيث تسهم هذه الأسواق في تعزيز عمليات الادخار والاستثمار، بحيث يلعب القطاعان العام والخاص دورًا مهمًا في هذا السياق.
- ❖ الاهتمام بوسائل الإعلام ومراقبته: لضمان نجاح تكوين الشركات أو طرح الأسهم والسندات، يجب أن يترافق هذا العمل بإعلان مناسب وشفاف، هذا الإعلان يهدف إلى إبلاغ كل مستثمر ومدخر عن الفرص المتاحة لاستثمار أموالهم، ويتوجب مراقبة المعلومات المذكورة في هذه الإعلانات لضمان حفاظ مصلحة صغار المستثمرين وضمان جدية العمليات المالية.
- ❖ تحقق البيئة المالية المثلى معافاة السليمة من خلال توفير الشروط الضرورية للسلامة المالية، يجب وجود أجهزة رقابية فعالة تسعى إلى ضبط السلوك المؤسسي وتعزز من مستوى الشفافية. هذه الأجهزة تعمل على مراقبة أداء الأسواق المالية بمساعدة تشريعات وقوانين واضحة وملزمة.
- ❖ تحقيق استقرار سياسي واقتصادي واجتماعي يوفر درجة معتدلة من الثقة، وهذا يساهم بشكل كبير في جذب رؤوس الأموال وتحويلها من الادخارات خاصة إلى استثمارات طويلة الأمد، سواء كانت داخل البلاد أو من خارجها.

3.2.2.1 الأهمية الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية

- تتبع أهمية الاقتصادية لإنشاء أسواق أوراق المالية من كونها ترتبط بتحقيق عدة أغراض وأهداف لمصلحة الاقتصاد وتشمل ما يلي (زهري، 2017، الصفحات 24-25):
- ❖ تأتي أهمية إنشاء أسواق الأوراق المالية من قدرتها على تعزيز الادخار الوطني ونشر ثقافة الاستثمار، وتوعية الأفراد بوسائل توفير التمويل عبر هذه الأسواق، فهي توفر فرصًا مماثلة للوسائل التقليدية للتمويل، وبالتالي تشجع على توجيه الاستثمار من خلال توجيه الأفراد، مما يحفزهم على الاستثمار في هذه الأسواق من خلال وسائل الاتصال ونقل المعرفة المختلفة.
 - ❖ تعزز الأهمية لهذه الأسواق أيضا من تقديم التشجيع للشركات والمؤسسات عائلية وخاصة التحول إلى شركات مساهمة عامة خاصة ولا سيما إذا تم تقديم تحفيزات وتشجيعات ضريبية وتمويلية من قبل الدولة لشركات المساهمة العامة.
 - ❖ جعل للجمهور القدرة وتمكينه من المشاركة في مؤسسات القطاعين العام والخاص من خلال شراء أسهم بأسعار ميسرة وفي متناول اليد وتوفير آليات سهلة للانسحاب دون تأثير على استقرار المؤسسة من خلال بيع هذه الأسهم في السوق الثانوي.

الفصل الأول: الإطار النظري

- ❖ السماح للدول من تحقيق التمويل من خلال إصدار الصكوك وتسهيل عملية خوصصة الوحدات الحكومية من خلال إدراجها في الأسواق المالية وعرض أسهمها للجمهور والمتعاملين.
 - ❖ تعتبر أسواق الأوراق المالية مرجعا ومؤشرا مهما لتبيان مدى كفاءة وفعالية السياسات الاستثمارية والتشغيلية في اقتصاد أي دولة. حيث أنها تمثل وسيلة غير رسمية للمراقبة الخارجية لأداء الشركات المدرجة فيها، وذلك من خلال مستوى الاهتمام والإقبال على أسهم هذه الشركات يعكس مدى نجاح وكفاءة السياسات التي تنفذها إدارات هذه الشركات.
 - ❖ سهولة إجراءات تقييم الشركات المدرجة على أسواق الأوراق المالية، مع إتاحة الفرصة لتقديم نصائح وتوجيهات للشركات المصدرة للأوراق المالية، ويمكن ذلك من خلال تحليل البيانات والمعلومات المقدمة من قبل السوق والشركات التي تتعامل معها. هذا يسهم في تعزيز الشفافية والتوجيه الفعال للشركات في سعيها للنجاح في الأسواق المالية.
 - ❖ تحقيق مستوى عالٍ من الضبط المؤسسي من خلال إشراف ورقابة هيئات أسواق الأوراق المالية والفرض على الشركات الإفصاح ومراقبة عمليات التداول يسهم في تعزيز مناخ استثماري يتسم بالشفافية، وبفضل هذه الإجراءات تصبح البورصة عاملاً مهماً يعكس الوضع الاقتصادي العام للدولة.
 - ❖ تيسير عملية تبادل الأصول المالية الاستثمارية بين الأطراف الاقتصادية.
 - ❖ العمل على الربط بين النشاطات والعمليات قصيرة الأجل والنشاطات الاستثمارية طويلة الأجل مما يعزز من تحقيق المزيد من تراكم المصادر التمويلية بشكل أكبر.
 - ❖ تمكين السلطات النقدية المركزية تنفيذ السياسة النقدية وإدارة الكتلة النقدية عن طريق تفعيل آليات سوق مفتوحة فعالة.
 - ❖ تيسير وتسهيل عمليات سوق ما بين البنوك عبر آليات سوق الأوراق المالية.
- فضلا عن الأهمية الاقتصادية سالفة الذكر، فإن التمويل عن طريق سوق الأوراق المالية يوفر العديد من المزايا التنافسية مقارنة بالتمويل البنكي، كما هو موضح بالجدول التالي:

الجدول 01: أهمية التمويل عبر سوق الأوراق المالية مقارنة بالتمويل البنكي

أوجه المقارنة	التمويل عبر سوق الأوراق المالية	التمويل البنكي
تكلفة الاقتراض	عمليا تكون بأقل تكلفة ممكنة خاصة في ظل توفر كفاءة السوق	نسبيا تكون التكلفة مرتفعة
إمكانية زيادة التمويل في أي وقت	تكون أكثر مرونة وليس لها حدود قصوى	غالبا تكون محدودة و تتوقف على شروط البنك
اشتراط وجود ضمانات	لا يشترط وجود أي أصل كضمانات	يشترط وجود ضمانات و أصول حسب شروط البنك ودرجة اقتناعه
تسهيل عمليات الاندماج و الاستحواذ	تواجد الشركة في سوق يساعد على زيادة فرصة اندماجها و الاستحواذ عليها	لا يوجد أي تأثير
تحقيق قيمة عادلة للشركة (fair value)	تساهم في تحديد القيمة العادلة للشركة من خلال القيمة السوقية لها	لا يؤثر على القيمة العادلة للشركة
إمكانية الحصول على الدعم الفني الإداري	تواجد الشركة في سوق يسهل عملية المستثمرين ليساعدوا في تنمية الشركة فنيا و إداريا	التمويل البنكي يقتصر على الاقتراض فقط
رفع الكفاءة التنظيمية للشركة	التزامات القيد والإفصاح تساهم في الرفع من كفاءة الشركة	لا يوجد تأثير مباشر كفاءة الشركة

المصدر: (Hussein, 2010, p. 10)

4.2.2.1: خصائص سوق الأوراق المالية

لسوق الأوراق المالية بعض الخصائص تميزها عن باقي الأسواق الأخرى نذكر منها (بوكساني، 2006، صفحة 46):

❖ تعتبر سوق الأوراق المالية من أكثر الأسواق المالية تنظيماً، نظراً لأن المشاركين فيها يتضمّنون وسطاء مختصين، وتُفرض شروط وقيود قانونية على عمليات تداول الأوراق المالية فيها. لذلك في معظم البلدان هناك هيئات مستقلة بصلاحيات خاصة تدير عمليات الأسواق المالية وتقدم المعلومات الضرورية للمشاركين.

الفصل الأول: الإطار النظري

- ❖ يتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية، يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل بما يكفل توفير السيولة.
- ❖ التداول في هذه السوق يتم بتوفير المناخ الملائم، وكذا المنافسة التامة حتى يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.
- ❖ التداول في سوق الأوراق المالية الثانوية الخاصة يتم من خلال الوسطاء ذوي خبرة في الشؤون المالية.
- ❖ سوق الأوراق المالية تُظهر مرونة استثنائية وقدرة على استغلال تكنولوجيا الاتصالات، مما يمنحها ميزة فريدة تميزها عن الأسواق السلعية الأخرى فهي أسواق واسعة يتم فيها إجراء صفقات ضخمة تمتد إلى مناطق متعددة في العالم في نفس الوقت.
- ❖ الاستثمار في سوق الأوراق المالية يتطلب توفر المعلومات السوقية، واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.
- ❖ الأسواق المالية ترتبط بشكل أساسي بالأوراق المالية طويلة الأجل، وتلعب دورًا بارزًا في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تتطلب أموال تسدد على أمد طويل.
- ❖ الاستثمار في سوق الأوراق المالية يمكن أن يكون مخاطرة أكبر وسيولة أقل مقارنة بالاستثمار في السوق النقدية، ذلك لأن الأدوات المالية المستخدمة في هذا النوع من الاستثمار، مثل السندات طويلة الأجل، يحتمل مخاطر سعرية، سوقية وتنظيمية مختلفة، وعلى الرغم من أن الأسهم قد تقدم عوائد أعلى نسبيًا، إلا أنها تتضمن مخاطر كبيرة أيضًا.
- ❖ الاستثمار في سوق الأوراق المالية يعتبر ذا عائد مرتفع نسبيًا، وبالتالي فإن اهتمام المستثمرين في سوق الأوراق المالية يكون نحو الدخل أكثر منه نحو السيولة والمخاطرة.

5.2.2.1: وظائف سوق الأوراق المالية

لسوق الأوراق المالية مجموعة من الوظائف يمكن تلخيصها في ما يلي (عيواج، 2017، صفحة 399):

- سوق الأوراق المالية أداة فعالة لوجود سوق مستمرة، حيث تمكن المتعاملين في مجال الأوراق المالية من البيع والشراء في أي وقت وحسب رغبتهم وبالأسعار التي يرونها مناسبة.
- يعد سوق الأوراق المالية أداة فعالة لتجميع المدخرات وتوجيهها إلى الاستثمارات. ويتم ذلك من خلال تشجيع المستثمرين والمدخرين ذوي الفوائض المالية على الادخار من خلال شراء الأوراق المالية للشركات المسجلة في السوق والتي تحتاج إلى أموال.

- يعتبر سوق الأوراق المالية أداة لتوجيه الاستثمار، ويتحقق ذلك من خلال أسعار الفائدة. عندما تكون أسعار الفائدة المصرفية أقل من الفائدة المكتسبة على الأوراق المالية، يقوم المستثمرون بسحب الودائع من البنوك للاستثمار في سوق الأوراق المالية والعكس صحيح. عندما ينخفض الدخل من الأوراق المالية، يلجأ المستثمرون إلى البنوك للحصول على أسعار فائدة أعلى.
- يعتبر سوق الأوراق المالية وسيلة لنقل المخاطر، من خلال الحد من المخاطر المرتبطة بالمشاركة في شركة ما إلى حد أقصى يعادل حجم استثمار الشركة، ولا تمتد هذه المخاطر إلى الممتلكات المتبقية للمستثمر في تلك الشركة من خلال قيمة ما يملكه المستثمر من أسهم والأوراق المالية.
- ويعتبر أداة فعالة لتقييم الشركات من خلال شروط الإدراج، بما في ذلك الشفافية والإفصاح عن الميزانيات والأرباح.... وهكذا، ومن خلال اتجاه حركة أسعار الأوراق المالية في السوق سواء صعوداً أو هبوطاً، كلما زادت كفاءة الشركة، زاد اهتمام المدخرين بالاستثمار في أسهمها والعكس صحيح، مما يؤثر على أسعار أسهم تلك الشركة.
- تجنب التقلبات الجامحة في الأسعار يتم تحقيقه من خلال قيام أعضاء سوق الأوراق المالية المتخصصون وعملاءها المحترفين بتلقي أثر الانفعالات والتي قد تكون خاطئة أو صحيحة، فيشترون ما يرونه بناءً على خبرتهم، خبرتهم أنه عرض زائد نتيجة للتشائم ، وأيضاً مواجهة أي طلب زائد بسبب التفاؤل غير المعقول الذي لا مبرر له.
- توفر سوق الأوراق المالية فرص استثمارية متنوعة ومتفاوتة من حيث المخاطر وذلك من خلال كثرة وتنوع الأوراق المالية من جانب وتوفير المعلومات عن هذه الأوراق التي يتم التعامل فيها (وشاح وشاح، 2009، صفحة 21).

6.2.2.1: كفاءة أسواق الأوراق المالية

تعتبر فكرة كفاءة سوق الأوراق المالية مثيرة للجدل بشكل كبير بين المهتمين بهذه الأسواق لأن المعلومات تدخل إلى السوق بشكل مستقل وعشوائي في أي وقت، لذلك يتم تحديد سعر الورقة المالية بناء على المعلومة المتاحة، فإذا كان سعر الورقة المالية المتداولة يعكس المعلومات فالسوق في هذه الحالة يتميز بالكفاءة التي لها أثر في تقليل المخاطر وتخفيضها إلى الحد الأدنى.

إن ما يميز السوق الكفء هو أن أسعار الأوراق المالية تستجيب بسرعة للمعلومات الجديدة التي يتحصل عليها أطراف السوق وتتخذ القرارات الاستثمارية بناء على هذه المعلومات، أي أن أسعار الأوراق المالية تعكس جميع المعلومات المعروفة، وهي معلومات تاريخية، مثل: سلسلة المعلومات التاريخية و المعلومات الحالية

(المعلومات الصادرة للجمهور)، والتي تعكس أيضًا المعلومات التي تحصل عليها أطراف السوق من خلال تحليل ومعالجة المعلومات التاريخية والمعلومات الحالية. كما تتميز سوق الأوراق المالية الكفاءة بالقدرة التنافسية، مما يعني أن أسعار الأصول والعوائد تتحدد بناءً على قوى العرض والطلب، ويتصف سلوك المتداولين بعقلانية والرشاد، على افتراض تماثل المعلومات المتاحة لجميع المستثمرين، وبالتالي فإن قرارات الاستثمار تعتمد على هذه المعلومات.

1.6.2.2.1: تعريف كفاءة أسواق الأوراق المالية

يرى كل من (فاما - لوري-بريلي) (Fama -Lorie -Brealey) أن "السوق المالية الكفؤة هي التي تعكس أسعارها في أي وقت وبصورة كاملة في جميع المعلومات المتوفرة (عبدلي، 2018، صفحة 127)" طالما أن المستثمرين يتمتعون بإمكانية الوصول وبطريقة رخيصة وسريعة وواسعة النطاق إلى جميع المعلومات الجيدة حول الأوراق المالية المعروضة والأوراق المالية المناسبة للطرح.

كما عرفها J. Teulie "بأنها سوق تعكس فيها سعر الورقة المالية التي تصدرها مؤسسات كافة المعلومات المتاحة عنها ولا يوجد فاصل زمني في الحصول على المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محدده بشأن سعر الورقة المالية (مزبود و بلحواني، 2017، صفحة 310)".

2.6.2.2.1: الكيفية التي تتحقق بها الكفاءة في سوق الأوراق المالية

وتتمثل في مجموعة من الخطوات الأساسية التي تقوم عليها الكفاءة في سوق الأوراق المالية، والتي تتمثل أساساً فيما يلي (مفتاح و معاريف، 2010، صفحة 185):

أولاً: يفترض وجود سوق أوراق مالية منظمة جداً تضم عدد كبير من المتعاملين سواء كانوا مستثمرين أو مقترضين، والعلاقة طردية، بمعنى أنه كلما زاد عدد المستثمرين زادت درجة الكفاءة الهيكلية التي تعكس درجة المنافسة في السوق.

ثانياً: في ظل المناخ التنافسي للسماسة في خدمة المستثمرين يتوقع أن تصل نتائج تحليل المعلومات المنشورة من قبل مختلف مصادر المعلومات المالية إلى العملاء بسرعة فائقة وفي نفس الوقت تقريباً، مما يعني استجابة فورية لتعكس مباشرة في سعر الأوراق المالية قيد التداول، وما يميز هذه الاستجابة استحالة انفراد أي من المستثمرين بميزة سبق في شأن الحصول على تقييم للسعر الذي يباع به السهم.

ثالثاً: فور وصول هذه المعلومات الجديدة والتي هي بمثابة أنباء قد تكون سارة أو غير سارة، يعمل المستثمرون على تقدير قيمة الأصل سواء بالارتفاع أو الانخفاض، وللإشارة أنه لا وجود لفاصل زمني بين الوصول إلى نتائج محددة بشأن القيمة الحقيقية للسهم وحصول كافة المستثمرين عليها.

رابعاً: وحتى نقول أن السوق يتصف بالكفاءة الكاملة فإنه يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية، وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه والتي من شأنها تغيير نظرتهم في الشركة المصدرة للسهم، حيث تتجه أسعار الأسهم صعوداً أو هبوطاً وذلك تبعاً لطبيعة الأنباء إذا كانت سارة أو غير سارة.

3.2.1: طبيعة وآلية عمل أسواق الأوراق المالية

يخضع سوق الأوراق المالية لآلية محددة، تختلف عن الأسواق الأخرى لأنها تضم مشاركين مختلفين تقوم بالتداول بسلعها التي تتجسد في الأوراق المالية التي يتم التداول بها، والتي تعقد عليها عدة عمليات تدعى الأوامر يتم تنفيذها من قبل هذه الأطراف ونجد عدة طرق لتحديد السعر. من الصعب القول أن هناك قواعد ثابتة وموحدة لكيفية قيام الوسطاء بإنجاز تعاملات المستثمرين في الأسواق جميعاً، ويمكن تقريبه من خلال توضيح جانبي التعليمات والتنفيذ الذي يقوم به الوسطاء الماليون في الأسواق المالية (أحياناً المستثمرين أنفسهم كما هو الحال مع السوق الرابع والمتعاملين مع شبكة الإنترنت حالياً يعملون لصالحهم) لصالح المستثمرين.

1.3.2.1: الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

يقدم سوق الأوراق المالية مجموعة متنوعة من المنتجات، بما في ذلك أنواع مختلفة من الأسهم والسندات، وتعتبر الورقة المالية السلعة أو الأصل التي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية، بحيث تعد العمود الفقري لهذا السوق، يمكن القول بأنها وثيقة تُثبت حقوق المستثمر وتثبت الملكية أو الدين. ولكي تكون الشركة مؤهلة للطرح في سوق الأوراق المالية، يجب أن تكون شركة تصدر أوراقاً قابلة للتداول، أي يجب أن تكون إما شركة مساهمة أو شركة التوصية بالأسهم.

1.1.3.2.1: الأسهم stocks

تعرف الأسهم في الاقتصاد على "أنها ورقة مالية تثبت امتلاك حائزها لجزء من رأس مال المؤسسة التي أصدرته مع الاستفادة من كامل الحقوق وتحمل كل الأعباء التي تنتج عن امتلاك هذه الورقة (عبد الحافيظي و سلماني، 2014، صفحة 213)".

كما يمكن القول أن السهم هو "صك يمثل نصيباً عينياً أو نقدياً في رأس مال الشركة، قابل للتداول، بمر ماله حقوقاً خاصة (الخليل، 2006، صفحة 48)".

حيث يتم تصنيفها إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة:

1.1.1.3.2.1: الأسهم العادية (Common stocks)

السهم العادي هو أداة مالية تصدرها شركة مساهمة بقيمة اسمية محددة. يمنح حقوقاً وواجبات متساوية لملاكه، ويتم طرحه للجمهور عادةً من خلال عمليات الاكتتاب العام في السوق الأولية. يتيح للمستثمرين بعد ذلك التداول به في السوق الثانوية، حيث تتغير قيمته السوقية باستمرار، بناءً على التقييمات والأسباب المختلفة، ويُعتبر السهم العادي عادةً أول أداة تصدرها الشركة، وفي حالة تصفية الشركة، يتم توزيع الأموال على ملاك الأسهم العادية في المرتبة الأخيرة، ولحامليه الأولوية الأدنى في طلب العوائد، حيث يسبقهم في هذا الطلب أصحاب الأسهم الممتازة والسندات. ولهم الحق في التصويت في مجلس الإدارة والتدخل في الشؤون الإدارية (بسبع، 2016، الصفحات 16-17).

2.1.1.3.2.1: الأسهم الممتازة (Preferred Stocks)

تعتبر هذه الأسهم من الأنواع التي تمنح أصحابها حقوقاً خاصة، مثل الحصول على أولوية في توزيع أرباح محددة أو الأفضلية في استرداد رأس المال عند تصفية الشركة، أو الحصول على مزايا أخرى غير متاحة لملاك الأسهم العادية (الخليل، 2006، صفحة 55)، وإذا كانت هناك أسهم (ممتازة) في الشركة، فإنه لا يمكن إصدار أسهم جديدة تمنحها الأولوية على حسابها إلا بموافقة جمعية خاصة تتألف من ملاك الأسهم الممتازة الذين يتأثرون بتلك الإصدارات.

2.1.3.2.1: السندات bonds

السند هو وثيقة قابلة للتداول تمثل عادة قرضاً يصدره الحكومة أو الشركات من خلال عمليات الاكتتاب العام. يعتبر حامل السند دائناً للشركة أو الحكومة المُصدرة وله الحق في المطالبة بالمبلغ المستحق ولا يعتبر شريكاً في المؤسسة (عبد الحافظي و سلماني، 2014، صفحة 205). وهناك عدة أنواع للسندات وذلك حسب الجهة المصدرة لها منها (بسبع، 2016، الصفحات 21-22):

❖ السندات التي تصدرها شركات الأعمال.

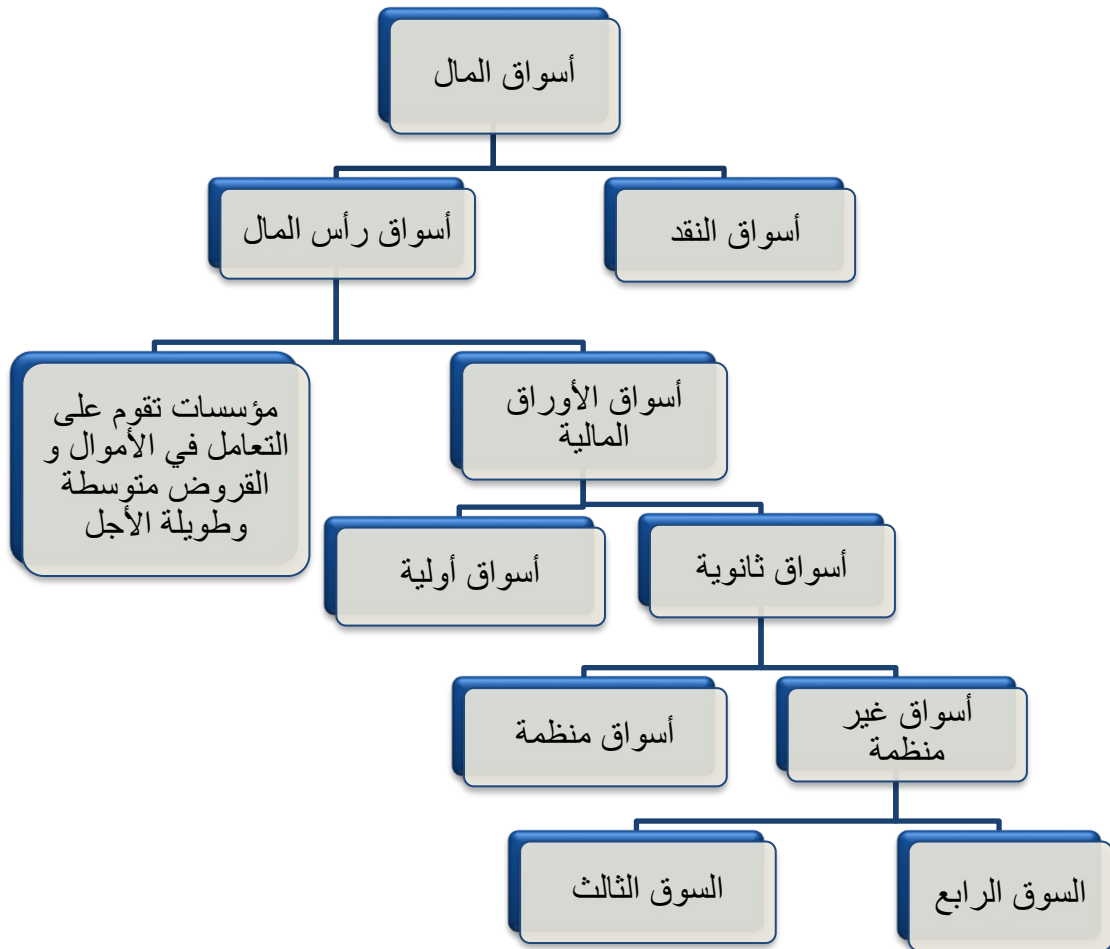
❖ السندات الحكومية.

2.3.2.1: تقسيمات سوق الأوراق المالية

قبل أن نبدأ في التعريف بأقسام سوق الأوراق المالية، قد يكون من المفيد أن نحدد مسبقاً أين تقع سوق الأوراق المالية على خريطة الأسواق المالية بمعناها الواسع.

والشكل أدناه يوضح موقع سوق الأوراق المالية في خريطة الأسواق المالية:

الشكل 02: سوق المال وموقع سوق الأوراق المالية منه.



المصدر: (رضوان، 1996، صفحة 36)

وبهذا تنقسم أسواق الأوراق المالية بدورها إلى:

1.2.3.2.1: الأسواق الأولية

ويعرف أيضاً بسوق الإصدار، ويشير إلى السوق الذي تقوم فيه الهيئات والمؤسسات والوحدات الاقتصادية بإصدار أوراق مالية جديدة لأول مرة للحصول على أموال لتلبية الاحتياجات المالية، ويتم تصريف وبيع هذه الأوراق المالية من خلال ما يسمى ببنك الاستثمار (والتي تعتبر وسيط مالي بين الشركات وغيرها من مصدري الأوراق المالية و المستثمرون، بحيث يقوم مصدرو الأوراق المالية ببيع الأوراق المالية إلى بنوك الاستثمار، الذي بدوره يقوم بإعادة بيع هذه الأوراق المالية للمستثمرين)، أو الأسلوب المباشر للبيع (بحيث تُجري المؤسسة المصدرة عمليات طرح خاص، حيث تباع الأوراق المالية مباشرة للمؤسسات المالية الكبيرة أو للمستثمرين الكبار. من فوائد هذا الأسلوب هو أن الشركة غالباً ليست مضطرة لإجراء عمليات تسجيل، مما يوفر على الشركة تكاليف التسجيل وعمولات الاستثمار، لكن من عيوبها أن الشركة قد تفرض عليك أسعار فائدة أعلى، وقد تقتصر إلى الخبرة التسويقية) (بوكساني، 2006، الصفحات 44-45).

2.2.3.2.1: الأسواق الثانوية

المعروف أيضاً باسم سوق التداول، هو الخطوة الأولى في الأنشطة المالية للأوراق المالية، حيث يتم فيه تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية، مما يساهم في تحقيق السيولة للأوراق المالية وللسوق بشكل عام. السوق الثانوية تتميز بنشاط متزايد بالمقارنة مع السوق الأولية. بالإضافة إلى ذلك، يتم تحديد سعر الأوراق المالية في السوق الأولية (سوق الإصدار) أساساً بناءً على أسعار السوق الثانوية، وهذا يعني أن من يشتري الأوراق المالية في السوق الأولية سيدفع سعراً يعتقد أن السوق الثانوية ستحدده لهذه الأوراق، وكلما ارتفع هذا السعر، زادت فرصة أن تحصل الشركة المصدرة على سعر أعلى للأوراق المالية التي تصدرها. ويتم التعامل في السوق الثانوية بأحد الأسلوبين:

الأسلوب الأول: يسمى المضاربة، وهو شراء سهم وبيعه بسرعة بمجرد ارتفاع سعر السهم، ولو كان الارتفاع محدوداً، أي أن الصفقة هنا تكون قصيرة الأجل، ويسعى صاحبها للحصول على الأرباح سريعة، كما أنه معرض للخسارة.

الأسلوب الثاني: شراء الأسهم والاحتفاظ بها لفترة طويلة، في انتظار قيام الشركة المصدرة بتوزيع الأرباح السنوية التي تقوم الشركات المصدرة للأسهم بتوزيعها على حملة الأسهم. وفي هذه الحالة، لا ينظر المستثمرون إلى زيادة قيمة الأسهم على أنها الهدف الوحيد، بل لعائده وربحه (شنافه، 2018، صفحة 17). وتنقسم السوق الثانوية إلى قسمين رئيسيين هما: السوق المنظمة والسوق غير المنظمة.

❖ السوق المنظمة:

هو نوع من الأسواق يتميز بوجود مكان محدد حيث يلتقي المتعاملون لإجراء عمليات البيع والشراء. ويتم إدارة هذا المكان بواسطة مجلس منتخب يتألف من أعضاء السوق (عيسى، 2007، صفحة 246).

❖ السوق غير المنظمة:

يستخدم مصطلح "السوق غير المنظمة" للإشارة إلى المعاملات التي تتم خارج الأسواق المنظمة (البورصات) لأن هذه الأسواق ليس لها كيان مادي معروف تتم عليه المعاملات، بدلاً من ذلك، تتم هذه المعاملات من خلال وسائل مثل الهاتف والفاكس والإنترنت والتي تربط المستثمرين والتجار المنتشرين في دولة معينة، والتي من خلالها يمكن للمستثمرين اختيار تداول الأوراق المالية التي لا تُدرج في البورصة (شندي، 2013، صفحة 159).

ويتواجد داخل السوق غير المنظمة نوعان من الأسواق هما:

✓ **السوق الثالث:** "الذي تتم فيه عمليات البيع والشراء من خلال سماسرة غير أعضاء في السوق الثانوي لحساب غيرهم من المستثمرين بتكاليف منخفضة نسبياً ويكونون على استعداد لشراء أو بيع الأوراق المالية في أي وقت وبأي كمية (باعضة، 2012، صفحة 08)".

✓ **السوق الرابع:** "يقصد بالسوق الرابع المؤسسات الكبرى والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة، وذلك كإستراتيجية للحد من العملات التي يدفعونها للسماسرة، ويساعد في ذلك شبكه قوية من التليفونات والحسابات الآلية، لذلك ففي ظل السوق الرابع يتم إبرام الصفقات بسرعة وبتكلفه اقل (الحناوى و العبد، 2002، صفحة 25)".

3.3.2.1: أنواع عمليات سوق الأوراق المالية

ربما لدينا حتى الآن فكرة عامة عما يتم في سوق الأوراق المالية من أعمال أو عمليات تجارية ومالية، ولكن علينا أن نفهم بشكل أدق ما هي هذه العمليات وما إذا كانت تتبع العقود التي تشمل تسليم السلعة المتفق

عليها عند تسليم الثمن، أم تتبع نمطاً آخر. ويجب أن نعرف ذلك حتى نتمكن فيما بعد من نقيم هذه العمليات في ميزان الشريعة الإسلامية ونعرف ما إذا كانت جائزة أم محرمة وفقاً للفقهاء الإسلامي.

هناك أنواع عديدة من المعاملات أو العمليات في سوق الأوراق المالية، من حيث الأجل، لذلك سنجد العمليات العاجلة وهناك أيضاً العمليات الآجلة، والتي سنعرضها بالتفصيل في النقاط التالية:

1.3.3.2.1: العمليات العاجلة

تُعرف العمليات العاجلة أيضاً بالعمليات الفورية أو الآنية، وهو يشير إلى عمليات شراء وبيع للأوراق المالية، وبعد اكتمال المعاملة، يقوم البائع على الفور بتسليم الأداة المالية ويقوم المشتري بتسليم السعر فور اكتمال الصفقة، وفي معظم الأسواق، يجب أن تتم هذه العمليات خلال مدة لا تزيد عادة عن 48 ساعة أو حتى أقل في بعض الحالات، أو في الساعة الأولى من جلسة التداول التالية. وتهدف هذه العمليات إلى:

✗ الاحتفاظ بها للحصول على العائد الذي يوزع بشكل دوري والفعل هنا استثمار.

✗ بغرض إعادة بيعها بمجرد تحرك الأسعار لصالحه والفعل هنا مضاربة.

بحيث أن للعمليات العاجلة عدة نماذج التغطية وقد تقوم وفق عملية من العمليات التالية نذكرها على سبيل المثال لا على سبيل الحصر والتي هي: الشراء بكامل الثمن - الشراء بجزء من الثمن - البيع على المكشوف (الغالي و عدنان، 2019، الصفحات 136-137).

عندما نتحدث عن المعاملات العاجلة، فهذا لا يعني أن الثمن يتم دفعه فوراً عند العقد، كما هو شائع في عمليات البيع المنتظمة التي تتم خارج البورصة، بل إن تعريف ذلك هو أنه يتم الدفع عند تسليم السلعة المشتراة، والذي يحدث عادةً بعد فترة زمنية قصيرة، يتمكن فيها الوسيط من الرجوع على العملية والحصول منه على ثمن ما تعاقد عليه من أجله في الأصل (عفيفي، 2001، صفحة 221).

2.3.3.2.1: العمليات الآجلة

يتم تصنيف العمليات الآجلة كشكل من أشكال العمليات التي تجري في البورصة، تسمى بعقود البيع، ويتم الاتفاق على نوع الأوراق المالية الداخلة في الصفقة وعددها وسعرها عند إبرام العقد، وفيما بعد، يتم تسليم الأوراق المالية المباعة وتسليم الثمن في تاريخ لاحق، يُعرف بيوم التصفية (بن سلمان، 2005، صفحة 787). يُلاحظ أن العديد من عمليات سوق الأوراق المالية تتسم بهذا النوع من الصفقات. في مثل هذه العمليات، لا يتم تسليم الأوراق المالية مباشرة من البائع إلى المشتري بعد دفع قيمتها. بدلاً من ذلك، يتم تنفيذ الصفقة عادة بعد مرور فترة معينة من إبرامها، وهذه الفترة تكون غالباً شهراً. كما أن تنفيذ الصفقة لا يتضمن تسليم الأوراق

المالية واستلام قيمتها بشكل مباشر. بدلاً من ذلك، يتم تسوية الفرق بين سعري الأوراق المالية المعنية بالصفقة (السعر عند إجراء الصفقة والسعر عند انتهاء الفترة المتفق عليها، والتي تكون عادةً شهرًا). إذا انخفضت الأسعار خلال هذا الشهر، فإن البائع هو الشخص الذي يستفيد ويقبض الفرق بين الأسعار السابقة والحالية. أما إذا كان هناك ارتفاع في الأسعار خلال هذا الشهر، فإن المشتري هو الشخص الذي يستفيد ويقبض الفرق بين السعريين من البائع (عطون، 2003، الصفحات 223-224).

3.1: سوق الأوراق المالية الإسلامية

لسوق الأوراق المالية الإسلامية تأثير كبير على الحياة الاقتصادية المعاصرة، وخاصة في الدول الإسلامية. وتعزى الشعبية المتزايدة لهذا السوق إلى وظائفه المتعددة وأدواره المختلفة. وهو مستمد من العقيدة والشريعة الإسلامية، ويحرم ممارسة الربا والمضاربة والغمر، من بين أمور أخرى، وتسهل سوق الأوراق المالية الإسلامية تطور التمويل الإسلامي الذي يقوم على مفهوم تقاسم الأرباح والخسائر، وتشجيع استثمار الأرباح في الأصول والشركات الأخلاقية. كما أنه يعزز توجيه الاستثمار نحو المشاريع التي تتبع المبادئ الأخلاقية والاجتماعية، ويسهل تمويل البنية التحتية وتطوير المشاريع. بالإضافة إلى ذلك، توفر سوق الأوراق المالية الإسلامية مجموعة متنوعة من الأدوات المالية التي تمكن المستثمرين من تنويع استثماراتهم وزيادة استقرارهم المالي. و بفضل تقييدها على المخاطر والمضاربة الشرعية، يُعتقد أن هذا السوق له دور في تعزيز الاستقرار المالي وتحسين نوعية الحياة في العديد من البلدان الإسلامية وخارجها.

1.3.1: ماهية سوق الأوراق المالية الإسلامية

تعتبر الأسواق المالية إحدى أدوات الوساطة المالية المهمة في الاقتصاد المعاصر، حيث توفر هذه الأداة للمستثمرين الأمان والسيولة والربحية، والتوازن بين هذه الأهداف هو طموح أي مستثمر. ولهذا السبب يركز الباحثون في الاقتصاد الإسلامي على هذه الأسواق من خلال تطوير الأدوات المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية حتى يتمكن غالبية التجار المسلمين من التعامل مع هذا السوق ولا يحرموا من فوائده ومزاياه، ولهذا يأتي هذا الجزء لإعطاء صورة للأسواق المالية الإسلامية.

1.1.3.1: نشأة وتطور سوق الأوراق المالية الإسلامية

يمكن تتبع جذور بناء سوق الأوراق المالية الإسلامية إلى تاريخ ظهور فكرة أسلمة الأوراق المالية وتوجيهها وفقًا للضوابط الشرعية ومبادئ الاقتصاد الإسلامي. تم طرح فكرة السندات المقارضة لأول مرة من قبل الدكتور سامي حسن حمود أثناء إعداده لمشروع قانون البنك الإسلامي الأردني. تم إصدار هذا القانون بالأردن بموجب القانون رقم 13 لعام 1978م. بناءً على ذلك، تبنت فكرة إصدار قانون خاص لسندات المقارضة

لإعمار الأملاك الوقفية، وتم إصدار القانون رقم 10 لسنة 1981م في هذا السياق، بعد ذلك قامت تركيا بإصدار صكوك لتمويل بناء جسر معلق في عام 1984م. في نفس السياق، قدم الدكتور سامي حمود فكرة لإنشاء سوق مالية إسلامية خلال ندوة البركة الثانية التي أُقيمت في تونس عام 1984م. قدم الدكتور حمود اقتراحًا يتعلق بتداول الحصص الاستثمارية في حالات السلم والإيجار والمربحة (وذلك لمعرفة الأرباح في هذه الصيغ). اقترح فكرة إنشاء شركة مساهمة تابعة لبنك البحرين الإسلامي تكون متخصصة في تمويل المربحة، وتكون أسهمها قابلة للبيع والشراء وفقًا لأسعار محسوبة مسبقًا استنادًا إلى العملية والأرباح المستحقة. واستجاب وزير التجارة والصناعة البحريني لهذه الفكرة من خلال إصدار القرار رقم 17 لسنة 1986م، الذي سمح بتأسيس شركات مساهمة إسلامية، مما جعل البحرين من الدول الرائدة والسابقة في هذا المجال (بن الضيف، 2013، الصفحات 46-47).

إن ظهور الأوراق المالية الإسلامية في الاقتصاديات النامية يسلط الضوء على إمكانيات المنافسة الأخرى التي يمكن أن تحسن كفاءة النظام. ومن التطورات الملحوظة أن هذه الأوراق المالية الإسلامية قد اخترقت الأسواق المتقدمة حيث تتم المعاملات بكفاءة أكبر من الاقتصاديات الناشئة (Kabir, Sirajo, Buerhan, & Zairihan, 2021, p. 1262).

ثم توالى التطورات على النحو التالي:

لـ 1987/01/05: تجسيد الفكرة بتأسيس شركة التوفيق للصناديق الاستثمارية .

لـ 1987/06/28: إنشاء شركة الأمين للأوراق المالية وإصدار منتجاتها سنة 1988م

ومنذ ذلك الحين، تعالت الأصوات المطالبة بإنشاء سوق رأس المال الإسلامي كسوق ثانوية مكمل للسوق الأولية، وبدأت بوادر ذلك في الظهور مع أنواع معينة من الصكوك والشهادات التي تصدرها بعض البنوك الإسلامية. وبغرض تعزيز إنشاء سوق للأوراق المالية الإسلامية تم انعقاد عدة مؤتمرات وندوات من أبرزها المؤتمر الثالث للمصرف الإسلامي -دبي- سنة 1985م، المؤتمر الدولي الأول للبنوك الإسلامية -اسطنبول - سنة 1986م، ندوة " خطة الاستثمار في البنوك الإسلامية -"عمان الأردن -سنة 1987م، ندوة "إسهام الفكر الإسلامي في الاقتصاد المعاصر -"القاهرة -سنة 1988م.

وفي أكتوبر 1999، وقعت مؤسسة نقد البحرين اتفاقية مع والجهات التنظيمية والرقابية في مركز لبوان المالي الماليزي والبنك الإسلامي للتنمية السعودي لإنشاء سوق مالية إسلامية عالمية تمثلت في مركز السيولة للبنوك الإسلامية بالبحرين (مشري و عتروس، 2016، صفحة 91).

2.1.3.1: تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية

يتمتع سوق الأوراق المالية الإسلامية بخصائص فريدة من حيث الالتزام بالشريعة الإسلامية، فهو معيار لأصحاب الصناديق في اختيار المنتجات الاستثمارية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية (Haryono & Atika, 2023, p. 06). إن معظم التعريفات المقترحة لتعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية تدور حول توفير إطار شامل للسوق، ولكن وفقاً للمقترحات الإسلامية يمكن وضع مجموعة من التعريفات لإظهار وتبيان سوق الأوراق المالية الإسلامية هي:

التعريف الأول: عرفت بأنها: "سوق منظمة تتعقد في مكان معين وفي أوقات دورية للتعامل ببيعاً وشراءاً لمختلف الأوراق المالية، وتهدف إلى تعبئة المدخرات النقدية وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة" (كتاف، 2014، صفحة 09). أو هي السوق التي تتوافر فيها فرص الاستثمار والتمويل متوسطة وطويلة الأجل المتوافقة تماماً مع أحكام الشريعة الإسلامية، وخالية من الأنشطة المحرمة شرعاً كالتعامل بالربا، والمقامرة، وبيع الغرر، وغيرها... (مداني، 2021، صفحة 215)

التعريف الثاني: "تعتبر السوق المالية الإسلامية فرصة هامة جداً لكل مستثمر مسلم، حيث يتمكن من تقليل خسائره ومخاطره وزيادة عائداته، وذلك من خلال تنويع محفظته المالية، واختيار الأدوات الأقوى والأكثر نجاحاً ومشروعية. كما تمثل السوق المالية الإسلامية محطة هامة لإعادة تنقية وضخ الأموال الحلال وتمويل المشروعات البناءة والناجحة مما يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي من خلال زيادة إنتاج الطيبات في المجتمع" (حطاب، 2005، صفحة 02).

التعريف الثالث: كما عرفت بأنها: "سوق منظمة يتم فيها تلاقي إرادة المتعاقدين للتعامل بمختلف الأوراق المالية المشروعة، تهدف إلى تعبئة المدخرات النقدية وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة للمساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية" (السعد، 2008، صفحة 19).

التعريف الرابع: "ذلك الإطار أو المجال الشرعي الذي يتم فيه إصدار الأدوات المالية المتوافقة والشريعة الإسلامية من طرف أصحاب العجز ثم اقتنائها وتداولها عبر قنوات إيصال فعالة بين أصحاب الفائض بصورة منظمة ومراقبة من طرف الهيئة الشرعية للسوق وذلك من أجل تشجيع الأموال في إطار شرعي" (مرعي، نصر، و شندولة، 2015، صفحة 71).

ومن خلال ما سبق يمكن تعريف السوق المالية الإسلامية على أنها:

السوق المالية الإسلامية هي الإطار أو المجال الذي يُستخدم فيه نقل الفوائض النقدية من الوحدات المدخرة التي ترغب في توظيفها بطرق خالية من الربا في مشاريعها. بحيث تتسم هذه السوق بالامتثال الشرعي

في جميع هيئاتها ومؤسساتها، وتعاملاتها، وصفقاتها، والأدوات المالية التي تتداول فيها، وذلك بإتباع ضوابط الشريعة الإسلامية المنصوص عليها، وتكون مراقبة من طرف الهيئة الشرعية للسوق".

3.1.3.1: خصائص أسواق الأوراق المالية الإسلامية

تتمتع الأسواق المالية الإسلامية بالعديد من الخصائص التي تميزها عن الأسواق المالية الأخرى التقليدية، فيمكن ذكر أهم هذه الخصائص على النحو التالي (بوزمارن و المهدي، 2017، الصفحات 42-43):

خلو عمليات السوق المالية الإسلامية من كافة المحظورات الشرعية: وتعتبر هذه الخاصية من أهم ما يميز الأسواق المالية الإسلامية عن الأسواق المالية التقليدية. ولكي يكون السوق المالي الإسلامي إسلامياً، يجب أن تكون جميع عملياته خالية من أي محظورات شرعية، مثل: الربا والغش.... وغيرها. كما أنه سوق تقل فيه المضاربة في أسعار الأوراق المالية بشكل كبير، حيث ذلك بسبب تحريم الشريعة العديد من المعاملات، وبسبب السياسات المالية القائمة على الزكاة، التي تضع عبئاً كبيراً على تداول الأدوات المالية والعملات، مع تحقيق عبء أقل على المدى الطويل، والاحتفاظ بالأدوات لأغراض الاستثمار.

الاهتمام بالسوقين الأولية والثانوية بشكل متوازن: تشتمل المكونات الأساسية للسوق المالية الإسلامية على سوقين مهمين: السوق الأولية والسوق الثانوية. السوق الأولية هي السوق التي تنشأ فيها علاقة مباشرة بين مصدري الأوراق المالية الإسلامية والمكتتبين فيها أي أنها سوق يتم فيها بيع وشراء الأوراق المالية الإسلامية الجديدة الصادرة لأول مرة. أما السوق الثانوي هو سوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية الإسلامية التي تم إصدارها من قبل في سوق الأولية وتم الاكتتاب فيها.

خضوع السوق المالية الإسلامية لهيئة الرقابة الشرعية: وهو ما يميز الأسواق المالية الإسلامية عن غيرها من الأسواق التقليدية هو وجود الجهات الرقابية الشرعية، التي تعد أحد ركائز البنوك والمؤسسات المالية الاستثمارية الإسلامية، فهي بمثابة شريان الحياة وصمام الأمان لها، حيث تحميها من الانحراف عن أسسها وأساليبها التي قامت عليه (بن حليمة و بطاهر، 2012، صفحة 32).

السوق المالية الإسلامية هي سوق تولي اهتماماً متساوياً للسوق الأولية والسوق الثانوية، ويعتقد أن معيار كفاءة السوق المالية هو مدى تمويلها للمشاريع، ولا تركز على حجم التداول القائم على كم موجود أصلاً في الأدوات المالية باعتباره مؤشر أساسي لقياس كفاءة الأسواق المالية.

4.1.3.1: أنواع سوق الأوراق المالية الإسلامية

يعد السوق الأوراق المالية الإسلامية وسيلة للمستثمرين المسلمين لتداول والتعامل بالأدوات المالية الإسلامية بطريقة متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية. ولذلك يمكن تقسيم أسواق الأوراق المالية الإسلامية كما يلي (مرداسي و بن الطاهر، 2017، الصفحات 271-272):

1.4.1.3.1: أنواع سوق الأوراق المالية الإسلامية من حيث نوع الأدوات المتداولة فيها

يمكن تقسيم سوق الأوراق المالية الإسلامية إلى الفئتين التاليتين بناءً على نوع أداة التداول وفترة الاستثمار إلى نوعين كما يلي:

1.1.4.1.3.1: سوق النقد الإسلامي

هذا السوق يُعرف بأنه سوق الاستثمار ذو الأجل القصير، حيث لا يتعدى أجل استحقاق الأوراق المالية فيه سنة واحدة. يتميز هذا السوق بتواجد الطلب والعرض للقروض ذات الأجل القصير، حيث يتم تلبية احتياجات الاستثمار والتمويل على المدى الزمني القصير.

2.1.4.1.3.1: سوق رأس المال الإسلامي

هو السوق الذي يوفر فرص استثمار وتمويل طويلة ومتوسطة الأجل، وحيث تلتزم المنتجات والخدمات المتاحة فيه بشكل كامل بأحكام الشريعة الإسلامية. يتعين على هذا السوق أن يكون خاليًا من الأنشطة المحظورة شرعًا، مثل الربا، والمقامرة، والغرر، وغيرها من الأنشطة غير المتوافقة مع القواعد الإسلامية.

2.4.1.3.1: أنواع السوق الأوراق المالية الإسلامية من حيث الإصدار والتداول

يمكن تصنيف السوق المالية الإسلامية من حيث الإصدار والتداول إلى:

1.2.4.1.3.1: السوق الأولية

كما تم تعريفها سابقًا بأنها سوق الإصدارات الجديدة، حيث يتم التعامل بالأوراق المالية التي تُصدر لأول مرة من قبل الهيئات والشركات. يكون الهدف من هذا الإصدار هو جمع الأموال اللازمة لتمويل مشاريعها الاستثمارية المختلفة.

2.2.4.1.3.1: السوق الثانوية

وتسمى أيضًا بسوق التداول، وفيها يتم تداول الأوراق المالية الإسلامية (الأسهم العادية، الصكوك الإسلامية....) التي سبق إصدارها في السوق الأولية وتم الاكتتاب فيها.

2.3.1: الضوابط الشرعية العامة ومقومات إقامة الأسواق المالية الإسلامية

من أجل إنشاء سوق مالية إسلامية حقيقية وفعالة، يتعين التقيد بالضوابط الشرعية العامة وتوفير المقومات الأساسية. فيما يلي بعض العناصر التي يجب أن تُوفّر لضمان نجاح سوق مالي إسلامي:

1.2.3.1: الضوابط الشرعية لإقامة سوق الأوراق المالية الإسلامية

يلتزم الإسلام بالتأكد من خلو الأوراق المالية المتداولة في السوق المعدة لها من التلاعب من حيث الجودة والسعر العادل المستحق. وهكذا وضع الإسلام مجموعة من الضوابط الأخلاقية والتشريعية التي جعلت من السوق ساحة سخية ومتساوية يستطيع فيها أصحاب الأعمال العثور على احتياجاتهم والابتعاد عن الاحتكارات، والمراعاة، وحتى تصبح البورصة سوق صالحة للتعامل والمعاملات في الدول الإسلامية، لابد من إدخال بعض التنظيمات عليها حتى تكون متمشية مع السوق الإسلامية، والبورصة لها شروط وهي (مكي، 1979، صفحة 203):

✓ وجود مكان معلوم.

✓ اتصال البائعين والمشتريين بسهولة ويسر.

✓ اتجاه أثمان السلع نحو التساوي أو اتحاد وضعها السليم بسرعة وسهولة.

✓ الحرية التامة بين المتعاملين.

إن الإسلام وضع لأسواق الأوراق المالية الإسلامية ضوابط، ما يحقق لها الاستقرار، والنماء تتمثل فيما يلي (المسعودي، 2009، الصفحات 49-52):

للحرية المنافسة، وتظهر هذه الحرية في أسواق المال عن طريق التقاء قوى العرض والطلب، لاتخاذ أسعار الأوراق المالية المتداولة، الأصل في الشريعة الإسلامية هو عدم التدخل في تحديد الأسعار بشكل مركزي أو فرض سعر معين للسلع المتداولة في الأسواق، حيث إن التعامل في الشريعة الإسلامية مبني على الحرية، يهدف هذا النهج إلى تجنب الأضرار وتعزيز حركة التعامل في الأسواق، مع التركيز على حقوق أصحاب السلع والمنتجات، **قال الله تعالى: "ولا تأكلوا أموالكم بينكم بالباطل إلا أن تكون تجارة عن تراضٍ منكم"** سورة النساء، آية 29.

للإفصاح نظرا لاتساع نطاق الشركات، وانفصال ملكيتها عن إدارتها، أصبح الإفصاح الدوري عن مركزها المالي، ضرورة من ضرورات العصر في العلاقات المالية، وقد حرص الإسلام حرصا بالغا على الإفصاح

فقال رسول الله صلى الله عليه وسلم: " البيعان بالخيار ما لم يتفرقا، أو قال حتى يتفرقا ، فإن صدقا وبينا بورك لهما في بيعهما، وإن كتما وكذبا محقت بركة بيعهم" رواه مسلم.

﴿تحريم المقامرة (الميسر) لقوله تعالى: «يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِنَّمَا الْخَمْرُ وَالْأَنْصَابُ وَالْأَزْلَامَةُ رِجْسٌ مِّنْ عَمَلِ الشَّيْطَانِ فَاجْتَنِبُوهُ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ» سورة المائدة آية 90.

﴿تحريم الربا لقوله تعالى: "يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنْتُمْ مُّؤْمِنِينَ" سورة البقرة آية 278.

﴿تحريم النجش فعن نافع عن ابن عمر رضي الله عنه قال: "تهى النبي صلى الله عليه وسلم عن النجش" أخرجه البخاري (2142) واللفظ له، ومسلم (1516). عن أبي هريرة رضي الله عنه، عن النبي صلى الله عليه وسلم قال: "لا يبيع حاضر لباد، ولا تتاجشوا". أخرجه البخاري (2723) واللفظ له، ومسلم (1413).

﴿تحريم الاحتكار والغرر وعن معمر بن عبد الله رضي الله عنه عن رسول الله صلى الله عليه وسلم قال: «لا يحتكر إلا خاطئ» رواه مسلم. وعن أبي هريرة رضي الله عنه قال: "تهى رسول الله صلى الله عليه وسلم عن بيع الحصة وعن بيع الغرر". رواه مسلم.

﴿عدم تحريم ما أحل الله وإحلال ما حرمه من معاملات مالية، عملا بقوله تعالى: ﴿قَدْ خَسِرَ الَّذِينَ قَتَلُوا أَوْلَادَهُمْ سَفَهًا بِغَيْرِ عِلْمٍ وَحَرَّمُوا مَا رَزَقَهُمُ اللَّهُ افْتِرَاءً عَلَى اللَّهِ قَدْ ضَلُّوا وَمَا كَانُوا مُهْتَدِينَ﴾ سورة الأنعام آية 140 (زرزور و عبد الحميد، 2021، صفحة 159).

2.2.3.1: مقومات إقامة أسواق الأوراق المالية الإسلامية

على الرغم من أن أسواق الأوراق المالية في الدول الإسلامية تقوم على الرأسمالية الربوية، وأن حجم تداولها وحجمها المؤسسي لا يزال صغيرا، إلا أنها تمتلك كافة المقومات اللازمة لإنشاء سوق مالية إسلامية، نذكر منها ما يلي (لعمارة و رايس، 2006/11/22-21، صفحة 08):

- ✦ المال: وهو متوفر، إذا تم استثماره داخل البلاد الإسلامية.
- ✦ الأوراق المالية الإسلامية: تمكن الفقهاء والاقتصاديون الإسلاميون من صياغة أوراق مالية دون معاملات ربوية، وهي بدائل للأوراق المالية المماثلة في الأسواق المالية التقليدية.
- ✦ المؤسسات المالية التي تصدر الأوراق المالية: بحيث أنها تحتاج إلى التمويل الإسلامي لحماية استثماراتها الادخارية من تلاعب المضاربين والمقامرين.

✦ توفر المتخصصين من علماء الفقه الإسلامي وخبراء المال والأسواق والاقتصاد الإسلامي، الذين يعملون على توجيه المعاملات المالية وفق الضوابط الشرعية.

وحتى يتم إنشاء سوق مالي إسلامي بمقوماته السابقة يتطلب الأمر ما يلي:

- إعادة سن القوانين التي تحكم أسواق الأوراق المالية القائمة في الدول الإسلامية لتتوافق مع قواعد ومبادئ وأنظمة الشريعة الإسلامية.
- هناك مجال في الفقه الإسلامي لإصدار أوراق مالية جديدة كبديل للأوراق المالية القائمة التي يتبين أنها مخالفة للشريعة الإسلامية.
- وضع ميثاق لقيم المتعاملين في أسواق الأوراق المالية الإسلامية يتضمن الدوافع والزواجر (الثواب والعقاب)، حتى يمكن ضمان عدم انحرافهم عن شرع الله.
- وضع ميثاق بين كافة الدول الإسلامية للتعاون والتنسيق بينهم في التعامل في أسواق الأوراق المالية الموجودة لديهم.
- التوسع في إنشاء المؤسسات المالية الإسلامية " مصارف إسلامية - شركات استثمار إسلامية - صناديق استثمار إسلامية - شركات سمسة إسلامية..." لدعم التعامل في أسواق الأوراق المالية الإسلامية.

3.2.3.1: مبادئ سوق الأوراق المالية الإسلامية

لكي يكون سوق الأوراق المالية قائماً وفق أسس الشريعة الإسلامية، لا بد من توافر مجموعة من المبادئ، أهمها (عاشور، 2017، صفحة 361):

- ✦ المنافسة الحرة والعادلة.
- ✦ الأسعار تحدد بناء على قوى السوق من خلال آلية العرض والطلب.
- ✦ تمتع المشترون والبائعون بإمكانية الوصول إلى معلومات كاملة عن جميع جوانب المعاملات التي يشاركون فيها، خاصة إذا كانت تلك المعلومات تؤثر على أسعار السلع، بما يتوافق مع مفهوم كفاءة السوق في الأسواق المعاصرة.
- ✦ عدم السماح للقوى الاحتكارية بالتعامل في السوق تجنباً للاستغلال.
- ✦ تجنب "الوساطة" في المعاملات حيثما أمكن ذلك، إلا إذا كانوا يقدمون بإخلاص خدمات تساعد في تأمين المعاملات في السوق.

✱ عدم السماح للمضاربة أن تصبح غاية وتتجاوز الدور الاقتصادي لزمانها ومكانها، وتصبح العملية برمتها لعبة حظ على حساب الاستثمار الحقيقي، مما يؤدي إلى تجميد موارد ضخمة وعدم القدرة على استخدامها في أنشطة اقتصادية مفيدة للمجتمع.

4.2.3.1: متطلبات إنشاء سوق الأوراق المالية الإسلامية

سوق الأوراق المالية الإسلامية لا يختلف كثيرًا عن أسواق الأوراق المالية الأخرى فيما يتعلق بمتطلبات إنشائها. يتوجب عليها تحقيق الشروط اللازمة لتأديتها للدور المنوط بها، والذي يشمل جمع الادخار وتوجيهه للاستثمار، بالإضافة إلى تحقيق الاستقرار لتعزيز حجم التعامل وجذب المتعاملين بشكل مستدام. ومن بين هذه المتطلبات يمكن تحديدها كما يلي (زرزور و عبد الحميد، 2021، صفحة 161):

✓ ضرورة توفر فلسفة اقتصادية واضحة لا تتنافى مع مبدأ الشريعة الإسلامية وتنطلق من منهاج الكتاب والسنة.

✓ توفير مناخ صالح وجيد للاستثمار قائم على عامل الثقة، الصدق والأمانة بشكل يضيف التنظيم المرنة وبساطة الإجراءات ويشجع الأفراد والمؤسسات على إنشاء شركات مساهمة تتعامل بالحلل على المستوى المحلي أو الدولي وفي إطار الشراكة.

✓ وجود حجم كاف من المدخرات المعروضة للاستثمار من خلال أجهزة السوق، في مقابل وجود طاقة استيعابية معقولة قادرة على استيعاب رأس المال المعروض من خلال توفير مشاريع ذات جدوى اقتصادية وربح معقول.

✓ وجود وعي ادخاري في أوساط الجمهور ينطلق من منطلق أخلاقي قيمي، يسمح بتخصيص جزء من المداخيل على أوجه استثمارات مختلفة، بما فيها الاستثمار في الأوراق المالية الذي يكفل تغطية طلب وحدات العجز. ويمكن قياس هذا الأداء من خلال حجم الادخار ونسبته للناجح الوطني.

✓ زيادة معدل النمو الاقتصادي للدولة واستقرار سياستها الاقتصادية والنقدية والسياسة الائتمانية المصرفية.

✓ وجود مؤسسات مالية ومصرفية إسلامية تؤدي خدمات مصرفية تقليدية وحديثة تقوم على مبدأ الابتكار وصناعة التمويل لتؤدي دورها في عدة اتجاهات من أهمها تعبئة المدخرات وتوليد الفرص الاستثمارية، فضلا عن قيامها بإدارة المحافظ المالية لصالحها أو لصالح الغير.

✓ تنويع الأوراق المالية النقية والصكوك ذات المزايا المختلفة من أجل ضمان التوسع والفاعلية للسوق، وإتاحة الفرصة أمام المستثمرين للمفاضلة واختيار أداة الاستثمار المناسبة، والتي تتماشى مع مصالحهم واتجاهاتهم

الفصل الأول: الإطار النظري

ومعتقداتهم الإسلامية لدرجة تجعلهم يفضلون توظيف مدخراتهم في الأصول المالية دون الأصول الحقيقية، بالإضافة إلى إعطاء السوق درجة حركية عالية مع تقليص المخاطر.

✓ وجود إطار تشريعي وتنظيمي مرن مستمد من الشريعة الإسلامية، قادر على التطور باستمرار للتكيف مع التغيرات المستجدة، مع توفير الحماية اللازمة لحقوق المتعاملين.

✓ وضع روابط وضوابط شرعية تكون بمثابة تنظيمات إدارية تحد من عمليات المضاربة المفرطة على الأوراق المالية المتداولة في السوق، والتي تهدد الوضع المالي للبلاد، وذلك حتى لا تكون سوق الأوراق المالية عاملاً من عوامل عدم الاستقرار الاقتصادي في الدولة.

3.3.1: طبيعة سوق الأوراق المالية الإسلامية (الوظائف-الأدوات-العمليات والمتعاملون)

1.3.3.1: وظائف سوق الأوراق المالية الإسلامية

تعتبر سوق الأوراق المالية الإسلامية ذات أهمية كبيرة في تمويل الاقتصاد، حيث تشكل حلقة وصل بين الادخار والاستثمار، وتسهم بشكل كبير في تحقيق النمو الاقتصادي. تتمثل أهم وظائف هذه السوق في النقاط التالية (بودريوة، سعيح، و حاجي، 2020، صفحة 19):

تعبئة المدخرات وتوجيهها لتمويل الاقتصاد: تعتبر سوق الأوراق المالية الإسلامية حلقة وصل بين الوحدات الاقتصادية المدخرة، التي ترفض التعامل الربوي، والوحدات الاقتصادية المنتجة التي تبحث عن تمويل خالٍ من الربا. تلعب هذه السوق دوراً هاماً في جمع وتجميع المدخرات بأشكالها وأجلها المختلفة، ثم إعادة توزيعها واستثمارها، سواء بشكل مباشر أو غير مباشر، في مختلف المشاريع الاقتصادية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

توفير السيولة: من خلال سوق الأوراق المالية الإسلامية، يتاح للمستثمرين تحويل أصولهم المالية أو جزء منها إلى سيولة نقدية في أي وقت، وذلك بأفضل سعر ممكن وبأدنى تكلفة. يعتبر سوق الأوراق المالية الإسلامية سوقاً مستمراً وحرّاً، حيث يوجد دائماً أفراد جاهزون لبيع الأوراق المالية وآخرون جاهزون لشرائها. وتكون هذه السوق خالية من سيطرة فئة معينة، مما يسمح بتحقيق تداول حر وعادل.

تنويع الخيارات الاستثمارية وتنشيط سوقي الإصدار والتداول: سوق الأوراق المالية الإسلامية يعمل على توسيع نطاق الاختيارات الاستثمارية وتوفير مجموعة متنوعة من أدوات الاستثمار الشرعي، خالية من

شبهة الربا. يتيح ذلك لكل مستثمر فرصة اختيار الأدوات التي تتناسب مع احتياجاته وأهدافه الاستثمارية، مع التركيز على تحقيق الربحية والسيولة والأمان.

تدعيم الاستثمار طويل الأجل عن طريق تطوير أساليب الاستثمار في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية من خلال الاعتماد على سوق إصدار وسوق التداول في أسواق رأس المال (بلعزوز و قندوز، 2007، الصفحات 258-259).

2.3.3.1: الأدوات المالية المتعامل بها في السوق الأوراق المالية الإسلامية

رأينا فيما سبق أن هناك نوعين من الأدوات المالية المستخدمة حالياً في السوق الأوراق المالية: الأسهم والسندات. فما هو حكم الشريعة الإسلامية في هذه الأدوات؟

1.2.3.3.1: أدوات الملكية (الأسهم)

1.1.2.3.3.1: توصيات المجمع الفقهي لشراء الأسهم

أصدر المجمع الفقهي لمنظمة التعاون الإسلامي، الذي يضم علماء فقه من 53 دولة ذات أغلبية إسلامية في جميع أنحاء العالم، عدة قرارات وتوصيات لشراء الأسهم (Alam, Akbar, Shahriar, & Elahi, 2017, p. 137):

✗ يحرم تملك أو شراء أو بيع أسهم الشركات التي لا تجوز منتجاتها شرعاً. أمثلة: البنوك الربوية وشركات التأمين والأعمال الترفيهية وغيرها.

✗ أسهم الشركات التي تلتزم بأحكام الشريعة الإسلامية مثل البنوك الإسلامية وشركات التأمين الإسلامية حلال.

✗ أسهم الشركات التي منتجاتها حلال ولكن الشركة تتخبط في معاملات غير مسموح بها - مثل الحصول

على تمويل بفائدة، والإيداع في البنوك مقابل فائدة، وإبرام عقود تتضمن شروطاً محظورة، على سبيل المثال،

بيع الذهب و/أو الفضة و/أو العملات في غير الحال، أو التبرعات أو بيع الأسلحة للمعتدين - والشركات

التي تنتج منتجات حلال ولكنها تنتج منتجات غير حلال كخط إنتاج ثانوي لا يجوز من حيث المبدأ.

كما تصنف هيئة الخدمات المالية في إندونيسيا الأسهم على أنها متوافقة مع الشريعة الإسلامية إذا أعلنت

الشركة المصدرة أن أنشطتها التجارية وكذلك إدارة أعمالها تتم على أساس مبادئ الشريعة الإسلامية وأنها لا

تشارك في أي مما يلي الأعمال:

✗ القمار

✗ التجارة مع عدم تسليم البضائع أو الخدمات

✗ التداول بالعروض/الطلبات المزيفة

✗ البنوك التقليدية

✗ شركات التأجير التقليدية

✗ تداول المخاطر التي تحتوي على عدم اليقين (الغرر) و/أو المقامرة (الميسر)، على سبيل المثال التأمين التقليدي

✗ إنتاج وتوزيع وتداول و/أو تقديم منتجات أو خدمات محظورة بسبب محتوياتها. المنتجات أو الخدمات المحظورة ليس بسبب محتواها ولكن لأنها محظورة من قبل المجلس الشرعي الوطني MUI؛ و/أو المنتجات أو الخدمات التي يمكن أن تحط من الأخلاق وليس لها هدف

✗ إجراء المعاملات التي تحتوي على مادة الرشوة

2.1.2.3.3.1: رأي الفقه في إصدار الأسهم

نريد في هذا الجزء أن نوضح رأي الفقه الإسلامي في إصدار وتداول الأسهم بحيث يعتبر إصدار الأسهم جائزاً شرعاً لكلاً من أصحاب المصلحة، حيث لا مانع شرعاً من تقسيم رأس مال الشركة إلى أجزاء متساوية يراجعها الشركاء ويطلع عليها، بحيث يملك كل شريك جزءاً أو أكثر منها، وهذه الأجزاء تسمى أسهماً (أحمد حسن، 1989، صفحة 78).

يقول الكاساني: السهم اسم شائع لجزء معلوم من الثلث والربع والعشر والى ذلك، وهو يمثل جزءاً من ملكية أو حصة في شركة أو مشروع ما. عادةً ما يتم تقسيم ملكية الشركة إلى أسهم، والتي يمكن بيعها أو شراؤها، إذا كان هناك 100 سهم في الدار، وتم بيع 10 منها، فإن ذلك يعني بيع 10 أجزاء من مائة جزء منها ويكون الجزء المباع منها معلوم (الكاساني، ط 2 - 1974، صفحة 163).

إذا كنا نريد أن نعبر عن هذه الفكرة بشكل مختصر وواضح، يمكننا قول: "بيع عشرة أسهم من مائة سهم في الدار يعادل بيع 10% من الملكية". بالإضافة إلى ذلك، يمكن القول: "بيع 10 أسهم من أصل 100 في الدار يمثل بيع 10% منها".

وعندما يصدر السهم فإنه يصدر بالقيمة "الاسمية" أي القيمة التي دفعت لامتلاكه ابتداءً، وهذا ما يفرضه الشرع، إذ أن الصك الذي يثبت حصة الشريك يجب أن يكون مطابقاً للمبلغ الذي ساهم به، خاصة وأنه يترتب على قيمة حصته في الأرباح. كما أن الأسهم تجعل لأصحابها حقوق والتزامات متساوية وهذا هو الأصل في الشرع الإسلامي ومقتضى العدل في المعاملات، ومن خصائص الأسهم في شركة المساهمة أن مسؤولية

الشركاء عن التزامات الشركة تقتصر على قيمة الأسهم التي يملكونها، فإذا أفلسَت الشركة ولم تستطع سداد ديونها لا يلزم الشركاء يدفع ديون الشركة من أموالهم الخاصة ويعتبر هذا التحديد جائزاً شرعاً (أحمد حسن، 1989، صفحة 79).

الشيخ محمد أبو زهرة والشيخ عبد الوهاب هما من بين العلماء المعاصرين الذين أجازوا إصدار ملكية الأسهم وذلك ضمن مسألة زكاة الأسهم. يعني ذلك أنهم يرون أنه يجب دفع الزكاة على الأسهم والأموال المستثمرة في السوق المالية، كما جاء في فقه الزكاة " الأسهم تدر ربحاً سنوياً متجدداً، والراجح أن يكفي بإحدى الزكاتين: إما الزكاة عن قيمة الأسهم مع ربحها وإما الزكاة عن غلة الشركة وإيرادها" (القرضاوي، 1973، صفحة 529).

ومن بين العلماء الذين أيدوا مفهوم المساهمة في الشركات وجوازها كان الشيخ محمود شلتوت الذي أكد أن الأسهم في الشركات المسموح بها في الإسلام والمباحة شرعاً تعكس أداء الشركة وتتضمن مشاركة في أرباحها وخسائرها (شلتوت، 1975، صفحة 355)، وأيضاً ذكر الدكتور محمد يوسف موسى أن الشركات عادة تقسم رأسمالها إلى أسهم يمكن للأفراد الاشتراك فيها، وبموجب ذلك تتحمل هذه الأسهم المخاطر المحتملة للخسارة وتتلقى نصيبها من الأرباح وفقاً لأداء الشركة. وبناءً على توافر الشروط الشرعية، يُعتبر المشاركة في مثل هذه الشركات جائزة، حيث يحق للأفراد الاستفادة من الأرباح وتحملهم نصيباً من الخسائر (موسى، 1958، الصفحات 58-60).

وهذا لا يعني أننا نقبل ونقر بمشروعية إصدار أي نوع كان من الأسهم، لأن بعضها له شروط مخالفة لقواعد المعاملات الشرعية الإسلامية الصحيحة، وبعضها يرتبط بشركات تجري معاملات محظورة وممنوعة شرعاً، وهذا ما حددته في العنوان السابق.

3.1.2.3.3.1: أنواع الأسهم في ضوء الفقه الإسلامي

ما دام لشركات المساهمة مصادر جائزة وحلال وذلك من خلال عدم تعاملها بالمحرمات وخط رأس مالها بالمحرمات فإن إصدارها للأسهم بسماتها العادية يعتبر جائزاً شرعاً.

الجدول رقم (02): أنواع الأسهم في ضوء الفقه الإسلامي

الفصل الأول: الإطار النظري

أنواع الأسهم	تعريفها	حكمها
أنواعها بالنظر إلى طبيعة الحصة المساهم بها	الأسهم النقدية	هي أسهم عادية تقدم مساهمتها نقدا.
	الأسهم العينية	تكون هنا المساهمة بحصة عينية.
	الأسهم المختلطة	هو ما أسهم بخلط من النقد وعين.
		وحكم جوازها هو حكم جواز النقد والعين فتصبح جائزة بعد تقدير القيم العينية بالنقود تقييما دقيقا.
أنواعها بالنظر إلى شكلها	حصص التأسيس	هي عبارة عن الصكوك التي تصدرها الشركات المساهمة والتي ليس لها قيمة اسمية قابلة للتداول.
	أسهم اسمية	هي الأسهم الحاملة لاسم صاحبها.
	أسهم لحاملها	يكون السهم هنا لمن يحمله.
	أسهم أذنية (لأمر)	هي التي يذكر فيها اسم مالكها، مع النص لكونها بإذنه.
أنواعها بالنسبة لتوزيع الأرباح	أسهم عادية مضمونة	هي التي يضمن مصدرها بأن يدفع لحاملها في حالة انخفاض قيمة أسهم هذه الشركة إلى حد معين ولفترة معينة.
	أسهم الدخل	أسهم عادية تابعة لشركات كبيرة حيث أنها توزع أرباحها بشكل دائم.
	أسهم النمو	هي الأسهم التي لا توزع أرباحها بل تضاف إلى نشاطها فيزداد حجم أصولها
	الأسهم العادية	هل الأكثر شيوعا ويترتب لحاملها كل الحقوق، ولا يأخذ امتياز عن غيره ويقتضي ذلك استواء حاملي الأسهم العادية في الحقوق والواجبات.
حقوق حملتها	الأسهم المؤجلة	هي التي يؤجل نصيبها من الربح إلى ما بعد توزيعه على بقية حاملي الأسهم
	الأسهم الممتازة	الأسهم الممتازة وهي التي امتاز أصحابها عن أصحاب الأسهم الأخرى.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على (مفتاح و سلطان، 2013، الصفحات 277-279)

2.2.3.3.1: أدوات الدين (السندات)

عرفنا السندات فيما سبق بأنها وثيقة قابلة للتداول تمثل عادة قرضا طويل الأجل يصدره الحكومة أو الشركات من خلال عمليات الاكتتاب العام. يعتبر حامل السند دائنا للشركة أو الحكومة المُصدرة وله الحق في المطالبة بالمبلغ المستحق أو فوائد سنوية ثابتة ولا يعتبر شريكا في المؤسسة.

1.2.2.3.3.1: الحكم الشرعي للسند

وبعد عرض آراء الفقهاء المعاصرين في حكم إصدار السندات وتداولها والتعرف على تعريفات الربا وحكمها في المذاهب الفقهية سالفه الذكر، وذلك لمختلف أنواع السندات، يؤيد الباحث الرأي التالي: الرأي يقال أنه بموجب الشريعة الإسلامية فإن جميع أنواع السندات محرم إصدارها طالما أنها تصدر بسعر فائدة ثابت ومحدد ويتم استرداد قيمتها في تاريخ الاستحقاق، بغض النظر عما إذا كان مصدرها شركة أو حكومة، دفعت على أقساط شهرية، أو سنوية، أو غير ذلك، باستثناء سندات القارضة الإسلامية، التي اقترحها المفكرون الإسلاميون المعاصرون كبدايل للأدوات المالية الربوية.

2.2.2.3.3.1: الأسباب الداعية إلى القول بعدم صحة تداول وإصدار السندات

لا يجوز تداول وإصدار السندات لأسباب التالية:

أولاً: ينطبق عليها تعريف الربا في مختلف المذاهب الفقهية:

ينطبق تعريف الربا على التعامل بالسندات وفقاً لأقوال العديد من المذاهب الفقهية ففي المذهب الحنفي يعرفون الربا على أنه: "الفضل الخالي عن العوض المشروط في البيع" (السيواسي و ابن همام، 1316هـ، صفحة 274).

وفي المذهب الحنبلي يقولون "معنى الربا، وأصل الربا الزيادة والإضافة، يقال ربا الشيء يربو إذا زاد وعظم، وأربى فلان على فلان إذا زاد عليه يربي، إرباء، وكان ربا الجاهلية أن يكون للرجل على الرجل الدين، فإذا حل قال له أنقضي أم تربي؟ فإن قضاؤه أخذه وإلا زاده في الحق وزاده في الأجل، فأنزل الله في ذلك ما أنزل، ف قيل للمربي مرب للزيادة التي يستزيدها في دينه لتأخيره به إلى أجل" (القرطبي، 1988 ط1-، صفحة 08).

أما في المذهب الشافعي فيعرفون الربا بأنه: "عقد على عوض مخصوص غير معلوم التماثل في معيار الشرع حالة العقد أو مع تأخير في البدلين أو أحدهما" (الشربيني، 1997م، صفحة 30).

إذا رجعنا إلى التعريفات سالفه الذكر للسندات تتضح لنا الصورة أن القيمة الفائدة المشروطة وهي عبارة عن زيادة تكون أساسية في التعاقد لأحد المتعاقدين من غير عوض بهدف تأجيل الدين إلى أجل خر، وهي بهذا تعتبر ربا صريحة وهي محرمة.

ثانيا: أدلة من القرآن والسنة التي تحرم التعاملات الربوية:

قال الله تعالى: ﴿الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لَا يَقْوَمُونَ إِلَّا كَمَا يَقْوَمُ الَّذِي يَخْطُطُّ الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ ذَٰلِكَ بِأَنَّهُمْ قَالُوا إِنَّمَا الْبَيْعُ مِثْلُ الرِّبَا وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا﴾ سورة البقرة/275

وروى مسلم من حديث جابر رضي الله عنه قال قال رسول الله صلى الله عليه وسلم: «لَعَنَ رَسُولُ اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ عَاجِلَ الرِّبَا وَمُؤَخِّلَهُ وَكَاتِبَهُ وَشَاحِدَيْهِ وَقَالَ هُمْ سَوَاءٌ». أي حرم الربا فعل وأكل وأخذ وكتابة وشهادة وكل ما يتعلق بها.

3.2.2.3.3.1: البديل الشرعي للسندات الربوية (التصكيك)

بناءً على اعتبار الفقهاء المعاصرين أن السندات تُعتبر "قروض ربوية" تدخل في نطاق الحرام، فقد كان من واجبهم توفير بدائل إسلامية تحقق الأهداف المرجوة دون التورط في المحظورات الشرعية وتجنب الأضرار المرتبطة بها، ومنع الناس من الوقوع فيه.

إن إيجاد بدائل للسندات يعد تحديًا هامًا وضرورة شرعية واقتصادية لتحرير المسلمين من دائرة الربا المحرمة وجذب الأموال من المسلمين غير الراغبين في تداول السندات المحرمة والاستفادة منها مما يعزز التنمية ويجذب الأموال التي قد تكون متروكة بسبب تجنب المسلمين التعامل مع السندات المحرمة. تحقيق هذه البدائل يمكن أن يساهم بشكل فعال في تحفيز الاقتصاد الإسلامي وتحسين وضع المسلمين الذين يسعون للاستثمار والتمويل وفقًا للقيم الشرعية.

أ. تعريف التصكيك الإسلامي:

عرف التصكيك الإسلامي على أنه: عملية تجميع مجموعات معينة من الأصول أو منافع أو كليهما وتقسيم ملكيتها إلى وحدات متساوية القيمة، وإصدار أوراق تعبر عن هذه الوحدات، وبيع هذه الأوراق المالية إلى المستثمرين المناسبين (Suleiman, July 8 – 9, 1998, p. 01).

هو عملية تم استخدامها بكثافة من قبل المؤسسات التي تقدم خدمات مالية إسلامية بكميات كبيرة لسنوات عديدة (A ALSAYYED, 2010, p. 03).

الفصل الأول: الإطار النظري

أما هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية عرفت بأنها "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في ملكية موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله" (بن عمارة، 2011، صفحة 254).

كما يمكن تعريفه على أنه: "عبارة عن تحويل الأصول المقبولة شرعاً إلى صكوك مالية مفصولة الذمة المالية على الجهة المنشئة لها وقابلة للتداول في سوق مالية شريطة أن يكون محلها غالبه أعياناً وذات آجال محددة بعائد غير محدد، ولكن ليس خالياً من المخاطر" (بن علقمة، 2021، صفحة 09).

ب. أنواع الصكوك الإسلامية:

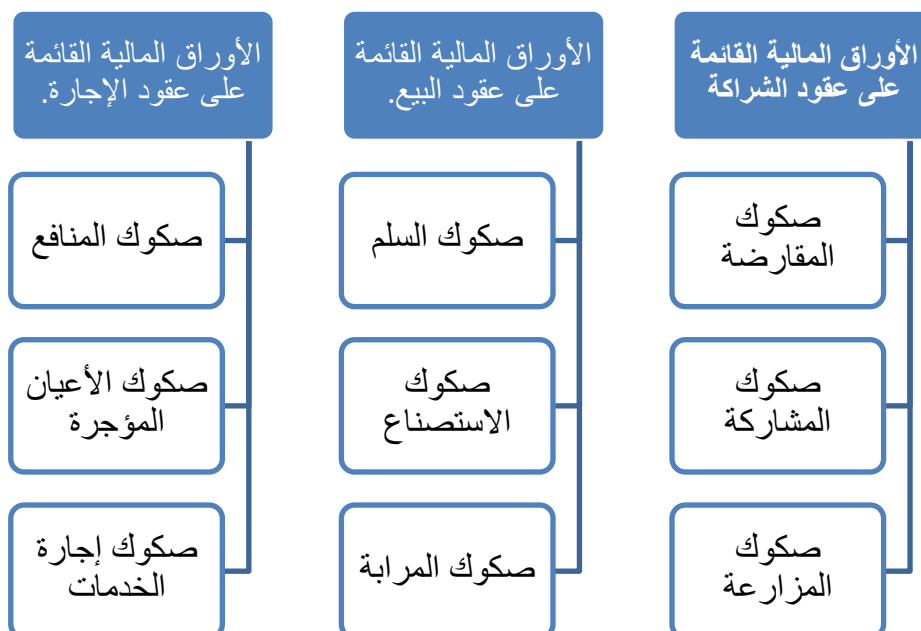
قد ساهمت صناعة الصكوك الإسلامية في توفير كمية كبيرة من الصكوك الإسلامية في الصناعة المالية. وتتميز هذه المنتجات بتنوع طرق التمويل والاستثمار التي تمارسها المؤسسات المالية الإسلامية، وتنقسم إلى ثلاث فئات:

✚ الأوراق المالية القائمة على عقود الشراكة.

✚ الأوراق المالية القائمة على عقود البيع.

✚ الأوراق المالية القائمة على عقود الإجارة.

الشكل (03): أنواع الصكوك الإسلامية



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على (مفتاح و سلطان، 2013)

❖ الأوراق المالية القائمة على عقود الشراكة:

وتعتبر هذه الصكوك أوراقاً مالية تقوم فيها العلاقة بين المصدر ومالك الصكوك على أساس الشراكة. ويندرج تحت هذا المصطلح الشامل مجموعة من الصكوك (مفتاح و سلطان، 2013، صفحة 280):

❖ صكوك المقارضة:

تعني صيغة المضاربة أو المقارضة عقد بين طرفين ينصص على أن يقدم أحدهما رأس المال ويُسمى برب المال، بينما يقوم الآخر بتوفير العمل والجهد. ويتم تقسيم الأرباح الناتجة عن المشروع وفقاً لنسب متفق عليها في مجلسي العقد. ويختلف هذا عن الربا في أن العائد لا يكون محدداً مسبقاً كنسبة من رأس المال، بل هو نسبة من الأرباح، مما يجعلها متغيرة وغير مضمونة، وصكوك المضاربة هي عبارة عن تقسيم رأس المال إلى حصص متساوية، بدلاً من تقديمه بواسطة طرف واحد، حيث يشارك فيها متعددون كمقدمي رأس المال (خداوي و بزيرية، 2009).

❖ صكوك المشاركة:

تُعرف صكوك المشاركة بأنها وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها للاستخدام في تمويل إنشاء مشروع أو تمويل نشاط على أساس المشاركة. بموجب هذه الوثائق، يصبح المشروع ملكاً لحامل الصكوك. تُدار صكوك المشاركة إما على أساس الشركة أو على أساس المضاربة. على أساس الشركة، يشارك حاملو الصكوك في ملكية المشروع وفقاً لحصصهم في الصكوك. بينما على أساس المضاربة، يكون هناك اتفاقية بين الطرفين، حيث يقدم أحد الأطراف رأس المال، ويقدم الطرف الآخر العمل، وتُقسم الأرباح وفقاً لاتفاق محدد (حطاب، 2009، صفحة 13).

❖ صكوك المزارعة:

تصف هذه الوثائق نموذجاً يعرف بصكوك المزارعة أو صكوك الزراعة وتكون متساوية القيمة. تُصدر صكوك المزارعة بغرض تمويل مشروعات زراعية، ويتم استخدام حصيلة الاكتتاب فيها لتمويل الأنشطة الزراعية. يصبح حاملو الصكوك شركاء في المشروع الزراعي، وبالتالي يحصلون على حصة في المحصول أو العائد الناتج عن النشاط الزراعي (صفية، 2004، صفحة 12).

❖ الأوراق المالية القائمة على عقود البيع:

وفيها يكون العقد قائم بين جهة الإصدار والطرف الآخر حملت الصكوك على ثلاث أنواع من العقود عقد البيع من مرابحة وسلم و استصناع وهي كالاتي:

❖ صكوك السلم:

إذا أرادت الحكومة أو إحدى مؤسساتها أو شركة في القطاع الخاص الحصول على تمويل لرأس المال العامل، سواء لتيسير عمليات الإنتاج أو لتطوير نشاطها أو لزيادة خطوط الإنتاج، قد تلجأ إلى مؤسسة مالية لطلب إصدار صكوك سلم. يتم استخدام حصيلة إصدار هذه الصكوك كتمن حال للسلعة أو الخدمة التي تبيعها الحكومة أو الشركة لحملة الصكوك. تُسلم هذه الصكوك إلى ممثلي حملتها لبيعها في السوق. تعتبر هذه الصكوك دينًا سلعيًا، ولهذا يُسمح لمالكها بإعادة الحصيلة أو إلغائها من مصدرها وفقًا لشروط محددة. بالإضافة إلى ذلك، يُسمح بتداول هذه الصكوك في السوق الثانوية، مما يسهم في إمكانية تداولها بين المستثمرين بشكل فعال (خدّاوي، خليفة، و لجدل، 2018، صفحة 309).

❖ صكوك الاستصناع:

عندما ترغب حكومة أو شركة في تمويل مشروع معين، مثل مشاريع الإسكان والبنية التحتية، مثل بناء المباني السكنية أو الإدارية، أو المطارات، أو رصف الطرق، أو المشاريع الصناعية، مثل تصنيع الطائرات، أو بناء السفن، أو بناء المصانع، فإنها قد تقوم بإصدار صكوك الاستصناع التي تستخدم عائداتها لتغطية تكاليف بناء المشروع. يبرم المشروع والحكومة أو الشركة عقد إستصناع بصفة عقد الإستصناع مع ممثلي حملة الصكوك لتحديد سعر المشروع وطريقة سداد ذلك الثمن، يقوم ممثل حملة الصكوك بدوره في تنفيذ المشروع التعاقد مع المقاولين والجهات الأخرى، يتمثل العائد أو الربح لحملة الصكوك في الفرق بين تكلفة إنشاء المشروع والثمن الذي تم بيعه للحكومة أو الشركة. يتيح هذا النموذج توفير التمويل اللازم للمشاريع الكبيرة وتحفيز المشاركة الفعالة في تنفيذها (خدّاوي، خليفة، و لجدل، 2018، صفحة 308).

ويمكن القول أنها صكوك ذات قيم متساوية تصدر من قبل الصانع أو المتعهد أو وكيل أي منهما كمنتج موصوف في الذمة، حيث يباشر في تصنيع المنتج حسب المواصفات ويسلمه خلال المدة المتفق عليها عندما يتأكد من حصوله على قيمة الصكوك (حاكمي و قشام، 2021، صفحة 445).

❖ صكوك المراجعة:

يتم إصدار صكوك المراجعة لتمويل شراء سلع المراجعة حيث تصبح هذه السلع مملوكة لحملة. مصدر صكوك المراجعة هو بائع سلع المراجعة والمكاتب هو مشتري تلك السلع. حيث تكون حصيلة الاكتتاب هي تكلفة شراء السلع المراجعة، وعند اكتمال العملية، يمتلك حملة الصكوك هذه السلعة ويحق لهم استحقاق ثمن بيعها (العربي و حمو، 2017، صفحة 70).

❖ الصكوك القائمة على الإجارة:

هذه الصكوك تعتبر صكوك متساوية القيمة وتُمثل أجزاء متماثلة ومشاركة في ملكية أعيان معمرة. يكون هذا التمثيل مرتبطاً بعقود إجارة، حيث يتم تأجير هذه الأعيان لحملة الصكوك. بالإضافة إلى ذلك، يُمكن أن تكون هذه الصكوك مرتبطة بعدد مماثل من وحدات الخدمة المحددة التي يتعهد ملتزمها بتقديمها لحامل الصك في المستقبل (الشايحي و الحجي، 2005، صفحة 912). ويندرج تحت هذا المصطلح الشامل مجموعة من الصكوك هي كالاتي (الخليل أ.، 1424هـ، الصفحات 331-332):

❖ سندات الأعيان المؤجرة:

وهي تمثل سندات ملكية الأصول، والتي يمكن أن تكون الأراضي والعقارات والآلات والمصانع وغيرها. يتم تأجير الأصل المملوك لأنه يحقق العوائد المحددة في عقد الإيجار. ومن ينظر إلى هذه السندات يرى أنها تقوم على مبادئ الشركة من حيث أنها شركة ملكية والعقار الذي يملكه - العقار - يعطى إيجاراً لمصلحة الاستفادة من عائده وتقسيمه على أصحاب الأسهم الذين يملكون بمجموعهم العقار فليس تسميته سندات إجارة بأولى من تسميته سندات ملك بل هذا أقرب لحقيقته.

❖ سندات إجارة الخدمات:

هي سندات تمثل ملكية خدمات موصوفة بالذمة نحو التعليم الجامعي أو النقل الجوي ونحوها، بحيث يكون الوصف تفصيلياً لا يدع مجالاً للخلاف.

❖ سندات إجارة المنافع:

وهي تمثل ملكية منافع أعيان موصوفة بالذمة مستأجرة بموجب عقد إجارة تسلم الحامل السند في الميعاد المضروب لاستيفاء منفعه المملوكة له، هذا النوع من الصكوك يشبه الوصف السابق باستثناء أن المملوك هو منفعة، مثل فوائد عقار يتم استجاره، بينما في النوع السابق كانت المملوك تمثل خدمة. يمتلك حامل الصك الحق في الاستفادة من هذه المنافع في وقت معين في المستقبل، ويمكن لبائع الصك الاستفادة من قيمته عبر تسليم العقار الذي يحمل الصك في المستقبل لتحقيق منفعه.

3.3.3.1: عمليات سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي

تتم في سوق الأوراق المالية الإسلامية عدة عمليات بيع، تصنف حسب الإطار الزمني إلى عمليات عاجلة أو فورية أو النقدية، حيث يتم تسليم السعر والمثلث مباشرة في نهاية الصفقة أو خلال فترة زمنية قصيرة، عمليات الآجلة، حيث تم تأجيل السعر أو المثلث أو كليهما إلى تاريخ لاحق. وهي بعيدة بعض الشيء عن

الفصل الأول: الإطار النظري

تاريخ إبرام الصفقة، وفي هذا القسم سنتناول كل عملية بالتفصيل، مع بيان نوعها، بالإضافة إلى الموقف الشرعي منها.

1.3.3.3.1: المعاملات العاجلة (الفورية) في سوق الأوراق المالية الإسلامية

1.1.3.3.3.1: تعريفها

كنا قد تطرقنا لهذا العنصر من قبل بحيث عرفت العمليات العاجلة أيضًا بالعمليات الفورية أو الآنية، وهو يشير إلى عمليات شراء وبيع للأوراق المالية، وبعد اكتمال المعاملة، يقوم البائع على الفور بتسليم الأداة المالية ويقوم المشتري بتسليم السعر فور اكتمال الصفقة، وفي معظم الأسواق، يجب أن تتم هذه العمليات خلال مدة لا تزيد عادة عن 48 ساعة أو حتى أقل في بعض الحالات، أو في الساعة الأولى من جلسة التداول التالية.

2.1.3.3.3.1: أنواع المعاملات العاجلة وتوصيفها الشرعي

الجدول رقم (3): أنواع المعاملات العاجلة وتوصيفها الشرعي

أنواع المعاملات العاجلة	تعريفها	حكمها الشرعي
شراء بكامل الثمن	هو عقد لشراء الأسهم بكامل الثمن من مال المشتري، مع التسليم حالاً.	جائز مع أن يكون الأصل المالي إسلامي و التسليم عاجل لا اجل
الشراء بالهامش	يسدد جزء من قيمة الصفقة بينما يسدد الباقي بقرض.	غير جائز وذلك بسبب الاقتراض
البيع على المكشوف (البيع القصير)	بيع أوراق مالية لا يملكها البائع، عن طريق اقتراضها من الآخرين.	إذا اقترض المضارب الأسهم أولاً ثم باعها على المكشوف فهذا لا بأس به، أما إذا كان لا يملكها فهذا لا يجوز لقول النبي ص "لا تبع ما ليس عندك"

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على (نصبه، 2019، الصفحات 111-119)

2.3.3.3.1: المعاملات الآجلة في سوق الأوراق المالية الإسلامية

1.2.3.3.3.1: تعريفها

كنا قد تطرقنا لهذا العنصر من قبل في أسواق الأوراق المالية التقليدية حيث ذكرنا أنه يتم تصنيف العمليات الآجلة كشكل من أشكال العمليات التي تجرى في البورصة، تسمى بعقود البيع، ويتم الاتفاق على نوع الأوراق المالية الداخلة في الصفقة وعددها وسعرها عند إبرام العقد، وفيما بعد، يتم تسليم الأوراق المالية المباعة وتسليم الثمن في تاريخ لاحق، يُعرف بيوم التسفية.

2.2.3.3.3.1: أنواع المعاملات الآجلة في سوق الأوراق المالية الإسلامية

الجدول رقم(4): أنواع المعاملات الآجلة في سوق الأوراق المالية الإسلامية

أنواع المعاملات الآجلة	تعريفها	الحكم الشرعي
المعاملات الباتة	تلك التي بت فيها، فلا يمكن فسخها أو إلغاؤها، بل يتعين على المتعاقدين تنفيذها.	غير جائزة شرعا.
المعاملات الآجلة بشرط التعويض	بيع أوراق م مؤجلة، بثمن مؤجل، مع شرط الخيار لأحد المتعاقدين في إمضاء العقد أو فسخه مقابل عوض يدفع عند الفسخ	لا يجوز .
المعاملات الآجلة الشرطية البسيطة	العمليات التي يكون فيها الخيار للمضارب بين فسخ العقد أو تنفيذه مقابل أن يدفع المضارب تعويض.	هذا النوع من المعاملات غير جائزة .
المعاملات الآجلة بشرط الانتقاء	عبارة عن عقد بين طرفي يكون لأحدهما الخيار في موعد اجل محدد في أن يبيع الطرف الآخر أوراق ماليه معينه بسعر محدد أو أن يشتري منه تلك الأوراق بسعر أعلى منه.	غير جائزة.
المعاملات الآجلة الشرطية المركبة	عبارة عن عمليات يكون فيها الخيار للمضارب بين أن يكون مشتريا أو بائعا وان يفسخ العقد إذا رأى مصلحة له في ذلك عند التصفية أو قبلها مقابل تعويض أكبر مما يدفع في العمليات البسيطة يدفعه لصاحبه.	يكون هذا النوع محرما كالأنواع السابقة والله اعلم.
المعاملات الآجلة مع خيار الزيادة	هي بيع أوراق ماليه مؤجله بثمن مؤجل مع اشتراط احد المتعاقدين الخيار في مضاعفه الكمية المباعة أو المشتراة بالسعر المتفق عليه.	غير جائزة

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على (نصبه، 2019، الصفحات 125-133)

4.3.3.1: مؤسسات سوق الأوراق المالية الإسلامية

مؤسسات السوق المالي الإسلامي	التعريف
البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية	تتعامل البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية في السوق المالي في النشاطات الاقتصادية المنتجة أي يتم التعامل أساسا في الأصول الحقيقية وليس المالية وهذا عن طريق الأدوات المالية المتفقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.
شركات السمسرة في الأوراق المالية	يحظر على الأفراد القيام بالتعامل مباشرة في السوق المالية ويلزم أن يكون ذلك عن طريق شركات السمسرة ويدخل عمل شركات السمسرة شرعا في باب الوكالة في البيع والشراء مقابل عمولة معلومة وتسري عليها أحكام الإجارة.
صناديق الاستثمار الإسلامية	هي محفظة تجتمع فيها المدخرات الصغيرة لتكون حجما من الأموال يمكن أن يستفيد من ميزات التنوع ويقلل مخاطر الاستثمار
شركات إدارة وتكوين محافظ الأوراق المالية	يستهدف هذا النشاط تكوين محافظ أوراق مالية للمستثمرين وإدارتها ومتابعة تطور تلك الأوراق فقد تباعها لتحقيق أرباحا أو لإعادة استثمارها في قطاعات أخرى أكثر ربحية.
شركات رأس المال المخاطر	تتخصص شركات رأس مال المخاطر في تمويل الأنشطة الاستثمارية الواعدة الخطرة، أي التي تتميز بارتفاع عنصر المخاطرة ولكن آفاق نموها المحتملة كبيرة.
شركات المقاصة والتسوية	تقوم هذه الشركات بدور مكمل لعمل شركات السمسرة في إتمام صفقات التداول.
شركات الترويج والتغطية للاكتتاب في الأوراق المالية	والمراد بذلك النشاط إدارة عمليات ترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية وجلب المستثمرين بالطرق الدعائية المختلف، وتخلق تلك الشركات بنشاطها هذه السوق الثانوية...وفي نفس الوقت تنشط سوق الإصدار أو السوق الأولية.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على (مشري و عتروس، 2016، الصفحات 93-95)

4.3.1: الهندسة المالية الإسلامية

يحتاج سوق الأوراق المالية الإسلامية إلى أدوات مالية مبتكرة وغير تقليدية متوافقة مع الشريعة الإسلامية وتلبي متطلبات الكفاءة والفعالية الاقتصادية، ولا يمكن تحقيق ذلك إلا من خلال الهندسة المالية الإسلامية، والتي تعمل على تطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية وزيادة فعاليتها، وتوفير فرص أكثر للاستفادة من رؤوس الأموال المتدفقة إليها، بالإضافة إلى مواكبة التطورات العالمية في أسواق أوراق المال العالمية، لهذا سوف نعالج في هذا الجزء عموميات حول الهندسة المالية الإسلامية.

1.4.3.1: مفهوم الهندسة المالية الإسلامية

قبل مناقشة الهندسة المالية الإسلامية، يجب علينا أولاً أن نشير إلى تعريف الهندسة المالية التقليدية في أسواق الأوراق المالية.

يمكن تعريف الهندسة المالية على أنها: "الأداة التي تقوم بتصميم أدوات مالية جديدة وتطوير وتطبيق عمليات مستحدثة بهدف استغلال الفرص وتوفير التمويل"، وتتضمن ثلاث أنواع من العمليات (مرداسي و بن الطاهر، 2017، صفحة 309):

❖ الابتكار

❖ تطوير وتطبيق عمليات وأدوات مالية حديثة

❖ تقديم حلول للمشكلات المالية

أما الهندسة المالية الإسلامية فعرفت على أنها: "مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، إضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل وكل ذلك في إطار توجيهات الشريعة الإسلامية" (محمود رجب، 2023، صفحة 45)، ويلاحظ أيضاً أن هذا التعريف هو نفس تعريف الهندسة المالية (المذكورة سابقاً)، ولكنه يضيف عنصراً جديداً، وهو أنه يأخذ في الاعتبار ضرورة التوافق مع الشريعة الإسلامية. إن الابتكارات المذكورة سابقاً، سواء من حيث الأدوات والعمليات المالية، يجب أن تكون متوافقة مع الشريعة الإسلامية وبعيدة قدر الإمكان عن الاختلافات الفقهية، مما يميزها بالمصادقية الشرعية (قط، 2016، صفحة 168).

صناعة الهندسة المالية الإسلامية تهدف إلى إيجاد منتجات وأدوات مالية تجمع بين المصادقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية. فالمصادقية الشرعية هي الأساس في كونها إسلامية، والكفاءة الاقتصادية هي الأساس في قدرتها على تلبية الاحتياجات الاقتصادية ومنافسة الأدوات التقليدية (قندوز، 2013، صفحة 17).

2.4.3.1: منتجات الهندسة المالية الإسلامية

تتمثل أهم منتجات الهندسة المالية الإسلامية فيما يلي :

1.2.4.3.1: الصكوك الإسلامية

كنا قد تطرقنا لهذا العنصر من قبل في أدوات سوق الأوراق المالية الإسلامية ويمكن القول أن الصكوك الإسلامية هي أداة استثمارية تهدف إلى تجزئة رأس المال إلى حصص متساوية، حيث يُصدر فيها أوراق مالية متداولة في السوق المالية بقيمة متساوية، وتُسجل بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصًا شائعة في رأس المال. تتميز الصكوك بأنها لا تمثل دينًا في ذمة مصدرها، بل تمنح حاملها حق ملكية شائعة في موجودات لها عائد. بالإضافة إلى ذلك، تعتمد فكرة الصكوك على مشاركة أصحابها في الربح والخسارة، وهي قابلة للتداول والاسترداد عند الحاجة وفقًا للضوابط والقيود المحددة (محمود رجب، 2023، صفحة 53).

2.2.4.3.1: صناديق الاستثمار الإسلامية

عرف أحمد حسن أحمد الحسني صناديق الاستثمار الإسلامية بأنها " عقد شركة مضاربة بين إدارة الصندوق التي تقوم بالعمل فقط وبين المكتتبين فيه يمثل المکتتبون فيه في مجموعهم رب المال، فيدفعون مبالغ نقدية معينة إلى إدارة الصندوق التي تمثل دور المضارب، فتتولى جميع حصيلة الاكتتاب التي تمثل رأس مال المضاربة، وتدفع للمكتتبين صكوكا بقيمة معينة تمثل لكل منهم حصة شائعة في رأس المال الذي تقوم الإدارة باستثماره بطريقة مباشرة في مشروعات حقيقية مختلفة ومتنوعة أو بطريقة غير مباشرة كبيع وشراء أصول مالية وأوراق مالية كأسهم الشركات الإسلامية، وتوزع الأرباح المحققة حسب نشرة الاكتتاب الملزم بها من كلا الطرفين، وإن حدثت خسارة تقع على المکتتبين بصفتهم (رب المال) ما لم تفرط إدارة الصندوق (المضارب)، فإن فرطت يقع الغرم عليها (الحسني، 1999، صفحة 21).

3.2.4.3.1: المشتقات المالية الإسلامية

المشتقات المالية هي عبارة عن أدوات مالية تستند إلى عقود مشتقة من أصول مالية أساسية مثل الأسهم، السندات، العملات، السلع، أو غيرها (السعدني، 2011، صفحة 64)، تعتبر المشتقات المالية التقليدية بشكلها الحالي محرمة شرعا، وفي هذا الإطار انقسم الرأي الإسلامي حول المشتقات المالية إلى (خنيوة و علي موسى، 2011، صفحة 649):

الفصل الأول: الإطار النظري

أولاً: الفقه المحافظ: رفض واسع النطاق وتام للمشتقات المالية بسبب عدم التزامها بضوابط الشريعة الإسلامية وتسببها في اختلال التوازن في الأسواق المالية.

ثانياً: الرأي الاصطلاحي: الهندسة المالية الإسلامية تسعى إلى تطوير حلول مالية تتوافق مع المبادئ الشرعية الإسلامية، بما في ذلك تقديم بدائل للمشتقات المالية التقليدية. يمكن لهذه البدائل تحقيق نفس المزايا التي توفرها المشتقات المالية التقليدية، مثل التحوط من المخاطر وتحقيق العوائد الاستثمارية، وذلك بطرق تتماشى مع توجيهات الشريعة الإسلامية.

الجدول رقم (05): أنواع المشتقات المالية وتكييفها الشرعي

المشتق المالي	تعريفه	حكمها	تكييفه الشرعي
العقود الآجلة	اتفاقية بين طرفين لاستلام أصل معين في وقت محدد لاحقاً مستقبلاً بسعر معين (سعر التنفيذ)	محرمه شرعاً بسبب تأجيل الثمن والمثل	التكييف الشرعي لهذا النوع من العقود هي عقود السلم
العقود المستقبلية	عبارة عن عقد مبرم بين طرفين بحيث يتم بموجبه تحديد الأصل المباع، السعر والكمية على أن يتم التسليم و دفع الثمن في المستقبل.	محرمه شرعاً	التكييف الشرعي لهذا النوع من العقود هي عقود الاستصناع
عقود الخيارات	هي عقود تعطي لمالكها الحق وليس الالتزام بالبيع أو الشراء أصل معين لفترة زمنية محددة إذ تشمل نوعين: خيار الشراء، خيار البيع	من الناحية الشرعية فهي محرمه نظراً لحق الاختيار	التكييف الشرعي لعقد خيار الشراء هو بيع العربون، و التكييف الشرعي لعقد خيار البيع هو الالتزام أو ضمان الكفالة.

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على (لعمرى، 2023، الصفحات 24-25)

4.2.4.3.1: التوريق المصرفي الإسلامي

هو أحد الآليات التمويلية المستخدمة في المصارف الإسلامية، في العملية يقوم العميل بشراء سلعة من المصرف الإسلامي بالأجل، ثم يعيد بيعها فوراً لطرف ثالث بسعر أعلى، وهذا يتيح للعميل الحصول على السيولة النقدية التي يحتاجها (مرداسي و بن الطاهر، 2017، صفحة 270).

إن عملية التوريق أو التصكيك في المؤسسات المالية الإسلامية تختلف عن عمليات التوريق التقليدية من حيث طبيعة الأصول التي يمكن توريقها فما كان من هذه الأصول ناتج عن بيع مثل المربحة أو الاستصناع فلا يجوز توريقه لأنها ديون قائمة في ذمة المدين فلا يجوز بيعها، والتوريق بيع، أما الأصول الناتجة عن عقود الإجارة أو المشاركة أو المضاربة فإنه يجوز توريقها حيث أن التوريق يقع على أصول عينية تمتلكها المؤسسة المالية وليست ديون في الذمة (بوعكاز، 2018، صفحة 42).

5.2.4.3.1: المؤشرات المالية الإسلامية

بما أن التعامل بالمؤشر بشكله الحالي يُعتبر صورة من صور القمار، فقد قامت الهندسة المالية وفقًا للمنهج الإسلامي بتقديم بدائل مناسبة. وقد أنشأت مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية للأفراد الذين يرغبون في الاستثمار وفقًا لتوجيهات الاقتصاد الإسلامي، وتسير هذه المؤشرات على خطى الأسهم التي تتبع الشريعة الإسلامية في جميع أنحاء العالم، وقد تنوعت إصدارات مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية إلى نوعين رئيسيين: مؤشرات داو جونز الإسلامية ومؤشرات فاينانشيال تايمز الإسلامية (نصبه و محددة، 2017، الصفحات 100-101).

6.2.4.3.1: بطاقة الائتمان

بطاقات الائتمان في الهندسة المالية الإسلامية تمثل صورة أخرى للترابط بين الكفاءة الاقتصادية والمصادقية الشرعية. وتشمل الحلول التي يمكن تطبيقها في هذا السياق ما يلي (قندوز ع.، 2007، صفحة 25):

- ✓ المصرف يدخل كشريك للتاجر من خلال شراء نسبة (97%) من السلعة، مع فرض (3%) رسوم على سعر السلعة.
- ✓ يقوم التاجر ببيع السلعة، نظرًا لكونه شريكًا فيها، لحساب المشاركة بسعر مؤجل للعميل. على سبيل المثال، يتم زيادة (10%) على السعر الحالي للسلعة. كما يتم تحديد وقت محدد لسداد المبلغ.
- ✓ التاجر يتولى تسليم السلعة للمشتري وتقديم الخدمة الفنية المتصلة بها، بينما يتولى المصرف التحصيل ومتابعة عملية السداد.
- ✓ بعد اكتمال عملية السداد، يتم اقتسام الأرباح بين المصرف والتاجر وفقًا للاتفاق الذي تم بينهما. وبهذه الطريقة، يصبح المبلغ الذي يخصمه المصرف على التاجر نسبةً من حصة التاجر في السلعة المباعة، وبالتالي يصبح التاجر شريكًا للمصرف في الأرباح المتحققة من الصفقة.

4.1: أساسيات حول النمو الاقتصادي وعلاقته بأسواق الأوراق المالية الإسلامية

يعتبر النمو الاقتصادي من الأهداف الأساسية التي تسعى خلفها الحكومات، وتتطلع إليها الشعوب؛ وذلك لكونه يمثل الخلاصة المادية للجهود الاقتصادية وغير الاقتصادية المبذولة في المجتمع؛ إذ يعد أحد الشروط الضرورية لتحسين المستوى المعيشي للمجتمعات، كما يعد مؤشراً من مؤشرات رخائها، علماً أن النمو يرتبط بشكل مباشر أو غير مباشر على عدة عوامل اقتصادية تؤثر في سلوكه، ومنه جاءت هذه الدراسة لإبراز أهم المحددات التي تؤثر على النمو الاقتصادي.

1.4.1: تعريف النمو الاقتصادي

سيمون كوزنيتس "S.kuznets" هو اقتصادي أمريكي شهير، ولقد فاز بجائزة نوبل في الاقتصاد عام 1971 لعمله الرائد في قياس وتحليل النمو الاقتصادي. وقد قدم تعريفاً مهماً للنمو الاقتصادي ووضع أسساً نظرية لفهمه. وفقاً لتعريفه، يُعرف النمو الاقتصادي بأنه "الزيادة في قدرة الدولة على عرض توليفة متنوعة من السلع الاقتصادية لسكانها". يعتمد هذا التعريف على فكرة أن النمو الاقتصادي ليس مجرد زيادة في الإنتاج، بل يعني أيضاً زيادة في تنوع المنتجات والخدمات التي يمكن توفيرها للمواطنين. ويُشير كوزنيتس أيضاً إلى أن هذه الزيادة في القدرة الإنتاجية تعتمد على عوامل متعددة، بما في ذلك التقدم التكنولوجي والتعديلات المؤسسية والإيديولوجية. يُظهر هذا التعريف أن النمو الاقتصادي ليس مجرد زيادة في الكمية، بل يتعلق أيضاً بتحسين جودة الإنتاج وتنوعه. وعلاوة على ذلك، يصف كوزنيتس النمو الاقتصادي بأنه "ظاهرة كمية"، مما يعني أنه يمكن قياسه وتحليله باستخدام الأساليب الكمية والمؤشرات الاقتصادية المناسبة، باختصار، تعريف كوزنيتس للنمو الاقتصادي يؤكد على أهمية زيادة القدرة الإنتاجية وتحسين جودة الإنتاج، ويبرز أن النمو الاقتصادي يعتمد على عوامل متعددة ويمكن قياسه بشكل كمي (لعمري، 2023، صفحة 35).

تعددت التعريفات حول النمو الاقتصادي، نذكر منها:

عرف الاقتصادي فرانسوا بريو Perroux François النمو الاقتصادي أنه: "الزيادة المستمرة في الدخل الإجمالي أو الصافي للقيمة الحقيقية" (Pierre, 2010, p. 02).

كما عرف النمو الاقتصادي على أنه: عملية التوسع في الإنتاج خلال فترة زمنية معينة يمكن أن تتم بفترة تسبقها في الأجلين القصير والمتوسط. هذا يعني أن هناك استراتيجيات وإجراءات مختلفة يمكن اتخاذها لتحقيق التوسع في الإنتاج وتطوير القدرة الإنتاجية على المدى القصير والمتوسط (Bosserelle, 2010, p. 30).

كما يمكن تعريف النمو الاقتصادي بكل بساطة على " أنه قدرة الدولة على توسيع قدرتها على إنتاج السلع والخدمات التي يريدها شعبها" (Rajan, Iyappan, & Jesiah, 2005, p. 141).

ويتم تعريف النمو الاقتصادي على أنه الزيادة في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي من نصيب الفرد (القيمة السوقية لإجمالي السلع والخدمات النهائية التي ينتجها بلد ما على مدى فترة من الزمن)، وهو مقياس لمستويات المعيشة (حواس، 2016، صفحة 22).

وحسب تعريف " Joseph Shumpeter " يشير النمو إلى النمو الاقتصادي ويمكن استنتاجه من مستوى نمو نصيب الفرد من الدخل القومي من خلال الدورة الاقتصادية للموارد المتاحة. ووفقاً لهذا التعريف فإن النمو الاقتصادي يعني الدخل الحقيقي للفرد مع مرور الوقت، ويشير متوسط دخل الفرد هنا إلى نسبة إجمالي الدخل على عدد السكان، ولذلك فإن النمو الاقتصادي هنا يشير إلى نمو دخل الفرد كنسبة من إجمالي الدخل الاجتماعي. والاستنتاج الذي نستخلصه من ذلك هو أن النمو الاقتصادي لا يعني فقط زيادة في إجمالي الدخل، بل هو أكثر من ذلك، فهو يعني تحسناً في مستوى معيشة الفرد، ينعكس في زيادة دخله حصة من إجمالي الدخل (طالب، 2021، صفحة 11).

2.4.1: أنواع النمو الاقتصادي

ويمكن التمييز بين نوعين من النمو الاقتصادي وهما (ملواح و مكيد، 2020، صفحة 128):

1.2.4.1: النمو الاقتصادي الموسع

هذا النوع من النمو الاقتصادي يُعرف عادة بأنه "النمو الاقتصادي الساكن". في هذا السياق، يتزايد الدخل الفردي بنفس معدل نمو السكان، مما يؤدي إلى استقرار الدخل الفردي على مدى الزمن. يُعتبر هذا النوع من النمو الاقتصادي مؤشراً على مستوى المعيشة في المجتمع.

2.2.4.1: النمو الاقتصادي المكثف

وهو النمو الاقتصادي الذي يتمثل في أن نمو الدخل يفوق نمو السكان، مما يؤدي إلى ارتفاع الدخل الفردي، هو بالضبط النوع الذي يُشير إلى زيادة في مستوى المعيشة والرفاهية في المجتمع. عندما يكون معدل نمو الدخل أعلى من معدل نمو السكان، فإن الدخل الفردي للأفراد يرتفع بمرور الوقت. يعني هذا أن هناك زيادة في الإنتاجية الاقتصادية الكلية بالمقارنة مع النمو السكاني، مما يتيح فرصاً لزيادة دخل الأفراد وتحسين مستوى المعيشة.

عادة ما يقاس معدل النمو الاقتصادي البسيط في الفترة t بالعلاقة التالية (طالب، 2021، صفحة 17) :

$$\text{معدل النمو الاقتصادي} = \frac{\text{الدخل الحقيقي للفرد للفترة } (t) - \text{الدخل الحقيقي للفرد للفترة } t-1}{\text{الدخل الحقيقي للفرد للفترة } t-1}$$

3.4.1: عناصر النمو الاقتصادي

هناك العديد من المكونات والعناصر والعوامل الاقتصادية لتحقيق النمو الاقتصادي، ومن خلال مجموعة معقولة من النسب، تتجلى بشكل رئيسي في القسمين التاليين:

1.3.4.1: القسم الأول

هناك ثلاثة عوامل رئيسية تؤثر على النمو الاقتصادي، وتتمثل هذه العوامل في العمل، رأس المال، والتطور التقني. ورغم أهمية هذه العوامل، إلا أن تحديد العامل الأساسي منها الذي يلعب الدور الأكبر في تحقيق النمو الاقتصادي يعتبر صعباً. ذلك لأن التأثير يختلف باختلاف خصائص كل اقتصاد ومستوى تطوره.

1.1.3.4.1: العمل

يُعد عنصر العمل من العوامل الرئيسية التي تؤثر على النمو الاقتصادي، حيث يشمل هذا العنصر السكان، ونوعيتهم، وتركيباتهم العمرية. زيادة عدد السكان تعني زيادة في عرض العمل، لكن من الضروري مراعاة تأثير النمو السكاني على نصيب الفرد من الدخل الوطني. يُعتبر النمو السكاني مصدراً لزيادة النشاط الاقتصادي وبالتالي النمو الاقتصادي. لذلك، ينبغي التركيز على تدريب الموارد البشرية وتنمية المهارات الفنية الأساسية، لأن تحسين هذه المهارات يساهم في زيادة الإنتاجية، مما يؤدي بدوره إلى رفع معدل النمو الاقتصادي (عبد المطلب، 2003، صفحة 273).

2.1.3.4.1: رأس المال

العامل الاقتصادي المهم الثاني في النمو هو تراكم رأس المال. رأس المال يعني مخزون عوامل الإنتاج المادية القابلة للتكرار. عندما يزداد مخزون رأس المال مع مرور الوقت، يسمى ذلك تراكم رأس المال (أو تكوين رأس المال) (Jhingan, 2011, p. 90).

حيث يعتبر رأس المال، من حيث توافره ومعدل تراكمه، أحد المحددات الأساسية للقدرة الإنتاجية ومعدل تغيرها، حيث يتم تعريف تراكم رأس المال على أنه "عملية إضافية يحقق من خلالها صافي احتياطات رأس المال المادي للاقتصاد نمواً أكبر للناتج الإجمالي". ويعتبر تراكم رأس المال السبب الرئيسي لضرورة تخصيص

الموارد الاقتصادية بين أطراف الإنتاج والاستهلاك، إذ أن استخدام جزء كبير منها للاستهلاك يحد من المخزون الرأسمالي الذي يسمح باستمرار النشاط الاقتصادي وعليه فالاستثمار في التكوين الرأسمالي يعزز من الإمكانيات الإنتاجية للاقتصاد، ونقطة بدايتها هي أن يقوم المجتمع باقتطاع جزء من دخله وادخاره ثم تحويل هذه المدخرات إلى استثمارات تساعد على زيادة الناتج المحلي الإجمالي. (Torres & Martin, 1990, p. 144)

3.1.3.4.1: معدل التقدم التقني

التنظيم الجديد للإنتاج يتيح الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة، من خلال توظيفها بطريقة أكثر كفاءة أو بطرق جديدة في العملية الإنتاجية. حتى إذا بقيت كمية الإنتاج ثابتة، فإن التقدم التقني سيؤدي حتماً إلى زيادة الإنتاج وتحقيق النمو الاقتصادي. ورغم صعوبة قياس الناتج العلمي للعلماء في كل دولة بدقة، إلا أن الإنفاق الكلي على البحث والتطوير يُعتبر مؤشراً واسع القبول لتقييم التقدم التقني وتأثيره على النمو الاقتصادي (بن البار و بوريش، 2022، صفحة 32).

بالإضافة إلى عنصر الموارد الطبيعية مثل الأرض والتعدين والفحم وجودة البيئة.

والعلاقة بين هذه العناصر يمكن التعبير عنها في صورة علاقة رياضية تعرف بدالة الإنتاج الكلي. هذه الدالة توضح العلاقة بين الإنتاج الإجمالي وهذه العناصر سالفة الذكر. الصيغة الجبرية التالية توضح ذلك (SAMUELSON & NORDHAUS, 1998, pp. 519-520):

$$Q = f(K, L, R, A)$$

حيث أن:

- Q هو الإنتاج الإجمالي.

- L يمثل عنصر العمل.

- K يمثل رأس المال.

- A يمثل التطور التقني والتكنولوجيا.

- R- يمثل الموارد الطبيعية.

هذه الدالة تُظهر كيف تساهم كل من هذه العوامل في تحقيق النمو الاقتصادي، وكيف يؤثر التفاعل بينها على الناتج الكلي.

2.3.4.1: القسم الثاني

ومن ناحية أخرى فقد قسم كونيل 1990 *Mc Connell* العوامل والأسباب التي تؤدي إلى النمو الاقتصادي إلى أسباب تتعلق بجانب العرض وأسباب أخرى تتعلق بجانب الطلب (شكوري، 2006، صفحة 23):

1.2.3.4.1: عوامل مرتبطة بجانب العرض: وتشمل ما يلي:

- ✦ كمية ونوعية الموارد الطبيعية.
- ✦ كمية ونوعية الموارد البشرية.
- ✦ المتوفر من السلع الرأسمالية.
- ✦ التكنولوجيا.

إن ارتفاع كمية ونوعية الموارد الطبيعية وكذلك القوى العاملة المؤهلة، بالإضافة إلى العرض الكافي من الموارد المالية المتمثلة في المدخرات والتكنولوجيا التي يمكن التنبؤ بها، سيؤدي إلى زيادة الإنتاج.

2.2.3.4.1: عوامل مرتبطة بجانب الطلب

بالإضافة إلى هذه العوامل، فإن هناك عاملان آخران يساهمان في النمو الاقتصادي ويرتبطان بجانب الطلب وهما:

- ✦ **تزايد الطلب الكلي:** حيث أن ارتفاع حجم الطلب الكلي يؤدي إلى التوظيف الكامل لعناصر الإنتاج، وبالتالي استعمال كل قدرات الإنتاج المتاحة في المجتمع، مما يزيد من حجم الناتج الوطني.
- ✦ **الاستخدام الأفضل للموارد:** إن الاستخدام الكامل لهذه الموارد قد لا يكفي وحده لتحقيق الزيادة في الإنتاج، لهذا ينبغي أيضاً تحقيق التخصيص الأمثل لهذه الموارد، وهذا بتوجيه الموارد الاقتصادية والمالية بالطريقة التي تسمح بتحقيق مستويات أكبر في الإنتاج.

4.4.1: قياس النمو الاقتصادي

وبما أن النمو الاقتصادي هو أحد المؤشرات الكمية التي تحدد واقع الأداء الاقتصادي، فمن الضروري التعرف على الوسائل والمعايير المختلفة لقياس النمو الاقتصادي، حيث يعتبر حجم ناتج الاقتصاد من أهم المؤشرات. حيث أن النمو الاقتصادي هو التغير النسبي السنوي في حجم هذا الناتج أي أنه قياساً شاملاً للزيادة في السلع والخدمات المنتجة في فترة معينة مقارنة بالفترة السابقة، ويتم ذلك من خلال أحد المقاييس التالية:

1.4.4.1 الناتج الوطني الخام بالأسعار الجارية (PNB)

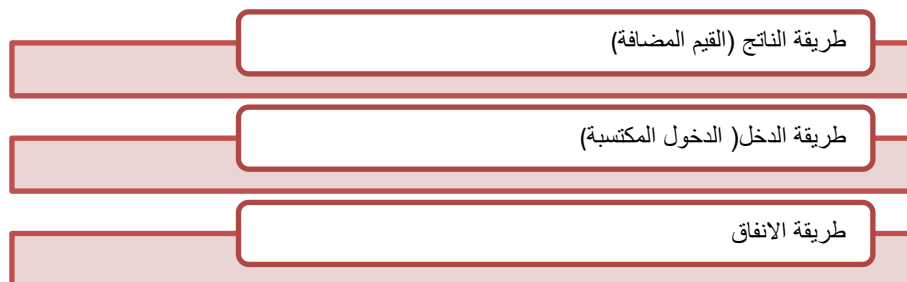
يعرف الناتج الوطني الخام على أنه عبارة عن: "القيمة النقدية السوقية لمجموع السلع والخدمات المنتجة خلال فترة زمنية (عادة ما تكون سنة)، من طرف عوامل الإنتاج ذات الجنسية الوطنية، سواء الموجودة في الاقتصاد المحلي أو الموجودة في الخارج"، وعليه فيمكن أن تحسب وفق الصيغة الجبرية التالية (طويل، 2016، صفحة 97):

$$\text{الناتج الوطني الخام PNB} = \text{الناتج المحلي الخام PIB} + \text{مستحقات عوامل الإنتاج الوطنية في الخارج} - \text{مستحقات عوامل الإنتاج الأجنبية في الداخل}$$

يمكن القول بأن الناتج المحلي الإجمالي هو: "القيمة السوقية لجميع السلع والخدمات النهائية ضمن بلد معين في فترة زمنية معينة (Robin & Michael, 2009, p. 114)", ويقصد بالسلع والخدمات النهائية تلك التي يتم استهلاكها من قبل المستهلك النهائي، وليست تلك التي تُستخدم كمنتجات وسيطة في إنتاج سلع وخدمات أخرى (شنافه، 2018، صفحة 199).

ومن أهم طرق تقدير الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية ما يلي:

الشكل رقم (04): طرق تقدير الناتج المحلي الإجمالي



من أعداد الطالبة بالاعتماد على (طالب س.، 2018، صفحة 23)

1.1.4.4.1 طريقة الناتج (القيم المضافة)

يتم حساب الناتج المحلي الإجمالي (GDP) باستخدام طريقة القيم المضافة وفقاً للقطاعات الاقتصادية المكونة له. تتضمن هذه الطريقة حساب الفرق بين مجموع قيم الإنتاج النهائي من السلع والخدمات لكل وحدات الإنتاج العاملة في اقتصاد دولة معينة، وقيمة السلع والخدمات الوسيطة المستخدمة في ذلك الإنتاج. النتيجة هي

ما يسمى بالقيمة المضافة لكل قطاع من القطاعات الاقتصادية، والتي تُجمع لتشكل الناتج المحلي الإجمالي (مجدي، 2021، الصفحات 10-11).

$$\text{القيمة المضافة} = \text{قيمة الإنتاج النهائي} - \text{قيمة السلع والخدمات الوسيطة}$$

بهذه الطريقة، نحصل على صورة دقيقة للناتج المحلي الإجمالي، مما يساعد في قياس النمو الاقتصادي بشكل فعال.

وعليه فإنه وفق طريقة القيمة المضافة، فإن الناتج المحلي الإجمالي يحسب وفق الصيغة التالية (طويل، 2016، صفحة 97):

$$\text{الناتج المحلي الإجمالي} = \text{مجموع القيم المضافة لجميع قطاعات الاقتصاد المحلي}$$

ويمكن قياسها وفق العلاقة الرياضية التالية (طالب س.، 2018، صفحة 23):

$$Y = \sum VAB = \sum_{i=1}^n Qi * Pi$$

حيث أن:

Y: الناتج المحلي الإجمالي

VAB: القيمة المضافة

كما أنه يتم حساب القيمة المضافة عن طريق الصيغة الرياضية التالية:

$$VAB = PT - CI$$

PT: الإنتاج النهائي.

2.1.4.4.1: طريقة الدخل (الدخل المكتسبة)

حسب هذه الطريقة، يجب جمع كل الدخل الناتجة عن عملية إنتاج السلع والخدمات النهائية، حيث إن الإنتاج يعني خلق وإضافة منفعة جديدة. تتم عملية الإنتاج عن طريق مزج عناصر الإنتاج المختلفة التي تتفاعل معًا حتى تصل السلعة إلى شكلها النهائي. تتكون عناصر الإنتاج من أربعة عناصر رئيسية هي: الأرض (بما تحتويه من مواد خام)، العمل، رأس المال، والتنظيم. جميع هذه العناصر تشترك في تحويل المواد الخام إلى منتجات نهائية، وبعدها يمكن تحديد قيمة هذه السلع النهائية، بناءً على التكاليف المدفوعة لهذه العناصر.

بمعنى آخر، قيمة السلعة النهائية تساوي مجموع المبالغ المنفقة على المواد الخام، وفائدة رأس المال المستثمر، وأجور العمال، وأرباح المنظمين الذين حولوا عناصر الإنتاج إلى سلعة تامة. على سبيل المثال، قيمة السيارة تشمل تكاليف المواد الخام المستخدمة، وأجور العمال، وفائدة رأس المال المستثمر في تصنيعها، وأرباح المنظمين.

وبناءً عليه، فإن الناتج المحلي الإجمالي (GDP) بمفهوم الدخل يساوي مجموع العوائد المدفوعة لعناصر الإنتاج المختلفة التي ساهمت في تكوين السلع والخدمات النهائية (تومي، 2009، صفحة 46).

يحسب وفق الصيغة التالية (بتال، 2020، صفحة 11):

$$\text{إجمالي الناتج المحلي بطريقة الدخل} = \text{صافي الدخل الوطني} + \text{الضرائب غير المباشرة} + \text{اهلاك رأس المال} - \text{الإعانات الإنتاجية}$$

حيث (طالب س.، 2018، صفحة 26):

$$\text{الدخل الوطني} = \text{مجموع الأجور} + \text{مجموع الفوائد} + \text{مجموع الأرباح} + \text{مجموع الربوع}$$

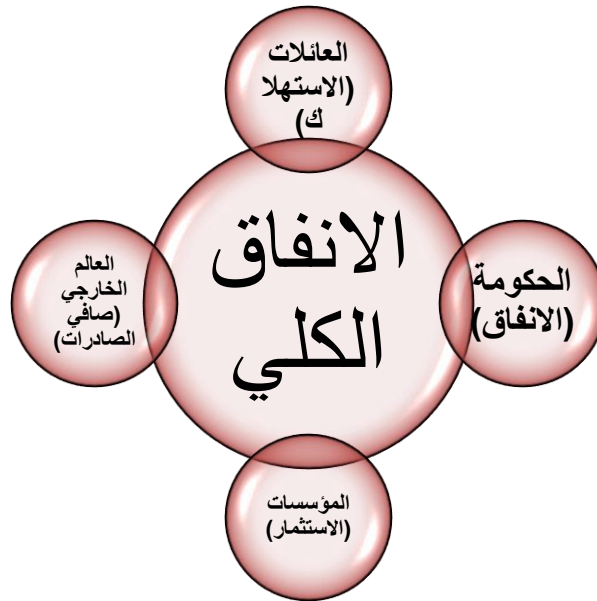
$$Y = \sum w + \sum i + \sum p + \sum r$$

3.1.4.4.1: طريقة الإنفاق

تتم هذه الطريقة بجمع المبالغ المنفقة على السلع والخدمات من قبل القطاعين العام والخاص بالإضافة إلى مجموع ما ينفق على السلع الإنتاجية (كالمعامل والمعدات) والموجودات الثابتة (بناء العمارات والطرق والجسور) والمخزون من السلع الجاهزة ونصف المصنوعة والمواد الأولية، ثم إضافة الفائض (أو طرح العجز) في الميزان التجاري وطرح صافي دخل عوائد عوامل الإنتاج من الخارج وكذلك تخفيضات الاندثار (تومي، 2009، صفحة 48).

من خلال هذه الطريقة، يتم حساب الناتج المحلي الإجمالي (GDP) عن طريق جمع مجموع النفقات التي يقوم بها القطاعات الأربعة الأساسية. ولتقدير الدخل الوطني، يجب جمع إنفاق كل قطاع (طالب س.، 2018، صفحة 27).

الشكل رقم 05: يوضح القطاعات الأساسية الداخلة في الإنفاق الكلي



وحسب هذه الطريقة فان (بتال، 2020، صفحة 10):

$$\text{إجمالي الناتج المحلي بطريقة الإنفاق} = \text{الإنفاق الاستهلاكي لقطاع العائلي (الخاص)} + \text{الإنفاق الاستثماري لقطاع الأعمال} + \text{الإنفاق الحكومي الاستهلاكي} + \text{صافي الإنفاق الخارجي (الصادرات - الواردات)}$$

الصيغة الجبرية لحساب الناتج المحلي الإجمالي باستخدام طريقة النفقات هي:

$$Y = C + I + G + NX (X - M)$$

إنفاق المستهلكين (C): يشمل جميع النفقات التي ينفقها الأفراد والأسر على السلع والخدمات النهائية.

الاستثمار (I): يشمل النفقات على الأصول الثابتة (مثل المباني والمعدات) والمخزونات، هذا يتضمن استثمارات الشركات في الأعمال التجارية والبنية التحتية.

الإنفاق الحكومي (G): يشمل جميع النفقات التي تنفقها الحكومة على السلع والخدمات، مثل الإنفاق على التعليم، الرعاية الصحية، والدفاع.

الصادرات الصافية (NX): تُحسب بطرح قيمة الواردات (M) من قيمة الصادرات (X). هذه الفئة تعكس صافي الإنفاق الأجنبي على السلع والخدمات المحلية.

إلا أن العيب في هذا المؤشر هو أنه في كثير من الأحيان يكون نمو الناتج المحلي الإجمالي المحسوب بالأسعار الجارية (الاسمية) نتيجة لزيادات الأسعار، لذا فإن هذا المؤشر لا يصلح كمؤشر للنمو الاقتصادي على المدى المتوسط والطويل، إذ: (Cardi, 2013, p. 12)

$$GDP_n = \sum (Q_i \cdot P_i)$$

$$\Delta GDP_n = \sum (\Delta Q_i \cdot \Delta P_i)$$

2.4.4.1: الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة PIB

الفصل الأول: الإطار النظري

رأينا من قبل أن الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية ليس دقيقاً وبالتالي فهو ليس مقياساً صحيحاً للنمو الاقتصادي (لأنه يبالغ في النمو الاقتصادي ويضخمه)، لذلك تم اختراع طريقة PIB بالأسعار الثابتة والتي يمكن حسابها وفق الصيغة التالية: (طويل، 2016، الصفحات 98-99)

يمثل الناتج المحلي الخام بالأسعار الثابتة: القيمة السوقية لمجموع السلع والخدمات المنتجة (من طرف عوامل الإنتاج المقيمة)، بالاستناد إلى الأسعار في سنة الأساس، أي أن:

$$PIBr = \sum_i^n P_i \text{ base} * Q_i$$

كذلك فإن PIB بالأسعار الثابتة يمثل: "حاصل قسمة الناتج المحلي الخام بالأسعار الجارية على مخفضه"، أي:

$$PIBr = \frac{GDP_n}{df(GDP)}$$

حيث المخفض الضمني لأسعار الناتج المحلي الإجمالي عبارة عن رقم قياسي، يستخدم معدل التغيير في أسعار جميع السلع والخدمات الداخلة في حساب الناتج المحلي الإجمالي، ويعتبر مقياساً عاماً لمعدلات التضخم في السنة الواحدة، أي أنه يعكس التغيرات في مستوى الأسعار لجميع السلع والخدمات المنتجة داخل الاقتصاد، يحسب كالاتي:

$$df(GDP) = \frac{\sum_i^n P_i * Q_i}{\sum_i^n P_i \text{ base} * Q_i}$$

حيث:

$\sum_i^n P_i * Q_i$: تمثل القيمة السوقية لكميات معينة من السلع والخدمات في سنة معينة
أما $\sum_i^n P_i \text{ base} * Q_i$ فتعبر: عن القيمة السوقية لذات السلع والخدمات في سنة الأساس.

5.4.1: علاقة سوق الأوراق المالية الإسلامية بالنمو الاقتصادي نظرياً

1.5.4.1: أعمال بعض الباحثين و المفكرين

العلاقة بين سوق الأوراق المالية الإسلامية والنمو الاقتصادي على أساس نظرية النمو الداخلي، كامتداد للمفاهيم الكلاسيكية، تقترح نظرية النمو الداخلي لبول رومر أن النمو الاقتصادي يتأثر بمتغيرات خارجية مثل الأسواق المالية تحت نموذج النمو الاقتصادي لرومر بسبب تقدم الاستثمار وارتفاع رأس المال البشري. بالإضافة إلى ذلك، فإن العديد من الدراسات التجريبية البارزة تؤكد أن الأسواق المالية للأوراق المالية هي عوامل خارجية داخل نموذج النمو الداخلي (Ledhem & Mekidiche, 2021, p. 122). وأظهر بينسيفينجا وسميث (1991) أن الوساطة المالية عززت القروض التي يمكن أن تمول استثمارات طويلة الأجل، بسبب الزيادة في الودائع وإمدادات رأس المال، مما أدى إلى نمو اقتصادي يعتمد على نموذج النمو الداخلي، حيث تشير الحجة التي قدمت للتو إلى أن الوسطاء الماليين قد يميلون بطبيعة الحال إلى تغيير تركيبة المدخرات بطريقة مواتية لتراكم رأس المال. وبعد ذلك، إذا كان تكوين المدخرات يؤثر على معدلات النمو الحقيقي (Bencivenga & Smith, 1991, p. 196).

وفي المقابل، أظهر سانت بول (1992) أن الأسواق المالية تعزز التخصص الفني في ريادة الأعمال الذي يساهم في النمو الاقتصادي، أي أن التنوع التكنولوجي قد يؤدي هذا التفاعل إلى توازنات متعددة. وفي الحالة "المنخفضة"، تكون الخدمات المالية متخلفة، والتكنولوجيا غير متخصصة. والعكس صحيح في التوازن "العالي" وهذا ينعكس على مسارات النمو الاقتصادي (Saint-Paul, 1992, p. 763).

علاوة على ذلك، أظهرت دراسة بلاكبيرن وهونغ (1998) أن تطوير النظام المالي وتحرير التجارة يمكن أن يحفز تطوير الوساطة التي تحفز النمو الاقتصادي (Blackburn & Hung, 1998, p. 107).

وبالمثل (2011) و (Levine and Zervos 1998) قرروا أن التنمية المالية وأسواق رأس المال للأوراق المالية شجعت النمو التكنولوجي من خلال تنمية الابتكار، مما يساهم في زيادة الإنتاجية وبالتالي فهو ضروري للنمو الاقتصادي اعتماداً على نموذج النمو الداخلي، وتم تأكيد هذه النتائج أيضاً من خلال الدراستين البارزتين لراجان وزينجاليس (1996) وكينغ وليفين (1993). علاوة على ذلك، جميع الأوراق البحثية الجديرة بالملاحظة لفانتا وماكينا (2017)، وبرادان وآخرون. (2015) وثومرونجفيت وآخرون. (2013) أثبت أن أسواق الأوراق المالية عززت النشاط الاقتصادي من خلال تحفيز الإنفاق والأسهم الرأسمالية. ونتيجة لذلك، فإن تطوير الأوراق المالية يعزز النمو الاقتصادي استناداً إلى نظرية النمو الداخلي. وبما أن الأوراق المالية الإسلامية هي فئة من الأوراق المالية في الأسواق المالية، فقد ظهرت العديد من الدراسات مثل ماليكوف (2017)، ميتساليانديتو وآخرون. سماوي ونيشي (2017)، ساري وآخرون (2018) قرروا أن تطوير الأوراق المالية الإسلامية يشجع النمو الاقتصادي من خلال توسيع الاستثمار والأصول الرأسمالية. ولذلك، وبمعنى "نظرية النمو الداخلي"، فإن

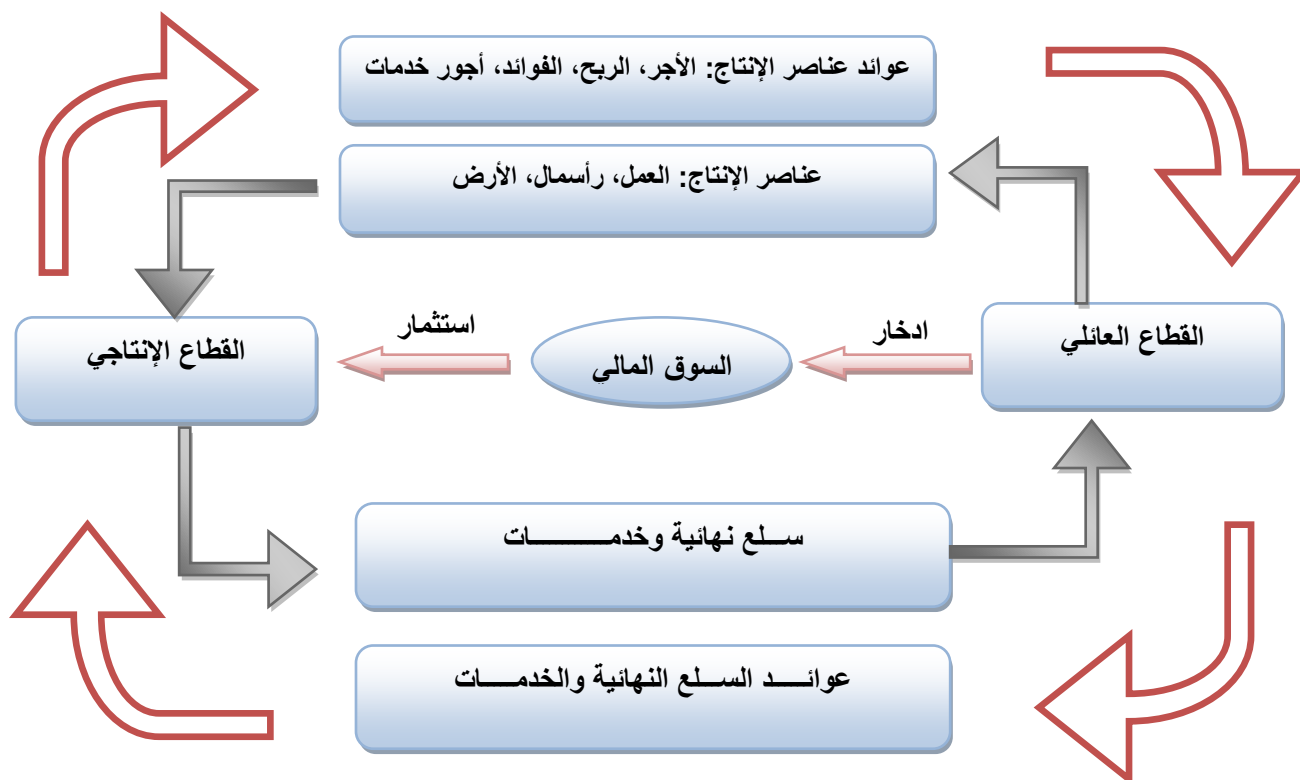
الأوراق المالية الإسلامية هي عامل خارجي يؤثر بشكل إيجابي على النمو الاقتصادي عندما يتم جمع الاستثمارات وأسهم رأس المال عن طريق تمويل الأوراق المالية الإسلامية. كما يعمل التمويل الإسلامي على تحسين النمو الاقتصادي على المستوى الدولي باعتباره محركاً خارجياً وفقاً لمفهوم النمو الداخلي، ونتيجة لذلك، ونظراً لأن الأوراق المالية الإسلامية جزء من التمويل الإسلامي الذي يعزز النمو الاقتصادي الداخلي، فمن الأسهل استنتاج أن عامل الأوراق المالية الإسلامية هو متغير خارجي يعزز النمو الاقتصادي بمعنى نظرية النمو الداخلي (Ledhem & Mekidiche, 2021, p. 122).

2.5.4.1: دور أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي

يلعب سوق الأوراق المالية دوراً مهماً في الحياة الاقتصادية حيث يسعى إلى تعبئة المدخرات واستغلال المدخرات على المدى الطويل، ولذلك يصبح السوق المالي مقياساً للادخار والاستثمار، وبالتالي فإن السوق المالية هي أداة للدولة لتحقيق سلسلة من الأهداف ، ويتضح دورها في ما يلي (بن لكحل، 2014، الصفحات 12-15):

- ✗ السوق المالي له دور أساسي في تمويل الاقتصاد الوطني من خلال تحويل جزء من الادخار إلى استثمارات. يتم ذلك عن طريق جمع رؤوس الأموال من الأفراد أو الجهات التي تمتلك فوائض مالية، مما يساهم في دعم الاقتصاد وتعزيز نموه.
- ✗ تلعب أسواق الأوراق المالية دوراً حيوياً في توفير السيولة والتمويل للمشاريع الاقتصادية حيث يبرز دورها في تعبئة الموارد المالية والمدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات المنتجة من خلال شبكة واسعة ومتنوعة من الخدمات المالية التي تنظمها وتديرها وتعدّها للوحدات الباحثة عن رؤوس الأموال.
- ✗ يقوم السوق المالي بدور وساطة اقتصادي هام بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي، حيث يحول الأرصدة النقدية من مدخرات متراكمة إلى استخدامات إنتاجية. إذ يساهم في زيادة حجم القاعدة الإنتاجية، وزيادة فرص العمل، مما يؤدي إلى خلق دخول جديدة وزيادة الطلب على المنتجات. نتيجة لذلك، يتحسن أداء الاقتصاد وترتفع رفاهية المجتمع. كما أن هذه الوظيفة تقلل من مخاطر الاقتراض الخارجي وأزمات المديونية.
- ✗ يسعى سوق الأوراق المالية إلى جذب الاستثمارات الأجنبية بطرق مختلفة، من بينها: تقديم فوائد مرتفعة ومغرية، وتسهيل الضوء على مكانة الشركات المدرجة فيه. انضمام الشركة إلى سوق الأوراق المالية يمنحها مكانة مميزة بين الشركات ويعكس أوضاعها الاقتصادية الجيدة ومركزها المالي المقبول.

الشكل رقم 06: دور سوق الأوراق المالية في تحويل الأموال



المصدر: (طالب س.، 2018، صفحة 19)

5.1: خلاصة الفصل الأول

تعد سوق الأوراق المالية الإسلامية أداة مالية مهمة تساهم في النمو الاقتصادي من خلال تقديم بدائل استثمارية تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية. تتميز هذه السوق بتركيزها على التمويل العادل والمشاركة في الربح والخسارة، مما يعزز العدالة الاجتماعية والاقتصادية. يسهم هذا النوع من الأسواق في جذب المستثمرين الذين يبحثون عن استثمارات تتوافق مع قيمهم الدينية، مما يؤدي إلى زيادة حجم الاستثمارات والنشاط الاقتصادي. علاوة على ذلك، تساهم سوق الأوراق المالية الإسلامية في تنويع مصادر التمويل وتوفير فرص تمويل للشركات الصغيرة والمتوسطة، مما يعزز الابتكار والتنمية الاقتصادية. كما تساعد في تحسين الاستقرار المالي من خلال تقديم أدوات مالية تتجنب الفوائد والتمويل الربوي.

قمنا في هذا الفصل بالتعرف على المفاهيم الأساسية التي تخص سوق الأوراق المالية التقليدية والإسلامية باعتبارها خطوة وفرصة مهمة لكل مستثمر مسلم لإمكانية اختياره أدوات مالية تتبع ضوابط الشريعة الإسلامية التي تم التطرق إليها بالتفصيل، بحيث تنقسم سوق الأوراق المالية إلى العديد من الأنواع، من حي التداول والإصدار والأدوات المتداولة فيها، كما قمنا بالتطرق لمفاهيم عامة حول الهندسة المالية الإسلامية وأهم منتجاتها التمويلية.

كما قمنا بالتطرق لمفاهيم نظرية حول النمو الاقتصادي من تعاريف وأنواعه وتصنيفاته، وعناصر النمو الاقتصادي، وطرق قياسه، وفي الأخير ذكرنا العلاقة النظرية بين سوق الأوراق المالية الإسلامية والنمو الاقتصادي.

الفصل الثاني: الدراسات التجريبية السابقة

2. الفصل الثاني: الدراسات التجريبية السابقة

1.2 تمهيد

تعددت الدراسات حول موضوع أسواق المال التقليدية والإسلامية وعلاقتها بالنمو الاقتصادي، لذا سوف نتطرق في هذا الفصل إلى عرض مختلف وأهم الدراسات السابقة مع استعراض النتائج التي تحصلت عليها هذه الدراسات، حيث سنقوم بتقسيم هذه الأدبيات بحسب التسلسل الزمني التي أجريت بها الدراسات.

2.2 دراسات سابقة بلغة البحث

للدراسة نبييل خليل طه سمور سنة 2007 بعنوان "سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق- دراسة حالة سوق المال الإسلامية في ماليزيا"، هدفت الدراسة إلى الإجابة على التساؤلات التي طرحت حول درجة التوافق الموجودة بين المعاملات و أنشطة الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا و أحكام الشريعة الإسلامية، ومدى التطبيق العملي لنظرية عمل سوق الأوراق المالية الإسلامية في الواقع التي وضعها علماء الاقتصاد الإسلامي، كما ركزت الدراسة على أنواع الأوراق المالية المتداولة في سوق المال الإسلامية في ماليزيا وعرضها على ميزان الشريعة الإسلامية ثم اتجهت إلى تقييم درجة التوافق الموجودة بين أدوات سوق المال الإسلامية وأحكام الشريعة و الآراء الفقهية الراجحة، وتوصلت الدراسة إلى عدة نتائج أهمها تلك التي تحقق الغرض الرئيسي من الدراسة وهو أن هناك فرق جوهري بين النظرية والتطبيق في إطار سوق الأوراق المالية الإسلامية، وهو ما يعزى إلى مجموعة من عوامل وأسباب من أهمها نعم: هناك اختلافات شرعية بين العلماء والفقهاء المعاصرين في أحكامهم الشرعية في إباحة أو تحريم بعض المعاملات السوقية بناء على تصوراتهم وفرضياتهم وحتى أحكامهم، وهذه التصورات والفرضيات والأحكام وحتى الأحكام قد تكون خاطئة. وأشار الباحثون إلى أن السوق لا يستطيع توفير الحد الأدنى من المعايير للحكم على مشروعية بعض الأدوات المالية المتداولة في السوق، لأنها لا توفر الحد الأدنى من المعايير للحكم على كونها أدوات مالية مشروعة وفق أحكام الشريعة الإسلامية. إن العمل بمعزل عن البيئة الاقتصادية التي تعمل فيها يدل على عدم الاستقلالية والخصوصية للقيام بأعمالها وفق الأغراض التي صممت من أجلها، دون التقيد بالتشريعات والقوانين والسياسات النقدية والمالية لتلك الأسواق، ومن دون هيئة رقابية شرعية من خلال ضبط معاملاتها وأدواتها وفق أحكام ومبادئ الشريعة، فإن هذه الأسواق لن تتطور وتتجج.

للدراسة شافية كتاف سنة 2013 بعنوان " دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية- دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق العالمية العربية والإسلامية " المنهج المتبع في هذه الدراسة هو المنهج الوصفي التحليلي بحيث جاءت هذه الدراسة لتسلط الضوء على دور وأهمية الأدوات المالية الإسلامية وخاصة منها الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية والصكوك و صناديق الاستثمار الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية . حيث تبين أن نجاح هذا سوق يعتمد على مدى تطور وتنوع أدوات المالية الإسلامية المتداولة فيها ، كما تبين أيضاً أنه ومن خلال الهندسة المالية يمكن تطوير وابتكار أدوات مالية إسلامية من شأنها توسيع وتنشيط السوق المالية الإسلامية ، التي تعمل

الفصل الثاني: الدراسات التجريبية السابقة

وتسهم في تطوير القطاع المصرفي من جهة ، وتدعيم النمو الاقتصادي في الدول الإسلامية من جهة أخرى.

للدراسة نور الهدى دحماني سنة 2014 بعنوان " دور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي- دراسة حالة الجزائر- "، أجريت هذه الدراسة في بورصة الجزائر خلال الفترة 1999-2011 بالاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي وذلك من خلال عرض الإطار النظري كما تم الاعتماد على المنهج التحليل الكمي عند القيام بالدراسة القياسية من خلال تطبيق اختبار التكامل المشترك ، وتقديم نموذج تصحيح الخطأ (Vecm) و اختبار السببية لغرانجر وقد خلصت الدراسة إلى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي وأظهرت نتائج اختبار للسببية وجود علاقة سببية في اتجاه واحد من النمو الاقتصادي ممثلاً بنصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي نحو سوق الأوراق المالية ممثلة فقط بمعدل رسملة السوق في الجزائر خلال فترة الدراسة.

للدراسة أ. مرعي على ضوء أ. أبو بكر صالح نصر، أ. عبد السلام معمر شندولة سنة (2015) بعنوان " أسواق المال الإسلامية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية- سوق الأوراق المالية الإسلامي الماليزي نموذجاً- " حيث أجريت هذه الدراسة على سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزي و هدفت هذه الدراسة إلى تبيان دور سوق المالية الإسلامية في دعم الاقتصاد و تنمية المدخرات وذلك من خلال فتح قنوات استثمارية تتسجم مع أحكام الشريعة الإسلامية، ومن خلال هذه الدراسة تم توضيح أهمية دور الصكوك الإسلامية كأداة من أدوات الاستثمار الإسلامي في سوق الأوراق المالية بماليزيا ودوره في التنمية الاقتصادية واتباع الباحثون منهج الوصفي الاستقرائي للتجربة الماليزية، ومنه أهم النتائج التي خلصت لها الدراسة أن سوق المال الإسلامية من أهم الأسواق الداعمة للتنمية، كما أنها تمثل الوعاء الذي يستوعب الدولة المتوافرة لدى المصارف الإسلامية، وتوصي الدراسة بضرورة بذل الجهود للتوسع في إنشاء أسواق الأوراق المالية الإسلامية على المستويين المحلي والدولي مع زيادة الوعي الادخاري لدى المسلمين. كما اعتبرت من بين توصياتها إنشاء اتحاد للأسواق المالية الإسلامية لزيادة فعالية دوره. وتلعب هذه الأسواق دوراً في تنسيق الجهود الجماعية لتحقيق الأهداف الاستثمارية الجزئية لكل بلد استثماري، ولخدمة التكامل والتنمية الاقتصادية.

للدراسة د. عبد الله غالم و أ. عبد الحفيظ خزان سنة 2016 بعنوان " تفعيل دور بورصة الأوراق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي و دراسة بورصة عمان للأوراق المالية منذ 1988 إلى 2013 " أجريت هذه الدراسة في بورصة عمان خلال فترة (1988-2013) وبعتماد على الأسلوب الوصفي التحليلي والأسلوب

الإحصائي القياسي ومن خلال تحليل السلاسل الزمنية ونموذج الانحدار الذاتي للمتجه (VAR) ونموذج تصحيح متجه الخطأ (ECM) واستخدام المنهج الإحصائي القياسي الكمي لقياس أثر وعلاقة كل من المتغيرات (الناتج المحلي الإجمالي GDP ، القيمة السوقية MC ، عدد الشركات المدرجة NC، حجم التداول VC)، حيث أظهرت نتائج اختبار السببية (granger causality test) أنه لا توجد علاقة سببية في المدى الطويل بين المتغيرين في كلا الاتجاهين أما في المدى القصير فقد أظهرت الدراسة علاقتان سببيتان تتجه من حجم التداول والقيمة السوقية إلى النمو الاقتصادي فقط إلى أي وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه .
للدراسة ط . د جهرة شنافة سنة 2018 بعنوان " أثر سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة (1980 - 2016) " حيث أجريت هذه الدراسة في سوق عمان للأوراق المالية باعتماد على الاختبارات التالية :

- استقرار السلاسل الزمنية Augmented Dickey Fuller (ADF)

- اختبار جذر الوحدة ل Philippe et Perron (PP)

- التكامل المشترك

- نموذج أشعة تصحيح الخطأ Vecm

توصلت نتائج الدراسة إلى وجود أثر ايجابي ومعنوي للسوق الأولية على النمو الاقتصادي في المدى القصير وانعدامه في المدى الطويل في حيث كان أثر السوق الثانوي منعدما في الجمل القصير ومتباينا في المدى الطويل حيث كان ايجابيا ومعنويا بالنسبة لمؤشر معدل التداول الذي يعكس دور البورصة في توفير السيولة للاستثمارات على مستوى الاقتصاد الكلي و أثرا سلبيا بالنسبة لمؤشر معدل الدوران . كما كشفت الدراسة عن وجود علاقة سببية أحادية في المدى الطويل تتجه من مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية إلى النمو الاقتصادي ووجود علاقة أحادية سببية في المدى القصير تتجه من النمو الاقتصادي نحو سوق ثانوية (بورصة) وعلاقة ثنائية سببية بين سوق الدولية ونمو الاقتصادي.

للدراسة ط.د. قسول كمال و د. حلاق مصباح سنة 2019 بعنوان "أثر إدراج الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي" وأجريت هذه الدراسة على سوق الأوراق المالية الماليزية خلال الفترة (2000 - 2017) حيث استخدم نموذج الانحدار الخطي لتحديد طبيعة العلاقة بين تطور سوق الصكوك الإسلامية داخل سوق الأوراق المالية ومعدل النمو وهو نموذج إحصائي لاختبار العلاقة السببية بين المتغيرين اعتمادا على سببية غرانجر في إطار نموذج VAR، ومن نتائجها أنه توجد علاقة سببية في الاتجاهين بين المتغيرين على المدى الطويل.

الفصل الثاني: الدراسات التجريبية السابقة

للدراسة ط.د. قسول كمال و د. حلاق مصباح سنة 2019 بعنوان "أثر تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية على النمو الاقتصادي في ماليزيا"، حيث أجريت هذه الدراسة على سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية خلال الفترة (2000 2017)، حيث تم استخدام حجم الناتج المحلي الإجمالي المقوم بالأسعار الثابتة للتعبير عن معدل النمو الاقتصادي، كما تم استخدام مؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية والمتمثلة في مؤشر الرسملة السوقية ومؤشر عدد الشركات، للتعبير عن سوق الأوراق المالية الإسلامية تحليل العلاقة السببية واتجاهها بين متغيرات الدراسة بالاعتماد على تقنية شعاع الانحدار الذاتي (VAR) التي تقع ضمن التوجهات الحديثة في تحليل السلاسل الزمنية، وقد خلصت هذه الدراسة إلى وجود علاقة سببية في اتجاه واحد على المدى القصير من مؤشر الرسملة السوقية نحو النمو الاقتصادي، نتائج هذه الدراسة يمكن أن تدفع بالقائمين على أسواق الأوراق المالية في الدول الإسلامية إلى التفكير في تفعيل وتنشيط سوق الأوراق المالية الإسلامية.

للدراسة إبراهيم حاكمي- إسماعيل قشام سنة 2021 تحت عنوان " أثر إصدارات الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي في ماليزيا باستخدام نموذج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة (ARDL) خلال الفترة الممتدة من الربع الأول لسنة 2009 إلى الربع الأخير من سنة 2020"، بحيث أجريت هذه الدراسة على سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية خلال الفترة الممتدة من الربع الأول لسنة 2009 إلى الربع الأخير من سنة 2020، و تهدف هذه الدراسة إلى قياس أثر إصدارات الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي، وذلك باستخدام نموذج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة ARDL، وقد توصلت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين إصدارات الصكوك الإسلامية والناتج المحلي الإجمالي في الأجل القصير والطويل، بالإضافة إلى وجود علاقة إيجابية أيضاً بين القيمة السوقية للسوق المالية الإسلامية والناتج المحلي الإجمالي في الأجل الطويل.

3.2 دراسات سابقة بالغة الأجنبية

للدراسة Mohamed Asmy and Wisan Rohilina cundaris سنة 2009 بعنوان "Effects of Macroeconomic variables on stock prices in Malaysia: An approach of error correction Model" أجريت هذه الدراسة في سوق المال الماليزي خلال الفترة ما قبل الأزمة وبعدها من عام 1987 إلى 1995، ومن عام 1999 إلى 2007 باستخدام البيانات الشهرية، والمنهجية المستخدمة في هذه الدراسة هي تقنيات الاقتصاد القياسي للسلاسل الزمنية- أي اختبار جذر الوحدة، و اختبار التكامل المشترك، و نموذج تصحيح الخطأ (VECM) وتحليل التباين. بحيث تظهر النتائج أن هناك تكامل مشترك

بين أسعار الأسهم و متغيرات الاقتصاد الكلي، كما أن النتائج تشير إلى أن التضخم وعرض النقود وسعر الصرف تؤثر بشكل كبير على مؤشر KLCI بحيث تعتبر هذه المتغيرات كأدوات سياسية من قبل الحكومة من أجل استقرار أسعار الأسهم .

للدراسة Mohd Fauzi Bin Abu Hussin ,Fidlizan Muhammad , Mohd yahya mohd hussin , Azila Abdul Razak " The relationship between oil price, Exchange Rate and Islamic Stock market in Malaysia " أجريت هذه الدراسة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية، خلال الفترة من يناير 2007 إلى ديسمبر 2011، بحيث تهدف هذه الدراسة إلى تحليل التأثيرات الديناميكية لمتغيرات أسعار النفط و متغيرات الاقتصاد الكلي على سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا باستخدام طريقة تقدير الانحدار الذاتي (VAR) ، المتغيرات المتضمنة في هذه الدراسة هي : سعر النفط الخام (cop) وأسعار الصرف الأجنبية رينغيت (MYR) و مؤشر (FTSE Bursa Malaysia Emas Shariah Index (FBMES الشريحة باستخدام بيانات شهرية خلال الفترة يناير 2007 إلى ديسمبر 2011، طبقت الدراسة تحليل التكامل المشترك ، اختبار السببية لجرانجر وتحليل وظيفة الاستجابة للاندفاع (IRF) وتحليل التباين (VDC)، أظهرت نتائج الدراسة أن أسعار الأسهم الإسلامية تتكامل مع متغيرات أسعار النفط وسعر الصرف، وبناء على تحليل علاقة التكامل المشترك، فإن سعر السهم الإسلامي يرتبط بشكل إيجابي ومعنوي بمتغير سعر النفط ولكن عكسيا ولا يرتبط بشكل كبير بمتغير سعر الصرف. وباستخدام اختبار السببية لجرانجر، فإن متغير سعر النفط الوحيد هو الذي يسببه جرانجر بسبب عوائد الأسهم الإسلامية في ماليزيا. ولذلك فإن صدمة أسعار النفط ستؤثر على عائد الأسهم الإسلامية على المدى القصير والطويل في ماليزيا.

للدراسة Marjan Naseri and Mansur Masch " Causality between Malaysian Islamic Stock Market and Macroeconomic variables " أجريت هذه الدراسة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية خلال الفترة نوفمبر 2006 إلى أكتوبر 2013 بحيث تهدف هذه الدراسة إلى تحليل العلاقة السببية و علاقات التوازن طويلة المدى بين سوق الأوراق المالية الإسلامية وثلاثة متغيرات اقتصادية كلية" وذلك باستخدام مؤشر FTSE Bursa Malaysia Emas Shariah كمؤشر لسوق الأوراق المالية الإسلامية وثلاثة متغيرات أخرى مختارة للاقتصاد الكلي هي عرض نقود- مؤشر أسعار المستهلك وسعر الصرف، الطرق المطبقة هي تصحيح الخطأ المتجه، النمذجة الهيكلية طويلة المدى وتقنيات تحليل التباين. تم أيضاً اختبار استقرار الوظائف من خلال اختبارات CUSUM و CUSUM

SQUARE. تميل النتائج التي تم توصل إليها إلى الإشارة إلى وجود تكامل مشترك بين سوق الأوراق المالية الإسلامية ومتغيرات الاقتصاد الكلي المختارة، وكما هو متوقع فإن متغيرات الاقتصاد الكلي لها تأثير على سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا. هذه النتائج لها أثر سياسي على أن التحكم في متغيرات الاقتصاد الكلي مثل التضخم وإجمالي الأموال وسعر الصرف سيساعد في تعزيز سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا.

للدراسة "Ahdi Noomen Ajmi", "Shawkat hmmondeh", "Due Huong Nguyen", "Soodaleh", "Sarafrogi" سنة 2014 بعنوان "How strong are The causal Relationship between Islamic Stock Markets and conventional financial system evidence from linear and nonlinear test" في هذه الدراسة نستفيد من اختبارات السببية الخطية القوية غير متجانسة واختبارات سببية جرانجر الخطية لفحص الروابط بين الأسواق المالية الإسلامية والعالمية التقليدية، حيث تهدف هذه الدراسة إلى معرفة العلاقة بين سوق الأوراق المالية الإسلامية والتقليدية بحيث تم استخدام مؤشر داو جونز الإسلامي كمؤشر لسوق الأوراق المالية الإسلامية (Djim)، الأساليب والنماذج المطبقة في هذه الدراسة (المنهجية) أو الاختبارات هي: مقدر مصفوفة التباين (HCCME) الذي اقترحه ماكينون ووايت ست 1985 وإجراء التمهيد البرمي للتصميم الثابت لها فافر وهيروارتر سنة 2009 واختبار سببية جرانجر اللامعلمية غير خطية لهيمسترا و جونز سنة (1994)، تكشف النتائج إلى توصلت لها الدراسة عن وجود علاقة سببية خطية وغير خطية ملحوظة بين أسواق الأسهم الإسلامية وتقليدية، ولكن بقوة أكبر من سوق الأسهم الإسلامية إلى الأسواق الأخرى. كما أنها تظهر أيضاً وجود علاقة سببية قوية بين سوق الأوراق المالية الإسلامية والعوامل المالية وعوامل المخاطرة ويؤدي هذا الدليل أو نتائج إلى رفض فرضية فصل السوق الإسلامية من نظيراتها التقليدية مما يقلل من فوائد المحفظة من التنويع مع الأسواق القائمة على الشريعة الإسلامية. ومن النتائج اللافتة للنظر وجود علاقة بين سوق الأوراق المالية وأسعار الفائدة والأوراق المالية التي تدر فائدة وهو ما يتعارض مع أحكام الشريعة، وتشير النتائج أيضاً إلى أن نمذجة أسواق الأسهم الإسلامية يجب أن تتم ضمن وباستخدام نظام VAR غير الخطي وليس من خلال معادلة الانحدار.

للدراسة K. Kiran Kumar and Bhawna Sahu سنة 2017 بعنوان "DYNAMIC LINKAGES BETWEEN MACROECONOMIC FACTORS AND ISLAMIC STOCK INDICES IN A NON-ISLAMIC COUNTRY INDIA"، أنجزت هذه الدراسة على سوق الاسهم في الهند، خلال الفترة من يناير 2006 إلى يوليو 2015، تهدف هذه الورقة إلى استكشاف العلاقات طويلة الأجل وقصيرة الأجل

الفصل الثاني: الدراسات التجريبية السابقة

بين المؤشرات الاقتصادية الكلية وعوائد الأسهم في السياق الهندي، يتم استخدام البيانات الشهرية والمتغيرات الاقتصادية الكلية المختارة هي معدل التضخم (مؤشر أسعار الجملة)، وسعر الفائدة (سعر سندات الخزنة الحكومية الهندية لمدة 365 يوماً)، ومعرض النقود (M3) وسعر الصرف (الدولار الأمريكي / الروبية الهندية)، يعتبر مؤشر داو جونز الإسلامي لإجمالي العائد في الهند بمثابة مؤشر أسهم متوافق مع الشريعة الإسلامية في سوق الأسهم الهندية، وذلك بالاعتماد على التكامل المشترك لجوهانسن و VECM للتحقق من علاقات التوازن طويلة الأجل وقصيرة الأجل، تم تحقق من علاقات التوازن طويلة الأجل من خلال تحليل التكامل المشترك. يعد اختبار جوهانسن اختبار تكامل مشترك متعدد المتغيرات مفضلاً لأنه يأخذ في الاعتبار أكثر من علاقة تكامل مشترك. يتم تطبيق سببية جرينجر للتحقق من اتجاه السببية. يتم أيضاً تحليل تحليل التباين في ديناميكيات نظام VAR. تشير الدراسة إلى وجود علاقة توازن طويلة الأجل بين المؤشرات الاقتصادية الكلية ومؤشر داو جونز الإسلامي لسوق الهند. بحيث توصل الباحث إلى وجود علاقة إيجابية وهامة إحصائياً بين مؤشر أسعار الجملة وعائدات الأسهم وكذلك المعرض النقدي وعائدات الأسهم. يظهر سعر الفائدة علاقة سلبية وهامة إحصائياً مع عوائد الأسهم. كما لوحظت علاقة سببية أحادية الاتجاه أخرى من المعرض النقدي وسعر الصرف إلى مؤشر داو جونز الإسلامي لسوق الهند، يمكن القول أن سعر الصرف وكذلك المعرض النقدي يتسببان في مؤشر داو جونز الإسلامي للسوق الهندية. ويظهر تحليل التباين لسعر الصرف أن 21.66% من التباين في سعر الصرف يُفسر بواسطة مؤشر داو جونز. يُظهر تحليل التباين لمؤشر داو جونز أن المعرض النقدي M3 يفسر 16.01% من التباين في مؤشر داو جونز. تُظهر أسواق رأس المال الإسلامية في الهند علامات عدم كفاءة السوق بسبب علاقات التوازن طويلة الأجل. تلبي هذه الورقة احتياجات المستثمرين الإسلاميين وكذلك صناع السياسات لأنها توفر فهماً واسعاً للعلاقات الديناميكية بين عوائد الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والعوامل الاقتصادية الكلية في الهند.

للدراسة Khalid Ul Islam & Mohsina Habib سنة 2017 بعنوان " IMPACT OF

MACROECONOMIC VARIABLES ON ISLAMIC STOCK MARKET RETURNS:

"EVIDENCE FROM NIFTY 50 SHARIAH INDEX"، تحاول هذه الورقة البحثية تحديد تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية المختلفة على أداء سوق الأوراق المالية الإسلامية في الهند خلال الفترة من فبراير 2007 إلى يونيو 2016، وذلك باستخدام الانحدار العادي للمربعات الصغرى (OLS) لدراسة تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية بما في ذلك التضخم والإنتاج الصناعي وسعر الصرف وأسعار الفائدة ومعرض النقود على عوائد الأسهم الإسلامية. تم استخدام الاختبارات التشخيصية المختلفة بما في ذلك اختبار

مضاعف لاغرانج التسلسلي لبريوش جودفراي واختبار بريش باغان جودفراي واختبار جارك بيررا للتحقق مما إذا كانت بقايا المربعات الصغرى العادية عبارة عن ضوضاء بيضاء نقية. تشير نتائج دراسة إلى أن سعر الصرف وأسعار الفائدة لها تأثير كبير على سوق الأوراق المالية الإسلامية. وتتمثل آثار الدراسة في أنه يجب التحكم في أسعار الصرف وأسعار الفائدة من أجل تحسين أداء سوق الأوراق المالية الإسلامية في الهند.

للدراسة Marlina Widiyanti & Syamsurijal AK & Novita Sari سنة 2018 بعنوان " THE IMPACT OF ISLAMIC CAPITAL MARKET DEVELOPMENT ON ECONOMIC GROWTH: THE CASE OF INDONESIA"، كان الغرض من هذه الدراسة تحديد التأثيرات قصيرة وطويلة الأجل لثلاث أدوات لسوق رأس المال الإسلامي الإندونيسي، وهي الصكوك الخاصة بالشركات ومؤشر جاكرتا الإسلامي وصناديق الاستثمار الإسلامية على النمو الاقتصادي. تم بناء مجموعة البيانات على أساس Otoritas Jasa Keuangan Indonesia و Badan Pusat Statistik Indonesia ((OJK وتمتد من يناير 2011 إلى ديسمبر 2017. يستخدم هذا البحث اختبار التكامل المشترك لفحص العلاقة طويلة الأجل، بالإضافة إلى نموذج تصحيح الخطأ لتحليل وجود علاقة قصيرة الأجل. تظهر النتائج أنه في الأمد البعيد يوجد تأثير إيجابي كبير لصكوك الشركات ومؤشر جاكرتا الإسلامي وصناديق الاستثمار الإسلامية على النمو الاقتصادي، بينما في الأمد القريب يوجد تأثير كبير لصكوك الشركات ومؤشر جاكرتا الإسلامي وصناديق الاستثمار الإسلامية على النمو الاقتصادي في إندونيسيا. تشير نتائج ECM إلى أنه في الأمد البعيد، فإن سوق رأس المال الإسلامي قادر على توفير رأس مال بديل لدعم النمو الاقتصادي في إندونيسيا.

للدراسة Harjum Muharam, Resi Junita Anwar, Robiyanto Robiyanto سنة 2019 بعنوان " Islamic Stock Market and Sukuk Market Development, Economic Growth, and Trade Openness (The Case of Indonesia and Malaysia)"، باستخدام إندونيسيا وماليزيا كدول عينة ومن فبراير 2008 إلى ديسمبر 2017، أجريت هذه الدراسة بهدف تحليل العلاقة ثنائية الاتجاه بين تطور سوق الأسهم الإسلامية وسوق الصكوك والنمو الاقتصادي. كما تحلل هذه الدراسة ما إذا كان الانفتاح التجاري يؤثر على تطور سوق الأسهم الإسلامية وسوق الصكوك والنمو الاقتصادي. تم استخدام VAR (نموذج متجه الانحدار التلقائي)، و VECM (نموذج تصحيح الخطأ المتجه)، واختبار السببية Granger لاختبار الفرضية، أظهرت النتائج وجود سببية ثنائية الاتجاه بين تطور سوق الأسهم الإسلامية

وتطور سوق الصكوك في إندونيسيا وماليزيا. توجد سببية ثنائية الاتجاه بين تطور سوق الأسهم الإسلامية وسوق الصكوك والنمو الاقتصادي في إندونيسيا. توجد سببية أحادية الاتجاه بين النمو الاقتصادي وتطور سوق الصكوك في ماليزيا. ولم يتم الإبلاغ عن أي سببية (حياد) بين تطور سوق الأسهم الإسلامية والنمو الاقتصادي في ماليزيا. وفي الوقت نفسه، فإن الانفتاح التجاري له تأثير إيجابي كبير على تطوير سوق الصكوك وكذلك النمو الاقتصادي في ماليزيا. ولأغراض التحديد، ركز هذا البحث على بلدين فقط وتعمق فقط في سوق صكوك الشركات.

لدراسة Mohammed Ayoub Ledhem and Mohamed Mekidiche سنة 2021 بعنوان : " Islamic securities (Sukuk) and economic growth : New empirical investigation from Southeast Asia using non-parametric analysis of MCMC panel quantile regression "

أجريت هذه الدراسة على منطقة جنوب شرق آسيا في الفترة الممتدة من الربع الرابع من عام 2013 إلى الربع الرابع من عام 2019، تهدف هذه الدراسة إلى التحقيق التجريبي فيما إذا كانت الأوراق المالية الإسلامية تعزز النمو الاقتصادي في منطقة جنوب شرق آسيا استنادا إلى نظرية النمو الداخلي باستخدام التحليل غير البارامترية، تطبق هذه الدراسة الانحدار الكمي باستخدام سلسلة ماركوف مونت كارلو الأمثل كنهج غير حدودي مثالي لدراسة تأثير الأوراق المالية الإسلامية على النمو الاقتصادي بدءاً من الربع الرابع من عام 2013 إلى الربع الرابع من عام 2019 في جنوب شرق آسيا. يتم استخدام إجمالي حيازات الأوراق المالية الإسلامية المصدرة كمقياس للأوراق المالية الإسلامية، في حين يتم استخدام الناتج المحلي الإجمالي كمؤشر للنمو الاقتصادي. تشمل العينة جميع المؤسسات المالية الإسلامية العاملة في دول أسواق الأوراق المالية الإسلامية المتقدمة في جنوب شرق آسيا (ماليزيا وإندونيسيا وبروناي دار السلام)، تؤكد النتائج أن زيادة إصدار الأوراق المالية الإسلامية في أسواق رأس المال الإسلامية في جنوب شرق آسيا يؤدي إلى زيادة مستويات النمو الاقتصادي، مما يعكس الدور الهام لتطوير سوق رأس المال الإسلامي كمساهم نشط في النمو الاقتصادي، من شأن هذا البحث أن يسد فجوة الأدبيات من خلال استكشاف العلاقة بين الأوراق المالية الإسلامية والنمو الاقتصادي في جنوب شرق آسيا باستخدام نهج قوي غير حدودي يعتمد على نظرية النمو الداخلي للحصول على نتائج تقدير أفضل. تعتبر نتائج هذه المراجعة بمثابة خارطة طريق للمحللين الماليين وصانعي السياسات وصناع القرار لتحفيز أسواق الأوراق المالية الإسلامية كمصدر آخر للتمويل الذي يمكن أن يعزز النمو الاقتصادي.

للدراسة & Mohd Zahid & Sonali Dhimmar & Salina Kassim & Mohammad Irfan Nasrul Fahmi Zaki Fuadi بعنوان "REACTION OF ISLAMIC STOCK MARKET TO MACROECONOMIC VARIABLES: A STUDY OF INDIA AND INDONESIA" أجريت هذه الدراسة على أسواق الأسهم الإسلامية في الهند وإندونيسيا خلال الفترة 2011-2020، تهدف هذه الدراسة إلى تحديد تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على أسواق الأسهم الإسلامية، يتم النظر في مؤشرين لسوق الأسهم الإسلامية: مؤشر الشريعة لبورصة بومباي الهندية (BSE) ومؤشر جاكارتا الإسلامي الإندونيسي (JII). في الوقت نفسه، فإن المتغيرات الاقتصادية الكلية هي الاستثمار الأجنبي المباشر (FDI) والواردات والصادرات والناتج المحلي الإجمالي (GDP) والمال الواسع (M3) وسعر الصرف (ER). وذلك باستخدام تحليل الانحدار اللوحي على البيانات السنوية التي تغطي فترة الدراسة. تم استخدام نموذج الانحدار OLS المجمع ونموذج الانحدار ذي التأثير الثابت (FEM) ونموذج الانحدار ذي التأثير العشوائي (REM). مع اقتراح نموذج REM باعتباره النموذج الأكثر ملاءمة من خلال اختبار هاوسمان، توصل الباحث إلى النتائج التي تشير إلى أن الاستثمار الأجنبي المباشر والصادرات والناتج المحلي الإجمالي والناتج المحلي الإجمالي قد أظهرت تأثيراً إيجابياً وهاماً إحصائياً على كل من بورصة BSE Shariah و JII. كما تبين للباحث أن المتغيرات الاقتصادية الكلية للهند وإندونيسيا هي متغيرات غير متجانسة في طبيعتها ولها تأثيرات توزيع متوسط. تشير نتائج الدراسة إلى أن زيادة إمكانيات التجارة الثنائية والاستثمار في قطاعات مثل الصحة والأدوية ومكونات السيارات وتكنولوجيا المعلومات والمنتجات الزراعية والسياحة بين الهند وإندونيسيا ستقطع شوطاً طويلاً. إنها تسرع من الأنشطة الاقتصادية الأكبر بين هذين البلدين.

للدراسة Sumardi, Mahlia Muis, Subur Karyatu, Tri Waluyo & Abdul Razak Munir، سنة 2021، بعنوان "The Islamic Stock Market and Macroeconomic Relationship"، أجريت هذه الدراسة على دولة اندونيسيا، خلال الفترة 2014-2018، تهدف هذه الدراسة إلى التأكيد تجريبياً على أن العوامل الاقتصادية الكلية، وهي التضخم وسعر صرف الروبية وأسعار الفائدة في بنك إندونيسيا المركزي، يمكن أن تحدد تطور أسعار الأسهم الشرعية. تم إدراج العينة في هذه الدراسة في مؤشر الأسهم الشرعية الإندونيسي (ISSI) في قطاع صناعة السلع الاستهلاكية بإجمالي 13 شركة استوفت معايير العينة، باستخدام تحليل الانحدار المتعدد (تحليل الانحدار المتعدد) باستخدام أدوات برمجية IBM SPSS (حزمة إحصائية للعلوم الاجتماعية)، تثبت نتائج أن جميع العوامل الاقتصادية الكلية، وهي التضخم وسعر صرف

الروبية وسعر الفائدة في بنك إندونيسيا المركزي، لم يكن لها تأثير كبير على أسعار الأسهم الشرعية. تؤكد نتائج هذه الدراسة أن سوق الأسهم الشرعية تشهد تقلبات اقتصادية كلية قوية حتى وإن كانت في فترة محدودة.

للدراسة Syeda Arooj Naz, Saqib Gulzar، سنة 2023، بعنوان "Islamic financial development & economic growth: the emergence of Islamic financial market in Pakistan"، أجريت هذه الدراسة على دولة باكستان، خلال الفترة الممتدة من الربع الأول من عام 2006 إلى الربع الرابع من عام 2021، والغرض من هذه الدراسة هو تقييم كيفية تأثير تطوير التمويل الإسلامي على النمو الاقتصادي الطويل والقصر الأجل في باكستان، باستخدام المتغيرات الأساسية، تطوير الخدمات المصرفية الإسلامية (IBD)، وتطوير سوق السندات الإسلامية (IBM) وتطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية (ISM)، بمثابة مقاييس لتطور الخدمات المالية الإسلامية، ويتم اعتبار الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (GDP) بمثابة وكيل قياس للنمو الاقتصادي. من خلال نموذج التأخر الموزع التلقائي، واختبار الحدود، و ECM واختبار السببية Pairwise Granger، تشير نتائج هذه الدراسة إلى أنه في الأمد البعيد، هناك ارتباط إيجابي كبير بين IBD و ISM مع الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، على الرغم من أن ISM يتكامل سلباً مع الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي في الأمد القريب. وعلى النقيض من ذلك، لم يجد IBM والناتج المحلي الإجمالي الحقيقي تكاملاً مشتركاً في الأمد البعيد، على الرغم من أن العلاقة مهمة ولكنها سلبية في الأمد القريب.

تعرضت الدراسات السابقة إلى تحليل السلاسل الزمنية بتطبيق أساليب إحصائية وقياسية مختلفة، حيث، تم إجراء اختبارات الاستقرار باستخدام اختبار ديكي فولر الموسع ADF و pp وتطبيق نماذج مختلفة لدراسة العلاقة بين المتغيرات منها ARDL و NARDL و VAR وغيرها ..

تختلف هذه الدراسة عن الدراسات السابقة من حيث بيئة الدراسة حيث اتخذنا دول مختلفة تستخدم مؤشر داو جونز الإسلامي تختلف من حيث قوة الاقتصاد ومدى استخدامها للأدوات المالية الإسلامية المتطورة وتختلف عن الدراسات الأخرى من خلال الفترة الزمنية التي أجريت فيها الدراسة أو الفترة التي تمر بها الدولة محل الدراسة إن كانت حاله ازدهار وتقدم أو حاله استقرار أو حاله تدهور ، وكذلك حجم العينة، وهناك فجوة في الأدبيات المتعلقة بالعلاقة بين مؤشرات الشريعة الإسلامية والمتغيرات الاقتصادية خاصة النمو الاقتصادي. تتفق هذه الدراسة مع لدراسات السابقة في كون أن اغلب الدراسات خرجت بنتيجة ايجابية أي وجود تأثير ايجابي لسوق الأوراق المالية الإسلامية على النمو الاقتصادي.

4.2 خلاصة الفصل الثاني

حاولنا في هذا الفصل عرض بعض الدراسات التجريبية السابقة التي عالجت العلاقة بين أسواق المال التقليدية والإسلامية والنمو الاقتصادي، بالنظر إلى الدراسات التي عالجت هذه العلاقة نلاحظ وجود العديد من الدراسات التي تبحث في العلاقة السببية بين سوق الأوراق المالية التقليدية والنمو الاقتصادي، إلا أن هناك فجوة في الأدبيات المتعلقة بالعلاقة بين مؤشرات الشريعة الإسلامية والمتغيرات الاقتصادية خاصة النمو الاقتصادي، التي أصبحت مجال بحث مثير للاهتمام بسبب القوة المتنامية للتمويل الإسلامي والتوجهات الإسلامية عامه، بحيث لوحظ أن النتائج مختلفة لهذه الدراسات والدراسة الحالية التي يمكن اعتبارها كفجوة بين الدراسات السابقة والدراسة الحالية، بحيث يعود سبب هذا الاختلاف بشكل كبير إلى حجم العينة، ومن الأسباب كذلك الفترة الزمنية التي أجريت فيها الدراسة أو الفترة التي تمر بها الدولة محل الدراسة إن كانت حاله ازدهار وتقدم أو حاله استقرار أو حاله تدهور، ومدى قوة السوق محل الدراسة، وكذلك جوده البيانات والنماذج المستعملة في إبراز هذه العلاقة، ومن خلال هذه الرسالة سنحاول دراسة العلاقة بين سوق الأوراق المالية الإسلامية والنمو الاقتصادي.

الفصل الثالث: الدراسة القياسية

3. الفصل الثالث: الدراسة القياسية

1.3 تمهيد

تناول البحث النظري في الفصل الأول أسواق الأوراق المالية التقليدية والإسلامية والنمو الاقتصادي والعلاقة بينهما. وبناءً على هذا الأساس، يهدف هذا الفصل التطبيقي إلى إجراء تحليل قياسي اقتصادي لنمذجة العلاقة طويلة الأجل بين سوق الأسهم الإسلامية والنمو الاقتصادي، وتمتد الدراسة من الربع الثاني من عام 2010 إلى الربع الأول من عام 2024 وتركز على ثماني دول: ماليزيا وتركيا والمملكة المتحدة والهند واليابان والصين وكندا والكويت.

يستخدم هذا التحليل نموذج الانحدار الذاتي بالتأخيرات الموزعة لمعطيات بانل المصمم خصيصاً لبيانات بانل (Panel-ARDL)، والذي يعترف به كأحد أكثر النماذج الديناميكية ملائمة في البحث القياسي الاقتصادي المعاصر إضافة إلى رواجه في مجال المالية الإسلامية، يتم إجراء التحليل باستخدام برنامج EViews 12، والاستفادة من ميزاته المتقدمة للتعامل مع البيانات الاقتصادية والمالية الخاصة بفترة الدراسة والبلدان.

وعليه اتبعنا في هذا الفصل خطه للوصول إلى النتائج المرجوة بحيث تتضمن ما يلي:

❖ دراسة وصفية تحليلية للأسواق المالية الإسلامية للدول محل الدراسة والوضع الاقتصادي بها خلال فترة الدراسة.

❖ النمذجة القياسية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية الإسلامية والنمو الاقتصادي في الدول الثمانية محل الدراسة خلال الفترة 2010q2-2024q1

2.3 دراسة وصفية تحليلية للأسواق المالية الإسلامية للدول محل الدراسة والوضع الاقتصادي بها

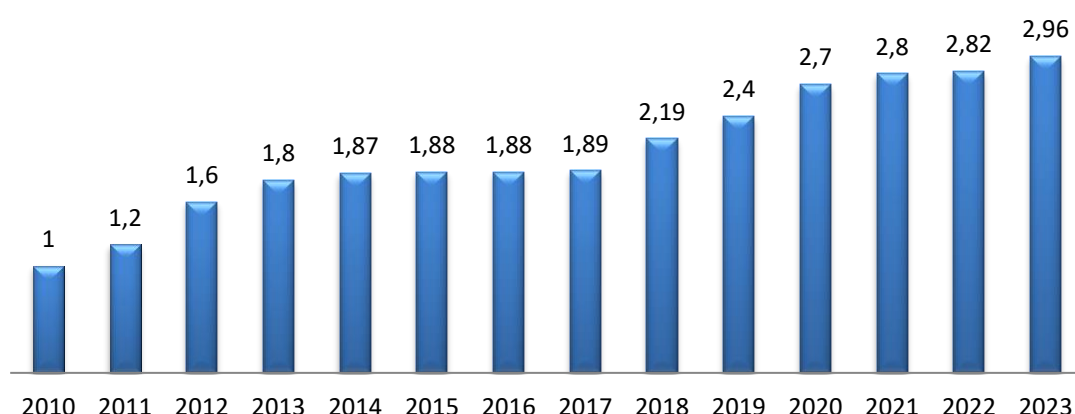
شهدت المالية الإسلامية تطوراً ملحوظاً وتحولات مهمة عبر الزمن، وتغيرات اقتصادية راجعة لعدة محلية منها ودولية، وعليه سنقوم في هذا الجزء بدراسة وصفية تحليلية تشمل القطاع المالية والاقتصادي في الدول محل الدراسة (ماليزيا، كندا، اليابان، الكويت، تركيا، الهند، بريطانيا، الصين) فترة الدراسة.

1.2.3: تطور المالية الإسلامية على المستوى العالمي

يعد التمويل الإسلامي من أهم قطاعات الاقتصاد الإسلامي، وعلى الرغم من أنه لم يحظ بفرص التطور بالمقارنة مع قطاع التمويل التقليدي، إلا أنه شهد نمواً كبيراً بمعدلات مرتفعة. هذا النمو أسهم في تطور قيمه وانتشاره الجغرافي. ويرى بعض المحللين أن قطاع التمويل الإسلامي لا يزال في مراحله التطويرية الأولية، مستشهدين بحجم الأصول البالغة 729 مليار دولار أمريكي سنة 2007 (لبلالطة، 2018، صفحة 153) ليصل إلى 2293 مليار دولار أمريكي سنة 2016، حيث تشكل هذه القيمة زيادة بنسبة 10% مقارنة بسنة 2015، كما نما التمويل الإسلامي بنسبة 14% في سنة 2019 بما يعادل 2.4 تريليون دولار أمريكي، مقارنة مع سنة 2017 التي بلغت 1.89 تريليون دولار أمريكي (بوزربة، حجاب، و سعودي، 2023، صفحة 899)، من المتوقع أن تبلغ أصول التمويل الإسلامي العالمي 6.7 تريليون دولار أمريكي بحلول عام 2027، وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (07): نمو التمويل الاسلامي العالمي للفترة (2010-2023)

الوحدة: تريليون دولار أمريكي



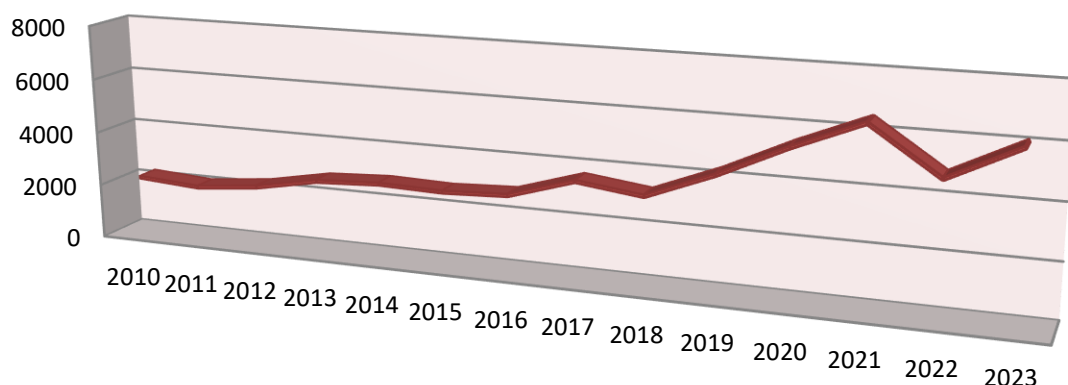
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على تقارير Islamic Financial Services Board (IFSB)

من خلال الشكل رقم 07 نلاحظ أن التمويل الإسلامي في تزايد ملحوظ خلال هذه السنوات وخاصة في الآونة الأخيرة ووفقا لتقارير Islamic Financial Services Board (IFSB) (مجلس الخدمات المالية الإسلامية وهي هيئة دولية لوضع المعايير تتألف من هيئات تنظيمية وإشرافية لها مصلحة راسخة في ضمان سلامة واستقرار صناعة الخدمات المالية الإسلامية)، فإن التمويل الإسلامي بلغ 2.9 تريليون دولار أمريكي سنة 2023.

يعود ظهور وانتشار مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية في الأسواق المالية العالمية إلى نهاية القرن العشرين بإصدار مؤشرات داو جونز لسوق رأس المال الإسلامي، التي صدرت للمرة الأولى في العام 1999 وتم الإعلان عنها من المنامة في البحرين، إذ يتكون من 600 شركة عالمية تستجيب لمعتقدات المسلمين، وتستخدمه الآن حوالي 28 ألف شركة على مستوى العالم ومن الجدير بالذكر أن شركات المؤشرات ليست من الدول الإسلامية، فحسب، ولكنها من حوالي 48 دولة في العالم ومنها الولايات المتحدة الأمريكية، لتكون الأولى من نوعها لقياس الأسهم الاستثمارية العالمية التي تمثل للشريعة الإسلامية (نصبه و محدة، 2017، صفحة 101).

ومن بين أهم هذه المؤشرات تم الإعلان عن انطلاق أو إنشاء مؤشر داو جونز الإسلامي لسوق الأوراق المالية الإسلامية عام 1999، ويعتبر أول مؤشر إسلامي لسوق الأوراق المالية الإسلامية تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، ويعرض مجموعة كبرى تقارب 70 مؤشر أو أداة لقياس أدوات الأوراق المالية كالأسهم، وبعض الأوراق المالية الأخرى ذات الدخل الثابت، كما يشرف على هذا المؤشر مجلس يسمى مجلس الاستشارات الشرعية، ومت تعديل المؤشر وتحسينه من خلال القرار رقم (21) الصادر عن منظمة المحاسبة والتدقيق للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI) وكان هذا الإعلان عن المؤشر في المنامة دولة البحرين (زريق، 2022، صفحة 396).

الشكل رقم(08): تطور مؤشر داو جونز الاسلامي خلال الفترة (2010-2023)

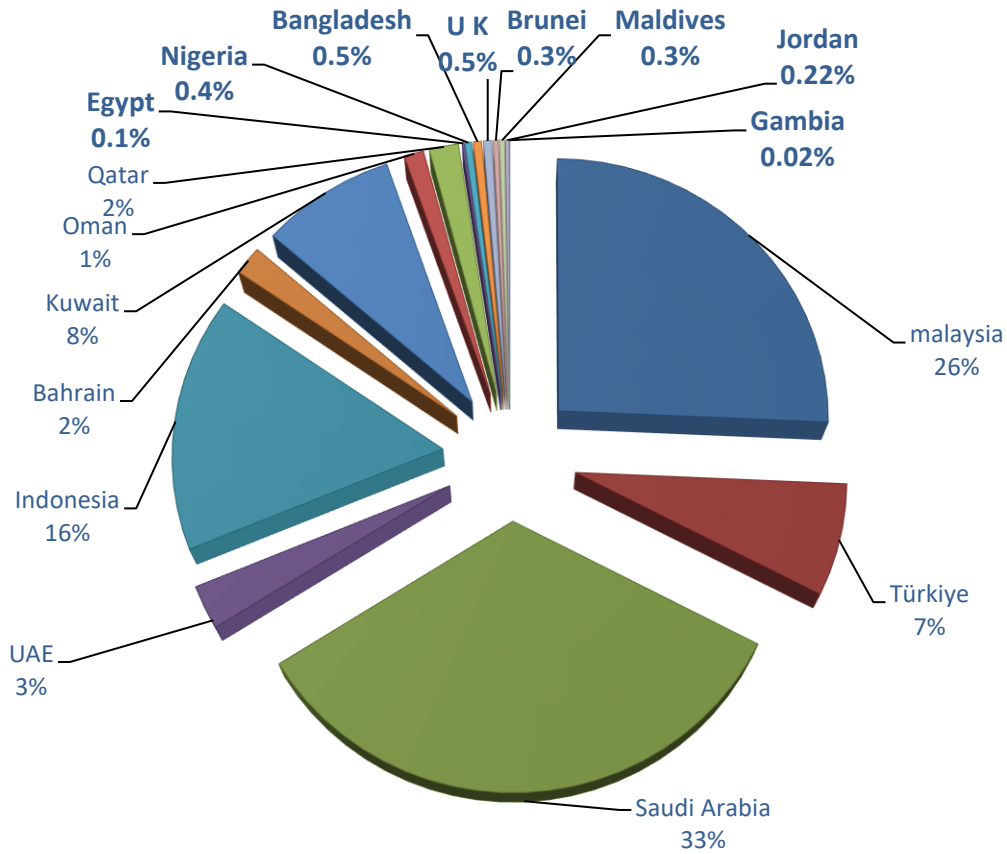


	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
DJIM	2228	2069	2298	2740	2864	2800	2907	3639	3342	4300	5447	6454	4836	6066

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على موقع (investing.com)

من الشكل رقم 08 نلاحظ أن المؤشر في نمو ملحوظ خلال هذه السنوات حيث بلغت قيمته سنة 2010 2227,7 دولار أمريكي ليواصل نموه وتطوره حيث بلغ 6454,14 سنة 2021 لينخفض سنة 2022 إلى 4836,18 ليرجع لمستواه المرتفع بقيمة 6065,92 سنة 2023 وهذا يدل على انتعاش وتطور التمويل الإسلامي خلال السنوات الأخيرة على المستوى الدولي.

الشكل رقم (09): حصص إصدارات الصكوك الإسلامية العالمية لسنة 2021 (%)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على (Islamic Financial Services Board (IFSB)

نلاحظ من الشكل رقم 09 وبشكل عام أنه كانت المملكة العربية السعودية أكبر مصدر للصكوك في عام 2021، تليها ماليزيا وإندونيسيا، حيث شكلت دول مجلس التعاون الخليجي حوالي 48% من إجمالي حجم الإصدارات في عام 2021، بدعم من الزيادة في إصدارات المملكة العربية السعودية، متجاوزة بذلك جنوب شرق آسيا كأكبر مصدر، حيث شكلت الأخيرة 42% من الإصدارات.

2.2.3: نظرة حول أسواق الأوراق المالية الإسلامية في الدول محل الدراسة

سنتطرق في هذا الجزء تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية في كل من ماليزيا، كندا، اليابان، الكويت، تركيا، الهند، بريطانيا، الصين للتعريف ب الحيز المكاني لدراسة.

1.2.2.3: نظرة عامة حول سوق ماليزيا للأوراق المالية الإسلامية

كان تطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا مدفوعًا بجهود الحكومة الماليزية لتصبح مركزًا عالميًا لجذب الاستثمار ورأس المال، فضلاً عن كونها نموذجًا للمستثمرين والشركات التي تحتاج إلى مصادر تمويل متوافقة مع الشريعة الإسلامية.

1.1.2.2.3: نشأة سوق ماليزيا للأوراق المالية الإسلامية

يمكن إرجاع البداية الحقيقية الأولى لتطور النظام المصرفي الإسلامي في ماليزيا إلى صدور قانون العمل المصرفي الإسلامي لعام 1983، والذي بموجبه تم تطوير مجموعة من الخدمات والمنتجات المصرفية على أساس مبادئ الشريعة الإسلامية، حيث أن أول مؤسسة مصرفية إسلامية في ماليزيا هو بنك بيرهارد ماليزيا وبدأ عملياته في 1983/07/01، وأطلق مشروع نظام العمليات المصرفية بدون فوائد في 4 مارس 1993 (بودريوة، 2020، صفحة 20).

يمكن إرجاع التطور الحقيقي لأسواق رأس المال الإسلامية في ماليزيا إلى أوائل التسعينيات، عندما أصدرت شركة Shell MDS لأول مرة وعرضت صكوكًا إسلامية للتداول في السوق المحلية في عام 1990، تبع ذلك إصدار العديد من الأدوات المالية الأخرى، مما أدى إلى تعميق وترسيخ العمل بالأدوات المالية الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا واتساعه.

ومع إنشاء هذه السوق، برزت تساؤلات حول مدى التزام هذه الأخيرة بأحكام الشريعة، مما دفع وزارة المالية الماليزية وهيئة الأوراق المالية إلى اتخاذ إجراءات معينة، منها إنشاء وحدة أسواق رأس المال الإسلامية (ممثلة بشركة الأوراق المالية الماليزية) عام 1994 (والذي يعبر عن الجهة الإدارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية فيما يتعلق بسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا)، بالإضافة إلى اللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية في أواخر عام 1994، والتي أصبحت اللجنة الاستشارية الشرعية بعد عام (بدروني و قوريش، 2015، صفحة 195).

وتعتبر هذه الإجراءات والتطورات خطوات أساسية في إنشاء وتنظيم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، حيث تشرف عليها اللجنة الاستشارية بالتعاون مع الهيئة الإدارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية، وهذه الأخيرة في تطوير هذا السوق من خلال (بوعبد الله، 2015، صفحة 20):

توفير كافة الدراسات والبحوث، وعقد المناقشات والحوارات المتعلقة بسوق رأس المال الإسلامي.

المحاولات الخاصة لتطوير فعالية الأدوات المالية وتقويتها.

تقديم سوق رأس المال الإسلامي على المستوى المحلي والدولي من خلال الندوات والدورات وغيرها من الأساليب التي تعطي صورة كاملة عن هذا السوق.

2.1.2.2.3: مفهوم سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

عرفت هيئة الأوراق المالية الماليزية سوق رأس المال الإسلامي "بأنه السوق الذي تتوفر فيه فرص الاستثمار والتمويل متوسط وطويل الأجل المتوافقة تماما مع أحكام الشريعة الإسلامية والخالية من الأنشطة المحرمة شرعا كالتعامل بالربا، المقامرة وبيعو الغرر... وغيرها، إذن سوق مالي تتوفر فيه فرص تمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة، ولتجميع الموارد المالية والاستثمارية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية .

ولضمان التزام أنشطة سوق رأس المال الإسلامي بمبادئ الشريعة الإسلامية، تخضع أنشطة السوق لرقابة وإشراف المستشارين الشرعيين والخبراء المتخصصين في مجال المعاملات الشرعية، وخاصة ما يتعلق بالمعاملات المالية وهذا ما يعزز الثقة بين السوق والمستثمرين (بدروني و قوريش، 2015، صفحة 194).

تتكون سوق الأوراق المالية الإسلامية من عنصرين رئيسيين، وهما سوق الأوراق المالية الإسلامية وسوق الأسهم الإسلامية. ويوجد عدة مؤشرات إسلامية؛ مؤشر RHB الإسلامي (RHBII) الذي تم تقديمه في عام 1992، ومؤشر KLSI (KLSE Shari'ah) الذي تم إطلاقه في عام 1999، ومؤشر FTSE-Bursa Malaysia (FBM) Emas Shari'ah الذي تم إطلاقه في يناير 2007. وفي أعقاب الإطلاق الناجح لهذه المؤشرات الإسلامية، وسعت بورصة ماليزيا سلسلة مؤشراتنا من خلال مؤشر جديد قابل للتداول في سوق رأس المال الإسلامي المتوافق مع الشريعة، وهو مؤشر FBM Hijrah Shari'ah لتلبية طلب المستثمرين المحليين والأجانب الراغبين في الاستثمار في الأوراق المالية المعتمدة وفقاً للمبادئ الإسلامية للشريعة. وكان إطلاق أول مؤشر قابل للتداول في البلاد متوافقاً مع الشريعة بمثابة معلم مهم آخر في تطوير المبادرات الرئيسية لتعزيز جاذبية سوق رأس المال الإسلامي الماليزي للمستثمرين المحليين والعالميين. تم تصميم مؤشر FBM Hijrah Shari'ah باستخدام معايير الفهرسة العالمية FTSE، وهو معيار مقبول دولياً من شأنه أن يزيد من القدرة التنافسية لسوق رأس المال الإسلامي الماليزي (Shabri & Rosylin, 2008, pp. 315-316).

قدمت سوق رأس المال الإسلامية في ماليزيا مؤشرات الأسهم والصكوك الإسلامية التي تولد الربح كعائد على الاستثمار وأدوات بديلة تحمل فائدة. توفر الأسهم والصكوك الإسلامية تخفيفاً للمخاطر وعدم الاستقرار،

وخاصة خلال فترة الأزمة، تتمتع السوق الماليزية بقيمة سوقية أكبر من سوق رأس المال التقليدية. اعتبارًا من الربع الأخير من عام 2017، بلغ إجمالي قيمة الشركات ذات المسؤولية الخاصة المتوافقة مع الشريعة الإسلامية (PLCs) في سوق رأس المال الإسلامي أكثر من 1148 مليون رينجيت ماليزي بنسبة 59.14% من القيمة السوقية المستندة إلى الشريعة الإسلامية. وقد أظهرت زيادة كبيرة في ثلاث سنوات (من عام 2015 حيث بلغت 1086.2 مليون رينجيت ماليزي). كما هيمنت على الشركات ذات المسؤولية الخاصة في سوق رأس المال الماليزي، حيث أن 687 من أصل 906 من الشركات ذات المسؤولية الخاصة (75.83) تستند إلى الشريعة الإسلامية. وقد أكد ذلك هيمنة الصفقات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في السوق المالية الماليزية بشكل عام. وعلاوة على ذلك، يبلغ حجم سوق الصكوك الماليزية 781.05 مليار رينجيت ماليزي اعتبارًا من عام 2018؛ مقارنة بعام 2015 عندما كان 607.93 مليون رينجيت ماليزي. ويبلغ الحجم الإجمالي لسوق رأس المال الاستثماري الماليزي كما في عام 2015 1694.13 مليون رينجيت ماليزي، بينما ارتفع في الربع الأخير من عام 2017 إلى 1930.07 مليار رينجيت ماليزي (بورصة ماليزيا 2018). ولعبت سوق رأس المال الاستثماري دورًا مهمًا في الوساطة المالية. فهي توفر مساحة للاستثمار أو تراكم رأس المال بالإضافة إلى كفاءة أو إنتاجية رأس المال. إن متانة سوق رأس المال الاستثماري في ماليزيا قادرة على التأثير على الاقتصاد الحقيقي للبلاد (Gani, Bahari, & Azreen, 2020, p. 92).

3.1.2.2.3: الهيئات المنظمة للسوق المالية الإسلامية بماليزيا

وفيه ثلاث فروع (بوحلبال، 2016، الصفحات 85-86):

1.3.1.2.2.3: بورصة ماليزيا

بورصة ماليزيا هي سوق متكاملة تقدم خدمات متنوعة متعلقة بالأوراق المالية، تشمل التداول والمقاصة والتسوية وخدمات الحفظ. تعمل على ضمان عدالة وشفافية العمليات في السوق، وتضع إطارًا تنظيميًا شاملاً لضبط السوق والمشاركين فيه. تهدف إلى حماية المستثمرين، وزيادة الشفافية، وتحسين الممارسات والحوكمة، وتعزيز ثقة المشاركين في السوق.

2.3.1.2.2.3: هيئة الأوراق المالية الماليزية

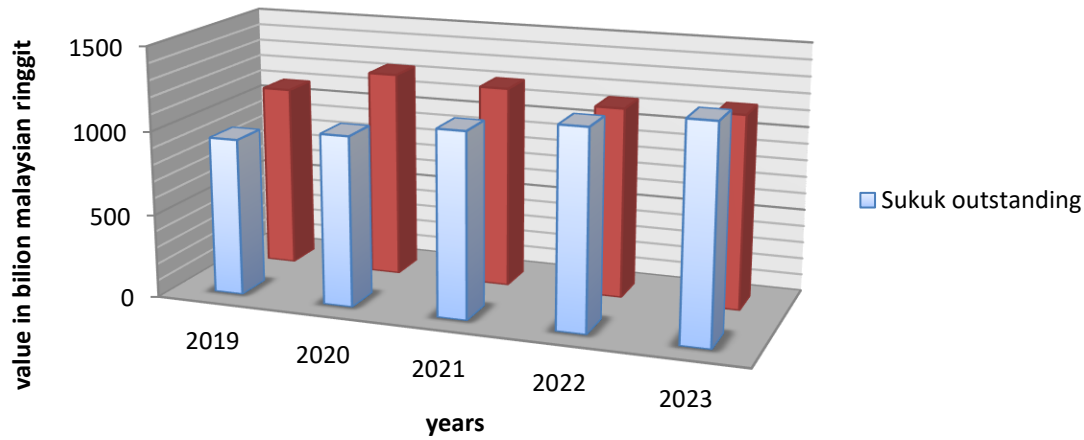
هيئة الأوراق المالية في ماليزيا هي الجهة المسؤولة عن تنظيم وتطوير السوق المالية. تشمل مهامها الرئيسية الحفاظ على عدالة وكفاءة وسلامة وشفافية أسواق الأوراق المالية والمشتقات، وتعزيز تطويرها بشكل

يدعم الابتكار والمنافسة. تتحمل الهيئة مسؤولية حماية المستثمرين وتنظيم نشاطات مؤسسات السوق والإشراف عليها، بالإضافة إلى تشجيع تطوير سوق الأوراق المالية التقليدية والإسلامية وسوق المستقبلية.

3.3.1.2.2.3: مجلس الاستشارة الشرعية لهيئة الأوراق المالية

تأسس المجلس في 16 مايو 1996 بهدف ضمان توافق عمليات السوق المالية الإسلامية مع مبادئ الشريعة. يتضمن دوره تقديم المشورة لهيئة السوق في كل ما يتعلق بتطوير السوق المالية الإسلامية بشكل شامل، ويعمل كمرجع رئيسي للقضايا الشرعية المرتبطة بالسوق. كما يهدف المجلس إلى توحيد قواعد الشريعة على المستوى الوطني لتعزيز الثقة والأمان بين المشاركين في السوق، بما في ذلك المؤسسات المالية والمستثمرين. بالإضافة إلى ذلك، يتولى المجلس مسؤولية تقييم مدى توافق أدوات السوق المالية التقليدية مع الشريعة والإشراف على عملية إدراج أسهم الشركات في بورصة ماليزيا.

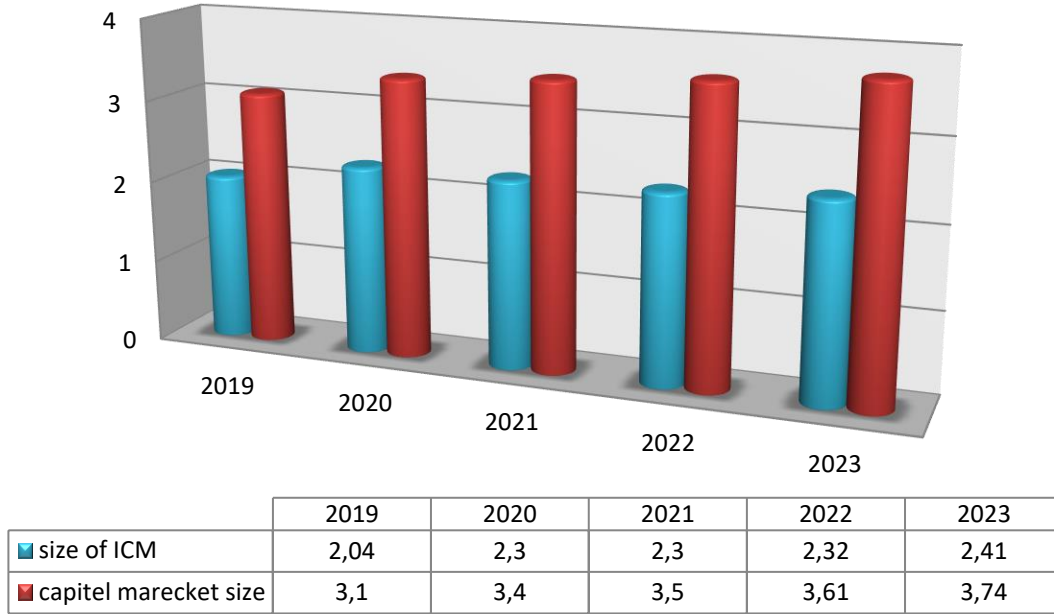
الشكل رقم (10): حجم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا من 2019 إلى 2023 حسب النوع



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على تقارير (Statista)

من الشكل رقم 10 نلاحظ في عام 2023، بلغت القيمة السوقية للشركات المدرجة المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في ماليزيا أكثر من 1,155 مليار رينغيت ماليزي، بينما بلغت قيمة الصكوك المصدرة 1,271 مليار رينغيت ماليزي. وبالمقارنة مع عام 2019، بلغت القيمة السوقية 1,096 مليار رينغيت ماليزي، بينما بلغت قيمة الصكوك المصدرة 939 مليار رينغيت ماليزي، ونلاحظ ان الصكوك المصدرة في تزايد خلال هذه السنوات.

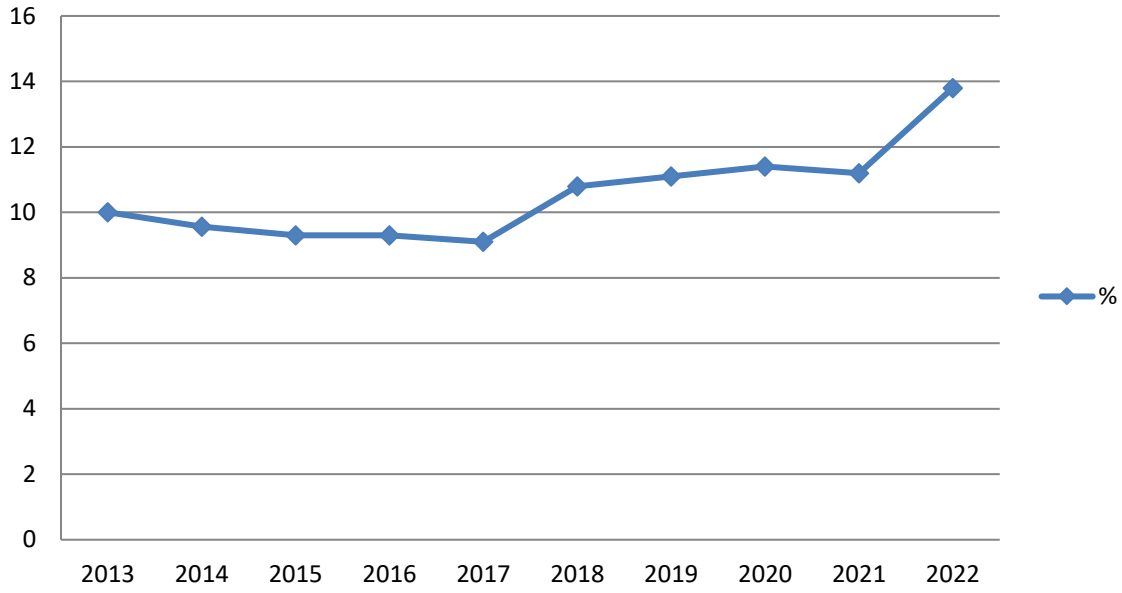
الشكل رقم (11): حجم سوق رأس المال الإسلامي مقارنة مع حجم السوق الإجمالي في (RM trillion) ماليزيا



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على تقارير (Securities Commission Malaysia) و (bursa malaysia)

شهد إجمالي حجم سوق رأس المال تحسناً خلال هذه السنوات الأخيرة حيث بلغ 3.1 تريليون دولار أمريكي سنة 2019 وارتفع ليصل إلى 3.74 تريليون دولار أمريكي سنة 2023، أما بالنسبة لحجم سوق رأس المال الإسلامي فهو أيضاً تحسن خلال هذه السنوات الأخيرة رغم انه تحسن طفيف حيث بلغ 2.04 تريليون دولار أمريكي سنة 2019 ليصل إلى 2.41 تريليون دولار أمريكي سنة 2023.

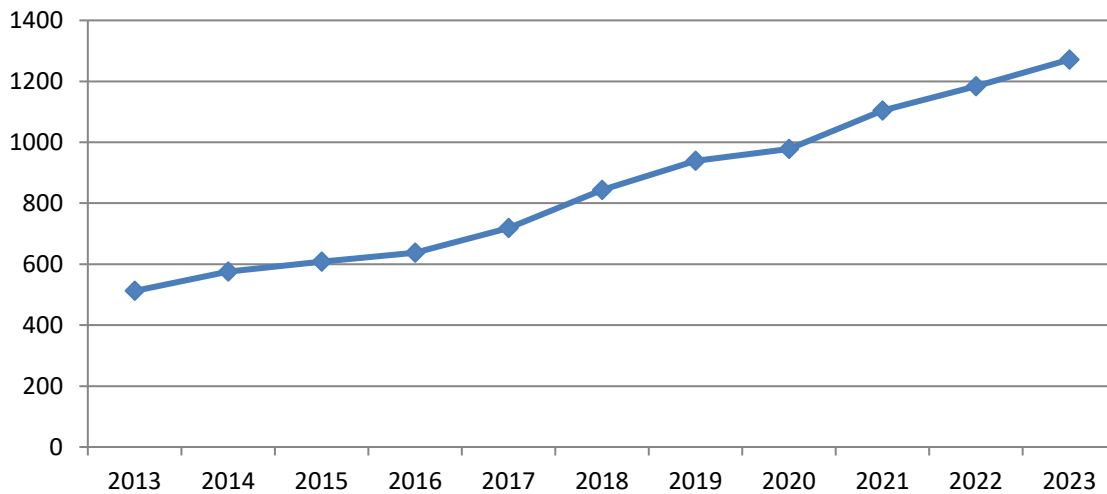
الشكل رقم (12): حجم أصول البنوك الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة 2013 - 2022 (نسب مئوية)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على (Islamic Financial Services Board (IFSB)

نستنتج من خلال الشكل أعلاه أن حجم الأصول للنظام البنكي الإسلامي تميزت بالزيادة خلال الفترة 2013-2022 وهذا يدل على أن الميزة التنافسية كانت موجودة ومعترف بها بحيث أن حجم أصول البنوك الإسلامية تضاعفت لتصل 2249.2 مليار دولار أمريكي سنة 2022.

الشكل رقم (13): إجمالي إصدارات الصكوك في ماليزيا (مليار دولار أمريكي)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على (Securities Commission Malaysia)

من خلال الشكل رقم 13 نلاحظ أن حجم الصكوك المصدرة في تزايد ونمو ملحوظ خلال الفترة 2013-2023 حيث بلغت 512,1 مليار دولار أمريكي سنة 2013 لتصل إلى 1271,24 مليار دولار أمريكي سنة 2023 وهذا يدل على زيادة حجم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

يُعد الاقتصاد الماليزي ثالث أكبر اقتصاد في جنوب شرق آسيا، بعد إندونيسيا وتايلاند، ويحتل المرتبة 35 على مستوى العالم. تتميز ماليزيا بإنتاجية عالية للأيدي العاملة، تتفوق بشكل كبير على جاراتها مثل تايلاند، إندونيسيا، الفلبين، وفيتنام. يعود هذا التفوق إلى التركيز الكبير على الصناعات المعتمدة على تقنيات المعرفة الحديثة، والاعتماد على التكنولوجيا المتطورة في مجالات التصنيع والاقتصاد الرقمي. ووفقًا لتقرير التنافسية العالمي لعام 2018، احتلت ماليزيا المرتبة 25 بين أكثر الدول تنافسية في العالم خلال الفترة من 2018 إلى 2019، والجدول الموالي يوضح بطاقة تعريفية للاقتصاد الماليزي

الجدول رقم (06): بطاقة تعريف الاقتصاد الماليزي

	العلم
كوالا لمبور	العاصمة
الرينغيت Ringgit	العملة
الصناعات الإلكترونية، الصناعات التحويلية، المعادن، الآلات، المركبات، والمواد الكيميائية، صناعة البترول والغاز، السيارات، صناعة السياحة، التمويل الإسلامي، منتجات الخشب..	الصناعات الرئيسية
النفط والغاز الطبيعي، المنتجات الإلكترونية وأشباه الموصلات، المطاط، الأخشاب والأثاث، المعدات الكهربائية والميكانيكية، تصنيع المعادن....	السلع المصدرة
 الصين  الولايات المتحدة  سنغافورة  اليابان  هونغ كونغ  تايلاند  كوريا الجنوبية	شركاء التصدير

الفصل الثالث: الدراسة القياسية

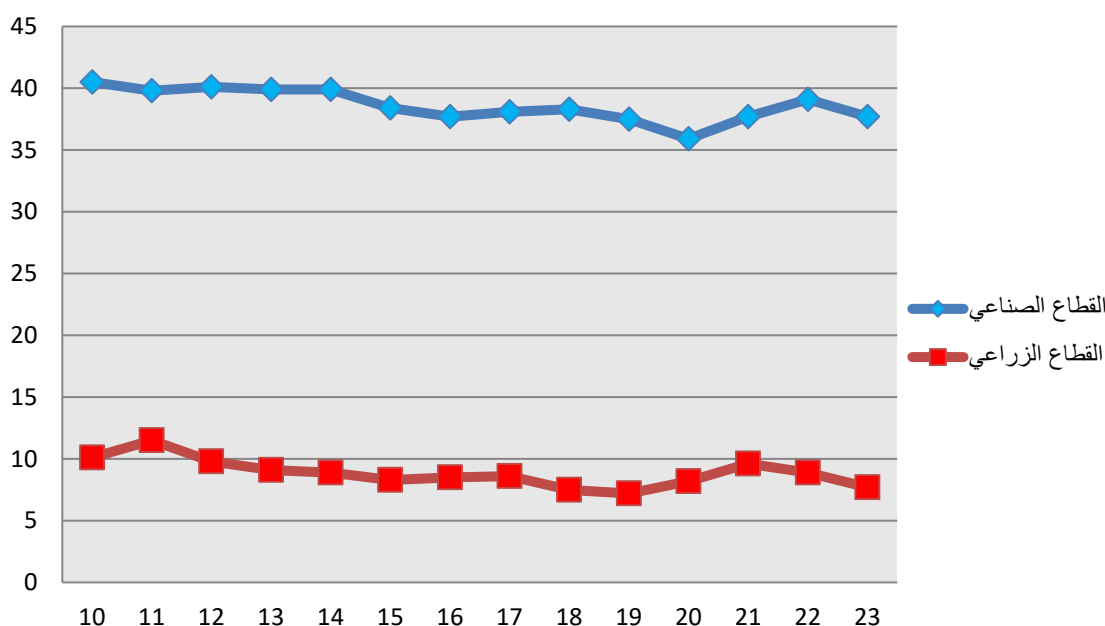
 الهند	
النفط الخام، الآلات والمعدات الصناعية، الكيماويات والمنتجات البتروكيماوية، المعادن والمنتجات المعدنية، المركبات وقطع الغيار، المنسوجات والملابس...	السلع المستوردة
 الصين  الولايات المتحدة  سنغافورة  اليابان  تايوان  تايلاند  كوريا الجنوبية  ألمانيا	شركاء الاستيراد
منظمة التجارة العالمية، رابطة دول جنوب شرق آسيا (ASEAN)، مجلس التعاون الاقتصادي لمنطقة آسيا والمحيط الهادئ (APEC).	منظمات التجارة

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مراجع مختلفة

وفي سبعينيات، بدأت ماليزيا تحذو حذو اقتصاديات النمر الآسيوية الأربعة (كوريا الجنوبية، وتايوان، وهونج كونج، وسنغافورة) والتزمت بالتحول من الاعتماد على التعدين والزراعة إلى اقتصاد أكثر اعتمادا على التصنيع، حيث بدأ الاقتصاد الماليزي، الذي كان يهيمن عليه التعدين والزراعة، يتحول إلى اقتصاد متعدد القطاعات. منذ الثمانينيات، كان القطاع الصناعي يقود النمو في ماليزيا. وقد لعبت مستويات الاستثمار المرتفعة دورا هاما في هذا النمو، ازدهرت الصناعة الثقيلة، وفي غضون سنوات قليلة، أصبحت صادرات ماليزيا المحرك الرئيسي لنمو البلاد. حققت ماليزيا باستمرار نموًا في الناتج المحلي الإجمالي يزيد عن 7% وتضخمًا منخفضًا خلال الثمانينيات والتسعينيات.

الشكل رقم (14): تطور القيمة المضافة (% من الناتج المحلي الإجمالي) لقطاع الصناعة والزراعة

للفترة 2010-2023



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات (البنك الدولي، 2024)

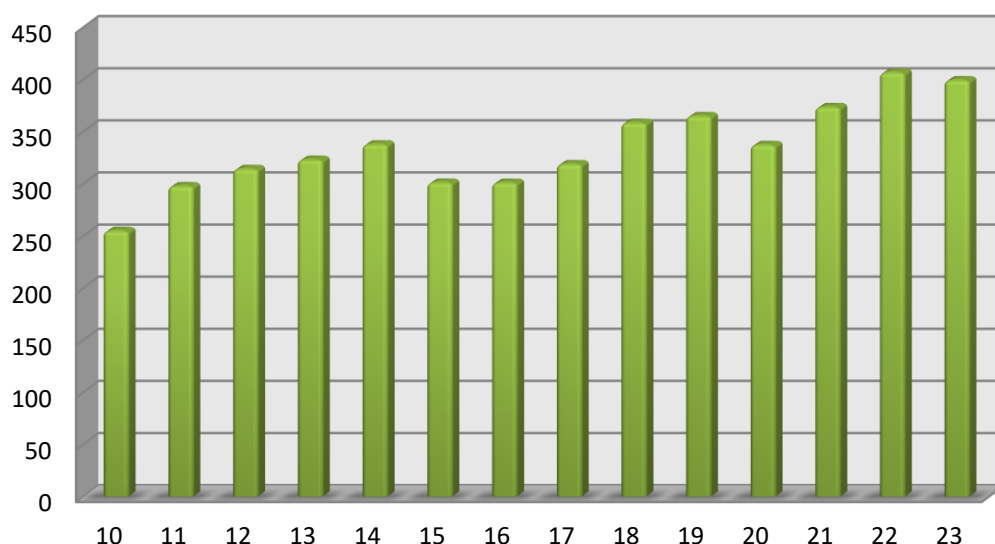
من خلال الشكل 14 نلاحظ أن الجانب الصناعي جد مهم بالنسبة للاقتصاد الماليزي، حيث ساهم القطاع الصناعي بنسبة 40.50% من الناتج المحلي الإجمالي سنة 2010، حيث كانت أعلى قيمة له، ثم تتراجع مستوياته ابتداء من سنة 2013 لتصل إلى حوالي 35.9 % سنة 2020 وهذا راجع لأزمة COVID-19.

كما أن القطاع الزراعي هو أيضا مهم بالنسبة للاقتصادي الماليزي، اتخذت الحكومة الماليزية تدابير مختلفة لإعداد الأراضي الزراعية، مما ساهم في تطوير القطاع الزراعي وتحقيق استدامة الإنتاج، وكما يظهر في الشكل أعلاه، حيث من خلاله نلاحظ تذبذب القطاع الزراعي خلال الفترة 2010-2023، حيث سجل أعلى نسبة مساهمة في الناتج المحلي الإجمالي في عام 2011، والتي بلغت حوالي 11.5%، بينما كانت أدنى نسبة في عام 2019 بحوالي 7.2%.

شهد الاقتصاد الماليزي تطوراً ملحوظاً في الناتج المحلي الإجمالي خلال السنوات الأخيرة. فمنذ عام 2000، حقق متوسط نمو سنوي حقيقي قدره 5.5%، كما ارتفع نصيب الفرد من الدخل الحقيقي بمعدل 6% سنوياً. بالإضافة إلى ذلك، ركزت ماليزيا على تنويع اقتصادها، وتعزيز قطاعها المالي، والاهتمام بالنمو

المستدام. ونتيجة لهذه الجهود، أصبحت ماليزيا أكثر شمولاً ومرونة، مما ساعدها على تحمل تبعات الأزمة المالية العالمية في عام 2008.

الشكل رقم (15): تطور الناتج المحلي الإجمالي الماليزي خلال الفترة 2010-2023 (مليار دولار أمريكي)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات (البنك الدولي، 2024)

حسب الشكل رقم 15 نلاحظ تذبذب الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة 2010-2023 حيث بلغت أعلى قيمة له سنة 2022 وكان ذلك حوالي 407.03 مليار دولار أمريكي، وأدنى قيمة سجلت سنة 2010 بقيمة 255.02 مليار دولار أمريكي. على العموم نلاحظ النمو الاقتصادي في تطور وتزايد خلال هذه السنوات الأخيرة وهذا راجع إلى السياسات المتبعة من طرف الحكومة الماليزية، والاستقرار السياسي، والانفتاح على الاستثمار الأجنبي المباشر.

2.2.2.3: نظرة عامة حول سوق الكويت للأوراق المالية الإسلامية

تُعد الكويت من أصغر الدول في العالم، لكنها واحدة من أكثر الدول ديناميكية في نمو التمويل الإسلامي. باستثناء المملكة العربية السعودية، التي تُعد الرائدة في هذا المجال، تتمتع الخدمات المصرفية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في الكويت بحضور قوي، وتُعتبر من أسرع الأسواق نمواً في منطقة الشرق الأوسط.

1.2.2.2.3: نشأة الصناعة المالية الإسلامية في الكويت

أصدرت الكويت أول صكوك لها لشركة كويتية في مايو 2005. وكان ذلك إصدارًا بقيمة 100 مليون دولار أمريكي من صكوك الإجارة (سندات التأجير) لشركة صكوك العقارات التجارية في البحرين، وذلك لدعم مشاريع التطوير العقاري المتنامية في الكويت والمنطقة. وقد تم هيكلة الصكوك كأوراق مالية متوافقة مع الشريعة الإسلامية بنظام الإيجار للتملك لمدة خمس سنوات تستحق في عام 2010 وتقدم عائداً نصف سنوي على سند التأجير بمقدار 125 نقطة أساس فوق الدولار الأمريكي وستة أشهر لليبور. وقد تم الاكتتاب في هذه الصكوك من قبل بيت التمويل الكويتي (الكويت) وبنك بوبيان.

ومن الواضح أن الأزمة المالية العالمية في عام 2008 كان لها تأثير كبير على إصدار جميع أنواع الأوراق المالية، بما في ذلك الصكوك. ومما زاد الأمر سوءاً هو عدم وجود إطار قانوني شامل للصكوك في الكويت. لذلك، وفي أعقاب الأزمة المالية العالمية، أصدر المشرع الكويتي القانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم أنشطة الأوراق المالية في 21 فبراير 2010. وقد بشر إدخال هذا القانون ببداية عصر جديد في تنظيم أسواق المال بعد عقود من الإشراف من قبل بنك الكويت المركزي. وشمل ذلك إنشاء هيئة تنظيمية منافسة من شأنها أن تكمل وتعزز الإطار التنظيمي الحالي (Waleed, Mohamad, & Mohd Shahid, 2020, pp. 265–267).

وكان أول مؤشر لسوق رأس المال الإسلامي هو مؤشر داو جونز للسوق الإسلامية (DJIM) الذي تم إطلاقه لأول مرة في 9 فبراير 1999 في البحرين. لذلك، شهدت أسواق رأس المال في البلدان في المنطقة الآسيوية زيادة في مستوى تكامل أسواق رأس المال في الفترة الأخيرة (Haryono & Atika, 2023, p. 05).

وأود الآن أن أسلط الضوء على تجربة الكويت الخاصة مع صناعة التمويل الإسلامي وتطوراتها، ولا شك أن الكويت كانت من الدول الرائدة في مجال النشاط المصرفي الإسلامي، حيث تأسس أول بنك إسلامي - بيت التمويل الكويتي - في عام 1977، وتتكون مؤسسات التمويل الإسلامي من بنوك وشركات استثمارية تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، وتضم خمسة بنوك إسلامية مسجلة لدى بنك الكويت المركزي، تم تحويل اثنين منها من بنوك تقليدية إلى إسلامية، وبنك إسلامي أجنبي، بالإضافة إلى شركات استثمارية تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية (لا تتعامل بالودائع). وقد تزايد عدد هذه الشركات إلى (51 شركة) خلال العقد الماضي، من

إجمالي (93) شركة في دولة الكويت، علماً بأن نشاط التمويل الإسلامي يتركز بشكل أساسي في البنوك الإسلامية، حيث بلغت حصتها 96.5% من إجمالي التمويل بنهاية ديسمبر 2012.

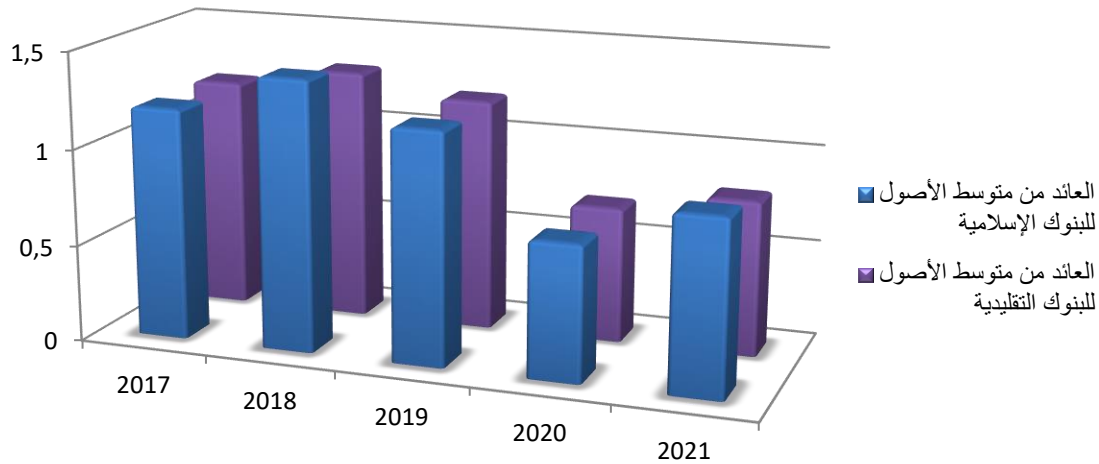
اهتم بنك الكويت المركزي بالتنظيم التشريعي لأنشطة التمويل الإسلامي منذ أوائل التسعينيات، وذلك بعد إنشاء عدد من شركات الاستثمار العاملة وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية وتحت إشراف بنك الكويت المركزي. وكان بيت التمويل الكويتي يعمل في السوق بالفعل، إلا أنه لم يكن خاضعاً لإشراف بنك الكويت المركزي بعد. وفي ظل الطلب المتزايد على منتجات وخدمات البنوك الإسلامية، أصبحت الحاجة إلى استكمال التشريعات المصرفية ملحة للغاية، وذلك لتنظيم الأنشطة المصرفية وترخيص بنوك إسلامية جديدة، لتعزيز القدرة التنافسية لسوق الخدمات المصرفية الإسلامية. ومن ثم تم تعديل القانون رقم 1968/32 بشأن النقد والبنك المركزي والتنظيم المصرفي بصدور القانون رقم 2003/30 الذي شمل البنوك الإسلامية (المركزي، 2016، الصفحات 9-7).

2.2.2.2.3: بعض الإحصائيات عن الصناعة المالية الإسلامية في الكويت

إن انتشار التمويل الإسلامي في الكويت، بنسبة 42%، هو بالفعل من بين أعلى المعدلات في أسواق التمويل الإسلامي الرئيسية، حيث بلغت أصول التمويل 85 مليار دولار اعتباراً من سبتمبر 2021 ارتفاعاً من 79 مليار دولار في ديسمبر 2020، وهذا يعكس الطلب المتزايد والتطور المتزايد للمنتجات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية على مدى العقد الماضي، من منتجات الأصول والخصوم البسيطة قبل 10 سنوات، اتسع نطاق المنتجات وتعمق وأصبح الآن قابلاً للمقارنة مع الخدمات المصرفية التقليدية.

ومن المتوقع أن يقابل التفوق في النمو تفوق في الربحية في المستقبل، بدعم أساسي من المساهمة الأكبر للودائع منخفضة التكلفة في ملف تمويل البنوك الإسلامية، وعليه تحقق البنوك الإسلامية في الكويت هامش دخل تمويلي صاف أعلى وعائداً أعلى قليلاً على الأصول مقارنة بالبنوك التقليدية في البلاد (moody s investors, 2022, p. 02).

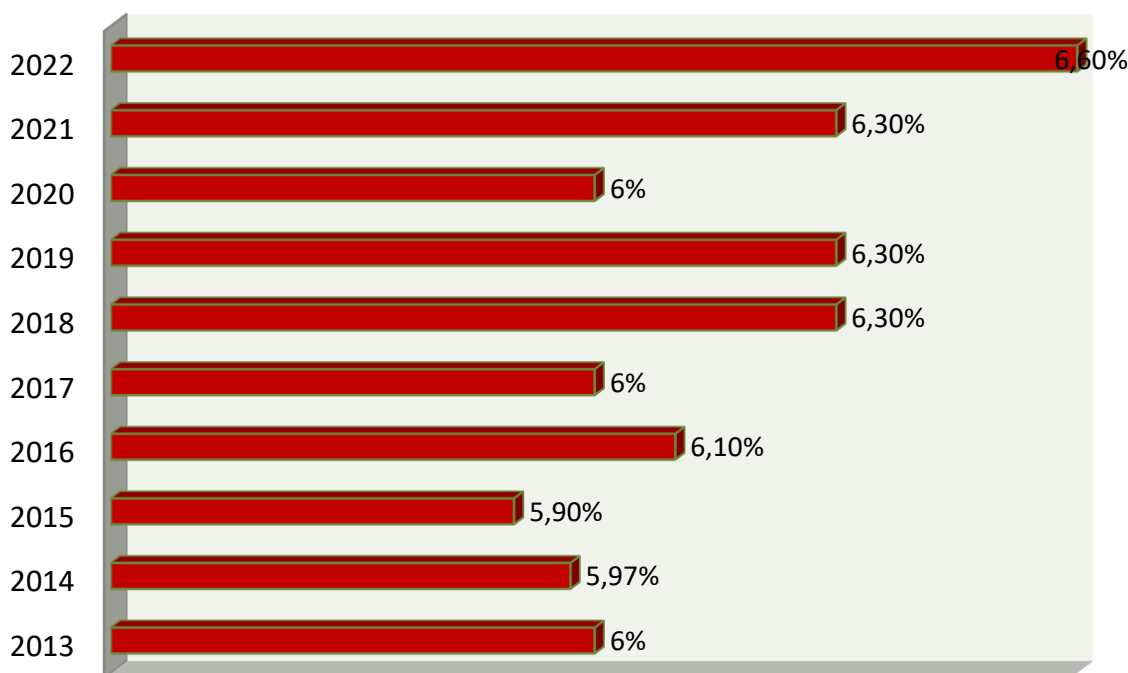
الشكل رقم (16): عوائد البنوك الإسلامية والبنوك التقليدية في الكويت خلال الفترة 2017-2021 (نسب مئوية)



المصدر: (moody s investors, 2022)

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن عوائد البنوك الإسلامية تكون بنفس حجم عوائد البنوك التقليدية أو أكثر منها وليست أقل، وهذا يعكس الطلب المتزايد والتطور المتزايد للمنتجات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وتطور ونمو التمويل الإسلامي في الكويت خلال الفترة 2017-2021.

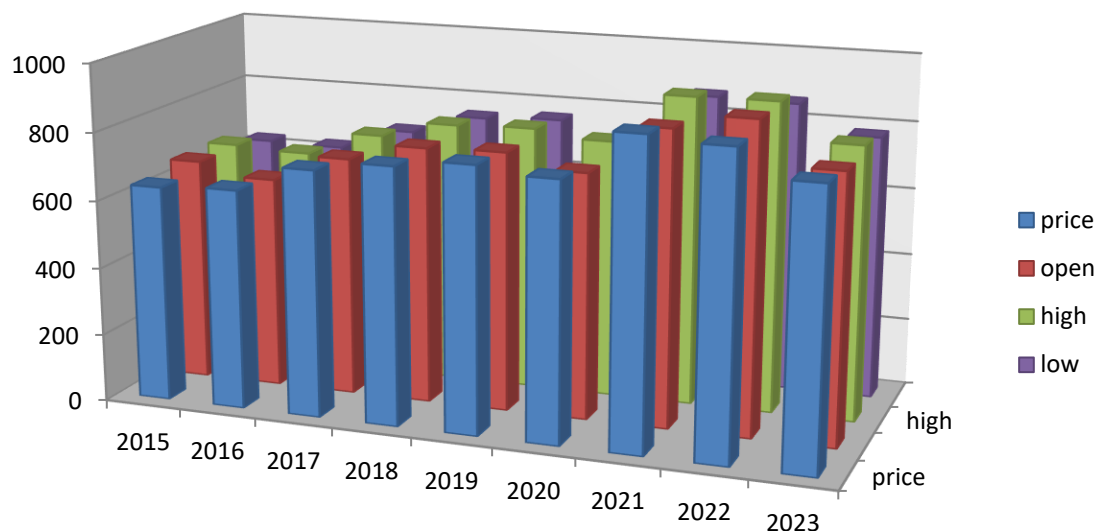
الشكل رقم (17): حجم أصول البنوك الإسلامية في الكويت (نسب مئوية)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على إحصائيات (Islamic Financial Services Board (IFSB)

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن حجم أصول النظام المصرفي الإسلامي الكويتي يتزايد و إن كان هذا التزايد طفيف خلال فترة 2013-2022، وذلك لزيادة الطلب على الخدمات المصرفية الإسلامية في هذه الفترة، حيث سجلت اقل نسبة لحجم أصول البنوك الإسلامية في الكويت وذلك من حجم صناعة الخدمات المصرفية الإسلامية العالمية سنة 2015 وكان ذلك حوالي 5.90%، أما أعلى نسبة كانت سنة 2022 حوالي 6.60%.

الشكل رقم (18): تطور مؤشر داو جونز الإسلامي الكويتي خلال الفترة 2015-2023 (الوحدة: الدينار الكويتي)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على موقع (investing.com)

من خلال الشكل رقم 18 نلاحظ أن تطور مؤشر داو جونز الإسلامي الكويتي في نمو ملحوظ خلال هذه السنوات (2023-2015) حيث بلغت قيمته سنة 2015 637,8 دينار كويتي ليواصل نموه وتطوره حيث بلغ 897,95 دينار كويتي سنة 2021 وكانت أعلى قيمة له خلال هذه السنوات، لينخفض في سنتين الموالتين 2023-2022 بقيمة 882,64 و 804,34 على التوالي، على العموم نستنتج تطور في المؤشر الإسلامي الكويتي، وهذا يدل على الانتعاش سوق الأوراق المالية الإسلامية في الكويت.

3.2.2.2.3: نظرة عامة حول اقتصاد الكويت

يُعد الاقتصاد الكويتي من أهم الاقتصاديات في منطقة الشرق الأوسط، وهو من بين أكبر الدول المصدرة للنفط على مستوى العالم. يتميز اقتصاد الكويت بعدة مقومات وعوامل رئيسية ساهمت في بناء اقتصاد قوي ومؤثر، مما جعله وجهة جاذبة على الصعيدين الإقليمي والدولي. يُعد الاقتصاد الكويتي اقتصاداً صغيراً ومفتوحاً نسبياً، حيث يهيمن عليه بشكل كبير القطاع الحكومي. تشكل الصناعة النفطية المملوكة للدولة أكثر من 50% من الناتج المحلي الإجمالي، وتساهم بنسبة 95% من الصادرات و80% من الإيرادات الحكومية. تمتلك الكويت احتياطياً نفطياً يقدر بحوالي 96 مليار برميل (15 كم³)، وهو ما يمثل قرابة 10% من الاحتياطي العالمي، والجدول الموالي يوضح بطاقة تعريفية للاقتصاد الكويتي.

الجدول رقم (07): بطاقة تعريف الاقتصاد الكويتي

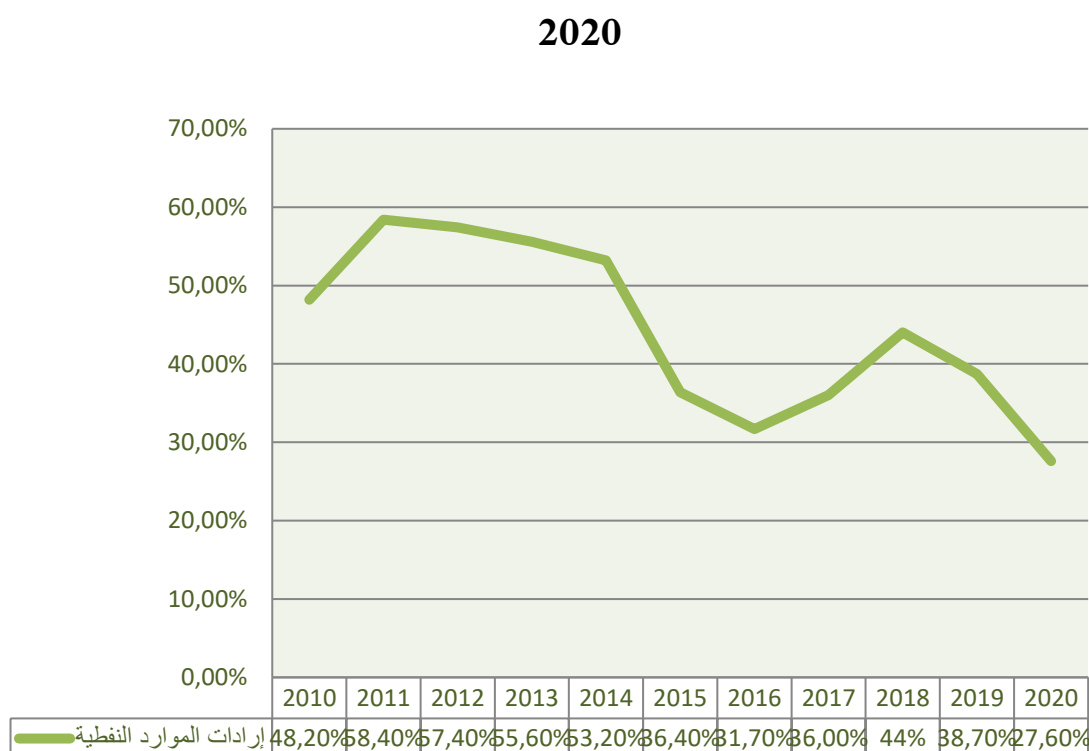
	العلم
الكويت	العاصمة
الدينار الكويتي (KD)	العملة
النفط، البتروكيماويات، أسمنت، بناء السفن وإصلاحها، تحلية المياه، معالجة الأغذية، مواد البناء	الصناعات الرئيسية
54.09 مليار دولار (تقديرات 2017)	الصادرات
النفط والمنتجات المكررة والأسمدة	السلع المصدرة
 الصين  الولايات المتحدة  اليابان  تايلاند  كوريا الجنوبية  الهند	شركاء التصدير
29.36 مليار دولار (تقديرات 2017)	الواردات
المواد الغذائية ومواد البناء والمركبات وقطع الغيار والملابس	السلع المستوردة
 الصين  الولايات المتحدة  اليابان  كوريا الجنوبية  ألمانيا  الإمارات العربية المتحدة  المملكة العربية السعودية  إيطاليا	شركاء الاستيراد
منظمة التجارة العالمية وأوبك	منظمات التجارة

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مراجع مختلفة.

يعود تاريخ الاقتصاد الكويتي إلى القرن السابع عشر، عندما تأسست مدينة الكويت كميناء تجاري على ساحل الخليج العربي، مما جعلها مركزاً تجارياً مهماً في المنطقة. لعبت الكويت دوراً رئيسياً في التجارة الإقليمية، حيث اشتهرت بأسواقها المتنوعة والمكتظة بالتجار والمشتريين. من بين هذه الأسواق الشهيرة سوق الغريلي، سوق التجار، سوق المناخ، سوق واجف، وسوق الحريم. كما ظهرت في أوائل القرن العشرين أسواق متخصصة مثل سوق الصرارييف، سوق الخرايز، سوق الطيور، سوق الطحين، سوق الساعات، سوق الجت، وسوق التمر، مما ساهم في تعزيز مكانة الكويت كمركز تجاري بارز في المنطقة.

قبل اكتشاف النفط، اعتمد الكويتيون على مهنة الغوص على اللؤلؤ كمصدر رئيسي للرزق. أسهمت هذه المهنة في تطوير الصناعة البحرية، حيث اشتهر الكويتيون بصناعة السفن، التي كانت تُستخدم للتجارة أو لأعمال الغوص. من بين أشهر هذه السفن "البوم"، "السنبوك"، و"الشوعي"، والتي كانت تُصنع من خشب الصاج المستورد من الهند.

الشكل رقم (19): إيرادات الموارد النفطية (% من الناتج المحلي الإجمالي) في الكويت خلال الفترة 2010-2020

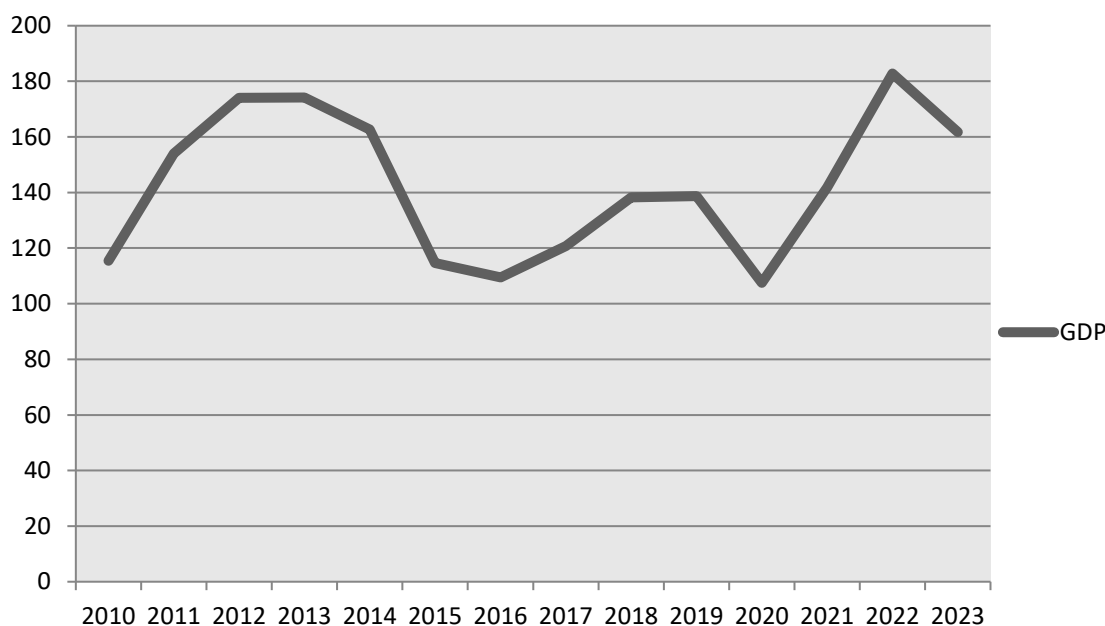


المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على إحصائيات (البنك الدولي، 2024)

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ لاقتصاد الكويتي يعتمد بشكل كبير على الإيرادات النفطية، بحيث تأخذ نسبة كبيرة من الناتج المحلي الإجمالي، خاصة في السنوات الأولى حيث بلغت أعلى قيمة له سنة 2011

حوالي 58.40% من الناتج المحلي الإجمالي، أما في السنوات الأخيرة (2019-2020) فعرف انخفاض وذلك راجع لأزمة COVID-19، وكان السبب وراء تباطؤ النمو في القطاع النفطي الرئيسي لاقتصاد البلاد، وذلك في غمرة تخفيض إنتاج النفط الكويتي امتثالاً لقرار تخفيضات «أوبك +» لحصص الإنتاج.

الشكل رقم (20): تطور الناتج المحلي الإجمالي الكويتي خلال الفترة 2010-2023 (مليار دولار أمريكي)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على إحصائيات (البنك الدولي، 2024)

يتضح من الشكل رقم 20 أن الاقتصاد الكويتي شهد انتعاشاً كبيراً خلال عام 2022، حيث ارتفع الناتج المحلي الإجمالي إلى 182.81 مليار دولار أمريكي. ومع ذلك، عاد النمو الاقتصادي للتباطؤ في عام 2023، متراجعاً إلى 161.77 مليار دولار أمريكي. يُعزى هذا الانخفاض بشكل رئيسي إلى تراجع إنتاج النفط في البلاد، خاصة بعد تخفيضات الإنتاج المفاجئة التي قررتها «أوبك +» في أبريل 2023، والتي أثرت على الكويت بخفض قدره 128 ألف برميل يومياً.

3.2.2.3: نظرة عامة حول سوق بريطانيا للأوراق المالية الإسلامية

أصبح اهتمام الغرب بالتمويل الإسلامي متزايداً نظراً للخيارات البديلة التي تقدمها هذه الصناعة المالية، حيث شهدت إقبلاً ملحوظاً من الأوروبيين غير المسلمين، خاصة في قطاع الصكوك الإسلامية، الذي يمثل

حوالي 80% من إجمالي المتعاملين في هذه السوق الناشئة. يُنظر إلى الصكوك على أنها أداة استثمارية مهمة، مما جذب المزيد من المؤسسات المالية الإسلامية إلى هذا المجال.

1.3.2.2.3: نشأة الصناعة المالية الإسلامية في بريطانيا

وصل التمويل الإسلامي إلى المملكة المتحدة لأول مرة في ثمانينيات، مع إدخال معاملات المربحة. وفي عام 1982، تم إطلاق أول بنك إسلامي في المملكة المتحدة، وهو بنك البركة الدولي. وأعقب ذلك نمو المنتجات المخصصة المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في تمويل التجارة والتأجير وتمويل المشاريع.

في أوائل الألفية الثانية، بدأت حكومة المملكة المتحدة في الاهتمام بشكل جدي بالتمويل الإسلامي، ووضعت برنامج عمل لجعل لوائح الخدمات المالية في المملكة المتحدة متوافقة مع نمو التمويل الإسلامي. وكان تغيير المعاملة الضريبية، لضمان أن المعاملات المالية الإسلامية والتقليدية ذات الغرض المكافئ تسفر عن فوائد ضريبية متكافئة، خطوة مهمة أيضاً للسماح للسوق بالنمو. وفي الوقت نفسه، شهدنا نمواً كبيراً في عرض خدمات التمويل الإسلامي بالتجزئة، مما يوفر الاختيار لأكثر من 2.5 مليون مسلم مقيم في المملكة المتحدة. وفي الوقت الحالي، هناك خمسة بنوك متوافقة تماماً مع الشريعة الإسلامية في المملكة المتحدة، مع عشرين مؤسسة تقدم خدمات التمويل الإسلامي.

بدأت سوق السندات الإسلامية (الصكوك) في المملكة المتحدة في عام 2007، واستمرت في النمو. وبحلول عام 2015، تم إدراج 57 صكاً في بورصة لندن، بقيمة إجمالية بلغت 51 مليار دولار. وفي عام 2014، أصبحت حكومة المملكة المتحدة أول حكومة غربية تصدر صكوكاً سيادية، حيث تم الاكتتاب عليها بأكثر من 11 مرة. وقد تلقت الصكوك السيادية الأولى في المملكة المتحدة طلباً قوياً جداً، حيث بلغ مجموع الطلبات حوالي 2.3 مليار جنيه إسترليني، وقد تم تخصيص هذه الصكوك لمجموعة واسعة من المستثمرين بما في ذلك صناديق الثروة السيادية والبنوك المركزية والمؤسسات المالية المحلية والدولية، وتم تحديد معدل الربح على الصكوك بنسبة 2.036% بما يتماشى مع العائد على الصكوك ذات نفس فترة الاستحقاق (British Embassy, pp. 04-05).

Embassy, pp. 04-05)

لقد سعت بريطانيا منذ سنة 2003 إلى عدم وجود تفرقة بين المصارف الإسلامية و التقليدية فيما يتعلق بالقوانين والتسهيلات المقدمة لكل قطاع، وتجلى ذلك في إسناد ترخيص لأول بنك إسلامي بريطاني من فئة بنوك التجزئة المتجهة إلى الجمهور، وتم مراجعة القوانين المصرفية المتعلقة بالضرائب والتسهيلات، وبهذه

الخطوة أصبحت لندن العاصمة الغربية الأولى للصيرفة الإسلامية، وكما أوضحت تتنافس بعض الدول الإسلامية في هذا المجال، خصوصاً بعد سنة 2008، أين أصدرت قرارات جديدة خصت بمنح إعفاءات ضريبية على الصكوك الإسلامية، وهو ما اعتبره الخبراء الماليون في لندن أهم إجراء تتخذه السلطات البريطانية لتشجيع نمو المصارف الإسلامية وجذب رؤوس الأموال.

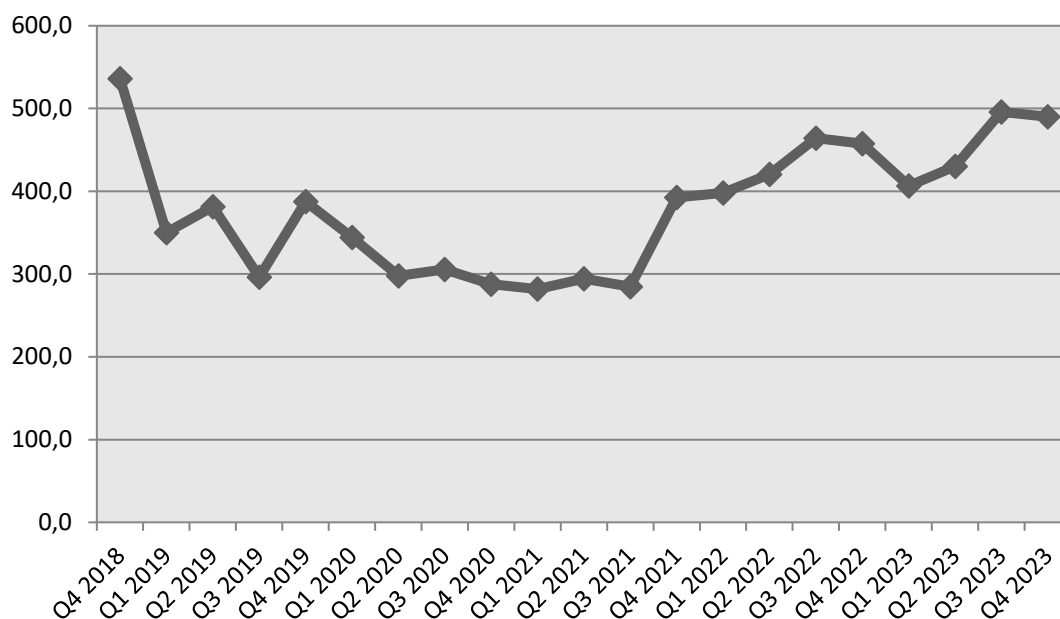
تم إصدار صكوك إسلامية في 21 أكتوبر 2009 بقيمة 100 مليون دولار ببورصة البحرين ودبي من طرف المؤسسة المالية الدولية SFI وهي فرع للبنك الدولي، وتتميز هذه الصكوك أنها بدون مدفوعات مسبقة وبأجل استحقاق خمس سنوات، هناك عشر صكوك متداولة في بورصة لندن بقيمة 5.1 بليون دولار سنة 2011، إضافة إلى اثنين في بداية سنة 2012، ليصل الحجم إلى قيمة 37 صك بالبورصة بقيمة 20 بليون دولار، وست صكوك أخرى وصل تاريخ استحقاقها وتم شطبها، أي ما يعادل 42 صك وبقيمة اجمالية 24 بليون دولار، وكان بنك جيتهاوس Gatehouse Bank قد اصدر صكوك إسلامية بقيمة 1 مليار دولار بداية سنة 2011، في أول خطوة للتعامل بالصكوك الإسلامية ببريطانيا.

إن أول صك إسلامي تم إصداره USCorporate و Kuveyt sukuk turk من طرف بنك أروبي، وتعد هذه العملية الأولى من نوعها، أما عن النوع الآخر من الصكوك الإسلامية فكانت صكوك المشاركة التي تم إصدارها سنة 2010 من طرف IIT international innovate technologies ، كما قامت بورصة لندن LSE بإدراج صك GEcapital سنة 2009 (سمرد و بوشندة، 2015، الصفحات 18-19).

2.3.2.2.3: بعض الإحصائيات عن الصناعة المالية الإسلامية في بريطانيا

تعد المملكة المتحدة واحدة من أكثر الأسواق المالية الإسلامية تقدماً في العالم الغربي، وسرعان ما أصبحت وجهة رئيسية للمؤسسات المالية الأجنبية التي تقدم خدمات متوافقة مع الشريعة الإسلامية. وتبرز لندن بشكل خاص كمركز مالي مهم، حيث تضم أكبر المؤسسات والبنوك من منطقة الشرق الأوسط التي تقدم منتجات مالية إسلامية.

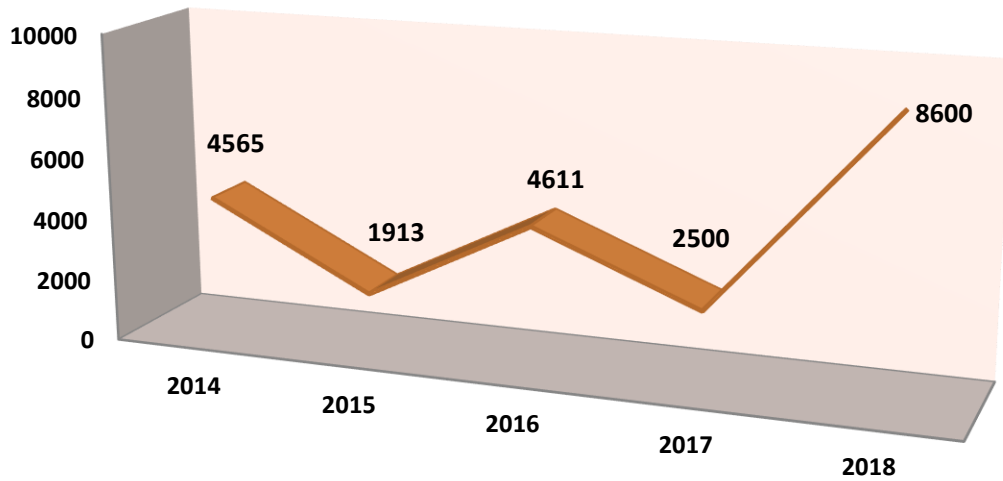
الشكل رقم (21): مخزون من الأصول السائلة عالية الجودة المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في بريطانيا خلال الفترة 2018-2023 (مليون جنيه إسترليني)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على (Islamic Financial Services Board (IFSB)

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن نلاحظ مخزون من الأصول السائلة عالية الجودة المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في بريطانيا متذبذب، حيث أنه يتراوح بين الارتفاع والانخفاض، وقد بلغ ذروته في الربع الرابع من عام 2018 بقيمة 536 مليون جنيه إسترليني، ثم بدأ في الانخفاض وذلك بسبب أزمة COVID-19، ثم بدأ يزداد مرة أخرى في بدايات سنة 2022.

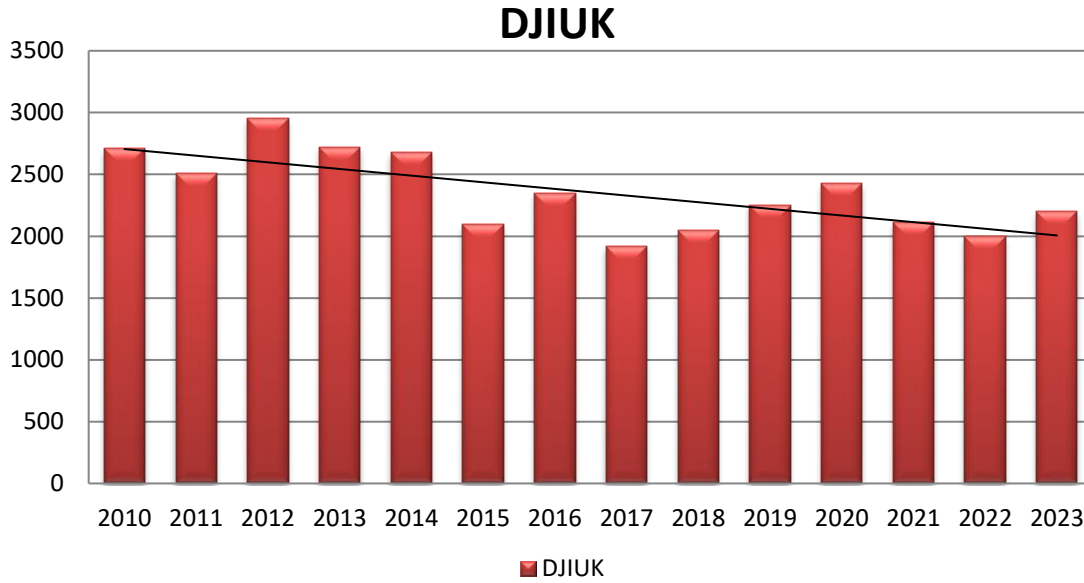
الشكل رقم (22): حجم إصدار الصكوك الإسلامية في بورصة لندن خلال الفترة (2014-2018) (جنيه إسترليني)



المصدر: (خطوي و عياد، 2021، صفحة 71)

كما تطرقنا من قبل وقلنا أن المملكة المتحدة تعتبر أول دولة غربية تصدر صكوكا سيادية خاصة بالحكومة وذلك في سنة 2014، إذ أصدرت 4565 مليون جنيه إسترليني من الصكوك لأجل استحقاق لتمويل مشروعات البنى التحتية في المملكة، إضافة إلى الصكوك المدرجة في بورصة لندن البالغة 72 إصداراً، بقيمة إجمالية تصل إلى أكثر 53 مليار دولار، حيث وصل إصدار الصكوك إلى 8600 مليون جنيه إسترليني بنهاية سنة 2018، وبهذا تتصدر بريطانيا العالم الغربي من حيث إصدار الصكوك الإسلامية.

الشكل رقم (23): تطور مؤشر داو جونز الإسلامي البريطاني خلال الفترة 2010-2023 (دولار أمريكي)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على إحصائيات (investing.com)

من خلال الشكل رقم 23 نلاحظ أن تطور مؤشر داو جونز الإسلامي البريطاني في تذبذب خلال هذه السنوات (2010-2023)، حيث كانت أعلى قيمة له خلال هذه السنوات سنة 2012 بقيمة 2951,83 دولار أمريكي، وأدنى قيمة له كانت سنة 2017 بقيمة 1922,31 دولار أمريكي.

3.3.2.2.3: نظرة عامة حول اقتصاد المملكة المتحدة

تُعتبر المملكة المتحدة سادس أكبر اقتصاد في العالم من حيث الناتج المحلي الإجمالي الاسمي وسادس أكبر اقتصاد من حيث تعادل القدرة الشرائية. وتحتل المرتبة الثالثة كأكبر اقتصاد في أوروبا بعد ألمانيا وفرنسا من حيث القيمة الاسمية، والمرتبة الثانية بعد ألمانيا من حيث تعادل القوة الشرائية. من حيث تعادل القدرة الشرائية للفرد، تأتي المملكة المتحدة في المرتبة 17 عالميًا، وفي المرتبة 20 من حيث القيمة الاسمية.

تُعد المملكة المتحدة ثاني أكبر اقتصاد مالي عالميًا بعد الولايات المتحدة، وتضم العديد من أكبر البنوك والشركات العالمية. وتُعتبر لندن، عاصمة البلاد، واحدة من أهم المراكز المالية في العالم، حيث تمتلك أكبر ناتج محلي إجمالي كمدينة في أوروبا، وتستضيف أكثر من 100 من أصل أكبر 500 شركة أوروبية، مثل إتش إس بي سي وبريتيش بتروليوم.

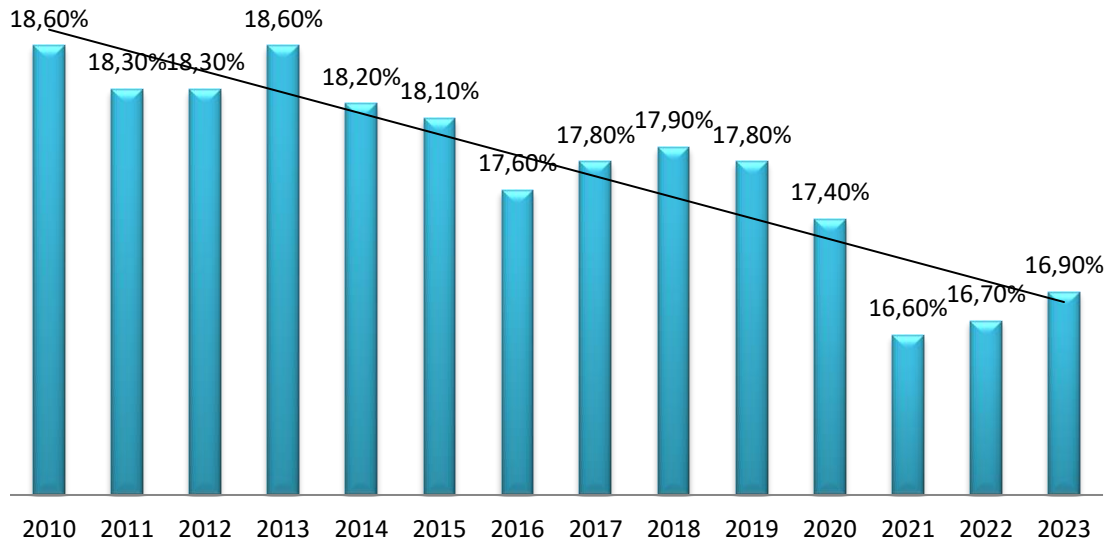
الجدول رقم (08): بطاقة تعريف الاقتصاد البريطاني

	العلم
لندن	العاصمة
الجنيه الإسترليني GBP	العملة
الصناعة المالية والخدمات المصرفية، الصناعات التحويلية، صناعة الطاقة، الصناعات الدوائية والتكنولوجيا الحيوية، صناعة التكنولوجيا والابتكار، الصناعات المعدنية، صناعة الأسلحة والمحركات والسيارات والطائرات والأجهزة الكهربائية.	الصناعات الرئيسية
المعدات والآلات الصناعية، المركبات، الأدوية والمنتجات الطبية، المنتجات البترولية، المواد الكيميائية، المنتجات الغذائية والمشروبات، الطائرات وقطع الغيار.	السلع المصدرة
 الصين  الولايات المتحدة  أيرلندا  هولندا  إسبانيا  سويسرا  ألمانيا  فرنسا  إيطاليا	شركاء التصدير
المواد الغذائية ، الإلكترونيات والمركبات وقطع الغيار والملابس، المنتجات الزراعية، الأثاث والمنتجات الخشبية.	السلع المستوردة
 الصين  الولايات المتحدة  أيرلندا  هولندا  إسبانيا  سويسرا  ألمانيا  فرنسا  إيطاليا	شركاء الاستيراد
منظمة التجارة العالمية، مجموعة السبع (G7) ، مجموعة العشرين (G20)، مجموعة العشرين (G20) ،رابطة التجارة الحرة الأوروبية	منظمات التجارة

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مصادر مختلفة

الشكل رقم (24): تطور القيمة المضافة (% من الناتج المحلي الإجمالي) لقطاع الصناعة خلال الفترة

2023-2010

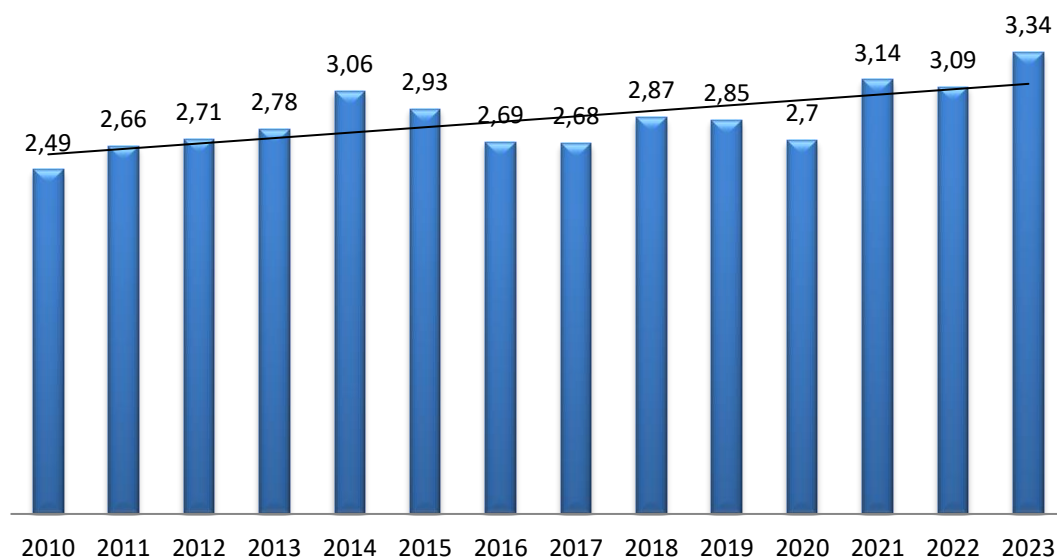


المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على إحصائيات (البنك الدولي، 2024)

من خلال الشكل 24 نلاحظ أن الجانب الصناعي مهم بالنسبة للاقتصاد البريطاني، حيث ساهم القطاع الصناعي بنسبة 18.60 % من الناتج المحلي الإجمالي سنة 2010 و 2013، حيث كانت أعلى قيمة له، ثم تتراجع مستوياته ابتداء من سنة 2013 لتصل إلى حوالي 16.60 % سنة 2021 وهذا راجع لأزمة COVID-19.

الشكل رقم (25): تطور الناتج المحلي الإجمالي البريطاني خلال الفترة 2023-2010 (مليار دولار

أمريكي)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على إحصائيات (البنك الدولي، 2024)

يتضح من الشكل رقم 25 أن الاقتصاد البريطاني شهد انتعاشاً خلال عام 2023، حيث ارتفع الناتج المحلي الإجمالي إلى 3,34 تريليون دولار أمريكي. حيث كانت هذه أعلى قيمة له خلال هذه السنوات، خاصة بعد الركود الذي شهدتها المملكة والأضرار التي سببتها جائحة كورونا في أواخر عام 2020.

4.2.2.3: نظرة عامة حول سوق تركيا للأوراق المالية الإسلامية

لقد أدى النمو السريع للتمويل الإسلامي في العقود القليلة الماضية واهتمام المستثمرين المسلمين بالاستثمار في الأصول المتوافقة مع الشريعة الإسلامية إلى تحفيز العديد من المستثمرين على التركيز على الاستثمار في أسواق الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية وتحويل أموالهم إليها بما في ذلك سوق الأوراق المالية الإسلامية التركية. لقد شهدت سوق الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في تركيا نمواً سريعاً في السنوات القليلة الماضية وتستمر حالياً في النمو بوتيرة سريعة.

1.4.2.2.3: نشأة الصناعة المالية الإسلامية في تركيا

لقد شهدت تركيا تجربة المصارف الإسلامية في عام 1985 مع تدشين قانون المصارف الخالية من الفائدة من قبل الحكومة. ومع ذلك، فإن المصارف الإسلامية لا تتدرج ضمن المصارف السائدة بسبب تضارب المصالح بين الناس. ورغم أن أصول المصارف الخالية من الفائدة قديمة للغاية، فقد تم إدخال المصارف الإسلامية الدولية في تجربة تركيا اليوم على جدول الأعمال في عام 1973، بمبادرة ودعم من المملكة العربية

السعودية فيصل بن عبد العزيز آل سعود، وبنك التنمية الإسلامي حيث تعد تركيا واحدة من الأعضاء المؤسسين البالغ عددهم 43 عضوًا. وكان أول حزب سياسي محافظ، حزب الخلاص الوطني (MSP)، لديه أجندة سياسية للمصارف الإسلامية في سبعينيات القرن العشرين في الحكومات الائتلافية مع حزب الشعب الجمهوري (CHP).

كما أن DESİYA (بنك الصناعة والعمال المشترك الحكومي - بنك التنمية الصناعي والصناعي) هو أول مؤسسة لتقاسم الأرباح والخسائر تهدف إلى تحويل مدخرات العمال في أوروبا إلى استثمارات. بعد عهد تورغوت أوزال في الثمانينيات، عادت الخدمات المصرفية غير الربوية إلى جدول الأعمال مرة أخرى عندما تولى حزب الوطن الأم السلطة (Alam & Ullah, 2022, p. 340).

لذلك، مهد أوزال الطريق لإنشاء بيوت التمويل الإسلامية بإصداره المرسوم رقم 7506/83 بتاريخ 1983/12/16. وباختصار، سُمح بإنشاء مؤسسات التمويل الإسلامي تحت اسم "بيوت التمويل الخاصة" في عام 1983. وكان الغرض الرئيسي هو توجيه المدخرات السرية للمسلمين المحافظين إلى النظام المالي التركي. وعلى الرغم من أن مؤسسات التمويل الإسلامي لم تكن تحظى بشعبية كبيرة في القطاع المصرفي التركي من خلال تشكيل هذه المؤسسات، فقد حاولوا إصدار قانون مصرفي إسلامي منفصل. وتم توحيد بيوت التمويل الخاصة بالكامل في قانون البنوك ومساواتها مع مؤسسات الإيداع والاستثمار الأخرى في عام 2005 من خلال الإشارة إليها بالبنوك التشاركية. وبعد عهد حزب العدالة والتنمية، تم تعزيز الإطار التنظيمي للبنوك التشاركية بأحكام خاصة. وتم تأسيس جمعية البنوك التشاركية في تركيا من أجل إعطاء الأولوية لتلك المؤسسات بموجب المادة 81 من قانون البنوك رقم 5411 في عام 2006 (GÖNCÜOĞLU & KARAAHMETOĞLU, 2014, pp. 16-17).

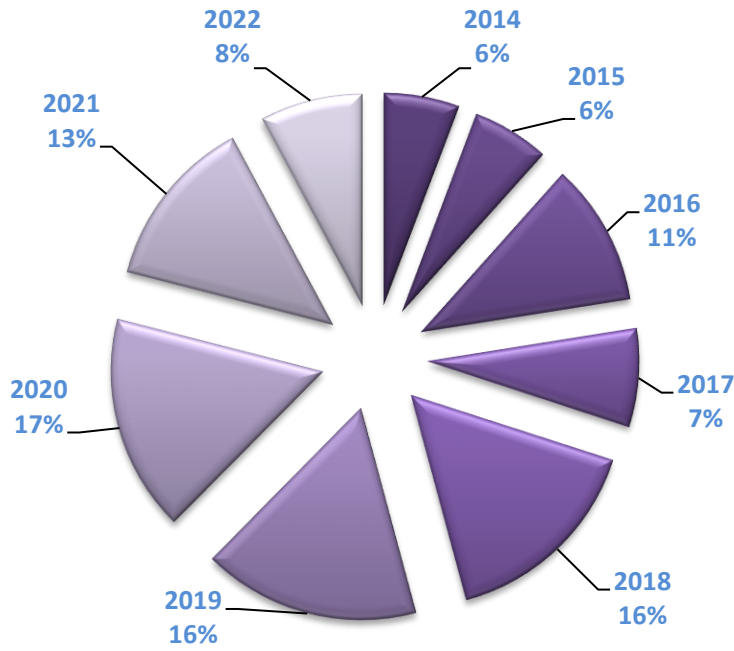
كما أن بورصة إسطنبول، وهي البورصة المالية الرئيسية في تركيا، لديها أسعار أسهم البنوك المشاركة. وقد أطلقت شركة Bizim Securities Inc. وحسابات بورصة إسطنبول مؤشر المشاركة (رمز المؤشر الخاص به هو KATLM) في 6 يناير 2011 برعاية البنوك المشاركة الأربعة، وهي شركة استشارية للمؤشرات. وفي الوقت الحالي، تعمل ستة بنوك مشاركة فقط من بين 53 بنكًا تقليديًا في تركيا. وتلعب هذه المؤسسات دورًا مهمًا في تنمية الاقتصاد، على الرغم من التحديات الاجتماعية والاقتصادية العديدة. (Alam & Ullah, 2022, p. 341)

لعب نمو بنوك المشاركة في تركيا دوراً محورياً في التطور المبكر للصكوك التركية (المعروفة محلياً باسم شهادات الإيجار). وفي عام 2010، تم إصدار أول صكوك على الإطلاق بعد إصدار بيان في أبريل 2010 من قبل مجلس أسواق رأس المال في تركيا (CMB) والذي يسمح بإصدار شهادات الإيجار. مع إعلان أحدث لائحة للصكوك في يونيو 2013 والتي تسمح بهياكل صكوك جديدة، من المتوقع أن يستمر النمو في قطاع التمويل الإسلامي في تركيا حيث سيكون هناك دفعة في سوق رأس المال الإسلامي (Kayadibi, Kayadibi, Tunc, & Abdul-Wahab, 11-13 July 2014, pp. 07-08).

2.4.2.2.3: بعض الإحصائيات حول الصناعة المالية الإسلامية في تركيا

رغم أن تركيا حديثة العهد نسبياً في سوق الصكوك العالمية، إلا أنها تظهر نمواً واعداً في هذا المجال. ففي سبتمبر 2012، أصدرت وزارة الخزانة التركية صكوكاً بقيمة 1.5 مليار دولار أمريكي، وحصلت على طلبات بقيمة 1.9 مليار دولار من أكثر من 90 مستثمراً عالمياً. وأعلنت شركة HSBC Holdings Plc، الرائدة عالمياً في مجال الصكوك، أنه بحلول مايو 2013، بلغت مبيعات الصكوك التركية مليار دولار أمريكي، ومن المتوقع أن تتضاعف ثلاث مرات بحلول نهاية العام. خلال العقد المقبل، تسعى تركيا إلى التنافس مع ماليزيا لتصبح أكبر مصدر للصكوك في العالم، وتسعى للوصول إلى قاعدة كبيرة من مستثمري الصكوك حول العالم. يبلغ حجم سوق الصكوك العالمي حالياً حوالي 100 مليار دولار أمريكي.

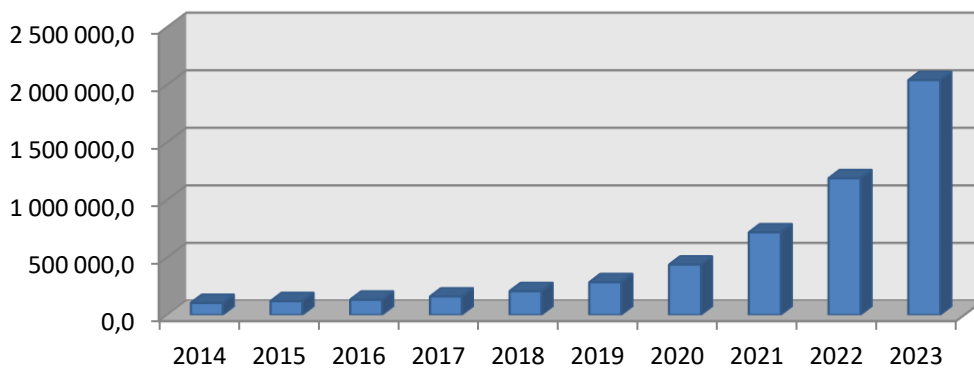
الشكل رقم (26): حجم إصدار الصكوك الإسلامية في بورصة اسطنبول خلال الفترة (2014-2018)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على إحصائيات (Islamic Financial Services Board (IFSB)

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن حجم إصدارات الصكوك الإسلامية في تركيا في تزايد ملحوظ حيث سجلت أدنى قيمة لها سنة 2014 بنسبة 6%، وكانت أعلى قيمة لها سنة 2020 بنسبة 17%، ثم انخفضت في السنوات الموالية 2021-2022 بنسب 13% و 8% على التوالي، و سبب هذا الانخفاض راجع إلى أزمة COVID-19.

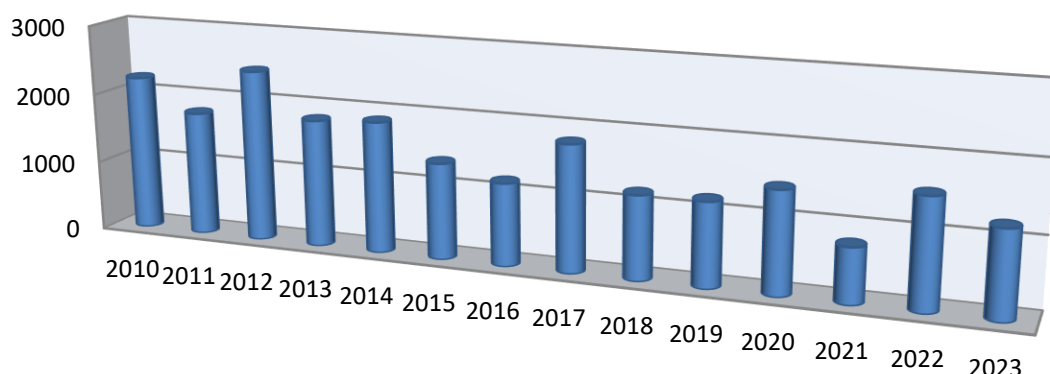
الشكل رقم (27): إجمالي أصول البنوك الإسلامية في تركيا (الوحدة: مليون ليرة تركية)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على إحصائيات (Islamic Financial Services Board (IFSB)

من خلال الشكل 27 نلاحظ أن إجمالي أصول البنوك الإسلامية في تركيا في تطور ملحوظ خلال السنوات الأخيرة (2014-2023)، حيث كانت أعلى قيمة له سنة 2023 بقيمة 2040523,832 مليون ليرة تركية ، وهذا يدل على تطور التمويل الإسلامي في تركيا خلال هذه السنوات.

الشكل رقم (28): تطور مؤشر داو جونز الإسلامي التركي خلال الفترة 2010-2023 (دولار أمريكي)



	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
■ Série 1	2226	1772	2448	1816	1869	1367	1175	1801	1192	1194	1445	780,6	1544	1222

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على إحصائيات (Islamic Financial Services Board (IFSB)

من خلال الشكل 28 نلاحظ أن هناك تذبذب في قيم مؤشر داو جونز الإسلامي التركي خلال السنوات 2010-2023، حيث سجلت أعلى قيمة له سنة 2012 بـ 2447,97 دولار أمريكي.

3.4.2.2.3: نظرة عامة حول اقتصاد تركيا

إنه اقتصاد السوق الناشئ كما حدده صندوق النقد الدولي. ووفقًا لكتاب حقائق العالم الصادر عن وكالة المخابرات المركزية، تعد تركيا واحدة من الدول المتقدمة في العالم. كما يعرّف الاقتصاديون وعلماء السياسة تركيا بأنها واحدة من الدول الصناعية الحديثة في العالم. وفقًا لإحصائيات عام 2019، تحتل تركيا المرتبة 19 عالميًا من الناتج المحلي الإجمالي الاسمي والمرتبة 13 من الناتج المحلي الإجمالي على أساس تعادل القوة الشرائية. تعد البلاد واحدة من الدول الرائدة في العالم في إنتاج المنتجات الزراعية والمنسوجات والسيارات ومعدات النقل ومواد البناء والإلكترونيات الاستهلاكية والأجهزة المنزلية.

الجدول رقم (09): بطاقة تعريف الاقتصاد التركي

	العلم
أنقرة	العاصمة
الليرة التركية TRY	العملة
في إنتاج المنتجات الزراعية والمنسوجات والسيارات ومعدات النقل ومواد البناء والإلكترونيات الاستهلاكية والأجهزة المنزلية.	الصناعات الرئيسية
المركبات وقطع الغيار، الملابس والمنسوجات، المنتجات الزراعية والغذائية، المواد الكيميائية والبلاستيكية، الأجهزة الإلكترونية والكهربائية.	السلع المصدرة
 روسيا  المملكة المتحدة  الإمارات العربية السعودية  إيران  العراق  ألمانيا  فرنسا  إيطاليا	شركاء التصدير
المنتجات الكيميائية، الإلكترونيات والأجهزة التكنولوجية، المركبات وقطع الغيار، الطاقة (النفط والغاز الطبيعي).	السلع المستوردة
 الصين  الولايات المتحدة  روسيا  إيران  ألمانيا  فرنسا  إيطاليا	شركاء الاستيراد
مجموعة العشرين، منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، الاتحاد الجمركي للاتحاد الأوروبي، منظمة التجارة العالمية، منظمة التعاون الاقتصادي، منظمة التعاون الاقتصادي للبحر الأسود	منظمات التجارة

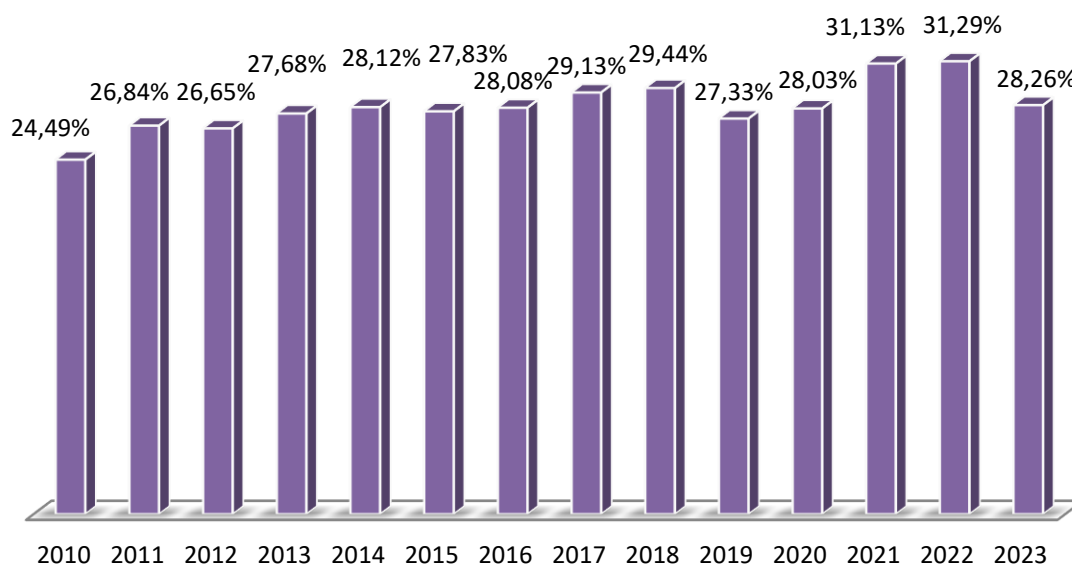
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مراجع مختلفة

في عام 2018، شهدت تركيا أزمة عملة وديون اتسمت بانخفاض قيمة الليرة التركية، وارتفاع التضخم، وارتفاع تكاليف الاقتراض، وما نتج عن ذلك من ارتفاع معدلات التخلف عن سداد القروض. وكانت الأزمة ناجمة عن العجز المفرط في الحساب الجاري للاقتصاد التركي والديون بالعملة الأجنبية، إلى جانب الاستبداد المتزايد لحزب العدالة والتنمية الحاكم والفلسفة غير التقليدية للرئيس رجب طيب أردوغان بشأن سياسة أسعار الفائدة.

تُصنف تركيا ضمن أفضل 50 دولة مبتكرة في العالم، حيث تحتل المرتبة 39 عالميًا وفقًا لمؤشر الابتكار العالمي لعام 2023، وهذا يمثل زيادة كبيرة عن عام 2011، عندما احتلت المرتبة 65.

الشكل رقم (29): تطور القيمة المضافة (%) من الناتج المحلي الإجمالي لقطاع الصناعة خلال الفترة

2010-2023 في تركيا

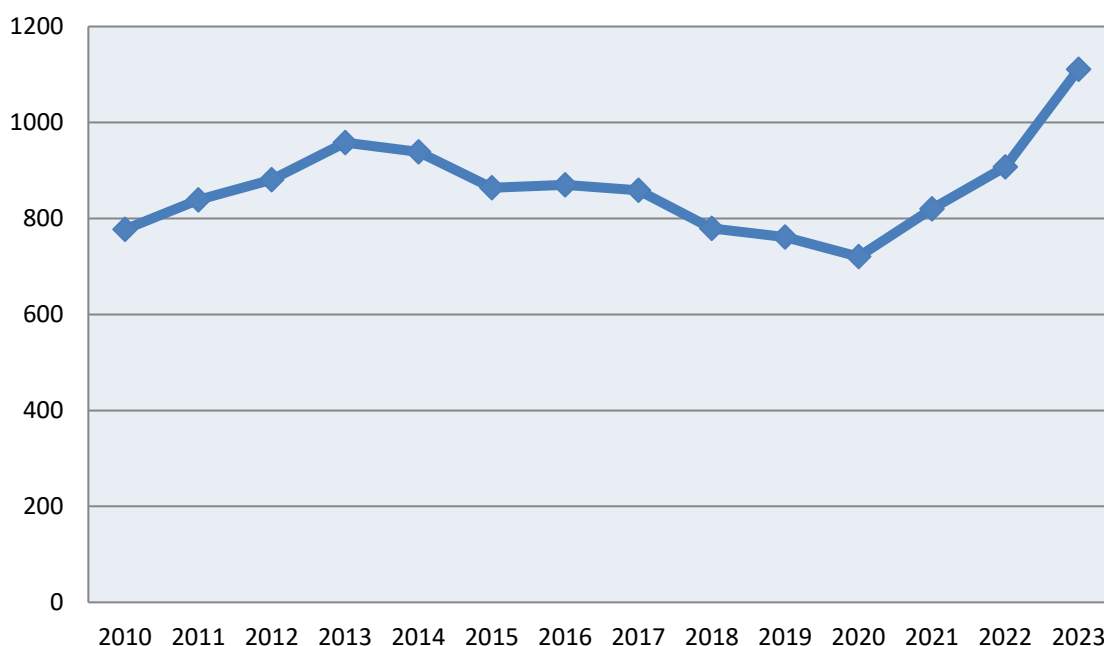


المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات (البنك الدولي، 2024)

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن لقطاع الصناعة أهمية كبيرة بالنسبة لاقتصاد تركيا، حيث بلغت القيمة المضافة لقطاع الصناعة سنة 2010 24,49% من الناتج المحلي الإجمالي، وواصلت نموه وتطوره إلى غاية 2019-2020 انخفضت القيمة المضافة بنسبة 27,33- 28,03% على التوالي وذلك بسبب الأزمة مالية في 2018 بسبب عدة عوامل مثل ارتفاع التضخم، الديون الخارجية الكبيرة، النزاعات الدبلوماسية مع الولايات المتحدة، وزيادة العقوبات. أدى ذلك إلى انهيار قيمة الليرة التركية، ثم ارتفعت في السنوات الموالية وعاودت

الانخفاض سنة 2023 بنسبة 28,26% وهذا راجع للزلزال الكبير الذي حدث في عنتاب عام 2023 تسبب في دمار واسع النطاق.

الشكل رقم(30): تطور الناتج المحلي الإجمالي في تركيا خلال الفترة 2010-2023 (مليار دولار أمريكي)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات (البنك الدولي، 2024)

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن الناتج المحلي الإجمالي شهد تذبذباً خلال هذه السنوات الأخيرة، حيث سجل أدنى قيمة له سنة 2020 بقيمة 720,34 مليار دولار أمريكي وذلك راجع لتداعيات أزمة كورونا، كما سجل أعلى قيمة له سنة 2023 بقيمة 1.11 تريليون دولار أمريكي، حيث حقق الاقتصاد التركي نجاحاً مهماً جداً في هذا العام بنموه 4.5% رغم الزلزال والسلبيات الأخرى، وبهذا المعدل أصبحت الدولة الأسرع نمواً مقارنة بدول الاتحاد الأوروبي خلال 2023، مر الاقتصاد التركي في عام 2023 بمرحلتين رئيسيتين. الأولى كانت خطة اقتصادية قبل الانتخابات، تعتمد على خفض سعر الفائدة وثبات سعر الليرة. أما بعد الانتخابات، انتقل الاقتصاد إلى خطة جديدة تركز على رفع سعر الفائدة وتقليل التدخل في سعر الليرة، مع السعي لجذب استثمارات خارجية لدعم نقص النقد الأجنبي. بعد الانتخابات، تم تعيين فريق جديد لإدارة الاقتصاد، وكان التحدي الرئيسي هو تقليص صندوق الائتمان بالدولار، الذي بلغ حجمه 120 مليار دولار. ارتفع سعر الفائدة

التركية إلى 42.5% في ظل وصول التضخم إلى 65 توقعت الحكومة انخفاض التضخم إلى 35% بحلول نهاية 2024، مما قد يشجع المودعين على العودة إلى الليرة.

5.2.2.3: نظرة عامة حول سوق اليابان للأوراق المالية الإسلامية

على الرغم من أن اليابان ليست دولة ذات أغلبية مسلمة، إلا أن هناك اهتمامًا متزايدًا بالتمويل الإسلامي، وخاصة في مجالات الأوراق المالية والسندات الإسلامية (الصكوك). وينبع هذا الاهتمام من رغبة اليابان في جذب الاستثمارات من العالم الإسلامي، وخاصة من الدول الغنية بالنفط في الشرق الأوسط وجنوب شرق آسيا.

1.5.2.2.3: نشأة الصناعة المالية الإسلامية في اليابان

شهدت اليابان تطورًا ملحوظًا في تقديم الخدمات المالية الإسلامية، بدءًا من تعديل قانون البنوك عام 2008. أطلق بنك طوكيو ميتسوبيشي منتجات تمويل إسلامية كالإجارة والمرابحة، وقدم خدمات شرعية في ماليزيا ودبي. كذلك، يقدم بنك سوميموتو ميتسوي خدمات تمويل إسلامية لمشاريع كبرى مثل الطاقة والنقل. بنك ميزوهو انضم بتقديم خدمات مالية إسلامية في لندن، بينما تدير مجموعة نومورا صندوقين متوافقين مع الشريعة في ماليزيا، قد أصبحوا من ضمن الأعضاء المراقبين في مجلس الخدمات المالية الإسلامية IFSB وهذا يبين اهتمامهم في المالية الإسلامية بشكل عام.

ومن الأنشطة المالية الإسلامية المبكرة والتي كانت خطوة نحو تعديل القوانين المحلية إصدار صكوك خارج اليابان في ماليزيا، حيث كانت شركة أيون الخدمات الإقراض أول من قام بإصدار صكوك خارج اليابان عام 2007م بقيمة 400 مليون رنجت لمدة 7 سنوات بوساطة وإدارة كل من بنك CIMB investment، Asean Bankers Malaysia و BTMU Malaysia Bank ولاحقًا في عام 2008م قام بنك سوميموتو ميتسوي أحد أبرز البنوك اليابانية أيضًا بإصدار صكوك مشاركة أيضًا بقيمة 1 مليار رنجت لمدة 7 سنوات بوساطة وإدارة بنكي BTMU Malaysia و CIMB investment Bank ، وفي عام 2010م قامت مجموعة نومورا القابضة بإصدار صكوك إجارة بقيمة 100 مليون دولار لمدة عامين وبعائد $LIBOR + 1.6\%$ ، وأدرج الطرح في بورصة ماليزيا وبضمان بيت التمويل الكويتي في ماليزيا، ولاحقًا لهذا قام بنك طوكيو ميتسوبيشي عام 2014م بإصدار صكوك وكالة بقيمة 25 مليون دولار لمدة عام بوساطة CIMB investment Bank).

كانت الإصدارات التي قامت بها المؤسسات المالية اليابانية حافزا للحكومة اليابانية لإجراء تعديلات قانونية لاستقطاب رؤوس الأموال الإسلامية الخارجية، واقتصرت هذه التعديلات على إجازة طرح الصكوك اقتداء بمراكز مالية عالمية كبريطانيا ولوكسمبورغ وسنغافورة وماليزيا وغيرها التي أصدرت واستقبلت إصدارات

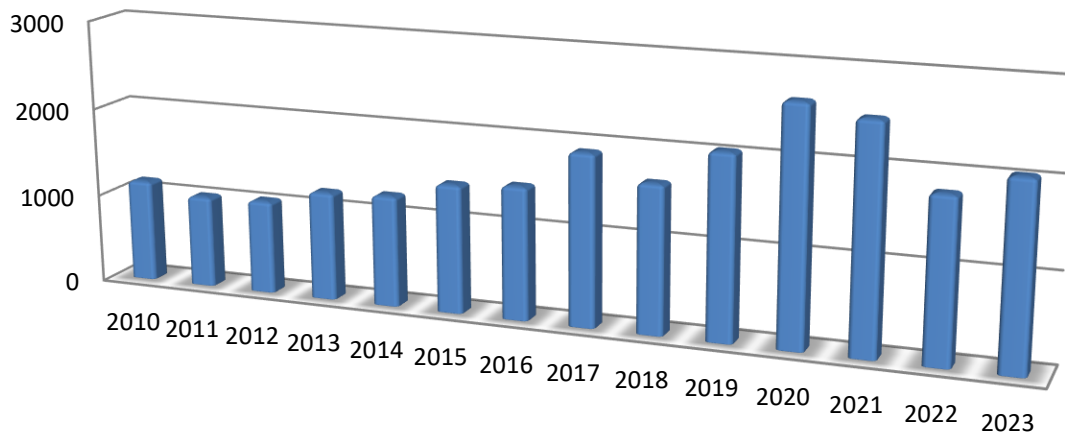
صكوك ضخمة، وهذه التعاملات التي أكسبت المالية الإسلامية صفة العالمية تعتبر إحدى العوامل التي شجعت اليابانيين للدخول في هذا المجال كتجربة أولية وذلك عام 2011م (منير، 2020، الصفحات 190-193).

2.5.2.2.3: بعض الإحصائيات حول الصناعة المالية الإسلامية في اليابان

رغم أن اليابان ليست دولة ذات أغلبية مسلمة، إلا أنها أظهرت اهتمامًا متزايدًا بالتمويل الإسلامي خلال السنوات الأخيرة، خاصة في مجال الصكوك. ويعد مؤشر داو جونز الإسلامي في اليابان جزءًا من سلسلة مؤشرات داو جونز المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، ويهدف إلى قياس أداء الشركات التي تتوافق مع معايير الشريعة في الأسواق المختلفة. الشركات اليابانية المدرجة في هذا المؤشر هي تلك التي تلتزم بمعايير الشريعة الإسلامية، والتي تستبعد القطاعات المحظورة مثل البنوك التقليدية التي تعتمد على الفائدة، والكحول، والتبغ، والقمار، وصناعة الأسلحة. على الرغم من أن السوق الإسلامية في اليابان لا تزال صغيرة مقارنة بالأسواق الأخرى، إلا أن هناك اهتمامًا متزايدًا بتطوير هذه الصناعة لجذب الاستثمارات الإسلامية. ويُعتبر مؤشر داو جونز الإسلامي في اليابان جزءًا من جهود جذب رؤوس الأموال من العالم الإسلامي، وخاصة من الأسواق الغنية بالنفط في الشرق الأوسط ودول جنوب شرق آسيا. تسعى اليابان إلى تطوير منتجات مالية إسلامية تتماشى مع القيم الإسلامية لتعزيز مكانتها كمركز مالي عالمي وجذب استثمارات جديدة.

الشكل رقم (31): تطور مؤشر داو جونز الإسلامي الياباني خلال الفترة 2010-2023 (دولار

أمريكي)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات (investing.com)

من خلال الشكل رقم 31 نلاحظ أن هناك تزايد في قيم مؤشر داو جونز الإسلامي الياباني خلال السنوات 2010-2023، حيث سجلت أعلى قيمة له سنة 2020 بـ 2640,46 دولار أمريكي وانخفض في السنوات الموالية وذلك بسبب جائحة كورونا والحرب بين أوكرانيا وروسيا، وأدنى قيمة له كانت سنة 2011 بـ 1032,34 دولار أمريكي حيث إن هذه الفترة كان الاقتصاد الياباني يعاني من ركود بعد الأزمة المالية العالمية (2008-2009) وتباطؤ الطلب العالمي.

3.5.2.2.3: نظرة عامة حول اقتصاد اليابان

تعتبر اليابان واحدة من أكثر الدول المتقدمة على مستوى العالم، حيث تحتل المرتبة الثالثة عالمياً من حيث الناتج القومي الإجمالي، الذي يعكس قيمة السلع والخدمات المنتجة خلال عام واحد، وتتميز اليابان بامتلاكها علامات تجارية عالمية شهيرة مثل "تويوتا"، "سوني"، "فوجي فيلم"، و"باناسونيك"، التي تحظى بسمعة مرموقة وإقبال واسع على مستوى العالم.

الجدول رقم (10): بطاقة تعريف الاقتصاد الياباني

	العلم
طوكيو	العاصمة
ين ياباني JPY	العملة
الزراعة و تصنيع السيارات، والإلكترونيات والسيارات والسفن واللب والورق و الأدوية	الصناعات الرئيسية
الحديد والصلب و الآلات ومعدات النقل والآلات الكهربائية والمواد الكيميائية و السيارات	السلع المصدرة
 الولايات المتحدة  الصين  كوريا الجنوبية  الاتحاد الأوروبي  تايوان	شركاء التصدير
الكيمائيات والغذاء والوقود المعدني والآلات ومعدات الماكينات الكهربائية والمواد الخام .	السلع المستوردة
 الولايات المتحدة  الصين  الإمارات العربية المتحدة  الاتحاد الأوروبي	شركاء الاستيراد

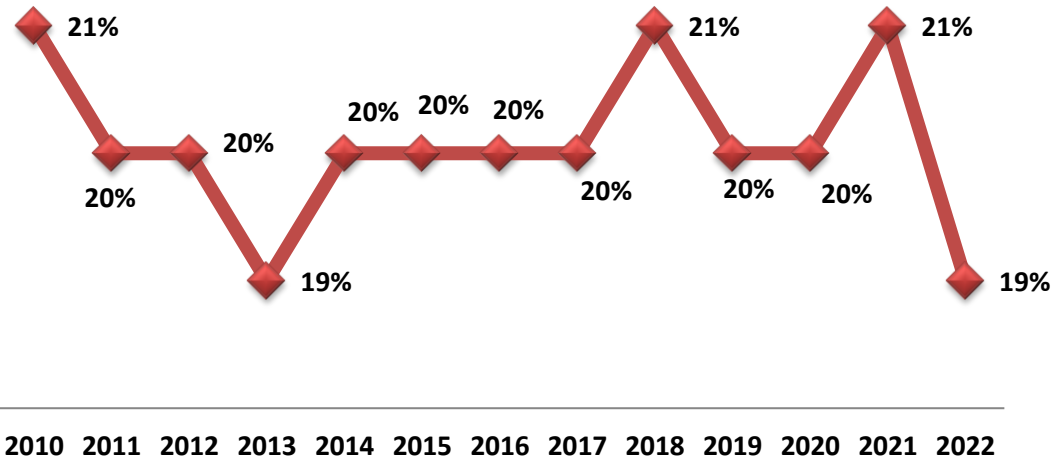
أستراليا 	
منظمة التجارة الخارجية اليابانية (JETRO) ، اتحاد رجال الأعمال الياباني (Keidanren) ، منظمة التجارة العالمية (WTO)	منظمات التجارة

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على عدة مراجع

استطاعت اليابان أن تحجز مكانة متميزة على الساحة العالمية بفضل اعتمادها على الصناعة الثقيلة القائمة على تحويل المواد الأولية المستوردة. فهي تُعد أكبر منتج للحديد والصلب في العالم، وثالث أكبر قوة في تكرير البترول. كما أنها تصدر إنتاج السيارات عالميًا، وتساهم بنسبة 40% من الإنتاج العالمي للسفن، كما تحتل اليابان المرتبة الثالثة كقوة تجارية عالمية، حيث يسجل ميزانها التجاري فائضًا سنويًا نتيجة تصدير المواد المصنعة وفرض قيود جمركية على المنتجات الأجنبية، مما يعزز حصتها بنسبة 7% من التجارة العالمية. يمثل التصنيع عماد الاقتصاد الياباني، رغم محدودية الموارد الطبيعية، حيث تعتمد الشركات اليابانية على استيراد المواد الخام وتحويلها إلى منتجات ذات قيمة مضافة تُباع محليًا أو تُصدر إلى الخارج، أما بالنسبة لمجال التكنولوجيا، تُعد اليابان رائدة عالميًا في تطوير الإنسان الآلي، وهو أحد القطاعات الواعدة للنمو الاقتصادي المستقبلي. مثال على ذلك "أسيمو"، الروبوت الشبيه بالبشر الذي طورته شركة "هوندا"، والذي يتميز بقدرته على المشي والتحدث بعدة لغات. وفي المستقبل، من المتوقع أن تشارك الروبوتات في مختلف المجالات العملية وتتعايش جنبًا إلى جنب مع البشر، كما نراه في أفلام الخيال العلمي.

الشكل رقم (32): تطور القيمة المضافة (%) من الناتج المحلي الإجمالي لقطاع الصناعة خلال الفترة

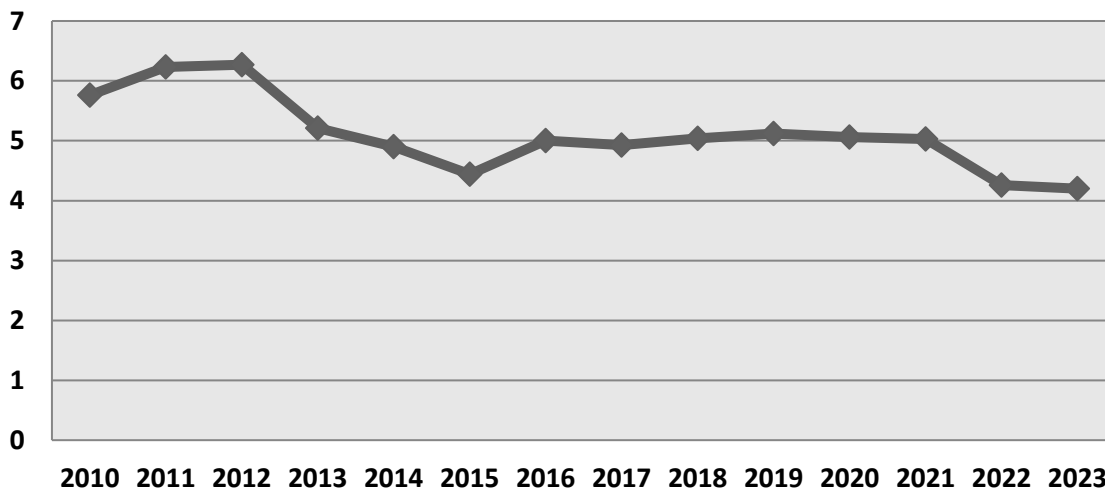
2010-2022 في اليابان



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات (البنك الدولي، 2024)

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن لقطاع الصناعة أهمية كبيرة في تحقيق النمو الاقتصادي الذي هو عليه الآن في اليابان بحيث أن نسبة القيمة المضافة من الناتج المحلي الإجمالي في اليابان خلال هذه الفترة تعتبر نسبة كبيرة مقارنة مع القطاعات الأخرى.

الشكل رقم (33): تطور الناتج المحلي الإجمالي في اليابان خلال الفترة 2010-2023
(تريليون دولار أمريكي)



من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن الناتج المحلي الإجمالي في تذبذب وهذا الراجع للأحداث المختلفة التي حدثت في البلاد وخارج البلاد عالمياً أدت للانتعاش والركود خلال هذه الفترة، حيث سجلت أعلى قيمة له سنة 2012 بحوالي 6.27 تريليون دولار أمريكي، وهذا راجع لإطلاق سياسات اقتصادية شاملة تعرف بـ"أبينوميكس"، أدى إلى تحفيز النمو الاقتصادي بعد عقود من الركود الاقتصادي بسبب مخلفات الأزمة المالية سنة 2008، وكانت أدنى قيمة له سنة 2023 بحوالي 4.2 تريليون دولار أمريكي وهذا راجع لتأثيرات جائحة كورونا والحرب بين أوكرانيا وروسيا.

6.2.2.3: نظرة عامة حول سوق الهند للأوراق المالية الإسلامية

تعد الهند من بين أكبر الديمقراطيات في العالم، حيث تتمتع بحضور دولي قوي من خلال المشاركة في مختلف المنظمات الاقتصادية والحكومية الدولية مثل دول مجموعة الدول السبع ومجموعات دول مجموعة العشرين (Mohammad, Kassim, Dhimmarr, Zahid, & Fuadi, 2021, p. 148)، ورغم كونها دولة ذات أغلبية غير مسلمة، تضم عددًا كبيرًا من السكان المسلمين وتتمتع بإمكانات كبيرة لتطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية. في السنوات الأخيرة، شهدت الهند اهتمامًا متزايدًا بإنشاء منتجات وخدمات مالية متوافقة مع الشريعة الإسلامية.

1.6.2.2.3: نشأة الصناعة المالية الإسلامية في الهند

في الماضي، شكلت حكومة الهند عدة لجان لدراسة تخلف المجتمع المسلم. ومن بين هذه اللجان لجنة ساشار التي تعد الأبرز. وقد تم تشكيل اللجنة في 9 مارس 2005 لدراسة وإعداد تقرير عن الوضع الاجتماعي والتعليمي والاقتصادي للمسلمين (Taufeeque, Naushad, & Farooque, 2020, p. 488).

نمو الخدمات المصرفية والمالية الإسلامية في الهند ما يزال بطيئًا رغم وجود فرص واعدة، نظرًا لحجم السكان المسلمين الكبير، إذ بلغ عددهم 177.28 مليون نسمة (13.4% من السكان) عام 2010، ومن المتوقع أن يتجاوز 236 مليون بحلول عام 2030. الهند تعد ثالث أكبر دولة من حيث عدد المسلمين، وأسرعهم نموًا بعد باكستان، ما يدفع خبراء الاقتصاد للدعوة إلى تطوير الخدمات المالية الإسلامية، الشريعة الإسلامية تفرق بين الدخل الحلال (من أنشطة مشروعة) والحرام (من أنشطة محظورة مثل الفائدة والمقامرة والخمور). معظم المسلمين في الهند يفضلون إدارة أموالهم بطرق "حلال"، إلا أن هيمنة الفائدة في النظام المالي الهندي تعيق مشاركتهم النشطة، في عام 2005 عيّن بنك الاحتياطي الهندي لجنة لدراسة إمكانية البنوك الإسلامية، لكنها

خلصت إلى صعوبة تنفيذها تحت القوانين الحالية. لجنة راغورام راجان (2008) أوصت بتبني نظام مصرفي خالٍ من الفائدة. كما دعا رئيس الوزراء مانموهان سينغ لاحقاً إلى دراسة جدوى التمويل الإسلامي مجدداً، ظهرت بعض المبادرات المشجعة مثل إطلاق مؤشر **BSE Shariah 50** ، الذي يستبعد الشركات المخالفة للشريعة، بالتعاون مع شركات استشارية إسلامية. كما أطلقت شركة تاتا صندوق تاتا الإسلامي للأسهم (2010)، وافتتحت ريلانيس شركة لإدارة الأصول الإسلامية في ماليزيا (2009). كذلك، أبدى بنك الدولة الهندي (SBI) اهتمامه بالتمويل الإسلامي وطرح وثيقة للتشاور العام. (Manzoor, 2013, pp. 111-112).

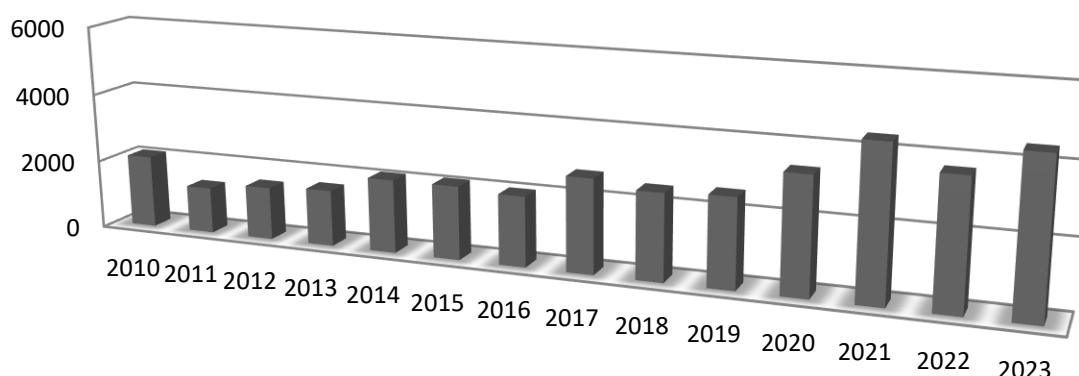
كما سبق وذكرنا أن مؤشر داو جونز الإسلامي يُعد أداة استثمارية هامة تُستخدم لتتبع الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في الأسواق المالية. تم إطلاق مؤشرات داو جونز الإسلامية في أواخر التسعينيات عالمياً، وبدأت بالانتشار تدريجياً في مختلف الدول، وفي الهند، تم تقديم مؤشر داو جونز الإسلامي لأول مرة في عام 2009 تم تصميم المؤشر لتلبية احتياجات المستثمرين المسلمين في البلاد، حيث يساعد على الاستثمار في الشركات المتوافقة مع المعايير الشرعية التي تحظر التعامل في قطاعات مثل الكحول، التبغ، الفوائد الربوية، والمقامرة.

2.6.2.2.3: بعض الإحصائيات حول الصناعة المالية الإسلامية في الهند

تُعتبر الصناعة المالية الإسلامية في الهند قطاعاً ناشئاً، حيث أن البلاد تسعى إلى دمج مبادئ التمويل الإسلامي وسط نظامها المالي التقليدي. فيما يلي بعض الإحصائيات والتطورات المتعلقة بهذا القطاع:

الشكل رقم (34): تطور مؤشر داو جونز الإسلامي الهندي خلال الفترة 2010-2023 (دولار

أمريكي)



	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
■ djimi	2101	1331	1524	1623	2120	2122	2020	2715	2502	2574	3363	4391	3698	4438

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات (investing.com)

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن مؤشر داو جونز الإسلامي تميز باتجاه تصاعدي خلال السنوات الماضية، حيث أن في السنوات الأولى كان بنسب منخفضة وذلك لان نمو الخدمات المصرفية والمالية الإسلامية كان بطيء للغاية في الهند، وكان هذا التطور مدفوعاً بزيادة الاهتمام بالاستثمارات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، مما يعكس تزايد الثقة في الاستثمارات الإسلامية عالمياً، وكنتيجة لهذا زيادة الطلب على المنتجات المالية المتوافقة مع الشريعة.

3.6.2.2.3: نظرة عامة حول اقتصاد الهند

صنف الاقتصاد الهندي على أنه سوق نامٍ متوسط الدخل، ويحتل المرتبة السادسة عالمياً من حيث الناتج المحلي الإجمالي الاسمي والثالثة من حيث تعادل القوة الشرائية. وفقاً لصندوق النقد الدولي، تحتل الهند المرتبة 145 من حيث الناتج المحلي الإجمالي الاسمي للفرد والمرتبة 122 من حيث تعادل القوة الشرائية للفرد. بين عامي 1947 و1991، نفذت الهند بعد الاستقلال سياسات اقتصادية حمائية تتميز بالإشراف التنظيمي المكثف، وهو النظام الذي يشار إليه عادة باسم "نظام الترخيص". ومع ذلك، مع انتهاء الحرب الباردة وأزمة ميزان المدفوعات الشديدة في عام 1991، خضعت البلاد لإصلاحات اقتصادية شاملة وتحرير السوق. وبحلول أوائل القرن الحادي والعشرين، كان اقتصاد الهند ينمو بقوة، محققاً معدل نمو سنوي يتراوح بين 6% و7%. بين

عامي 2013 و2018، تجاوزت الهند الصين لتصبح أسرع اقتصاد رئيسي نموًا في العالم. تاريخيًا، احتلت الهند مكانة أكبر اقتصاد في العالم طوال معظم الألفي عام الماضية، الممتدة من القرن الأول إلى القرن التاسع عشر.

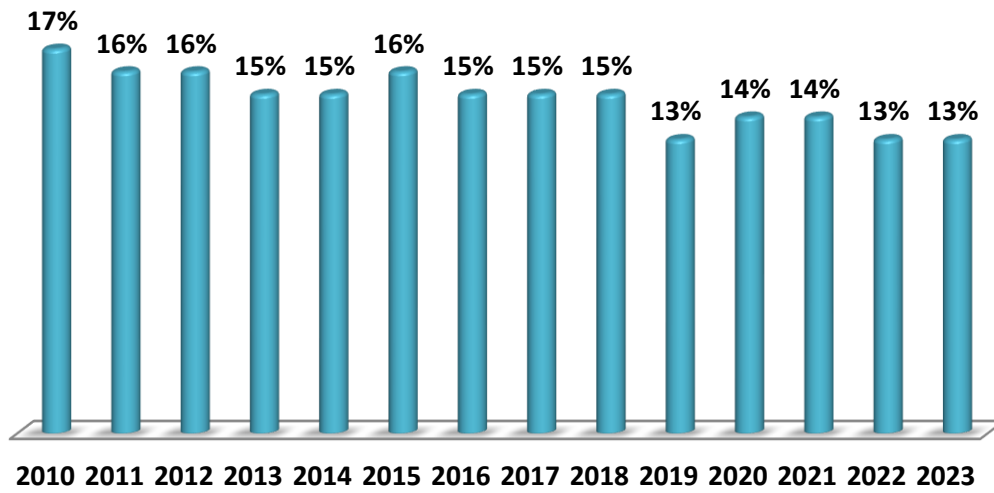
الجدول رقم (11): بطاقة تعريف الاقتصاد الهندي

	العلم
نيودلهي	العاصمة
الروبية الهندية INR	العملة
صناعة الأقمشة والمنسوجات و الحديد و الصلب والنفط ومشتقاته وأيضاً الحلي والمجوهرات والسيارات وصناعة السيراميك	الصناعات الرئيسية
منتجات البترول والأجهزة الالكترونية والألماس والمنتجات الطبية والحديد والصلب والمركبات والآلات	السلع المصدرة
 الولايات المتحدة  الإمارات العربية المتحدة  هونغ كونغ  الصين  سنغافورة  المملكة المتحدة	شركاء التصدير
النفط الخام، الأحجار الكريمة وشبه الكريمة والمجوهرات، المعدات والآلات الكهربائية، المفاعلات النووية والآلات والأجهزة الميكانيكية	السلع المستوردة
 الولايات المتحدة  الصين  الإمارات العربية المتحدة  ألمانيا  إندونيسيا  كوريا الجنوبية  ماليزيا	شركاء الاستيراد
منظمة التجارة العالمية (WTO)، اتفاقيات التجارة الإقليمية (RTAs)،	منظمات التجارة

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على عدة مراجع

تشير التوقعات طويلة الأمد للاقتصاد الهندي إلى نمو إيجابي مدعوم بعوامل مثل التركيبة السكانية الشابة وزيادة الادخار والاستثمار. يعتمد الاقتصاد بشكل كبير على الاستهلاك المحلي، الذي يمثل 60% من الناتج المحلي الإجمالي، مما يجعل الهند سادس أكبر سوق استهلاكي عالمي. تُعزز النمو أيضًا الإنفاق الحكومي والاستثمار والتصدير، حيث تعد الهند من بين أكبر المستوردين والمصدرين عالميًا.

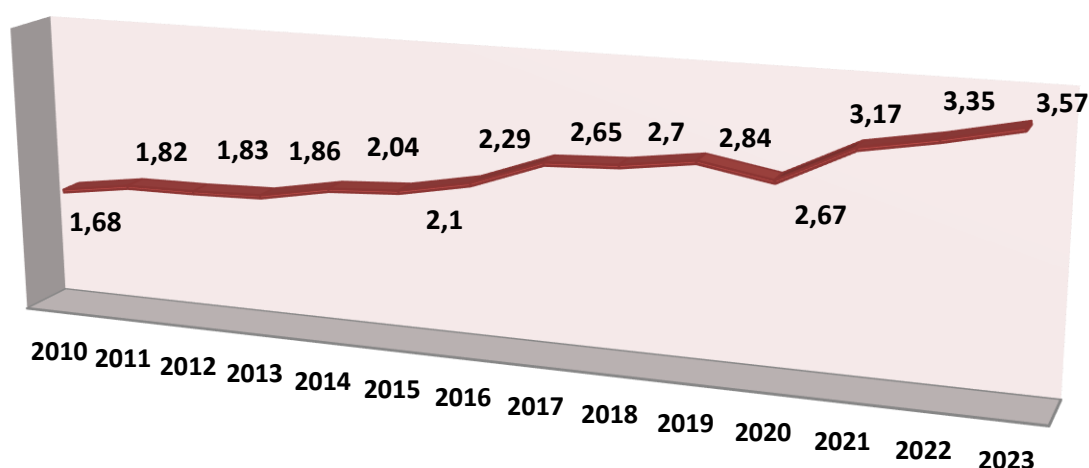
الشكل رقم (35): تطور القيمة المضافة (% من الناتج المحلي الإجمالي) لقطاع الصناعة خلال الفترة 2010-2023 في الهند



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات (البنك الدولي، 2024)

شهدت القيمة المضافة لقطاع الصناعة (كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي) في الهند على مدار الفترة 2010-2023 تأرجح ضمن قيم متقاربة، مما يعكس استقرارًا نسبيًا مع غياب نمو تصاعدي واضح، على العموم يعتبر قطاع الصناعة أحد المحركات الرئيسية للاقتصاد الهندي، حيث يساهم بنسب متفاوتة.

الشكل رقم (36): تطور الناتج المحلي الإجمالي في الهند خلال الفترة 2010-2023 (تريليون دولار أمريكي)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات (البنك الدولي، 2024)

تميز الناتج المحلي الإجمالي في الهند بنمو ملحوظ في الآونة الأخيرة، مما يعكس التعافي الاقتصادي وزيادة الإنتاجية، التحولات الإيجابية في اقتصاد البلاد، متأثرًا بعوامل اقتصادية داخلية وخارجية، حيث أن الفترة 2010-2014 تميزت بالنمو المستقر، الانخفاض الذي كان سنة 2015 راجع لقرار إلغاء العملات حيث أعلنت الحكومة الهندية عن سحب الفئات النقدية الكبيرة من التداول بهدف مكافحة الفساد. أدى هذا القرار إلى اضطرابات اقتصادية قصيرة المدى، حيث تأثرت القطاعات غير الرسمية بشكل خاص، بالنسبة للفترة 2016-2019 تميزت بتسارع في النمو بسبب إصلاحات السياسة النقدية، أما بالنسبة للانخفاض الذي حدث سنة 2020 راجع لتأثيرات جائحة كوفيد-19 التي أثرت على العالم ككل، بعد هذه النكبة استعاد الاقتصاد زخم النمو.

7.2.2.3: نظرة عامة حول سوق الصين للأوراق المالية الإسلامية

رغم أن الصين ليست دولة ذات أغلبية مسلمة، فإن سوق الأوراق المالية الإسلامية فيها تشكل قطاعاً ناشئاً يتمتع بإمكانات وتأثير كبيرين. ويكمن أساس هذه السوق في وجود نحو 20 مليون مسلم داخل الصين. فضلاً عن ذلك، تعمل الحكومة الصينية بنشاط على تعزيز العلاقات الاقتصادية مع الدول الإسلامية، وخاصة

من خلال المبادرات الإستراتيجية مثل مشروع "الحزام والطريق"، التي تهدف إلى تعزيز الروابط التجارية والاستثمارية عبر آسيا والشرق الأوسط وخارجها. ويسلط هذا النهج الاستراتيجي الضوء على جهود الصين الرامية إلى التكامل والانخراط في منظومة التمويل الإسلامي العالمية.

1.7.2.2.3: نشأة الصناعة المالية الإسلامية في الصين

يوجد في الصين 56 مجموعة عرقية، بما في ذلك أكثر من عشر أقليات عرقية، مثل الهوي والأويغور والكازاك ودونغشيانغ، وهم مسلمون في الغالب. يبلغ عدد السكان المسلمين في الصين حوالي 25 مليون نسمة. ومع ذلك، لا تزال الصناعة المالية الإسلامية في الصين متخلفة عن نظيرتها التقليدية ولديها إمكانات كبيرة للتطور. وباعتبارها مركزاً مالياً دولياً، قامت هونج كونج بتقييم الوضع وأصدرت بنجاح صكوكاً في عام 2007، إن البر الرئيسي للصين لا يزال يفتقر إلى الكثير. وعلى الرغم من فتح نافذة للخدمات المالية الإسلامية في مقاطعة نينغشيا في عام 2009، إلا أن محتوى الخدمة محدود. إن المناطق الداخلية في الصين شاسعة وغنية، حيث توفر مقاطعة نينغشيا فقط التمويل الإسلامي. وعلى هذا النحو، فإن التمويل الإسلامي لديه فرصة كبيرة في الصين لخدمة السوق الإسلامية وحتى جذب الاستثمارات الأجنبية والمحلية، ولقد بادرت الصين بمبادرة "حزام واحد، طريق واحد" One Belt One Road التي تعزز التعاون الاقتصادي والتجاري الدولي، إن معظم الدول الواقعة على طول هذا طريق هي دول إسلامية. ويمكن للتمويل الإسلامي أن يكون أكثر فائدة لتنفيذ هذه مبادرة، حيث تعد دول الخليج والدول العربية القائمة على التمويل الإسلامي الشركاء الرئيسيين للصين (Sarker, Khatun, & Alam, 2020, p. 1725). وفي السنوات الأخيرة، توترت العلاقات بين الدول الغربية المتقدمة والدول الإسلامية، إن صورة الصين كقوة مستقرة وقوية تشكل خياراً استثمارياً بديلاً جيداً لهذه الدول الإسلامية (Yan, Haji Yahya, Latip, & Hafiz Ali, 2022, pp. 88–89).

في منتصف تسعينيات القرن العشرين، شهدت السوق المالية الدولية نمواً هائلاً للصناديق الإسلامية في جميع أنحاء العالم. وكان سبب هذا النمو هو وعي المسلمين وطلبهم المشاركة في الاستثمار في سوق رأس المال، أطلق مؤشر داو جونز مجموعة مؤشراتته الإسلامية في عام 1999 من أجل تسهيل وتمكين مديري الصناديق الإسلامية من إجراء الأعمال في عالم سوق رأس المال. بعد ذلك، تبع هذا الابتكار أسواق الأسهم والمؤسسات المالية الأخرى في تطوير مؤشراتهم الإسلامية الخاصة، مثل بورصة فاينانشال تايمز للأوراق المالية (FTSE) ومؤشر ويلينجتون الإسلامي ومؤشر سيتي بنك الإسلامي ومؤشر جلوبال أالينس الإسلامي، إلخ. تستبعد الطبقة الأولى من الفحص النوعي لسوق داو جونز الإسلامي (DJIM) الشركات المشاركة في

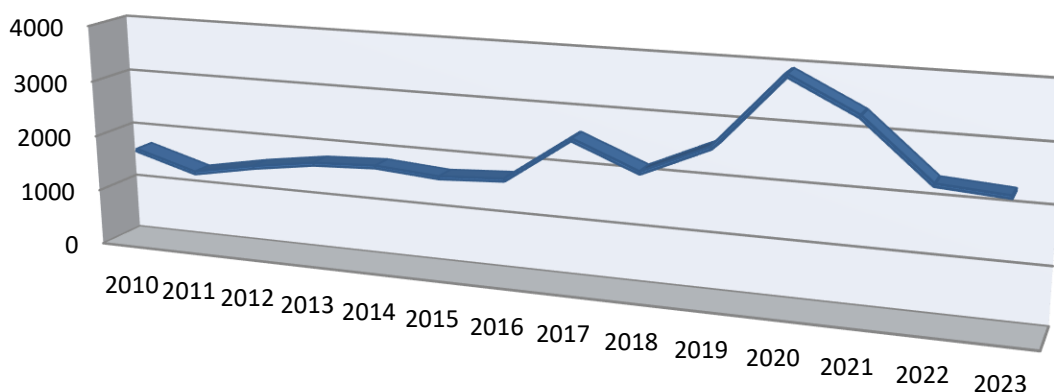
المعاملات المحظورة في الشريعة الإسلامية مثل الكحول ولحم الخنزير والخدمات المالية التقليدية والترفيه والتبغ والأسلحة والدفاع. الطبقة الثانية من الفحص الكمي لـ DJIM استناداً إلى النسب المالية، تهدف إلى إزالة الشركات بناءً على مستويات الدخل من الديون والفوائد في ميزانياتها العمومية (Buerhan & Mansur, 2016, p. 1897).

تم إطلاق مؤشر داو جونز الإسلامي للأسهم الصينية المدرجة في هونغ كونغ في عام 2008، يهدف هذا المؤشر إلى قياس أداء أكبر الشركات الصينية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، والتي تمارس أنشطتها الرئيسية في البر الصيني وتتداول أسهمها في بورصة هونغ كونغ.

2.7.2.2.3: بعض الإحصائيات حول الصناعة المالية الإسلامية في الصين

على الرغم من أن الصين ليست لاعباً مهيمناً في صناعة التمويل الإسلامي، فإن السوق تشهد تطوراً مطرداً، بفضل الشراكات مع الدول الإسلامية والطلب المتزايد على المنتجات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية. وفيما يلي بعض الإحصائيات والرؤى الرئيسية فيما يتصل بتطور التمويل الإسلامي في الصين:

الشكل رقم (37): تطور مؤشر داو جونز الإسلامي الصيني خلال الفترة 2010-2023 (دولار أمريكي)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على (investing.com)

بحسب الشكل المدرج أعلاه نلاحظ أن المؤشر في تزايد خلال هذه السنوات الأخيرة، بالنسبة للفترة الأولى 2010-2016 بدأ مفهوم المؤشرات الإسلامية يتخذ شكلاً مبدئياً في الصين، خاصة مع زيادة الوعي بأهمية

الفصل الثالث: الدراسة القياسية

التمويل الإسلامي، و إدراج شركات صينية ضمن المؤشر العالمي لداو جونز الإسلامي، مما وفر للمستثمرين الإسلاميين فرصة للمشاركة في السوق الصينية، ونلاحظ في الفترة 2018-2020 أن المؤشر بلغ أعلى قيمة له سنة 2020 بحوالي 3919.23 دولار أمريكي، وهذا راجع لنتائج مبادرة حزام واحد، طريق واحد One Belt One Road، وبعد ذلك عاد المؤشر للانخفاض بسبب نتائج جائحة كورونا و الحرب التي حدثت بين أوكرانيا وروسيا التي أثرت على العالم ككل.

3.7.2.2.3: نظرة عامة حول اقتصاد الصين

لقد شهدت الصين نمواً اقتصادياً ملحوظاً منذ تأسيس جمهورية الصين الشعبية عام 1949. وتسارع هذا التقدم بشكل كبير بعد إدخال سياسة الإصلاح والانفتاح في عام 1978، مما مكن الاقتصاد الصيني من تحقيق تنمية ثابتة وقوية على مر السنين.

الجدول رقم (12): بطاقة تعريف الاقتصاد الصيني

	العلم
بكين	العاصمة
يوان صيني أو رنمينبي (Rmb)	العملة
التنقيب والتسييك، حديد، صلب، ألومنيوم، والمعادن الأخرى، الفحم الحجري؛ صناعة الآلات؛ التسليح؛ النسيج وملابس؛ النفط؛ الأسمنت؛ الكيماويات؛ السماد؛ ومنتجات الاستهلاك، من بينها الأحذية، اللعب، الإلكترونيات؛ التعليب؛ وسائل النقل، من ضمنها السيارات، القاطرات، السفن، والطائرات؛ أدوات الاتصال عن بعد، المركبات الفضائية ذات المهمات التجارية والسياحية، الساتلات.	الصناعات الرئيسية
آلات المكتب & معدات معالجة البيانات، تجهيزات الاتصال عن بعد، الآلات الكهربائية، الملابس والنسيج، المصنوعات المتنوعة.	السلع المصدرة
 الاتحاد الأوروبي  الولايات المتحدة  هونغ كونغ  اليابان	شركاء التصدير
الآلات الكهربائية، النفط ومشتقاته والأدوات العلمية، المعادن	السلع المستوردة

الفصل الثالث: الدراسة القياسية

المتنوعة , آلات المكتب ومعدات معالجة البيانات.	
 اليابان  الاتحاد الأوروبي  كوريا الجنوبية  تايوان  الولايات المتحدة	شركاء الاستيراد
منظمة التجارة العالمية ومجموعة العشرين وأخرى.	منظمات التجارة

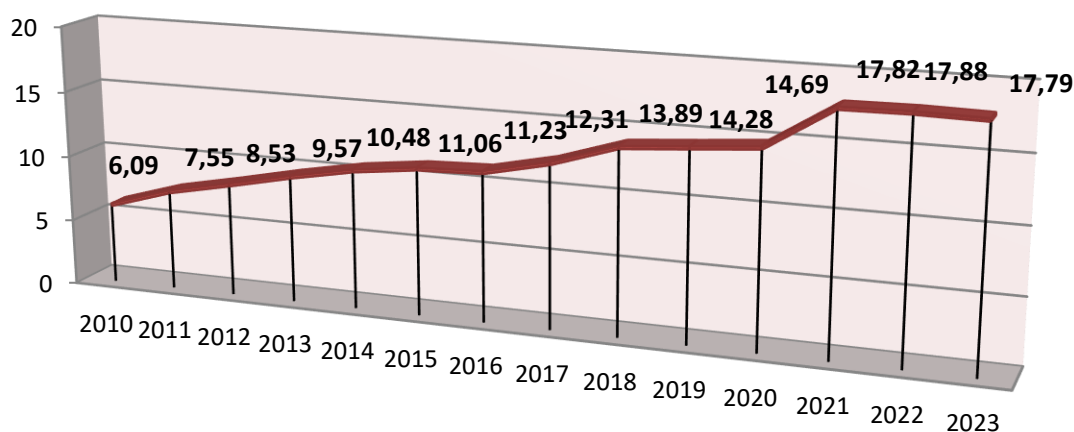
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على عدة مراجع

يحتل اقتصاد جمهورية الصين الشعبية المرتبة الثانية على مستوى العالم بعد الولايات المتحدة. وقد تجاوزت اليابان في عام 2010 ناتج محلي إجمالي اسمي بلغ 4.91 تريليون دولار (2009) بأسعار الصرف و8.8 تريليون دولار عند قياسه بتبادل القوة الشرائية. وعلى مدى السنوات الثلاثين الماضية، كانت الصين أسرع اقتصاد رئيسي نموًا، حيث حققت معدل نمو سنوي يتجاوز 10%.

وقد أدى هذا النمو السريع إلى الحد بشكل كبير من الفقر، حيث أدى نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي إلى انخفاض الفقر بنسبة 8% سنويًا على مدى العقود الثلاثة الماضية. ومع ذلك، فقد سلط التوسع الضوء أيضًا على التفاوت في الدخل. اعتبارًا من عام 2008، تم تصنيف الصين كدولة ذات دخل متوسط منخفض، حيث بلغ نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الاسمي 3180 دولارًا، واحتلت المرتبة 104 عالميًا، وبلغ نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي على أساس تعادل القوة الشرائية 5943 دولارًا، واحتلت المرتبة 97.

في عام 2023، عدل صندوق النقد الدولي توقعاته للنمو الاقتصادي في الصين إلى 5.4%. وبفضل زخمها الاقتصادي، أصبحت الصين أكبر دولة تجارية، وأكبر دولة مصدرة، وثاني أكبر دولة مستوردة في العالم.

الشكل رقم (38): تطور الناتج المحلي الإجمالي في الصين خلال الفترة 2010-2023
(تريليون دولار أمريكي)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات (البنك الدولي، 2024)

استناداً إلى الشكل الموضح أعلاه نلاحظ أن الناتج المحلي الإجمالي في الصين خلال الفترة 2010-2023 في تزايد و تطور مستقر، فقد تمكن على مدى العقود الثلاثة الماضية الاقتصاد الصيني من تحقيق نمواً ثابتاً وقوياً، وانتقل من نظام مركزي تسيطر عليه الدولة إلى اقتصاد أكثر انفتاحاً وتكاملاً عالمياً. وكان هذا التحول مدفوعاً بالتركيز الاستراتيجي على التجارة الدولية، والإصلاحات الموجهة نحو السوق، والتركيز على جذب الاستثمار الأجنبي. وقد أدى هذا التحول إلى وضع الصين كلاعب رئيسي في المشهد الاقتصادي العالمي، مما ساهم بشكل كبير في تنميته وتحديثه.

8.2.2.3: نظرة عامة حول سوق كندا للأوراق المالية الإسلامية

لا تزال سوق الأوراق المالية الإسلامية في كندا في مرحلتها الأولى ولكنها تكتسب زخماً مستمراً. ويعود هذا النمو إلى تزايد عدد السكان المسلمين والطلب المتزايد على المنتجات المالية التي تلتزم بمبادئ الشريعة الإسلامية. كما يدعم الاهتمام المتزايد بخيارات الاستثمار الأخلاقية والشاملة تطوير هذه السوق ضمن المشهد المالي المتنوع في كندا.

1.8.2.2.3: نشأة الصناعة المالية الإسلامية في كندا

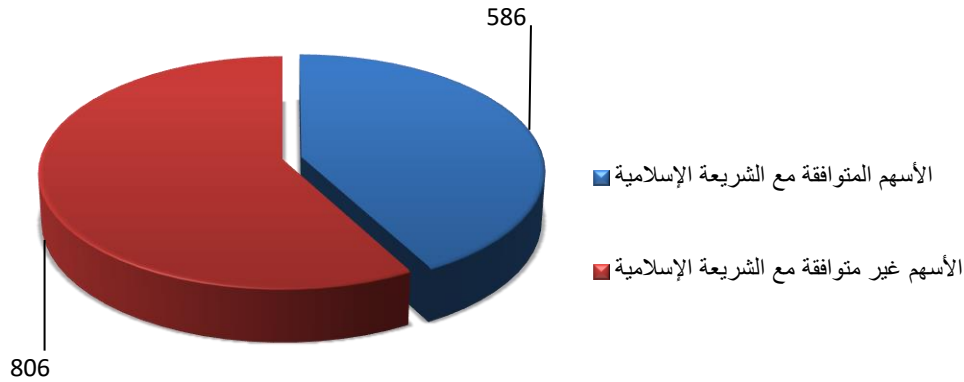
يواجه التمويل الإسلامي في كندا نفس التحديات التي يواجهها في أجزاء أخرى من العالم. إن الافتقار إلى المعرفة حول الامتثال للشريعة الإسلامية هو التحدي الأكبر الذي تواجهه المؤسسات المالية في كندا. خاض بنك رويال كندا هذه السوق من خلال اختبار منتجات تمويل متوافقة مع الشريعة الإسلامية قبل بضع سنوات، لكن البنك واجه نقصاً في الطلب وقرر عدم متابعة أي شيء آخر في ذلك الوقت الآن، تتغير اتجاهات السوق وتتطلع معظم المؤسسات المالية إلى دمج التمويل الإسلامي في نظامها المالي. بدأت المؤسسات المالية في البحث في بعض حزم الخدمات المصرفية الأساسية للأفراد مثل الشيكات والادخار وصناديق الودائع الآمنة وبطاقات الائتمان. يجب على المؤسسات المالية العمل بشكل وثيق مع المؤسسات المالية الأصغر حجماً وهذا سيعطيها تعرضاً أفضل للمجتمعات الأصغر في مختلف أنحاء كندا، هناك إعلانات وتطورات حديثة تعكس الاهتمام المتزايد بالتمويل الإسلامي في النظام المالي الكندي. يجتمع ممثلو كل مجموعة لمناقشة وتلبية الاحتياجات المالية الإسلامية وكيفية دمجها مع المنتجات المتوافقة مع القانون التجاري الإسلامي. تعمل مؤسسة كندا للرهن العقاري والإسكان (CMHC) بنشاط على تنفيذ الرهن العقاري المتوافق مع القانون التجاري الإسلامي. أخيراً، هناك تقارير تفيد بأن عدداً من الطلبات قيد المراجعة مع مكتب مراقب المؤسسات المالية الكندية (OSFI) للحصول على إذن لإنشاء وتنمية النظام المالي الإسلامي في كندا (Imtiaz, 2011, pp. 34-35).

بين عامي 2010 و2020، تبنى المستثمرون والمؤسسات الكندية بشكل متزايد مؤشر داو جونز الإسلامي كمعيار للاستثمارات الإسلامية. وقد نتج هذا الاتجاه عن الطلب المتزايد على المنتجات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، والتي تغذيها أعداد السكان المسلمين المتزايدة في كندا والاهتمام من جانب المستثمرين الدوليين الباحثين عن فرص استثمارية أخلاقية ومتوافقة مع الشريعة.

2.8.2.2.3: بعض الإحصائيات حول الصناعة المالية الإسلامية في كندا

كما ذكرنا آنفاً، لا تزال صناعة التمويل الإسلامي في كندا في مراحلها الأولى مقارنة بالدول ذات الأغلبية المسلمة. ومع ذلك، فهي تتقدم تدريجياً، مدفوعة بالطلب المتزايد من المجتمع المسلم والمستثمرين الدوليين. وفيما يلي بعض الإحصائيات والحقائق البارزة:

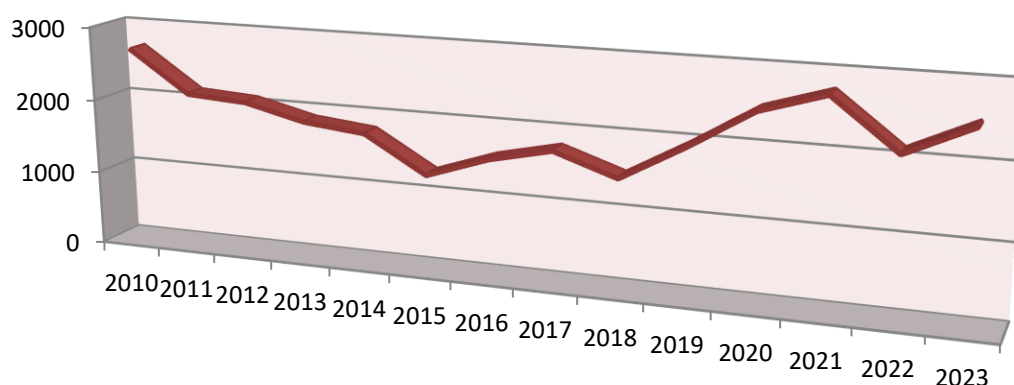
الشكل رقم (39): الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في كندا سنة 2023



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على موقع (Islamicly web platform, 2024)

إن الوعي المتزايد بالاستثمارات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في كندا أمر مهم، خاصة مع زيادة عدد السكان المسلمين ونمو الطلب على مثل هذه الاستثمارات. إذا كانت 57.8% من جميع الأسهم المدرجة في كندا تعتبر متوافقة مع الشريعة الإسلامية، فهذا يعني أن هناك جزءًا كبيرًا من سوق الأسهم متاحًا للمستثمرين الإسلاميين الذين يبحثون عن خيارات استثمارية أخلاقية وحلال.

الشكل رقم (40): تطور مؤشر داو جونز الإسلامي الكندي خلال الفترة 2010-2023 (دولار أمريكي)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات (investing.com)

بالنظر إلى الرسم البياني أعلاه نلاحظ أنه هناك تذبذب في قيمة مؤشر داو جونز الإسلامي حيث كانت أدنى قيمة له سنة 2015 بحوالي 1307,55 دولار أمريكي، وذلك بسبب انخفاض حاد في أسعار النفط، مما أدى إلى تراجع إيرادات الحكومة الكندية وارتفاع العجز المالي، و ضعف الدولار الكندي أمام العملات الأخرى و تراجع أداء سوق الأسهم الكندي، وأعلى قيمة له سنة 2021 بحوالي 2752,23 دولار أمريكي، وذلك نتيجة لتعافي سريع للأنشطة الاقتصادية والأسواق المالية بفضل حزم التحفيز.

3.8.2.2.3: نظرة عامة حول اقتصاد كندا

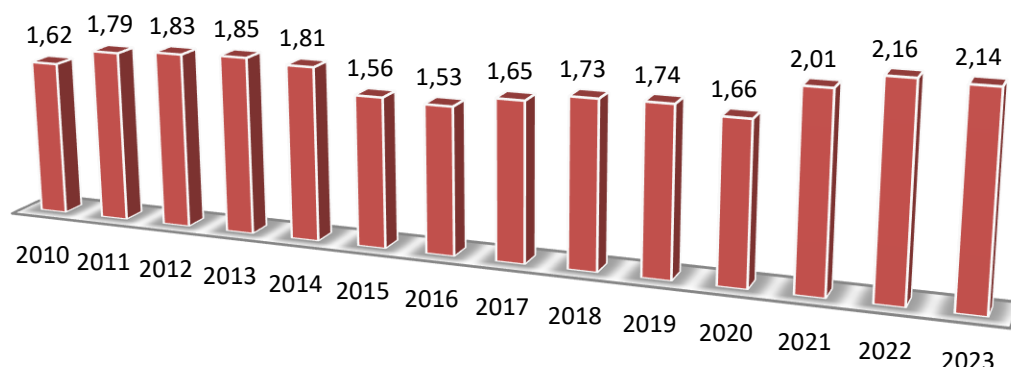
الاقتصاد الكندي هو في المقام الأول اقتصاد مختلط متقدم. يحتل المرتبة التاسعة عالميًا من حيث الناتج المحلي الإجمالي والخامسة عشرة من حيث نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي. مثل الدول المتقدمة الأخرى، يهيمن قطاع الخدمات على اقتصاد كندا إلى حد كبير، والذي يعمل به حوالي 75٪ من السكان، تحتل كندا مكانة رائدة عالميًا عندما يتعلق الأمر بالقيمة المقدرة لمواردها الطبيعية، والتي بلغت 33.2 تريليون دولار أمريكي في عام 2019. تفتخر البلاد بثالث أكبر احتياطيات نفطية في العالم، وهي رابع أكبر مصدر للنفط والغاز الطبيعي. نظرًا لمواردها الهائلة من الطاقة، غالبًا ما يُنظر إلى كندا على أنها "قوة عظمى في مجال الطاقة". على الرغم من حجمها، فإن عدد سكان البلاد منخفض نسبيًا ويبلغ 38 مليون نسمة.

الجدول رقم (13): بطاقة تعريف الاقتصاد الكندي

	العلم
أوتاوا	العاصمة
دولار كندي (CAD)	العملة
وسائل النقل وكيمياويات ومعادن معالجة وغير معالجة ومنتجات غذائية ومنتجات الورق والأخشاب والنفط الرملي ومنتجات الأسماك والنفط والغاز الطبيعي ومعادن مثل الذهب والحديد والمغنيسيوم.	الصناعات الرئيسية
مركبات مختلفة مع أدواتها الاحتياطية ومكائن صناعية ومركبات جوية وأجهزة اتصال عن بعد وكيمياويات ولدائن وأسمدة ولب ورق وخشب منشور وبنفط خام، وغاز طبيعي وكهرباء وألمنيوم.	السلع المصدرة
 المملكة المتحدة  الولايات المتحدة  الصين  اليابان  المكسيك  الهند  كوريا الجنوبية	شركاء التصدير
المكائن والمعدات، المركبات والمواد الاحتياطية، والنفط الخام والكيمياويات والكهرباء والسلع الاستهلاكية المعمرة.	السلع المستوردة
 اليابان  الصين  كوريا الجنوبية  المكسيك  ألمانيا  المملكة المتحدة  الولايات المتحدة	شركاء الاستيراد
اتفاقية التجارة الحرة لأمريكا الشمالية ومنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية ومنظمة التجارة العالمية وغيرها.	منظمات التجارة

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على عدة مراجع

الشكل رقم(41): تطور الناتج المحلي الإجمالي في كندا خلال الفترة 2010-2023 (تريليون دولار أمريكي)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات (البنك الدولي، 2024)

في الفترة ما بين عامي 2010 و2023، مر الاقتصاد الكندي بمراحل متعددة من انتعاش والركود، والتي تشكلت بفعل عوامل محلية ودولية. وشملت التأثيرات الرئيسية التقلبات في أسعار النفط العالمية، والتحول في ديناميكيات التجارة الدولية، والتأثير الاقتصادي البعيد المدى لجائحة كوفيد-19، المرحلة الأولى بين 2010-2014 هي مرحلة الانتعاش الاقتصادي نتيجة لتعافي الاقتصاد الكندي من الأزمة المالية العالمية سنة 2008، ارتفاع أسعار النفط، حيث يعتبر قطاع النفط والغاز من الركائز الأساسية للاقتصاد الكندي، وزيادة الصادرات إلى الولايات المتحدة، التي تعتبر الشريك التجاري الأكبر لكندا، والمرحلة الثانية بين 2015-2016 حدث فيها ركود طفيف بسبب انهيار أسعار النفط العالمية في أواخر 2014 وأوائل 2015، ما أثر بشدة على إيرادات قطاع الطاقة، وراجع قيمة الدولار الكندي، المرحلة الموالية كانت بين 2017-2019 مرحلة الانتعاش التدريجي نظرا لارتفاع أسعار النفط تدريجياً، توقيع كندا على اتفاقية التجارة الجديدة مع الولايات المتحدة والمكسيك (USMCA) لتحل محل NAFTA، ثم مرحلة الركود العميق سنة 2020 اثر جائحة كوفيد-19 وتأثيرها السلبي على الاقتصاد العالمي والمحلي، فيما بعد مرحلة الانتعاش السريع 2021-2022 بفضل إعادة فتح الأنشطة الاقتصادية وعودة الطلب المحلي والدولي.

3.3: النمذجة القياسية للعلاقة بين سوق الأوراق المالية الإسلامية والنمو الاقتصادي في

الدول الثمانية محل الدراسة خلال الفترة 2010q2-2024q1

بهدف دراسة العلاقة التأثيرية بين سوق الأوراق المالية الإسلامية والنمو الاقتصادي في الدول محل الدراسة (ماليزيا- تركيا-الهند- بريطانيا- اليابان- الصين- كندا- الكويت) للفترة 2010q2-2024q1 سيتم استخدام مقارنة من الاقتصاد القياسي وفقا للتقنيات والأساليب الكمية المتعارف عليها في أي نمذجة قياسية.

1.3.3: أدوات الدراسة

ينحصر الإطار القياسي المتبع في التحليل على التعريف اختبار تحليل التباين الأحادي (ONE WAY ANOVA)، اختبار LSD، اختبار التجانس لـ: (HSIAO)، اختبارات استقرارية السلاسل الزمنية، ثم اختبار علاقة التكامل المشترك بين المتغيرات في الأجل الطويل بالاعتماد على اختبارات PEDRONI and KAO، ثم نمر إلى التعريف النموذج (MG ; PMG)

1.1.3.3: اختبار تحليل التباين الأحادي (ONE WAY ANOVA)

تحليل التباين (ANOVA) هو أسلوب إحصائي يستخدم لتحديد ما إذا كانت هناك فروق كبيرة بين متوسطات متغير تابع كمي عبر مستويات متعددة من متغير مستقل فئوي. يعمل تحليل التباين على توسيع نطاق اختبار T، الذي يقارن المتوسطات بين مجموعتين، من خلال تمكين المقارنات عبر مجموعتين أو أكثر، ويمكن صياغة النموذج الرياضي لتحليل التباين التالي على النحو التالي:

$$y_{ij} = \mu_i + \varepsilon_{ij}$$

Y_{ij} : قيمة المتغير التابع للحالة j في المجموعة i

μ : المتوسط العام للمتغير التابع.

ε_{ij} : خطأ عشوائي للمتغير التابع

كما يمكن القول أن تحليل التباين أحادي الاتجاه، والذي يُختصر أحياناً إلى تحليل التباين (ANOVA)، هو اختبار إحصائي يستخدم لمقارنة متوسط متغير تم قياسه على مقياس مستمر في ثلاث مجموعات مستقلة أو أكثر (Sedgwick, 2012, p. 01).

في تحليل التباين أحادي الاتجاه، يتم إجراء العديد من المقارنات في نفس الوقت. يحتاج الباحثون إلى مقياس عام للثقة في جميع الاستنتاجات، عند إجراء التحليلات الإحصائية التي تتضمن مقارنات متعددة، هناك خطوتان رئيسيتان يجب إتباعهما (Moore, Notz, & Flinger, 2013, pp. 5-8):

1. إجراء اختبار عام للأهمية لتحديد ما إذا كانت الاختلافات بين المتوسطات ذات دلالة إحصائية.

- يتضمن هذا حساب إحصائية اختبار وإيجاد قيمة p .

- يُطلق على هذا الاختبار اختبار تحليل التباين (ANOVA) F

2. إذا تم رفض الفرضية الصفرية، قم بإجراء تحليل متابعة مفصل لتحديد المجموعات التي تختلف ومدى اتساع الاختلافات.

- قد تكون بعض المتوسطات متشابهة جدًا، في حين قد تكون أخرى مختلفة.

فكرة الأساسية لهذا التحليل انه يقارن التباين الناتج عن مصادر محددة بالتباين بين الأفراد الذين يجب أن يكونوا متشابهين. وعلى وجه الخصوص، يختبر تحليل التباين ما إذا كانت عدة مجموعات لها نفس المتوسط من خلال مقارنة مدى التباعد بين متوسطات العينة مع مقدار التباين داخل العينة.

الصيغة الرياضية لحساب (ANOVA) F :

$$F = \frac{\text{Variation Between Groups}}{\text{Variation Within Groups}}$$

2.1.3.3: اختبار أقل فرق معنوي (Least Significant Difference – LSD)

عند رفض الفرض الخاص بتساوي المتوسطات في تحليل التباين، يمكن للباحث آنذاك التوجه نحو المقارنات المتعددة من أجل معرفة أي من المجموعات تختلف عن المجموعة أو المجموعات الأخرى المعتمدة في الدراسة، فطريقة الفرق الأقل (LSD) هي واحدة من أبسط الطرق وأكثرها استخدامًا لإجراء مقارنات متعددة، تعتمد هذه الطريقة على اختبارات t لتحديد واختبار معنوية الفرق بين كل زوج من المتوسطات. يتم حسابها في حالات أحجام العينات المتساوية باستخدام الصيغ التالية (محاضرات، 2022، صفحة 06):

$$LSD = (t, DFw) \times \sqrt{2MSSw/n}$$

$$LSD = 1.414 \times (t, DFw) \times \sqrt{MSSw/n}$$

أما في حالة عدم تساوي حجم العينة، فنستخدم القانون التالي:

$$LSD = (t, DFw) \times \sqrt{MSSw \times \frac{1}{n_1} + \dots + \frac{1}{n_1}}$$

3.1.3.3: اختبار التجانس لـ: (HSIAO)

تتطلب دراسة بيانات البائل التحقق من تجانس أو عدم تجانس السياق العام للبيانات، وهو ما يُعرف باختبارات التجانس وفقاً لـ (Hsiao 1986)، يتم في هذه الاختبارات فحص مدى تقارب معاملات النموذج المدروس على المستوى الفردي في بُعد الاقتصاد القياسي، أما من الناحية الاقتصادية، فإن الهدف من إجراء هذه الاختبارات هو تحديد ما إذا كان النموذج المدروس ينطبق بالتساوي على جميع المفردات، أم أن هناك خصوصية لبعضها، في هذا الإطار، تُعد اختبارات التجانس ذات أهمية كبيرة لتحديد هيكل بيانات البائل، وللتأكد من مدى تجانس معاملات النموذج (معطي، 2021، صفحة 86).

ويطبق الاختبار وفق ثلاث مراحل كما يلي:

1.3.1.3.3: مرحلة اختبار التجانس الكلي

وهي حالة التجانس التام أو التطابق الكلي (total Hémogénéité) حيث يكون تساوي أو تطابق تام بني معاملات الثابت ومعاملات المتغيرات المفسرة لكل البيانات المقطعية.

2.3.1.3.3: مرحلة اختبار تجانس المعاملات β

وهي حالة عدم التجانس الكلي أو عدم التطابق (total Hétérogénéité)، بحيث يكون هناك اختلاف بين الثوابت واختلاف بين معاملات المتغيرات من عينة لأخرى، أي يوجد أكثر من نموذج مختلف وفي هذه الحالة يتم رفض صيغة العينات المقطعية.

3.3.1.3.3: مرحلة اختبار تجانس الثوابت α

تميز هذه الحالة بتطابق الثوابت واختلاف بين المعاملات الخاصة بالفرديات المدروسة، ومعنى هذا من الناحية الاقتصادية أن كل العوامل الثابتة الأخرى التي تفسر الظاهرة المدروسة تكون نفسها بالنسبة لجميع العينات أو الفرديات، في حين يكون هناك تباين في تأثير المتغيرات المفسرة في النموذج، أي يوجد هناك أكثر من نموذج مختلف، وبالتالي نرفض صيغة العينات المقطعية (عماد الدين، 2023، الصفحات 167-168).

4.1.3.3: اختبارات استقرارية السلاسل الزمنية

تستقر السلسلة الزمنية إذا تذبذبت قيمها حول وسط حسابي ثابت، وتباين مستقل عن الزمن (عثماني، هيشر، و بن الضب، 2015، صفحة 63)، نقول أن السلسلة الزمنية مستقرة إذا كان توقعها، تباينها، وتبايناتها المشتركة ثابتة عبر الزمن أي (شيخي، 2012):

1- التذبذب حول متوسط حسابي ثابت عبر الزمن

$$E(y_t) = E(Y_{t+k}) = \mu$$

2- ثبات التباين عبر الزمن

$$Var(Y_t) < \infty \forall t$$

3- التباين المشترك مستقل عن الزمن

$$cov(Y_t, Y_{t+k}) = E[(Y_t - \mu)(Y_{t+k} - \mu)] = cov(Y_{t+k}, Y_{t+k+s}) = \gamma(k)$$

بهدف الكشف عن استقرارية السلاسل الزمنية سوف يتم الاستعانة باختبارات جذر الوحدة unit Root tests، بحيث هذه الأخيرة لا تعمل فقط على كشف مركبة الاتجاه العام، بل إنها تساعد على تحديد الطريقة المناسبة لجعل السلسلة مستقرة، ومن ابرز اختبارات جذر الوحدة مايلي:

1.4.1.3.3 اختبار ديكي-فولر DF (1979)

تم تطوير اختبار ديكي فولر (اختبار DF) في الأصل بواسطة ديكي وفولر لإثبات وجود جذر الوحدة. تعني خاصية الجذر الحدودي لسمة "سلسلة زمنية غير ثابتة" نظرياً أن متوسط وتباين السلسلة ليسا ثابتين بمرور الوقت، صيغة اختبار DF كصيغة رياضية هي كالآتي (Zhichao, 2023, p. 101):

$$Y_t = \phi Y_{t-1} + \varepsilon_t$$

Y_t : هي قيمة السلسلة الزمنية في الوقت t.

ϕ : هي معامل القيمة المتأخرة للسلسلة الزمنية.

ε_t : مصطلح خطأ

فيكون ϕ ثلاث حالات:

- $|\phi| < 1$ السلسلة Y_t مستقرة، المشاهدات الحالية لها وزن أكبر من المشاهدات الماضية.
- $|\phi| = 1$ السلسلة Y_t غير مستقرة، المشاهدات الحالية لها وزن نفس من المشاهدات الماضية.
- $|\phi| > 1$ السلسلة Y_t غير مستقرة، المشاهدات الحالية لها وزن اقل من المشاهدات الماضية.

يتم تقدير اختبار DF بثلاثة أشكال مختلفة تحت فرضيات معدومة مختلفة للنماذج التالية:

$$\begin{cases} Y_t = \phi Y_{t-1} + \varepsilon_t \\ Y_t = \phi Y_{t-1} + c + \varepsilon_t \\ Y_t = \phi Y_{t-1} + bt + c + \varepsilon_t \end{cases}$$

ويعتمد اختبار DF على فرضيتين هما:

الفرضية الصفرية: $H_0: \phi = 1$ ، يعني أن السلسلة الزمنية غير مستقرة.

الفرضية البديلة: $H_1: \phi \neq 1$ ، يعني أن السلسلة الزمنية مستقرة.

2.4.1.3.3: اختبار ديكي-فولر المطور ADF (1981)

اختبار ديكي-فولر المطور (ADF) هو نسخة محسنة من اختبار ديكي-فولر الأصلي، يكون هذا اختبار أكثر مرونة ودقة نظرًا لأن بيانات السلسلة الزمنية المالية تحتوي على اتجاهات أو ارتباط تسلسلي، وهو يستخدم في نماذج الفروق ذات الفجوات الزمنية لإزالة مشاكل الارتباط الذاتي للأخطاء، يعتمد ADF على تقدير انحدار الاختبار يعتمد على ثلاث نماذج أساسية هي (Masudul, Afroza, Sirajum, Salauddin Khan, & Md Monzur, 2018, p. 20)

$$\begin{cases} Y_t = \lambda Y_{t-1} - \sum_{j=1}^{\rho} \phi_{j+1} \Delta Y_{t+j} + \varepsilon_t \\ Y_t = \lambda Y_{t-1} - \sum_{j=1}^{\rho} \phi_{j+1} \Delta Y_{t+j} + c + \varepsilon_t \\ Y_t = \lambda Y_{t-1} - \sum_{j=1}^{\rho} \phi_{j+1} \Delta Y_{t+j} + bt + c + \varepsilon_t \end{cases}$$

بحيث ρ هي فترة التأخر وتحدد بأقل قيمة.

ولهذا الاختبار فرضيتين هما:

الفرضية الصفرية: $H_0: \phi = 1$ ، السلسلة تحتوي على وحدة جذر يعني أن السلسلة الزمنية غير مستقرة.

الفرضية البديلة: $H_1: \phi \neq 1$ ، السلسلة لا تحتوي على وحدة جذر يعني أن السلسلة الزمنية مستقرة.

3.4.1.3.3: اختبار فيليبس بيرون PP (1988)

يعتبر هذا الاختبار غير المعلمي فعالاً، حيث تم بناءه على أساس تصحيح غير معياري لإحصائيات ديكي-فولر لمراعاة الأخطاء غير المتجانسة، فهو يسمح بإلغاء التحيزات الناتجة عن المميزات الخاصة للتنبذبات العشوائية، يتم هذا الاختبار على أربع مراحل (bourbonnais, 2015, p. 250) :

1. تقدير المربعات الصغرى العادية للنماذج الأساسية الثلاثة لاختبارات ديكي-فولر وحساب الإحصائيات المرتبطة بها، وهي والمتبقي المقدر.

2. تقدير ما يسمى بالتباين قصير المدى:

$$\delta^2 = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n 1 \varepsilon_t^2$$

3. تقدير عامل تصحيحي S_t^2 (يسمى التباين الطويل الأجل) يتم تحديده من بنية تباينات بقايا النماذج المقدرة مسبقاً بحيث تؤدي التحويلات التي تم إجراؤها إلى توزيعات مطابقة لتوزيعات ديكي فولر القياسية حيث:

$$S_t^2 = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n e_t^2 + 2 \sum_{t=1}^t \left(1 - \frac{i}{t+1}\right) \frac{1}{n} \sum_{t=i+1}^n e_t e_{t-1}$$

لتقدير هذا التباين الطويل الأمد، من الضروري تحديد عدد من التأخيرات l (اقتطاع نيوي-ويست) المقدرة

$$l \approx 4 \left(\frac{n}{100}\right)^{\frac{2}{9}}$$

4. حساب إحصائية PP حيث:

$$t_{\emptyset 1}^{pp} = \sqrt{k} \times \frac{\emptyset_1 - 1}{\delta_{\emptyset 1}} + \frac{n(k-1)\delta_{\emptyset 1}}{\sqrt{k}}$$

مع:

$$k = \frac{\delta^2}{S_t^2}$$

بحيث يعتمد هذا الاختبار على فرضيتين هما:

الفرضية الصفرية: $H_0: \emptyset = 1$ ، يعني أن السلسلة الزمنية غير مستقرة.

الفرضية البديلة: $H_1: \emptyset \neq 1$ ، يعني أن السلسلة الزمنية مستقرة.

5.1.3.3: اختبارات التكامل المشترك بين متغيرات

الاختبارات الخاصة بغياب التكامل المشترك في بيانات panel التي اقترحها بيدروني (1995، 1997، 1999، 2003)، وكاو (1999) وباي ونغ (2001) هي اختبارات متبقية مماثلة للاختبارات التي اقترحها إنجل وجرانجر (1987) في إطار السلسلة الزمنية، استوحوا من عمل جوهانسن (1991، 1995) من أجل اقتراح اختبارات تعتمد على نسبة الاحتمالية في نظام حيث لا يكون عدد علاقات المعادلة المشتركة معروفاً مسبقاً. لاحظ أنه بالنسبة لجميع هذه الاختبارات، نفترض التقارب المتسلسل (Christophe & Mignon, 2006, p. 18):

$$.T \rightarrow \infty \text{ suivi de } N \rightarrow \infty$$

من أجل تغطية الموضوع بشكل مناسب، سيقدم هذا القسم كلا النوعين من الاختبارات بتفصيل، بدءاً من النموذج الأساسي، وتحديد الفرضيات الأساسية.

1.5.1.3.3: اختبار كاو (1999)

يقدم كاو (1999) اختبارات من نوع ديكي-فولر (DF) واختبارات ديكي-فولر المعززة (ADF) (ديكي - فولر، 1981) للفرضية الصفرية لعدم التكامل المشترك في بيانات بانل في الحالة الخاصة حيث تكون متجهات التكامل المشترك متجانسة بين الأفراد (تقاطعات مختلفة، منحدرات مشتركة). علاوة على ذلك، يُفترض أن مصفوفة التباين طويلة المدى هي نفسها بين الأفراد. لا تسمح هذه الاختبارات بالتباين في ظل الفرضيات البديلة ولا يمكن تطبيقها على نظام ثنائي المتغيرات (حيث يوجد فقط متراجع واحد موجود في علاقة التكامل المشترك) (Barbieri, 2008, p. 07).

وفيما يتعلق بطريقة التقدير للعلاقات المتكاملة للوحات، يلاحظ كاو أنه في حالة اللوحات الكبيرة، فإن الاختبار القائم على المتبقي يعادل اختبار الجذر الوحدوي في المتبقيات المقدرة بمتغير وهمي أقل مربع (LSDV). مقدر LSDV متسق مع القيمة الحقيقية للمعامل ولكن إحصائية t تتباعد. ومع ذلك، في هذه الحالة، يوضح كاو أنه من الممكن إيجاد تطبيع مناسب للمعلمة المقدرة بحيث يتقارب التوزيع الصفري المقارب لإحصائيات اختبار DF و ADF مع التوزيع الطبيعي القياسي. نقطة البداية لاختبارات كاو هي النموذج التالي:

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta x_{it} + e_{it}, i = 1 \dots N, t = 1 \dots T$$

$$Y_{it} = Y_{it-1} + u_{it}$$

$$x_{it} = x_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

حيث i هي التأثيرات الثابتة التي تتغير عبر ملاحظات المقطع العرضي، ومعامل الميل المشترك عبر i ، و u_{it} هي حدود ثابتة. لاحظ أنه نظرًا لأن كلاً من y_{it} و x_{it} عبارة عن مسارات عشوائية، في ظل الفرضية الصفرية لعدم التكامل المشترك، يجب أن تكون السلسلة المتبقية e_{it} غير ثابتة. (Barbieri, 2008, p. 08). يعتمد هذا الاختبار على فرضيتين أساسيتين هما:

الفرضية الصفرية: H_0 لا يوجد تكامل مشترك

الفرضية البديلة: H_1 يوجد تكامل مشترك

2.5.1.3.3: اختبارات بيدروني

اقترح بيدروني (1995، 1997) اختبارات مختلفة تهدف إلى معالجة الفرضية الصفرية لعدم وجود تكامل مشترك داخل الأفراد لكل من بانل المتجانسة وغير المتجانسة. وبما أن القيم الحرجة التي تظهر في هذه الأعمال تتعلق بوجود متغير انحداري واحد في علاقات التكامل المشترك، يقترح بيدروني (1999، 2003) توسيعاً للحالة التي تتضمن فيها علاقات التكامل المشترك أكثر من متغيرين. على غرار اختبارات الجذر الوحدوي التي أجراها إيم وبيساران وشين (2003)، فإن اختبارات بيدروني تأخذ في الاعتبار التباين من خلال

المعلومات التي قد تختلف بين الأفراد. ويمكن تحديد هذا التباين على مستوى علاقات التكامل المشترك وعلى مستوى الديناميكيات قصيرة الأجل. وهكذا، بموجب الفرضية البديلة، توجد علاقة تكامل مشترك لكل فرد، وهذه العلاقة التكاملية المشتركة ليست بالضرورة هي نفسها لكل فرد من الأفراد في اللوحة. ويشكل أخذ مثل هذا التباين في الاعتبار ميزة لا يمكن إنكارها، لأنه من النادر في الممارسة العملية أن تكون متجهات التكامل المشترك متطابقة من فرد إلى آخر في اللوحة. وفي ظل هذه الظروف، فإن فرض التجانس الخاطئ لمتجهات التكامل المشترك من شأنه أن يؤدي إلى عدم رفض الفرضية الصفرية الخاصة بعدم وجود التكامل المشترك، على الرغم من أن المتغيرات متكاملة بشكل مشترك، يتطلب تنفيذ الاختبارات تقدير العلاقة طويلة الأمد وهي كالاتي (Christophe & Mignon, 2006, pp. 18-19):

$$Y_{it} = \alpha_i + \delta_i t + \beta_{1i}x_{2,it} + \beta_{2i}x_{3,it} + \dots + \beta_{Mi}x_{M,it} + \varepsilon_{it}$$

بحيث:

$$i = 1, \dots, N, t = 1, \dots, T, m = 1, \dots, M$$

يعتمد هذا الاختبار على فرضيتين أساسيتين هما:

الفرضية الصفرية: H_0 لا يوجد تكامل مشترك

الفرضية البديلة: H_1 يوجد تكامل مشترك

اختلاف اختبار كاو عن Pedroni :

✓ في اختبار كاو، يُفترض أن معاملات الانحدار (β) ثابتة عبر الوحدات (المجموعات)

✓ اختبار Pedroni أكثر مرونة ويسمح بتغير معاملات الانحدار عبر الوحدات.

6.1.3.3: نموذج وسط المجموعة التجميعية PMG و وسط المجموعة MG (MG ; PMG)

بعد التحقق من فرضيات تطبيق نموذج (PANEL-ARDL) سيتم تقدير نموذج الدراسة بالاعتماد على المنهجية المناسبة، من خلال تقدير العلاقة في الأجلين الطويل والقصير، وتحديد معالم نموذج الدراسة الخاصة بكل دول على حدة، حيث يعتبر نموذج PMG (مجموعة المتوسطات المجمعة) ونموذج MG (مجموعة المتوسطات) هما طريقتان مستخدمتان في تحليل بيانات بانل، والتي تجمع بين الأبعاد المقطعية والتسلسل الزمني. يتم تطبيق هذه الأساليب بشكل خاص في سياق نماذج ARDL (الانحدار التلقائي للتأخر الموزع) لدراسة العلاقات طويلة الأمد وقصيرة الأمد بين المتغيرات.

يتم تقدير النموذج المعبر عنه بالعلاقة باستخدام أحد الأساليب التالية: وسط المجموعة (Mean Group MG) الذي قدمه Pesaran and Smith 1995 وتقوم فكرته على أساس تقدير انحدار منفصل لكل مقطع

عرضي ثم أخذ متوسط المعاملات، وذلك لمعاملات الأجلين الطويل والقصير، ووسط المجموعة المدمجة (PMG Pooled Mean Group) الذي اقترحه 1999 Pesaran et al. وهو يعد أسلوباً وسطاً يجمع بين خصائص الأسلوبين السابقين، إذ إنه يضع قيد التجانس Homogeneity على معاملات الأجل الطويل، حيث لا يسمح باختلافها بين المقاطع العرضية، مثله في ذلك مثل (DFE)، رغم أنه يسمح بعدم التجانس Heterogeneity في معاملات الأجل القصير، وحدود تصحيح الخطأ، والمعاملات التقاطعية، وتباينات الخطأ، مثله في ذلك مثل (MG). هذا، ويتم اختيار الأسلوب الأنسب باستخدام اختبار هوسمان الذي قدمه (1978) Hausman، حيث يتم اختبار فرض عدم التجانس على وجود تجانس في معاملات الأجل الطويل، وبالتالي عدم رفض فرض عدم التجانس يعني أن (PMG) هو الأسلوب الأنسب (معتر، 2024، صفحة 342).

على سبيل المثال، إذا كان نموذج ARDL على النحو التالي:

$$Y_t = \alpha_i + \gamma_i Y_{i,t-1} + \beta_i X_{it} + \varepsilon_{it}$$

بحيث:

✦ i يمثل الفرد حيث $i = 1, \dots, N$

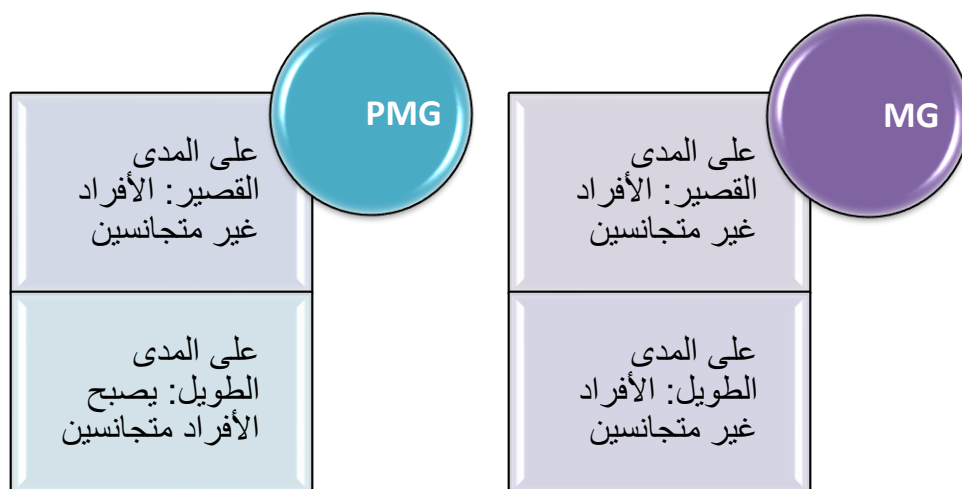
✦ المعلمة طويلة المدى هي:

$$\theta_i = \frac{\beta_i}{1 - \gamma_i}$$

γ_i : سيتم إعطاء معاملات المتغيرات التابعة المتأخرة ومقدري MG للبالن بأكملها من خلال:

$$\hat{\theta} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \theta_i \quad \text{Et} \quad \hat{\alpha} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \alpha_i$$

الشكل (42): شكل يوضح ملخص النموذج (MG ; PMG)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على (OUHMAD, 2020)

7.1.3.3 اختبار (Hausman) للمفاضلة بين نموذجين (MG ; PMG)

لقد أدى اختبار تحديد النموذج الذي اقترحه هاوسمان (1978) إلى ظهور قدر هائل من الأدبيات حول اختبارات تحديد النموذج للمتوسط الشرطي في تقدير دالة الانحدار، إن عمومية الاختبار وقابليته للتطبيق تكمن في بساطته: كل ما يتطلبه الاختبار هو أن يكون أحد النماذج الاقتصادية القياسية المتنافسة متسقاً وفعالاً فقط في ظل الفرضية الصفرية، وأن يكون النموذج الآخر متسقاً في ظل كل من الفرضية الصفرية والبديلة. مثل هذه البساطة والعمومية تؤدي إلى ظهور مجموعة من الساحات التي يمكن تطبيق الاختبار فيها (Shahram, Michael, Henderson, & Christopher, 2012, p. 02).

إذا يمكن القول اختبار هاوسمان هو طريقة إحصائية مصممة لتقييم مدى ملائمة نموذجين متنافسين، مثل MG (مجموعة المتوسطات) و PMG (مجموعة المتوسطات المجمعة) في تحليل ARDL اللوح. والغرض الأساسي منه هو تقييم تجانس المعاملات طويلة المدى عبر المجموعات. من خلال فحص ما إذا كانت تقديرات المعاملات من النموذجين تظهر اختلافات كبيرة، يساعد الاختبار في تحديد النموذج الأكثر ملائمة للبيانات قيد الدراسة، إذا تم رفض الفرضية الصفرية لتجانس المعاملات، فإن نموذج MG هو المفضل، لأنه يسمح بالتباين بين المجموعات. وعلى العكس من ذلك، إذا لم يتم رفض الفرضية الصفرية، فإن نموذج PMG يعتبر أكثر ملائمة بسبب افتراضه للتجانس في العلاقات طويلة المدى.

2.3.3: دراسة وصفية إحصائية لمتغيرات الدراسة

تم التركيز من خلال هذا جزء على استخدام أساليب تحليل البيانات متعددة المتغيرات، مثل مقارنة المتوسطات والتحليل العنقودي، بهدف توضيح الخصائص الإحصائية للبيانات المستخدمة في الدراسة. يتم ذلك من خلال مقارنة متغيرات العينة البحثية بشكل عام، وتصنيفها استنادًا إلى حجم السوق المالي الإسلامي. بالإضافة إلى ذلك، يتم تقديم بعض الخصائص الاقتصادية والديموغرافية للمجتمع الذي يشمل عينة الدراسة، مع التركيز على تعريف المتغيرات المستخدمة ووحداتها ومصدر البيانات.

1.2.3.3: الطريقة المتبعة في الدراسة

من خلال هذا المقطع سيتم التركيز على التعريف بمفردات عينة الدراسة وأهم الخصائص الاقتصادية للدول التي تشملها الدراسة، بالإضافة إلى محاولة تقديم التعريفات الإجرائية لمتغيرات الدراسة ومصادر البيانات

1.1.2.3.3: مجتمع وعينة الدراسة

1.1.1.2.3.3: نظرة عامة حول اقتصاديات عينة الدراسة

يمثل مجتمع الدراسة كل دول العالم التي تعتمد مؤشر تمويل إسلامي (داو جونز الإسلامي)، فإن مجتمع الدراسة سيتضمن الدول التي تحتوي على أسواق مالية متوافقة مع الشريعة وتسمح للمستثمرين باستخدام هذا المؤشر أو المؤشرات المماثلة في البورصات المحلية، أي يشمل الدول التي تتبنى مؤشرات مالية إسلامية متوافقة مع الشريعة الإسلامية وفقًا لهذا المؤشر.

ومؤشر داو جونز الإسلامي هو واحد من أكثر المؤشرات شهرة على مستوى العالم في تتبع الشركات التي تلتزم بمبادئ الشريعة الإسلامية. يتم استخدامه من قبل المستثمرين الراغبين في الاستثمار ضمن الشركات التي تلتزم بمعايير الشريعة، مثل تجنب الربا، والممارسات غير الأخلاقية، وغيرها.

2.1.1.2.3.3: عينة الدراسة

تضم عينة الدراسة 08 دولة من أصل أكثر من 40 دولة حسب تصنيف البنك الدولي، وهي تمثل المجتمع المدروس بشكل جيد على اعتبار أنها تشمل نسبة 20% التقريب من مجتمع الدراسة (حساب النسبة عدد الدول المدرجة إلى إجمالي الدول في 100)، وهي كل من ماليزيا- تركيا- الهند- بريطانيا- اليابان-

الصين- كندا- الكويت، وفيما يخص استبعاد الدول المتبقية الغير مدرجة فقد تم حذفها بالدرجة الأولى لعدم توفر غالبية بيانات المتغيرات المحددة في فترات واسعة خلال الفترة (2010q2-2024q1).

2.1.2.3.3: متغيرات الدراسة ومصادر البيانات

1.2.1.2.3.3: توصيف نموذج الدراسة

تم الاعتماد في هذه الدراسة على متغيرين تابع أو مستهدف يمثل معدلات نمو اقتصاديات دول العينة، بالإضافة إلى متغير مفسر أو مستقل رئيسي يمثل السوق المالي الإسلامي بالدول المستهدفة وهذا بناء على المتغيرات المدرجة في الدراسات السابقة التي تناولت موضوع البحث بشكل كلي أو جزئي الموضحة في الفصل الخاص بالدراسات السابقة، ويمكن كتابة الصياغة الرياضية العامة لنموذج الدراسة على النحو التالي:

$$GDPG_{it} = c + \beta_{1j} ISLM_{j(it)} + \varepsilon_{it}$$

حيث:

(β_{kj}) معلمات النموذج،.

$(i; 1.....n)$ تمثل المقاطع (الدول).

$(t : 1.....T)$ يمثل الزمن.

ε_{it} تمثل حد الخطأ العشوائي.

2.2.1.2.3.3: متغيرات الدراسة: فيما يلي تعريف المتغيرات المستخدمة في الدراسة:

المتغير التابع: معدل نمو إجمالي الناتج المحلي (GDPPG)

نمو إجمالي الناتج المحلي مبني على أساس سعر ثابت للعملة المحلية. إجمالي الناتج المحلي بأسعار المشترين هو عبارة عن مجموع إجمالي القيمة المضافة من جانب جميع المنتجين المقيمين في الاقتصاد مضافاً إليه أية ضرائب على المنتجات ومخصوماً منه أية إعانات دعم غير مشمولة في قيمة المنتجات. ويتم حسابه بدون اقتطاع قيمة إهلاك الأصول المصنعة أو إجراء أية خصوم بسبب نضوب وتدهور الموارد الطبيعية (قاعدة بيانات البنك الدولي).

المتغير المستقل:

مؤشر السوق الإسلامي (ISLM):

يمثل مؤشر داو جونز الإسلامي وهو واحد من أكثر المؤشرات شهرة على مستوى العالم في تتبع الشركات التي تلتزم بمبادئ الشريعة الإسلامية.

والجدول التالي يوضح متغيرات الدراسة، الوحدات، مصادرها:

الجدول رقم (14): متغيرات الدراسة ومصادر البيانات

المتغير	الوحدة	المصدر
معدل النمو الاقتصادي (GDPG)	%	قاعدة البيانات الموجودة في trading economics والمتاحة على موقع /https://tradingeconomics.com وقاعدة البيانات الموجودة في البنك المركزي الماليزي Negara والمتاحة على موقع /https://www.bnm.gov.my
مؤشر السوق الإسلامي (ISLM)	دولار أمريكي	قاعدة البيانات الموجودة في موقع investing المتاحة على موقع https://sa.investing.com/search?q=dow+jones+islamic+market وكذلك البيانات s&p global المتاحة على موقع https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/dow-jones-islamic-market-greater-china-index/#overview

المصدر: من إعداد الطالبة

لقد تم الاعتماد على الهيئات الدولية الرسمية في جمع البيانات المعتمدة في الدراسة، بالإضافة إلى أن موقع investing من بين أكثر المواقع شيوعاً واستخداماً في الأدبيات التطبيقية من قبل الباحثين في جميع أنحاء العالم، الأمر الذي يجعلها أكثر دقة وموثوقية.

2.2.3.3: التحليل الإحصائي والتصنيفي لمتغيرات ومفردات الدراسة

بعد التعرف على متغيرات الدراسة وتحديدناها سنحاول في هذا المطلب اختبار وجود اختلافات جوهرية بين دول العينة فيما يخص مؤشر السوق المالي الإسلامي بها، وقبل ذلك سيتم عرض أهم الخصائص الإحصائية للبيانات الخاصة بمتغيرات الدراسة، اتجاه ومدى ارتباط متغيري الدراسة.

1.2.2.3.3: الإحصاءات الوصفية ومعاملات الارتباط البسيطة لمتغيرات الدراسة

بهدف إعطاء تصور مبدئي وتوضيح أهم خصائص البيانات المعتمدة في الدراسة والخاصة بالنموذج محل الدراسة تم حساب مجموعة من إحصاءات النزعة المركزية، وهو ما يوضحه الجدول الموالي:

الجدول رقم (15): الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

STATS	ISLM	GDPG
Mean	2295.638	3.641432
Median	2206.295	3.6
Maximum	4649.69	25.7
Minimum	740.006	-23.1
Std. Dev.	776.1244	4.982722
Skewness	0.634509	-0.62928
Kurtosis	3.216935	8.646611
Sum	1010081	1602.23
Sum Sq. Dev.	2.64E+08	10899.28
Observations	440	440

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS 12

بالرجوع إلى الجدول السابق يمكن تسجيل النتائج التالية:

بلغ الوسط الحسابي الإجمالي لمؤشر السوق الإسلامي بعينة الدول محل الدراسة (ISLM) (2295.638) دولار أمريكي)، وبالنسبة لمتغير معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي (GDPG) فقد بلغت قيمته (3.641432%) وهي قيمة جيدة تعكس الانتعاش الاقتصادي الذي عرفته دول العينة بشكل عام خلال الفترة (2010-2014) رغم التداعيات المدمرة لجائحة كورونا التي ضربت العالم مع نهاية سنة 2019 والتي أثرت بشكل سلبي على النمو الاقتصادي العالمي.

سجلت أعلى قيمة لمؤشر السوق المالي الإسلامي (4649.69 دولار أمريكي) في الهند خلال الفصل الأول من سنة 2024، وهذا راجع للازدهار الملحوظ الذي شهدته البلاد خلال هذه الفترة حيث أن المؤشر سجل أعلى قيمة له في هذه الفترة، بدعم من الاستثمارات القوية في الشركات الهندية المتوافقة مع الشريعة، وارتفاع الاستثمارات في الشركات التكنولوجية والطاقة المتجددة، وهما قطاعان رئيسيان في المؤشر، وكذلك استمرار تعافي الاقتصاد الهندي وتحقيقه معدلات نمو مرتفعة، في المقابل سجلت أدنى قيمة (740.006) في تركيا خلال الفصل الثاني من سنة (2012)، بحيث شهدت بورصة إسطنبول تقلبات كبيرة بسبب تزايد المخاطر العالمية وأزمة منطقة اليورو.

سجلت أعلى قيمة لنمو الناتج المحلي الإجمالي (25.7%) في المملكة المتحدة خلال الفصل الثاني من سنة 2021، وفي حين أدنى قيمة سجلت (-23.1%) في الهند خلال الفصل الثاني سنة 2021، كنتيجة لتداعيات الأزمة العالمية التي ضربت الاقتصاد العالمي بسبب جائحة كورونا نهاية سنة 2019.

ومن الجدير بالذكر ارتفاع قيم الانحراف المعياري لمؤشر السوق المالي الإسلامي خلال فترة الدراسة، يدل على وجود تباين في مشاهدات هذا المتغير بين المقاطع (الدول) في حين تم تسجيل قيم الانحراف المعياري منخفضة نسبياً لم تغير معدل النمو في إجمالي الناتج المحلي، ويمكن أن يفسر هذا التباين نظراً لاختلافات وحدات القياس بين متغيرات الدراسة.

2.2.2.3.3: مصفوفة الارتباطات

يمكن أن تعمل التمثيلات المرئية لمصفوفات الارتباط على تعزيز الفهم والتفسير، وخاصة عند العمل مع مجموعات البيانات التي تحتوي على عدد كبير من المتغيرات، في هذا السياق تعد الخرائط الحرارية إحدى الطرق الأكثر شيوعاً وفعالية لتوضيح مصفوفات الارتباط، تستخدم هذه المخططات تدرجات الألوان لتمثيل قيم معاملات الارتباط (مثل معامل بيرسون)، والتي تعكس قوة العلاقة بين كل زوج من المتغيرات.

غالباً ما تُستخدم الألوان الداكنة أو المشبعة (مثل الأزرق الداكن أو الأحمر الداكن) للإشارة إلى ارتباط قوي، سواء كان إيجابياً أو سلبياً، بينما تشير الألوان الفاتحة أو المحايدة (مثل الأبيض أو الرمادي الفاتح) إلى ارتباط ضعيف أو عدم وجود ارتباط. يجعل هذا التمثيل المرئي من الأسهل على المحللين رؤية الأنماط الرئيسية في البيانات، مثل المتغيرات التي تتحرك معاً بانتظام، أو اكتشاف المجموعات التي قد تشير إلى علاقات سببية أو بنية مخفية في البيانات.

علاوة على ذلك، يمكن دمج تقنيات مثل التجميع أو الترجمة التفاعلية لتحسين التحليل. على سبيل المثال، يستطيع المحلل ترتيب المتغيرات بطريقة تكشف عن بنية التجميع، وبالتالي الكشف عن المجموعات الفرعية المترابطة داخل البيانات. وتتيح الأداة التفاعلية أيضاً للمستخدمين النقر على خلايا محددة للحصول على معلومات رقمية دقيقة حول معامل الارتباط.

باستخدام نهج التصور هذا، لا تعد الخريطة الحرارية توضيحية فحسب، بل تعد أيضاً أداة استكشافية قوية تساعد في توجيه القرارات التحليلية، وتحديد المتغيرات المهمة، واختيار النماذج الإحصائية المناسبة. ومن ثم، فإن استخدام هذا النهج يضيف بعداً بصرياً وتحليلياً، مما يعزز فعالية استكشاف البيانات واتخاذ القرارات القائمة على الأدلة.

بهدف إعطاء تصور مبدئي حول اتجاه العلاقة بين مؤشر سوق المال الإسلامي ومعدلات النمو الاقتصادي في عينة الدول محل الدراسة تم حساب مصفوفة الارتباطات بين متغيرات الدراسة والموضحة في الجدول الموالي:

الشكل رقم (16): مصفوفة الارتباطات بين متغيرات الدراسة

Correlations			
		ISLM	GDPG
ISLM	Pearson Correlation	1	0.080
	Sig. (2-tailed)		0.096
	N	440	440
GDPG	Pearson Correlation	0.080	1
	Sig. (2-tailed)	0.096	
	N	440	440

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على مخرجات برنامج SPSS 28

يمثل الجدول السابق مصفوفة الارتباطات بين المتغيرين المدرجين في هذه الدراسة وقيمة الدلالة الإحصائية SIG لهذه الارتباطات، ويتضح أن عامل الارتباط بين معدلات نمو إجمالي الناتج المحلي ومؤشر السوق المالي الإسلامي بعينة الدول محل الدراسة قد بلغ 8% وهي قيمة منخفضة و موجبة تعكس اتجاه العلاقة الأول يبين متغير الدراسة، كما أن القيمة السابقة غير دالة من الناحية الإحصائية عند مستوى الدلالة 5% على اعتبار أن قيمة SIG الخاصة بها اقل من القيمة الحرجة (0.09)، في حين يمكن قبول هذه النتيجة عند مستوى المعنوية 10%، بشكل عام يظهر بصورة أولية أن اتجاه العلاقة الارتباطية بين متغيرات الدراسة إيجابية.

3.2.3.3: نتائج التحليل الإحصائي متعدد المتغيرات لتصنيف دول العينة

الهدف من اختبارات التحليل الإحصائي متعدد المتغيرات هو التحقق من وجود اختلافات جوهرية (دالة إحصائية) بين دول العينة في مؤشر السوق المالي الإسلامي، ثم تحديد مصدر الاختلاف بدقة باستخدام LSD

1.3.2.3.3: اختبار وجود الفروقات بين الدول محل الدراسة في مؤشر السوق المالي الإسلامي

نهدف من خلال هذه الخطوة إلى التأكد من وجود فروقات بين الدول محل الدراسة في شغل مؤشر السوق المالي الإسلامي من عدمه، وذلك من خلال مقارنة متوسطات هذا المتغير لكل دولة مع بقية الدول الأخرى، وتم التركيز على اختبار تحليل التباين الأحادي (ONE WAY ANOVA) لتحديد وجود فروقات من عدمه، ثم الفصل في مصدر الفروقات بالاعتماد على اختبار LSD والنتائج موضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم (17): اختبار تحليل التباين الأحادي لدراسة الفروقات

ANOVA					
ISLM					
	Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	1.36E+08	7	19462517	65.582	0.0000
Within Groups	1.28E+08	432	296764.9		
Total	2.64E+08	439			

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج spss28

بلغت القيمة الإحصائية لفيشر بالنسبة لاختبار الفروقات تبعا للمؤشر السوق المالي الإسلامي بدول العينة ($F_{stat} = 65.583$) بين المجموعات (الدول) وهي دالة من الناحية الإحصائية لأن القيمة الاحتمالية لهذه الإحصائية ($SIG - F_{stat} = 0.000$) وبالتالي قبول الفرضية البديلة لاختبار تحليل التباين الأحادي، والتي تنص على وجود فروقات معنوية إحصائية لمؤشر السوق المالي الإسلامي لعينة الدول خلال فترة الدراسة، ولتحديد هذه الاختلافات بدقة بين دول العينة سيتم اعتماد اختبار (LSD) والذي يعتبر من أكثر الاختبارات شيوعا واستخداما في الأدبيات التطبيقية في مقارنة المتوسطات.

2.3.2.3.3: تحديد مصدر الفروقات بين مفردات العينة

في هذه المرحلة من التحليل، سيتم التركيز على تحديد مصادر الفروقات بدقة بين كل دولة من دول العينة مقارنة بباقي مفردات العينة، وذلك فيما يتعلق بمؤشر سوق المال الإسلامي، لتحقيق هذا الهدف تم استخدام اختبار الفروق البسيطة (Least Significant Difference - LSD) ، الذي يُعد من الاختبارات الإحصائية الفعالة لتحديد مواضع الاختلاف بين المتوسطات بطريقة دقيقة ومباشرة بعد ثبوت وجود فروقات معنوية عبر اختبار تحليل التباين (ANOVA) .

يعرض الجدول التالي نتائج اختبار (LSD) ، حيث يوفر مقارنة تفصيلية بين كل زوج من الدول، موضحاً مدى دلالة الفروق في مؤشر سوق المال الإسلامي خلال الفترة الزمنية المدروسة (2010-2024)، بناءً على هذه النتائج يمكن استخلاص استنتاجات أكثر دقة حول أي الدول أظهرت أداءً مميزاً أو متواضعاً نسبياً، مما يعزز فهمنا للفروقات البنوية في أداء أسواق المال الإسلامية عبر مختلف السياقات الاقتصادية. (أنظر الملحق رقم 1 للاطلاع على تفاصيل النتائج الكاملة).

الجدول رقم (18): نتائج اختبار LSD للمقارنات المتعددة

	Malaysia	Canada	Japan	Kuwait	Turkey	India	UK	China
Malaysia		X	X	X	X	X	X	X
Canada	X		X	X	X	X	X	X
Japan	X	X		X		X	X	X
Kuwait	X	X	X		X		X	X
Turkey	X	X		X		X	X	X
India	X	X	X		X		X	X
UK	X	X	X	X	X	X		
China	X		X	X	X	X		

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج spss28

من خلال الجدول السابق، يمكن ملاحظة وجود اختلافات واضحة في متوسط مؤشر سوق المال الإسلامي بين دول العينة، وهو ما يعكس تباينًا ملحوظًا في أداء الأسواق المالية الإسلامية خلال الفترة الممتدة من 2010 إلى 2024، هذا التباين قد يكون ناتجًا عن عوامل متعددة منها الاختلاف في السياسات الاقتصادية والمالية، ومستوى التطور المالي، ومدى التزام كل دولة بتطبيق مبادئ الشريعة الإسلامية في أنظمتها المالية.

وقد يعكس هذا الاختلاف أيضًا الاختلافات في حجم ونضج صناعة التمويل الإسلامي عبر البلدان، فضلًا عن الاختلافات في العوامل الكلية التي تؤثر على ثقة المستثمرين مثل معدلات النمو الاقتصادي والاستقرار السياسي والظروف الجيوسياسية الإقليمية، ويشير هذا إلى أن أسواق التمويل الإسلامي لا تعمل بشكل موحد بل تتأثر بالبيئة المحلية المحددة لكل بلد مما يجعل من الضروري دراسة كل سوق على حدة لفهم ديناميكياتها الفريدة.

وتوفر مثل هذه الاختلافات أيضًا فرصًا لإجراء مقارنات تحليلية بين الأسواق لاستخلاص الدروس وتحديد العوامل التي تجعل أداء أحد الأسواق أفضل أو أسوأ من الآخر، وتعتبر هذه خطوة مهمة نحو تطوير سياسات فعالة لتعزيز كفاءة واستقرار أسواق التمويل الإسلامي في المنطقة.

في المقابل نستنتج أن هناك تقارب بين مؤشرات الأسواق الإسلامية بين كل من بريطانيا وكندا مع الصين، حيث أن التعاون بين المؤسسات المالية الإسلامية في بريطانيا وكندا والصين أدى إلى نقل الخبرات وتبادل الاستراتيجيات، مما جعل أداء المؤشرات أكثر تجانسًا، بالإضافة إلى وجود تقارب ثنائي بين كل من تركيا واليابان بالإضافة إلى كل من الهند والكويت في هذا المؤشر، حيث أن اعتماد معايير الشريعة الإسلامية الدولية (AAOIFI) و(IIFM) ساعد في توحيد منهجيات الاستثمار الإسلامي في هذه الدول، والمؤسسات المالية الإسلامية الكبرى تعمل في مختلف الأسواق، مما يخلق تشابهًا في أداء المؤشرات الإسلامية، بالإضافة إلى التبادل الاقتصادي بين هذه الدول الذي ساعد على التقارب بين المؤشرات المذكورة.

3.3.2.3.3: تصنيف دول العينة بناء على مؤشر السوق المالي الإسلامي

تهدف هذه الخطوة إلى تصنيف عينة الدول المختارة حسب مؤشر السوق المالي الإسلامي في الفصل الأول من سنة 2024 وذلك بالاستعانة بإحدى طرق التحليل الإحصائي متعدد المتغيرات، حيث تم الاستعانة بمخطط شجرة التحليل العنقودي (طريقة WARD) والنتائج موضحة في الجدول والشكل التاليين:

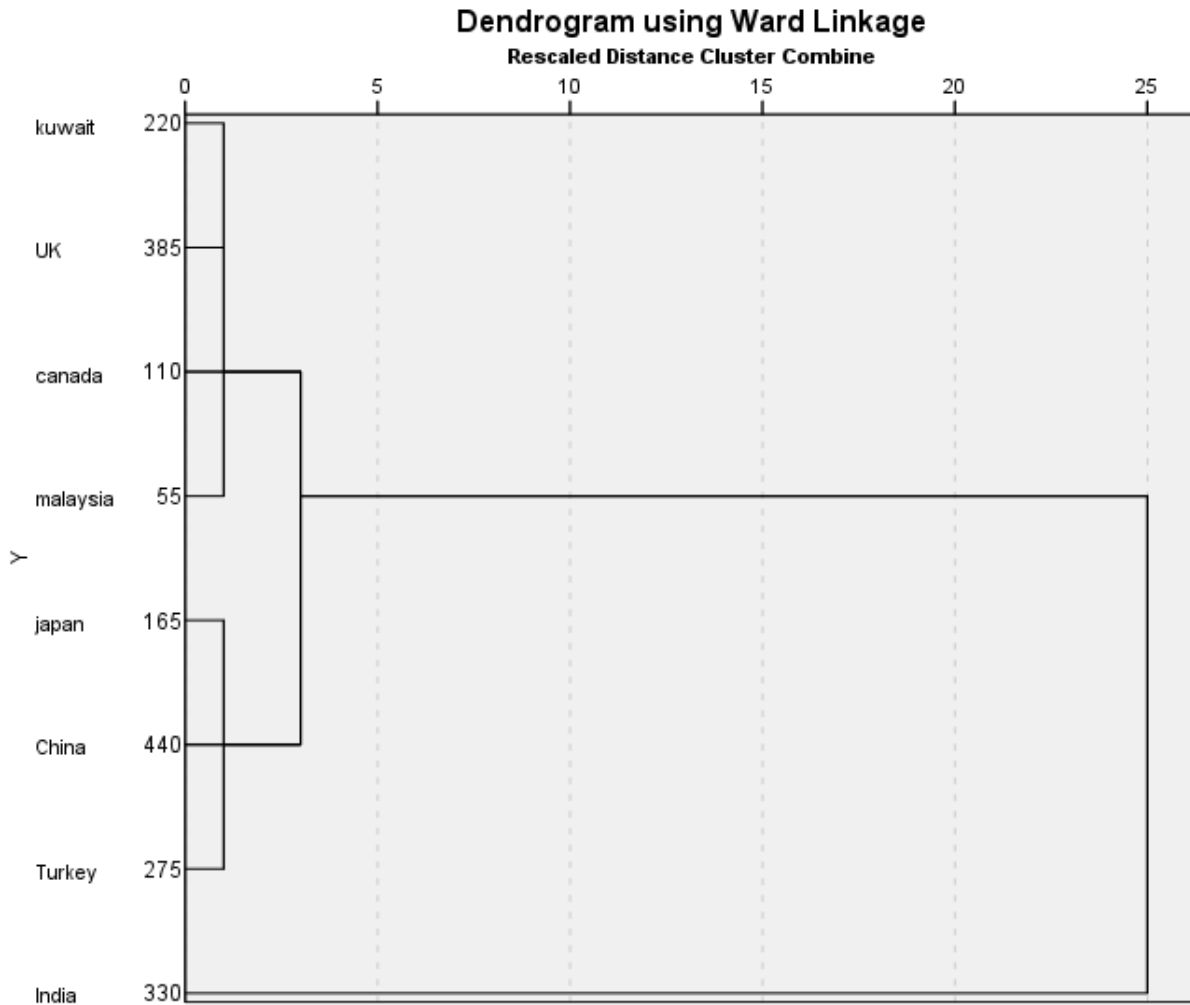
جدول رقم (19): التحليل العنقودي بناء على مؤشر السوق المالي الإسلامي خلال الفصل الأول من سنة

2024

Cluster Membership				
Case	5 Clusters	4 Clusters	3 Clusters	2 Clusters
Malaysia	1	1	1	1
Canada	2	2	1	1
Apan	3	3	2	1
Kuwait	2	2	1	1
Turkey	4	3	2	1
India	5	4	3	2
UK	2	2	1	1
China	3	3	2	1

المصدر: مخرجات برنامج spss28

شكل رقم (43): شجرة التحليل العنقودي ل WARD



المصدر: مخرجات برنامج spss28

من خلال الشكل (43) والجدول رقم (19) يمكن استنتاج أن الاختلاف الذي كان واضح في تحليل التباين قد تحقق نفسه في التحليل العنقودي في سنة 2024 بشكل خاص. لذلك يمكن تقسيم الدول إلى 3 مجموعات (من وجهة نظر الطالبة) من الدول حسب متوسط مؤشر السوق المالي الإسلامي وهي:

المجموعة الأولى: وشملت الدول ماليزيا، كندا، الكويت وبريطانيا وتضم هذه المجموعة الدول ذات أقل قيم أو متوسطات فيما يتعلق بمؤشر السوق المالي الإسلامي.

المجموعة الثانية: ضمت هذه المجموعة ثلاث دول تتميز بمستوى أعلى لمؤشر سوقها المالي الإسلامي مقارنة بالمجموعة الأولى وضمت كل من: (الصين، تركيا، واليابان).

المجموعة الثالثة: ضمت دولة الهند فقط وهي تعتبر أكبر الدول من حيث حجم مؤشر سوقها المالي الإسلامي لسنة 2024.

3.3.3: عرض وتحليل نتائج تقدير نماذج بانل الساكنة

من خلال هذا الجزء سيتم التركيز على اختبار مدى تجانس المعلمات (الميول والقواطع) بين مفردات العينة، والتي تمثل المرحلة الأساسية في تحديد المنهج القياسي الأنسب للنموذج محل الدراسة، وعلى أساس اختبار التجانس لـ: (HSIAO) يتم الحكم على بنية نموذج بانل، أي بعبارة أخرى تحديد نجاعة تطبيق نماذج بانل على بيانات الدراسة من عدمه، وفحص هل اعتماد النماذج الساكنة يكفي لتحديد أثر السوق المالي الإسلامي على النمو الاقتصادي في دول العينة أم أن إدراج عامل الزمن وديناميكية العلاقة بين المتغيرات تمكن من قياس الأثر بدقة وفعالية أكبر، بالإضافة إلى تحديد نوع الفروقات (ثابتة، عشوائية أو عدم وجود أي فروقات) بين المقاطع (الدول) للعينة محل الدراسة من خلال تقدير النماذج الساكنة.

1.3.3.3: تطبيق منهجية HSIAO لتحديد التجانس

في حالة تجانس الكلي لبنية بانل فيتم رفض هذه البنية نهائيا ولا يمكن تطبيق نماذج بانل الساكنة لتقدير النموذج، أما حالة عدم وجود التجانس الكلي لبنية بانل فانه يتم بناء على اختبار هاسيو التحقيق في مصدر عدم التجانس (الآثار الفردية أو العشوائية)، أما في حالة عدم القدرة على التحديد فعادة ما يتم اللجوء إلى تطبيق النماذج الديناميكية بشكل مباشر دون تقدير النماذج الساكنة أيضا وبشكل عام يمكن صياغة النموذج المعد للدراسة كالتالي:

$$GDPG_{it} = c + \beta ISLM_{(it)} + \varepsilon_{it}$$

حيث:

(c) يمثل القاطع او ثابت التقدير.

وكل من (β) المعامل المرتبط بالمتغير المستقل.

(i ; 1..... n) تشير المقاطع.

(t : 1...T) يمثل الزمن.

μ_t تمثل حد الخطأ العشوائي والذي يعتبر تشويشا أيضا.

الجدول رقم (20): نتائج اختبار التجانس لـ HSIOA

الفرضيات	F-Stat	P-Value
H1	9.31450	5.29122e-18
H2	1.5028	0.1574
H3	15.7419	2.01788e-18

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على المخرجات 12 EVIEWS

كما أسلفنا الذكر فإن اختبار (HSIAO) يتم على ثلاث مراحل يتم فيها اختبار التجانس الكلي في المرحلة الأولى، في حين المرحلتين الثانية والثالثة يتم فيهما اختبار تجانس القواطع والميول بشكل منفرد.

المرحلة الأولى:

اختبار فرضية التجانس الكلي لبنية بانل، بعد تقدير النموذج وحساب القيمة الإحصائية (Fisher) تحصلنا على ما يلي:

$$F_1 = 3.783114 \quad / \quad Prop - F_1 = 5.2912 * 10^{-18}$$

القيمة المحسوبة لإحصائية فيشر أكبر من القيمة المجدولة ويمكن الاستدلال على ذلك من خلال القيمة الاحتمالية لها والتي بلغت $(5.2912 * 10^{-18})$ وهي أقل تماماً من القيمة الحرجة (0.05)، وبالتالي نرفض فرضية العدم القائلة بتجانس البنية الكلية لنموذج الدراسة ونقبل الفرض البديل أي أنه نتجه نحو يسار مخطط اختبار هاسيو وننتقل إلى المرحلة الثانية.

المرحلة الثانية:

نقوم باختبار فرضية تجانس المعاملات (الميول)، ومن خلال النتائج الموضحة في الجدول اعلاه يظهر أن:

$$F_2 = 1.5028 \quad / \quad Prop - F_2 = 0.1574$$

بلغت الاحتمالية لإحصائية فيشر (0.15) وهي أكبر من القيمة الحرجة (0.05)، وبالتالي يمكن قبول فرضية العدم القائلة بتجانس (تطابق أو تساوي) تجانس المعاملات فنحتفظ بالنموذج ونبحث عن فرضية تجانس (تطابق) الثوابت الفردية في ضل فرضية المعاملات المشتركة لكل المفردات.

في هذه الخطوة نختبر فرضية تجانس الثوابت في النموذج، حيث بلغت القيمة المحسوبة لـ Fisher حسب فرضية هذا النموذج:

$$F_1 = 15.7419 \quad Prop - F_1 = 2.01788 * 10^{-18}$$

بلغت القيمة المحسوبة لإحصائية فيشر بالنسبة للمرحلة الثالثة (9.071852) بقيمة احتمالية ($2.01788 * 10^{-18}$) أقل من القيمة الحرجة (0.05)، وبالتالي يمكن رفض فرضية العدم عند مستوى الدلالة 5% القائلة بتجانس (تطابق أو تساوي) الثوابت بالنموذج.

وبناء على نتائج اختبار (HSIAO) يمكن أن نستنتج بشكل أولي بنية نموذج بانل الخاص بأثر مؤشر السوق المالي الإسلامي على النمو الاقتصادي، أي أن النموذج المعتمد خلال فترة الدراسة يحتوي على آثار فردية بين المقاطع، بالإضافة إلى إمكانية التحليل الديناميكي للنموذج لعدم تجانس المعاملات (الميل) في النموذج محل الدراسة.

2.3.3.3: تقدير نماذج بانل الساكنة

بعد التحقق في النقطة السابقة من خاصية تجانس معلمات نموذج الدراسة وما أفضت إليه من غياب التجانس في الميل فقط، سيتم في هذه النقطة تقدير نماذج بانل الأساسية الثلاث (النموذج التجميعي، نموذجي التأثيرات الثابتة والعشوائية)؛ ثم اختبار صلاحية هذه النماذج من الناحية الإحصائية بشكل خاص، ليتم المفاضلة بين هذه النماذج بالاعتماد على مجموعة من الاختبارات الإحصائية الخاصة بهذا الغرض، الأمر الذي يمكن من التحقق من النتائج المتوصل إليها بناء على منهجية (HSIAO) فيما يخص تجانس المعلمات، بالإضافة إلى تحديد مصدر الاختلافات بين دول العينة فيما يخص أثر مؤشر السوق المالي الإسلامي على النمو الاقتصادي.

1.2.3.3.3: نموذج الانحدار التجميعي:

بالنسبة للنموذج التجميعي (Pool Regression Model – PRM) فيتم من خلاله إهمال الجانب المقطعي للبيانات والتقدير على أساس أن متغيرات الدراسة تمثل سلاسل زمنية فقط، وبعد إدخال البيانات للبرنامج (EViews 12) والقيام بعملية التقدير تم التوصل إلى النتائج التالية:

الجدول رقم (21): تقدير نموذج الانحدار التجميعي

Dependent Variable: GPDG				
Method: Panel Least Squares				
Periods included: 55				
Cross-sections included: 8				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ISLM	0.00051	0.000306	1.669334	0.095766
C	2.469594	0.740927	3.333113	0.000932
R-squared	0.006322	Durbin-Watson stat		0.827835
Adjusted R-squared	0.004053	Prob(F-statistic)		0.095766
F-statistic	2.786674			

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على مخرجات برنامج EVIEWS 12

من خلال النموذج التجميعي المقدر في الجدول أعلاه يمكن تسجيل ما يلي:

✓ **معنوية المعلومات:** من خلال نتائج المعادلة المقدرة، يتضح أن جميع المعلومات المرتبطة بالمتغيرات المفسرة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 10%، وذلك استنادًا إلى القيم الاحتمالية (P-values) الخاصة بإحصائية **Student-t** حيث تبين أن جميع هذه القيم الاحتمالية تقل عن القيمة الحرجة (0.10)، مما يسمح برفض فرضية العدم القائلة بعدم وجود تأثير معنوي للمتغيرات المستقلة على المتغير التابع، لصالح الفرضية البديلة التي تنص على وجود تأثير معنوي، تشير هذه النتائج إلى أن المتغيرات المفسرة المختارة في النموذج تساهم بشكل فعال في تفسير التغيرات في معدل النمو الاقتصادي خلال الفترة الزمنية المدروسة، سواء من حيث الاتجاه أو الحجم. كما تعزز هذه النتائج من صلاحية النموذج المستخدم، وتُعطي مؤشرًا على ملاءمته لتحليل العلاقة بين المتغيرات موضوع الدراسة.

✓ **المعنوية الكلية:** بلغت القيمة المحسوبة لإحصائية فيشر ($F_{statistic} = 2.786$) وهي معنوية عند مستوى دلالة 10% على اعتبار أن القيمة الاحتمالية الخاصة بها أقل تمامًا من القيمة الحرجة (0.10)، أي أن النموذج ككل معنوي من الناحية الإحصائية عند مستوى الدلالة السابق، وغير دال من الناحية الإحصائية عند مستوى معنوية أقل أو يساوي 5% على اعتبار أن القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر أقل من القيمة الحرجة (0.05).

✓ **جودة التوفيق:** بلغت قيمة معامل التحديد ($R^2 = 0.0063$) أي أن المتغير المستقل يساهم في تفسير معدلات نمو إجمالي الناتج المحلي بدول العينة بنسبة قدرها 0.63% أما النسبة المتبقية 99.37% فهي مفسرة من قبل متغيرات أخرى لم يتم إدراجها بالنموذج. ولكنها مدرجة بهامش الخطأ. وبشكل عام فنموذج الانحدار التجميعي غير مقبول من الناحية الإحصائية لعد توفر خاصية المعنوية الكلية والقدرة التفسيرية المنخفضة.

2.2.3.3.3: نموذج التأثيرات الثابتة

الثابت في نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effect Model – FEM) يختلف بين كل مجموعة بيانات مقطعية (دولة) ونتائج التقدير موضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم (22): تقدير نموذج التأثيرات الثابتة

Dependent Variable: GPDG				
Method: Panel Least Squares				
Periods included: 55				
Cross-sections included: 8				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ISLM	0.000599	0.000395	1.516952	0.130012
C	2.265577	0.931722	2.431601	0.015439
R-squared	0.208647	Durbin-Watson stat		1.03981
Adjusted R-squared	0.193958	Prob(F-statistic)		2.06E-18
F-statistic	14.20459			

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على مخرجات EVIEWS 12

من خلال نموذج التأثيرات الثابتة المقدر يمكن استنتاج ما يلي:

- **معنوية المعلمات :**

من المعادلة المقدرة يظهر أن المعلمة المرتبطة بمتغير مؤشر السوق المالي الاسلامي غير دالة من الناحية الإحصائية بدرجة معنوية (5%)، حيث أن القيمة الاحتمالية لإحصائية ستودنت بلغت ($Prop_{t-stat} = 0.31$) وهي أكبر من القيمة الحرجة (0.05).

- المعنوية الكلية:

بلغت القيمة المحسوبة لإحصائية فيشر ($F_statistic=14.20$) وهي معنوية عند مستوى دلالة 5% على اعتبار أن القيمة الاحتمالية الخاصة بها اقل تماماً من القيمة الحرجة (0.05)، أي أن النموذج ككل معنوي من الناحية الإحصائية.

- جودة التوفيق:

بلغت القدرة التفسيرية لنموذج التأثيرات الثابتة ($R^2 = 0.20$) أي أن المتغير المستقل تساهم في تفسير معدلات نمو الناتج بناء على هذا النموذج بنسبة قدرها 20%، أما النسبة المتبقية 80% فهي مفسرة من قبل متغيرات أخرى لم يتم إدراجها بالنموذج. أو إلى أخطاء التوصيف ولكنها مدرجة بهامش الخطأ.

3.2.3.3.3 نموذج التأثيرات العشوائية

يتكون هامش الخطأ في نموذج التأثيرات العشوائية (Random Effect Model – REM) من مركبتين للخطأ (عشوائية المقاطع وهامش التقدير) ونتائج تقدير هذا النموذج في الجدول الموالي:

الجدول رقم (23): تقدير نموذج التأثيرات العشوائية

Dependent Variable: GDPG				
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)				
Periods included: 55				
Cross-sections included: 8				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ISLM	0.00059	0.000384	1.535676	0.12534
C	2.287255	1.269704	1.801409	0.072326
R-squared	0.005367	Durbin-Watson stat		1.025473
Adjusted R-squared	0.003097	Prob(F-statistic)		1.25E-01
F-statistic	2.363642			

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على مخرجات EVIEWS 12

من خلال نموذج التأثيرات العشوائية المقدر يمكن استنتاج ما يلي:

✓ **معنوية المعلمات:** من المعادلة المقدرة نجد أن المعلمات المرتبطة بمتغير مؤشر السوق المالي الإسلامي (ISLM) غير معنوية عند مستوى الدلالة 5%، على اعتبار أن القيمة الاحتمالية المرتبطة بالمعلمات سالفة الذكر أكبر من القيمة الحرجة (0.05).

✓ **المعنوية الكلية:** بلغت القيمة المحسوبة لإحصائية فيشر ($F_statistic=2.363642$) وهي غير معنوية عند مستوى دلالة 5% على اعتبار أن القيمة الاحتمالية الخاصة بها تساوي (0.12)، وهي أكبر تماماً من القيمة الحرجة (0.05)، أي أن النموذج ككل معنوي من الناحية الإحصائية.

✓ **جودة التوفيق:** بلغت قيمة معامل التحديد ($R^2 = 0.0053$) أي أن المتغيرات المستقلة تساهم في تفسير التغيرات في معدلات النمو الاقتصادي بنسبة قدرها 0.53% أما النسبة المتبقية 99.47% فهي مفسرة من قبل متغيرات أخرى لم يتم إدراجها بالنموذج.

بعد تقدير النماذج الساكنة الأساسية الثلاث: نموذج الانحدار التجميعي، ونموذج التأثيرات الثابتة، ونموذج التأثيرات العشوائية، والتي أظهرت عدم كفاءة نموذجي الانحدار التجميعي والآثار العشوائية من الناحية الإحصائية، في حين قبول نموذج التأثيرات الثابتة من الناحية الإحصائية، وسيتم في المرحلة الموالية المفاضلة بينها عن طريق اختيار النموذج الأنسب للدراسة وذلك باستخدام مجموعة من الاختبارات الإحصائية الخاصة بالمفاضلة بين النماذج.

3.3.3.3: اختبارات المفاضلة بين النماذج

يمكن من خلال اختبارات المفاضلة التحقق من نتائج اختبار التجانس لهاسيو، من خلال تحديد نوع ومصدر الفروقات الفردية بين المقاطع سواء فردية ثابتة (عدم تجانس المقاطع) أو فردية عشوائية (عدم تجانس الميول) أو غياب الفروقات كلياً بين المقاطع أي تجانس كلي.

1.3.3.3.3: اختبار (Lagrange multiplier (LM) test)

الهدف من هذين الاختبارين هو المفاضلة بين نموذجي الانحدار التجميعي ونموذجي التأثيرات الثابتة والعشوائية، ويعتمد الاختبار على مجموعة من الإحصاءات من بينها (Honda – Standardized Honda) و(Breusch-Pagan) ويرتكز الاختبار الفرضيات التالية:

$$\begin{cases} H_0 \dots \dots \dots \text{نموذج الانحدار التجميعي هو الملائم} \\ H_1 \dots \dots \dots \text{نموذج التأثيرات الثابتة او العشوائية هو الملائم} \end{cases}$$

الجدول رقم (24): اختبار $test_{LM}$

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects			
Null hypotheses: No effects	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	474.6779	202.829	677.5069

الفصل الثالث: الدراسة القياسية

	0	0	0
Honda	21.7871	14.24181	25.47629
	0	0	0
Standardized Honda	23.51508	14.4401	21.53229
	0	0	0

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 12

من خلال نتائج الاختبار فقد بلغت إحصائية (Standardized Honda) للمقاطع (21.53229) بالنسبة للنموذج الأول وبالتالي نقبل الفرضية H_1 لأن قيمة الاحتمال لهذا الاختبار أقل من (0.05) أي أن نموذج التأثيرات العشوائية أو الثابتة هو الملائم لبيانات الدراسة. وهي نفس النتيجة في ما يتعلق بإحصائية (Breusch-Pagan) والتي بلغت (677.5069) بقيمة احتمالية أقل من القيمة الحرجة (0.05).

2.3.3.3.3: اختبار Hausman

بعد التأكد من وجود فروقات فردية بين المقاطع في نموذج الدراسة بعد أن أفضى واختبار (Lagrange multiplier (LM) test) أظهر وجود آثار الثابتة أو عشوائية، سيتم الحكم النهائي على النموذج الأفضل لبيانات الدراسة بناءً على اختبار (Hausman)، حيث يختبر هذا الأخير وجود ارتباط بين معلمة الثابتة والمتغير المفسر من عدمه.

فرضيات اختبار (Hausman):

$$\begin{cases} H_0 \dots \dots \dots \text{نموذج الاثار العشوائية هو الملائم} \\ H_1 \dots \dots \dots \text{نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم} \end{cases}$$

وننتائج الاختبار موضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم (25): اختبار Hausman

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	0.010435767	1	0.918633

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 12

القيمة الإحصائية لاختبار (Hausman) للمفاضلة بين نموذجي الآثار العشوائية والثابتة كما هو موضح في الجدول أعلاه ($\chi^2 = 0.010435767$) والقيمة المجدولة لهذا الاختبار بلغت عند درجة حرية 1 و مستوى معنوية 5% قيمة (10,507)، كما أن القيمة الاحتمالية للاختبار هي ($\text{Prop} = 0.91 > 0.05$) وبالتالي نقبل الفرض العدمي، أي أن مصدر الاختلاف بين الدول محل الدراسة هي التأثيرات العشوائية.

بناء على نتائج اختبارات المفاضلة فإن نموذج التأثيرات العشوائية هو الأنسب لقياس أثر مؤشر السوق المالي الإسلامي على النمو الاقتصادي في عينة الدول المختارة خلال الفترة (2010-2024)، وهو النموذج المعتمد في التحليل الاقتصادي الساكن لقياس العلاقة بين متغيرات الدراسة باعتباره أكثر كفاءة من نموذجي الأثر الثابتة والتجميعي نظر لوجود اختلافات عشوائية بين مقاطع الدراسة (الدول).

بشكل عام لا يمكن قبول النموذج السابق (نموذج التأثيرات العشوائية) من الناحية الإحصائية وهذا لعدم توفره على الخصائص المتعلقة بالمعنوية الجزئية والكلية والقدرة التفسيرية، وللتحقق من النتيجة السابقة الخاصة بعدم كفاءة النموذج بشكل نهائي في عملية التحليل الاقتصادي وجب أولاً التحقق من مشاكل القياس في بواقي تقديره وفي حاله وجود أي مشكلة من هذه المشاكل سيتم تطبيق أو اعتماد احد المنهجيات الإحصائية القياسية الملائمة لتجاوز هذه المشاكل و نتائج اختبارات القياس الثلاث (الارتباط بين الأخطاء، عدم الثبات التباين، و عدم استقلالية المقاطع) موضحة من خلال الجدول أدناه.

الجدول رقم (26): اختبارات مشاكل القياس لنموذج التأثيرات العشوائية

Wooldridge test for autocorrelation in panel data	
H0: no first-order autocorrelation	
F(1, 7)	13.606
Prob > F =	0.0078
Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity in fixed effect regression model	
H0: $\sigma(i)^2 = \sigma^2$ for all i	
chi2 (8)	85.25
Prob>chi2	0.0000
Pesaran's test of cross sectional independence	

v-stat	1.4582
Pr	0.5213

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على مخرجات STATA 17

بالرجوع إلى الجزء العلوي من الجدول السابق فقد بلغت القيمة الإحصائية ($F_{stat} = 13.606$) لاختبار (Wooldridge test) و هي قيمة دالة من الناحية الإحصائية على اعتبار أن القيمة الاحتمالية المرتبطة بها اقل تماما من القيمة الحرجة (0.05) وبالتالي يمكن قبول الفرضية البديلة لهذا الاختبار التي تنص على وجود ارتباط ذاتي من الدرجة الأولى في النموذج محل الدراسة؛ بالنسبة لاختبار عدم ثبات التباين فقدتم الاعتماد على اختبار (Modified Wald test) من أجل التحقق من وجود هذا المشكل في بواقي تقدير نموذج الدراسة بناء على إحصائية (كاي تربيع) و بناء على النتائج في الجدول الموضح أعلاه فقد القيم الإحصائية للاختبار (85.25) و هي اكبر من القيم الجدولية المقابلة لها عند درجات حرية 8 و مستويات معنوية (5 %) على اعتبار إن القيمة الاحتمالية المرتبطة بها تساوي (0.00) وهي اقل من القيمة الحرجة (0.05)، وبناء عليه يمكن قبول الفرضية البديلة لهذا الاختبار و التي تنص على أن بواقي تقدير النموذج الأول تعاني من مشكل عدم ثبات التباين في بواقي تقديرها بين المقاطع وخلال الزمن.

بالنسبة للاختبار الثالث والخاص بالتحقق من استقلالية المقاطع (Pesaran) فقد بلغت القيمة الإحصائية للاختبار (1.45) وهي غير دالة من الناحية الإحصائية على اعتبار أن القيمة الاحتمالية المرتبطة بها أكبر تماما من القيمة الحرجة (0.05)، وبالتالي يمكن قبول الفرضية الصفرية للاختبار والتي تنص على أن المقاطع مستقلة، وبعبارة أخرى عدم وجود هذه المشكلة في النموذج.

3.3.3.3.3: تصحيح النموذج واستخراج التأثيرات الثابتة

بناء على اختبارات مشاكل القياس الثلاثة المعتمدة في هذه الدراسة فإن النموذج يعاني من مشكلتي عدم ثبات التباين و الارتباط الذاتي بين الأخطاء وبالتالي يجب تقدير هذا النموذج بطرق أخرى تتيح إمكانية التحكم في الارتباط الذاتي بين البواقي وكذا عدم ثبات تباينها بالإضافة إلى أنها تأخذ بعين الاعتبار الارتباط بين مقاطع النموذج، و من أكثر النماذج شيوعا واستخداما في الأدبيات التطبيقية و التي يمكن أن تساهم بكفاءة عالية في التعامل مع مشاكل قياس السابقة هي طريقه (Feasible generalized least squares) التي تمكن كما هو موضح الجزء العلوي من الجدول الموالي (27) التحكم في عدم ثبات التباين مع وجود ارتباط بين المقاطع بالإضافة إلى أنها تمكن في التحكم الارتباط الذاتي من الدرجة الأولى

(AR1)، بالإضافة إلى أن خصائص البيانات المعتمدة في الدراسة تتوافق وافترض تطبيق الطريقة الرئيسي، والذي يستوجب أن يكون البعد الزمني ($T=55$) للبيانات أكبر تماما من البعد المقطعي ($N=8$)، و نتائج تقدير هذا النموذج موضحة في الجدول أدناه:

الجدول رقم (27): النموذج المقدر بعد تصحيح مشاكل الارتباط الذاتي وعدم ثبات التباين

Cross-sectional time-series FGLS regression				
Coefficients: generalized least squares				
Panels: heteroskedastic				
Correlation: common AR(1) coefficient for all panels 0.5939				
NPL	Coef.	Std. Err.	Z	P>z
ISLM	0.00005	0.0000748	0.67	0.504
_cons	3.12584	0.3855438	8.11	0
(1)Wald chi2	0.45	Prob > chi2	0.5037	

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على مخرجات STATA 17

بعد التحقق من إزالة مشاكل القياس عن بواقي تقدير النموذج وكذلك الأخذ بعين الاعتبار الارتباط الموجود بين المقاطع و تقدير نموذج الدراسة وفق طريقة (FGLS) تم الحصول على النتائج الموضحة في الجدول أعلاه حيث تظهر النتائج أن النموذج المصحح أيضا غير مقبول من الناحية الإحصائية حيث بلغت ($Wald\ chi2=0.45$) وهي غير دالة من الناحية الإحصائية عند مستوى معنوية أقل من 5% على اعتبار أن القيمة الاحتمالية المرتبطة بهذه الإحصاء بلغت (0.50) وهي أكبر تماما من القيمة الحرجة (0.05)، أي أن النموذج المقدر عليه غير مقبول من الناحية الإحصائية الكلية، وبالتالي فلا يمكن الاعتماد عليه في عملية التفسير الاقتصادي للنتائج، والتي أظهرت أن المعلم المرتبطة بمتغير مؤشر السوق الإسلامي لا يؤثر على معدلات نمو إجمالي الناتج المحلي بدول العينة حيث أن القيمة الاحتمالية لإحصائية (Z)، أكبر من القيمة الحرجة (0.05).

وما يمكن استنتاجه من خلال ما سبق هو عدم كفاءة النماذج الساكنة في قياس العلاقة من مؤشر السوق المالي الإسلامي بدول العينة باتجاه معدلات النمو الاقتصادي خلال الفترة المحددة لهذه الدراسة.

4.3.3: التحليل الديناميكي لنموذج الدراسة

تعتبر النتائج المتحصل عليها من خلال التحليل الساكن لنموذج بانل قاصرة ولا تتسم بدرجة عالية من الثقة والواقعية وهو ما تحقق من خلال النموذج الساكن المقدر، كونها تهتم فقط بمصدر الاختلاف الذي وجدنا أن مصدره التأثيرات الفردية العشوائية هذا من جهة، كما أنها تهمل عنصر الزمن والذي يمثل عامل أساسيا في تفسير العلاقات التشابكية بين متغيرات الاقتصاد الكلي ونظرا للإشكالية المطروحة في الدراسة والأهداف المتوقعة من الدراسة، والتي تتمحور بشكل رئيسي حول قياس التأثير في الأجلين القصير والطويل وكذلك آلية الإرجاع إلى الوضع التوازني، لذلك سيتم تطبيق التحليل الديناميكي لنموذج بانل.

بناء اختبار هاسيو والذي أظهر عدم تجانس الميول فيمكن الاعتماد على نماذج الانحدار الذاتي لبيانات بانل في تقدير النموذج محل الدراسة، وقبل ذلك وجب أولا تشخيص المنهج القياسي الذي يتناسب والبيانات المعتمدة في عملية النمذجة، وذلك من خلال تحديد درجة استقرارية كل متغير من متغيرات النموذج المعتمد، من خلال مجموعة من اختبارات الاستقرارية الخاصة بنماذج بانل الموضحة في المبحث الخاص بأدوات الدراسة، حيث يتم الحكم على استقرارية السلسلة بناء على توافق نتائج أغلب اختبارات الاستقرارية، هذا من جهة ومن جهة ثانية سيتم اختبار علاقة التكامل المشترك بين المتغيرات في الأجل الطويل بالاعتماد على اختبارات (PEDRONI and KAO).

1.4.3.3: الاختبارات التشخيصية

سيتم التركيز من خلال هذا الجزء على محاولة تحديد النموذج الأنسب لقياس العلاقة بين كل من مؤشر السوق المالي الإسلامي ومعدلات النمو الاقتصادي في الأجلين القصير والطويل، ويتم تحديد النموذج أو المنهجية القياسية الأنسب بناء على درجة استقرارية المتغيرات، ووجود علاقة توازنية بالأجل الطويل بين متغيرات الدراسة وهو ما سيتم اختباره من خلال هذا الجزء.

1.1.4.3.3: دراسة استقرارية السلاسل

في هذه المرحلة سيتم محاولة تحديد الدرجة التي تستقر بها متغيرات الدراسة، وكما تم الإشارة مسبقا حول الأهمية البالغة التي تعني بها دراسة الاستقرارية في تحديد المنهجية أو النموذج القياسي الذي يتلاءم وسلوك

متغيرات الدراسة والخصائص الإحصائية لها، سيتم الاعتماد على خمس اختبارات للتدقيق في استقرارية كل متغير من متغيرات الدراسة؛ وفي حالة وجود تناقض بين الاختبارات المستخدمة يتم على أساس العدد الأكبر من الاختبارات التي تظهر نتائج متوافقة.

ومن الجدير بالذكر أن افتراضات وشروط تطبيق نماذج الانحدار الذاتي عموماً نفسها بالنسبة لنماذج الانحدار الذاتي لبيانات بانل؛ فعلى سبيل المثال نماذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المبطنة (ARDL) ونماذج (P-ARDL) كحالة خاصة منها نفترض أن السلاسل الزمنية لمتغيرات أي نموذج تكون مستقرة عند المستوى أو الفرق الأول أو أن تكون مزيجاً بين المستوى والفرق الأول، ووجود أي متغير متكامل من الدرجة الثانية يعني إلغاء إمكانية استخدام هذا النموذج في التقدير وفق منهجيته.

وبالنسبة لدراسة الاستقرارية الخاصة ببيانات بانل يجب أولاً التأكد من استقلالية المقاطع للتأكد من الجبل المناسب لاختبارات الاستقرارية لمتغيرات الدراسة كما تم التوضيح في أدوات الدراسة، وتم التوسع في اختبارات الاستقلالية رغم إجراء الاختبار في الجزء الخاص باختبارات مشاكل القياس نظراً للأهمية البالغة لهذه الاختبارات في النمذجة القياسية لبيانات بانل، حيث يعتبر شرط الاستقلالية من أهم شروط النمذجة الواجب أخذها بعين الاعتبار، والجدول الموالي يوضح نتائج اختبارات استقلالية المقاطع:

الجدول رقم (28): اختبار استقلالية المقاطع

Residual Cross-Section Dependence Test			
الفرضية الصفرية: (المقاطع مستقلة)			
Test	Statistic	d.f.	Prob.
Breusch-Pagan LM	1.549118	28	0.4890
Pesaran scaled LM	0.696374		0.3125
Bias-corrected scaled LM	0.695633		0.3321
Pesaran CD	1.4582		0.5213

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على مخرجات Eviews 12

من خلال نتائج كل اختبارات الاستقلالية الموضحة في الجدول أعلاه يمكن قبول فرضية العدم والتي تنص على استقلالية البواقي لمقاطع عينة الدراسة عن بعضها البعض، حيث أن القيم الإحصائية للاختبارات الأربعة (Breusch-Pagan LM ; Pesaran scaled LM ; Bias-corrected scaled LM ;

(Pesaran CD) كلها أقل من القيم الجدولية لها، على اعتبار أن القيم الاحتمالية لكل الاختبارات أكبر من القيمة الحرجة (0.05)، وعليه سيتم تطبيق اختبارات الاستقرار للجيل الأول على متغيرات الدراسة.

- عند المستوى

فيما يلي نتائج اختبارات الاستقرار لمتغيرات الدراسة في حالتها الأصلية (دون إجراء) فروقات وذلك في النموذج الذي يحوي القاطع والاتجاه العام والنموذج الذي يحتوي على القاطع فقط، وقد تم الاعتماد على خمسة اختبارات للاستقرار كما هو موضح في الجدول الموالي، حيث يتم الحكم على استقرار المتغير من عدمه في حالة وجود ثلاثة اختبارات من أصل خمسة تشير إلى ذلك؛ ونتائج الاختبار موضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم (29) نتائج اختبارات الاستقرار لمتغيرات النموذج عند المستوى

النموذج	الاختبارات	Levin, Lin & Chu t*	PP - Fisher Chi-square	ADF - Fisher Chi-square	Im, Pesaran and Shin W-stat	Breitung t-stat	النتيجة
في وجود قاطع	GDPG	-0.3420	120.3660	76.5706	-6.7246		مستقر
		0.3662	0.0000	0.0000	0.0000		
	ISLM	0.662706	0.197746	13.64059	16.03369		غير مستقر
		0.746241	0.578378	0.62547	0.450612		
في وجود قاطع واتجاه عام	GDPG	1.4799	-5.4400	57.2863	97.5776	-7.0602	مستقر
		0.9305	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	
	ISLM	-0.59769	-1.8015	24.4951	26.20499	-1.2354	غير مستقر
		0.275023	0.0358	0.0792	0.051211	0.108341	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

يمكن قبول الفرضية البديلة التي تنص على استقرارية متغير معدلات النمو الاقتصادي (نمو الناتج المحلي الإجمالي GDPPG) عند المستوى (0) في النموذج الذي يحتوي على القاطع فقط عند درجة الثقة (95%)، حيث تم تسجيل قيم احتمالية أقل من القيمة الحرجة (0.05) بالنسبة للاختبار (ADF - Fisher Chi-square, Pesaran and Shin W-stat, PP - Fisher Chi-square)، حيث أن القيم الاحتمالية للاختبارات الثلاثة السابقة أقل تماماً من القيمة الحرجة (0.05)، وبالتالي تم قبول الفرضية البديلة التي تنص على استقرارية متغير معدل النمو الاقتصادي عند المستوى، رغم أننا اختبرنا (Levin, Lin & Chu t*) أظهر نتيجة عكسية حيث أن القيمة الاحتمالية المرتبطة بهذا الاختبار بلغت (0.36) وهي أكبر من القيمة الحرجة (0.05)، وعليه وجود ثلاث اختبارات من أصل أربعة في النموذج الذي يحتوي على القطع فقط أظهرت استقرارية متغير النمو الاقتصادي وتم الحكم بناءً على هذه النتيجة.

بالنسبة للنموذج الذي يحتوي على القاطع والاتجاه العام الخاص بمتغير معدل نمو إجمالي الناتج المحلي تم التوصل إلى نفس النتائج الخاصة بالنموذج الذي يحتوي على القاطع فقط، حيث أظهرت نتائج اختبار (Levin, Lin & Chu t*) عدم استقرارية هذا المتغير عند المستوى، في حين أظهرت الاختبارات الثلاثة (ADF - Fisher Chi-square, Pesaran and Shin W-stat, PP - Fisher Chi-square) بالإضافة إلى اختبار (Breitung t-stat) برنامج تغير نمو إجمالي الناتج المحلي متكامل عند المستوى، وذلك بناءً على القيم الاحتمالية للاختبار والتي لم تتجاوز القيمة الحرجة (0.05).

تم قبول الفرضية الصفرية والتي تنص على استقرارية مؤشر السوق المالي الإسلامي، بناءً على الاختبارات الخمسة (Im, Pesaran and Shin W-stat ; PP - Fisher Chi-square ; ADF - Fisher Chi-square ; Levin, Lin & Chu t ; Breitung t-stat) لأن القيم الاحتمالية الخاصة بإحصائيات هذه الاختبارات في النموذج الذي يحتوي على القاطع والاتجاه العام والنموذج الذي يحتوي على القاطع فقط أكبر تماماً من القيمة الحرجة (0.05) عند مستوى الدلالة (5%).

- عند الفرق الأول:

بعد إجراء الفروقات الأولى لمؤشر السوق المالي الإسلامي الغير مستقر عند المستوى وإعادة الاختبار تم التوصل إلى النتائج الموضحة في الجدول الموالي:

الجدول رقم(30) نتائج اختبارات الإستقرارية لمتغيرات النموذج عند الفرق الأول

النتيجة	Breitung t-stat	Im, Pesaran and Shin W- stat	ADF - Fisher Chi- square	PP - Fisher Chi- square	Levin, Lin & Chu t*	الاختبارات	النموذج
مستقر		289.0022	154.1600	- 11.7038	- 11.3510	D(ISLM)	في وجود قاطع
		0.0000	0.0000	0.0000	0.0000		
مستقر	-6.76723	260.0213	127.905	- 10.7635	- 10.8618	D(ISLM)	في وجود قاطع واتجاه عام
	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000		

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS 12

بعد إجراء الفروقات الأولى يمكن قبول الفرضيات البديلة والتي تنص على استقرار مؤشر السوق المالي الإسلامي (D(ISLM)) لأن القيم الإحصائية للنموذجين المعتمدين في الاختبار ولكل الاختبارات المعتمدة للتحقق من شرط الاستقرار كانت أكبر من القيم الجدولية عند مستوى الدلالة (5%)، حيث أن القيم الاحتمالية لكل الاختبارات تساوي (0.0000).

وما يمكن استنتاجه من خلال اختبارات الإستقرارية السابقة والتي أظهرت أن المتغير التابع والمتمثل في معدل النمو إجمالي الناتج المحلي كان متكاملًا من الدرجة (0)، أما مؤشر السوق المالي الإسلامي فقد ظهر مستقرًا عند الفرق الأول (1)؛ حسب (Pesaran and Shin) فهناك احتمال وجود علاقة توازنية في الأجل الطويل بين متغيرات الدراسة، وبالتالي سيتم في الخطوة الموالية التأكد من فرضية التكامل المشترك في الأجل الطويل.

2.1.4.3.3: اختبارات التكامل المشترك بين متغيرات الدراسة

بهدف التأكد من وجود أو غياب علاقات التكامل المشترك بين متغيرات النموذج المعد للدراسة، تم الاعتماد على أشهر الاختبارات للتحقق من توازنية العلاقة في الأجل الطويل، بناءً على ما جاء في الأدبيات التطبيقية التي تناولت موضوع الدراسة الديناميكية لنماذج بانل وبالتالي التدقيق في هذه النقطة لأنها تمثل عنصراً أساسياً في تحديد المنهج القياسي المناسب لمعالجة موضوع الدراسة بدقة وكفاءة عالية، وهذه الاختبارات هي:

- اختبار الحدود لبيانات بانل؛

- منهجية Kao لبيانات بانل؛

- منهجية Pedroni لبيانات بانل.

وترتكز الاختبارات على نفس الفرضيات:

$$\begin{cases} H_0 \dots \dots \dots \text{عدم وجود علاقة تكامل مشترك} \\ H_1 \dots \dots \dots \text{وجود علاقة تكامل مشترك} \end{cases}$$

نتائج الاختبارات موضحة في الجدول الموالي:

الجدول رقم(31): نتائج اختبارات التكامل المشترك

Fisher Stat.* (from trace test)		Hypothesized		Johansen Fisher Panel Cointegration Test	
	598.3	Prob.	No. of CE(s)	Kao Residual Cointegration Test	
		0.0000	None		
	Prob.	t-Statistic	ADF		
	0.0000	-5.05684		Pedroni Residual Cointegration Test	
Prob.	Weighted Statistic	Prob.	t-Statistic		
0.0000	4.2251	0.0000	5.3212	Panel v-Statistic	. (within- dimension)
0.0000	-11.3815	0.0000	-11.1910	Panel rho-Statistic	
0.0000	-9.8508	0.0000	-9.6813	Panel PP-Statistic	
0.0000	-6.1008	0.0000	-5.8262	Panel ADF-Statistic	
		0.0000	-9.0222	Group rho-Statistic	(between- dimension)
		0.0000	-9.7985	Group PP-Statistic	
		0.0000	-5.8178	Group ADF-Statistic	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS 12

بالرجوع إلى الجدول أعلاه يمكن قبول الفرض البديل وذلك بناء على اختبار (Kao) للتكامل المشترك حيث: $KAO(T_{stat}) = -5.05$ بقيمة احتمالية أقل من القيمة الحرجة (0.05)، فبناءً على هذا الاختبار توجد علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات المدرجة في النموذج، ونفس النتيجة تم التوصل إليها بناء على اختبار الحدود (Fisher Stat) حيث أن القيم المحسوبة لجل المقاطع أكبر من الحد الأعلى للقيمة المجدولة. وهو ما يوضح الملحق رقم (13).

بناءً على اختبار (Pedroni) اتضح أن كل إحصاءات الاختبار (11 إحصاءات) كانت معنوية من الناحية الإحصائية من أصل (11 إحصاءه) بين وخارج الأبعاد، وبالتالي يمكن قبول الفرض البديل الذي ينص على وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات المدرجة في الدراسة.

وكنتيجة لاختبارات التكامل المشترك، يمكن الجزم بوجود علاقة توازنية واحدة على الأقل في الأجل الطويل بين مؤشر سوق المال الإسلامي ومعدلات النمو الاقتصادي، وتشير هذه النتيجة إلى أن هناك ارتباطاً طويلاً الأمد بين حركة السوق المالي الإسلامي والأداء الاقتصادي الكلي للدول محل الدراسة، مما يعني أن التغيرات في مؤشر السوق لا تحدث بمعزل عن التغيرات في معدلات النمو الاقتصادي، بمعنى آخر فإن الأسواق المالية الإسلامية والنمو الاقتصادي يسيران معاً ضمن مسار توازني، حيث أن أي انحرافات آنية عن هذا المسار يتم تصحيحها بمرور الوقت، وهذا يؤكد أهمية الدور الذي تلعبه الأسواق المالية الإسلامية في دعم النمو الاقتصادي المستدام، ويعزز الفرضيات التي ترى أن تنمية الأسواق المالية يمكن أن تكون محفزاً حقيقياً للنشاط الاقتصادي على المدى الطويل، وهذا ما يتطابق مع عدة دراسات سابقة التي أثبتت وجود علاقة توازنية بين سوق الأوراق المالية الإسلامية والنمو الاقتصادي.

2.4.3.3: تقدير النموذج باستخدام طرق (MG ; PMG) والمفاضلة بينها

بعد التحقق من فرضيات تطبيق نموذج (ARDL-PANEL) سيتم تقدير نموذج الدراسة بالاعتماد على المنهجية سالفة الذكر، من خلال تقدير العلاقة في الأجلين الطويل والقصير في نموذج الدراسة، وتحديد أثر المتغير المفسر على معدل النمو الاقتصادي لدول العينة بشكل منفرد بالنسبة لكل مقطع وذلك بالأجل القصير. وكما أسلفنا الذكر فيما يخص طرق التقدير لنماذج (PARDL) من خلال عرض أدوات الدراسة سيتم التقدير بالاعتماد على طرق:

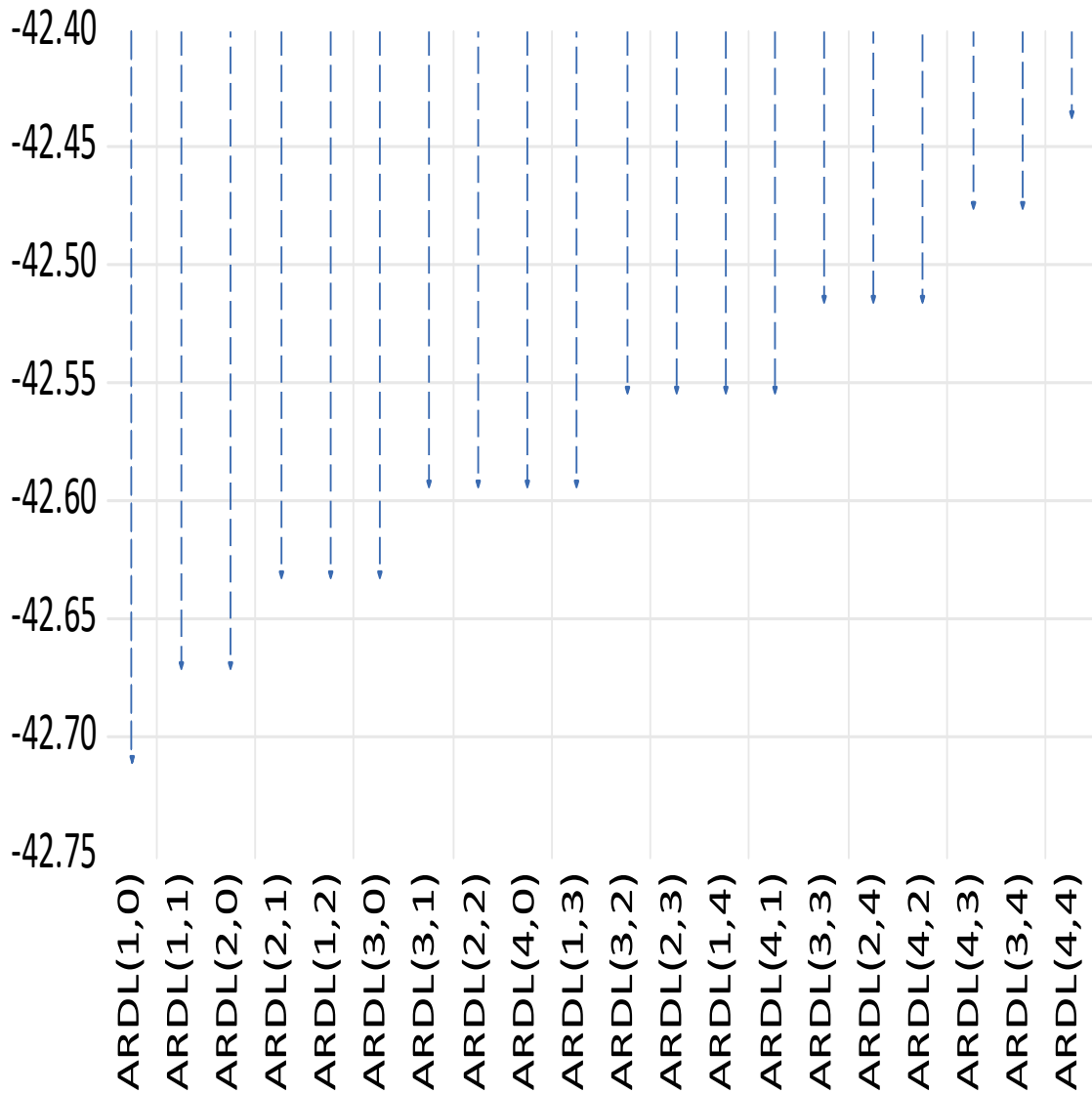
- وسط المجموعة؛

- وسط المجموعة المدمجة؛

بالنسبة لدرجة التأخير المثلى فقد تم تحديدها بناءً على أقل القيم لمعيار (Hannan Quinn) والموضحة في الشكل التالي:

الشكل رقم (44): اختبار تحديد درجات التأخير المثلى

Akaike Information Criteria



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS 12

بناءً على المخرجات الموضحة في الشكل السابق والتي تظهر النماذج المقترحة ذات أقل القيم لمعيار AIC فقد تم اختيار النموذج ذو التأخيرات (4,2)؛ أين تم تأخير معدلات النمو الاقتصادي بأربعة فترات زمنية ومؤشر السوق المالي الإسلامي بفترتين زمنيتين؛ وهو النموذج الذي يتوافق وأقل قيمة لمعيار المفاضلة.

فيما يلي مخرجات التقدير وفق الطرق الثلاث:

الجدول رقم (32): تقدير النموذج باستخدام طرق (MG-PMG)

وسط المجموعة MG					وسط المجموعة التجميعية PMG				
Dependent Variable: D(GDPG)					Dependent Variable: D(GDPG)				
Method: ARDL					Method: ARDL				
Sample: 2010Q2 2024Q1					Sample: 2010Q2 2024Q1				
Included observations: 408					Included observations: 408				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Number of cross-sections: 8				
Long-Run Coefficients					Selected model: PMG(4,2)				
ISLM	0.0008	0.0007	1.1006	0.2717	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.1810	2.3375	0.5052	0.6137	Long-run (Pooled) Coefficients				
Short-Run Coefficients					ISLM	0.0012	0.0004	3.1799	0.0016
COINTEQ	-0.8237	0.0367	-22.4346	0.0000	C	-0.6633	0.8436	-0.7863	0.4321
D(GDPG(-1))	0.1878	0.0498	3.7717	0.0002	Short-run (Mean-Group) Coefficients				
D(GDPG(-2))	0.3285	0.0521	6.3113	0.0000	COINTEQ	-0.5483	0.1017	-5.3922	0.0000
D(GDPG(-3))	0.3475	0.0322	10.8011	0.0000	D(GDPG(-1))	-0.0146	0.0964	-0.1513	0.8798
D(ISLM)	-0.0029	0.0009	-3.1812	0.0016	D(GDPG(-2))	0.1670	0.0922	1.8116	0.0708
D(ISLM(-1))	0.0019	0.0008	2.4077	0.0165	D(GDPG(-3))	0.2393	0.0585	4.0906	0.0001
					D(ISLM)	-0.0018	0.0010	-1.7840	0.0752
					D(ISLM(-1))	0.0029	0.0010	2.8379	0.0048

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج 12 EVIEWS

من خلال الجدول أعلاه الذي تظهر من خلاله تقديرات طريقتي تقدير وسط المجموعة ووسط المجموعة التجميعي، والذي يظهر تقديرات الأجلين الطويل والقصير بالإضافة إلى حد تصحيح الخطأ، حيث نسجل ما يلي:

✚ في الأجل الطويل:

بناء على النتائج المتوصل إليها والخاصة بالتقدير وفق طريقة MG يظهر أن المعلمة المقدرة والمرتبطة بمؤشر السوق المالي الإسلامي في الأجل الطويل، كانت غير دالة من الناحية الإحصائية عند مستوى الدلالة 5% على اعتبار أن القيمة الاحتمالية المرتبطة بهذه المعلمة بلغت (0.27) وهي أكبر تماماً من القيمة الحرجة (0.05)، وعند نفس مستوى الدلالة فقد تبين وفق منهجية وسط المجموعة (PMG) أن المعلمة المرتبطة بمؤشر السوق المالي الإسلامي كانت دالة من الناحية الإحصائية في الأجل الطويل، حيث بلغت القيمة الاحتمالية للمعلمة المرتبطة بهذا المتغير (0.00) وهي أقل من القيمة الحرجة (0.05).

✚ في الأجل القصير:

بناء على طريقة تقدير (MG) نجد أن مؤشر السوق المالي الإسلامي بإبطاء فترة زمنية وفترتين زمنيتين كان معنوي عند مستوى دلالة 5%، في حين أظهرت نتائج التقدير وفق طريقة (PMG) أن مؤشر السوق المالي الإسلامي بإبطاء فترتين زمنيتين فقط كان معنوي عند مستوى دلالة 5%.

✚ حد تصحيح الخطأ ECT :

ظهر معنوياً من الناحية الإحصائية بالنسب لطريقتي التقدير وعند مستوى الدلالة 5%.

3.4.3.3: المفاضلة بين النماذج المقدرة بطرق (MG ; PMG)

كما تم التطرق في عرض أدوات الدراسة لاختبارات المفاضلة بين النماذج المقدرة وفق طرق (MG ; PMG) سيتم الاعتماد على اختبار (Hausman) بين كل نموذجين على حدى (MG PMG) وذلك وفق الفرضية التالية:

$$\left\{ \begin{array}{l} H_0 \dots\dots\dots \text{هو الملائم PMG هو المجموعة التجميعي} \\ H_1 \dots\dots\dots \text{هو الملائم MG هو المجموعة} \end{array} \right.$$

الجدول رقم (33): المفاضلة بين نموذجي MG و PMG

PMG Hausman Specification Test			
Null hypothesis: Estimator is statistically similar to the PMG estimator			
Estimator	Stat.	DOF	p-Value
Mean Group	1.235761	2	0.539086

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS 12

بلغت قيمة إحصائية كاي تربيع المحسوبة $\chi^2 = 1.23$ وهي أقل من القيمة الجدولية (11.07) عند مستوى دلالة 5% ودرجة الحرية (2) مما يدفعنا إلى قبول الفرض العدم H_0 أي أن نتائج تقديرات طريقة وسط المجموعة التجميعي (PMG) هي الملائمة وتتميز بمقدرات أكثر اتساقاً من طريقة وسط المجموعة (MG).

4.4.3.3: التحليل الاقتصادي لأثر مؤشرات أسواق المال الإسلامية على معدلات النمو الاقتصادي في عينة الدول المختارة

بناءً على ما تم التوصل إليه من نتائج اختبارات المفاضلة فإن طريقة (PMG) هي الأنسب في تحليل نموذج الدراسة من الناحية الاقتصادية، على اعتبار أنها تقدم مقدرات أكثر كفاءة من باقي طرق التقدير، فيما يلي سيتم تحديد نوع ومدى تأثير المتغير المفسر في النموذج على معدلات النمو الاقتصادي في الأجلين الطويل والقصير:

❖ في الأجل القصير:

أظهرت نتائج التقدير وفق طريقة (PMG) معنوية المعلمة المقدرة المرتبطة بمؤشر السوق المالي الإسلامي بإبطاء فترتين زمنيتين عند مستوى الدلالة 5%، وتشير الإشارة الموجبة للمعلمة سالفة الذكر إلى الأثر الإيجابي لمؤشر السوق المالي الإسلامي بدول العينة على معدلات النمو الاقتصادي بها، حيث أن الزيادة في قيمة المؤشر بنسبة 1% تؤدي إلى الزيادة في معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي بنسبة تقدر بـ: 0.002% وهي مرونة مرتفعة إلى حد ما ومقبولة على اعتبار أن الزيادة بنسبة 1% في مؤشر السوق المالي الإسلامي والذي قدر متوسط وهو في دول العينة بـ: (2295.638 دولار أمريكي) أي زيادة المؤشر بقيمة 2.2 دولار أمريكي تؤدي إلى زيادة معدلات النمو الاقتصادي بنسبة 0.002%؛ ويمكن تفسير هذه النتيجة من ناحية

اقتصادية على المدى القصير أن ارتفاع أداء المؤشر الإسلامي يعزز الثقة لدى المستثمرين والمستهلكين والمحليين والأجانب، مما يؤدي إلى زيادة التدفقات الاستثمارية قصيرة الأجل في الأسهم والأدوات المالية الإسلامية، و هذا الارتفاع يعزز الطلب على المنتجات المصرفية الإسلامية، مما يخلق نشاطاً اقتصادياً إضافياً. كما أن الأداء الجيد للمؤشر يجذب مزيداً من السيولة للسوق المالية، مما يدعم نمو الأنشطة الاقتصادية، وارتباط التمويل الإسلامي بالأصول الحقيقية يزيد من ثقة المستثمرين والمؤسسات المالية، مما يؤدي إلى تنشيط الاقتصاد.

معامل تصحيح الخطأ:

من جهة أخرى فمعامل تصحيح الخطأ يحقق الشرط الكافي واللازم فهو سالب لأنه يمثل أثر التكيف أي قوة الرجوع أو الجذب نحو التوازن من الأجل القصير إلي الأجل الطويل، فالقوة السلبية العكسية لمعامل تصحيح الخطأ هي التي تصحح المسار وترجعه من وضعه المنحرف إلى مساره التوازني، أما الشرط اللازم فهو معنوي (غير معدوم)، لأن القيمة الاحتمالية (0.000) اقل من القيمة الحرجة (0.05)، وتمثل قيمة معامل تصحيح الخطأ (-0.5483) نسبة أخطاء الأجل القصير التي يكمن تصحيحها في وحدة الزمن من اجل الرجوع إلى الوضع التوازني في الأجل الطويل، ووحدة الزمن التي يحتاجها معامل تصحيح الخطأ من اجل معالجة الانحراف في متغيرات الدراسة هي : $(\frac{1}{0.5483} = 1.8573)$ بالتقريب فصل وشهرين.

❖ في الأجل الطويل:

تم التوصل من خلال معادلة الأجل الطويل أن مؤشر السوق المالي الإسلامي يؤثر بشكل إيجابي على معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي (النمو الاقتصادي) لدول العينة وبمرونة عالية أيضا ولكنها أقل من المرونة التي تم تسجيلها في الأجل القصير، حيث أن زيادة مؤشر السوق المالي الإسلامي بنسبة 1% يؤدي إلى معدلات نمو إجمالي الناتج المحلي في الأجل الطويل بنسبة 0.0012%، وهي نتيجة منطقية وتتوافق تماما مع ما جاءت به الأدبيات النظرية في هذا المجال، حيث أن الربط بين التمويل الإسلامي والاقتصاد الحقيقي يقلل من احتمالية الأزمات المالية، مما يدعم استقرار النمو على المدى الطويل، وهذا ما حدث بعد الأزمة المالية سنة 2008، كما أن تطوير منتجات مالية متوافقة مع الشريعة يدعم الابتكار المالي ويزيد من قدرة الاقتصاد على التكيف مع التغيرات، وتوفر تمويلاً طويلاً للأجل للمشاريع الضخمة، مثل البنية التحتية والطاقة، مما يدعم الاقتصاد بشكل مستدام.

بخصوص التأثيرات الفردية لكل دولة من دول العينة على حدة، وفقاً لطريقة الوسط المجمع المقيد (Pooled Mean Group – PMG)، في الأجل القصير، فإنه يمكن توضيح هذه التأثيرات بشكل مفصل من خلال الجدول الموالي، يعرض هذا الجدول تقديرات معاملات الأجل القصير لكل دولة، موضحاً كيفية استجابة مؤشر سوق المال الإسلامي للتغيرات الآنية في معدلات النمو الاقتصادي خلال الفترة المدروسة، وتكمن أهمية هذه النتائج في الكشف عن الفروقات بين الدول في مدى سرعة وقوة التأثير بالمتغيرات الاقتصادية قصيرة الأجل، مما يعكس الاختلافات في طبيعة أسواقها المالية وهياكلها الاقتصادية.

جدول رقم (34): الآثار الفردية للأجل القصير حسب تقديرات PMG

Malaysia				Turkey			
Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.
COINTEQ	-0.722	-3.788	0.000	COINTEQ	-0.256	-2.305	0.026
D(GDPG(-1))	-0.042	-0.229	0.820	D(GDPG(-1))	-0.277	-1.758	0.086
D(GDPG(-2))	0.179	1.045	0.301	D(GDPG(-2))	-0.032	-0.192	0.848
D(GDPG(-3))	0.290	2.099	0.041	D(GDPG(-3))	0.163	1.107	0.274
D(ISLM)	-0.005	-2.101	0.041	D(ISLM)	0.000	-0.013	0.990
D(ISLM(-1))	0.000	0.007	0.995	D(ISLM(-1))	0.003	0.861	0.394
Canada				India			
COINTEQ	-0.722	-3.788	0.000	COINTEQ	-0.328	-2.331	0.024
D(GDPG(-1))	-0.042	-0.229	0.820	D(GDPG(-1))	-0.145	-0.896	0.375
D(GDPG(-2))	0.179	1.045	0.301	D(GDPG(-2))	-0.124	-0.807	0.424
D(GDPG(-3))	0.290	2.099	0.041	D(GDPG(-3))	0.036	0.263	0.794
D(ISLM)	-0.005	-2.101	0.041	D(ISLM)	-0.002	-0.642	0.524
D(ISLM(-1))	0.000	0.007	0.995	D(ISLM(-1))	0.008	2.678	0.010
Japan				UK			
COINTEQ	-0.565	-3.338	0.002	COINTEQ	-0.849	-4.564	0.000
D(GDPG(-1))	0.108	0.665	0.509	D(GDPG(-1))	0.199	1.206	0.234
D(GDPG(-2))	0.194	1.269	0.211	D(GDPG(-2))	0.369	2.572	0.013
D(GDPG(-3))	0.085	0.610	0.545	D(GDPG(-3))	0.513	4.136	0.000
D(ISLM)	-0.003	-1.280	0.207	D(ISLM)	-0.002	-0.497	0.622
D(ISLM(-1))	0.001	0.304	0.763	D(ISLM(-1))	0.005	1.388	0.172
Kuwait				China			
COINTEQ	-0.597	-4.997	0.000	COINTEQ	-0.135	-1.726	0.091

الفصل الثالث: الدراسة القياسية

D(GDPG(-1))	0.231	1.876	0.067	D(GDPG(-1))	-0.482	-3.286	0.002
D(GDPG(-2))	0.536	4.235	0.000	D(GDPG(-2))	-0.182	-1.221	0.228
D(GDPG(-3))	0.289	2.057	0.046	D(GDPG(-3))	0.130	0.995	0.325
D(ISLM)	-0.002	-0.597	0.553	D(ISLM)	0.004	2.322	0.025
D(ISLM(-1))	0.003	1.034	0.307	D(ISLM(-1))	0.004	2.257	0.029

المصدر: ملخص من مخرجات برنامج EViews 12

مؤشر السوق المالي الإسلامي له تأثير معنوي سالب في الأجل القصير على معدلات النمو الاقتصادي في دولة كندا، وهذا لان سوق التمويل الإسلامي في كندا ما يزال ناشئاً وصغيراً مقارنة بالأسواق التقليدية، وبالتالي، التوسع في هذا السوق قد يسحب جزءاً من الاستثمارات التقليدية بشكل يؤدي مبدئياً إلى تباطؤ نسبي في النمو الاقتصادي الكلي على المدى القصير.

في حين أن المتغير المفسر في هذه الدراسة أثر بشكل إيجابي على معدلات النمو الاقتصادي في كل من الصين والهند وماليزيا، أما بالنسبة لدول الكويت المملكة المتحدة واليابان فقد أظهرت نتائج التقدير وفق طريقة المجموعة المدمجة التجميعية عدم وجود تأثير ذو مدلول من الناحية الإحصائية لمؤشر السوق الإسلامي في هذه الأخيرة.

بحيث هذه الدول تمتاز بأنها دمجت الأدوات المالية الإسلامية بشكل أكثر كفاءة مع أنظمتها الاقتصادية التقليدية، ماليزيا تحديداً تعتبر من أنجح النماذج عالمياً في تطوير صناعة مالية إسلامية متطورة ومتكاملة مع الاقتصاد الوطني، أما بالنسبة للصين والهند لديهما أسواق مالية ضخمة ومتنوعة، والمنتجات الإسلامية تمثل إضافة تكاملية تسمح بجذب شرائح جديدة من المستثمرين، مما يؤدي إلى زيادة الاستثمارات والنمو الاقتصادي، أما الأدوات المالية الإسلامية تساهم في زيادة الشمول المالي عبر استقطاب شرائح من السكان الذين كانوا سابقاً مستبعدين من النظام المالي التقليدي لأسباب دينية أو ثقافية.

وهذه النتائج المتحصل عليها في هذه الدراسة خلال الفترة 2010-2024 تتطابق مع ما جاءت به الدراسات السابقة مثل دراسة Harjum Muharam, Resi Junita Anwar, Robiyanto Robiyanto سنة 2019 بعنوان " Islamic Stock Market and Sukuk Market Development, Economic Growth, and Trade Openness (The Case of Indonesia and Malaysia) و دراسة ط.د. قسول كمال و د. حلاق مصباح سنة 2019 بعنوان "أثر إدراج الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي"، ودراسة Mohammed Ayoub Ledhem and Mohamed Mekidiche سنة 2021 بعنوان " Islamic securities (Sukuk) and economic growth : New empirical investigation from Southeast Asia using non-parametric analysis of MCMC panel quantile regression "

فيما يخص معاملات تصحيح الخطأ فقد أظهرت نتائج التقدير أن كل معاملات تصحيح الخطأ الفردية الخاصة بعينة الدول المدرجة في الدراسة تحقق الشرط الكافي والمتعلق بساليبية هذا المعامل، كما أنها تحقق

الشرط اللازم أيضا حيث أن هذه المعاملات كلها دالة من الناحية الإحصائية عند مستوى معنوية 5%؛ باستثناء المعامل الفردي لتصحيح الخطأ في الاقتصاد الصيني والذي ظهر دالا عند مستوى معنوية 10%.

4.3: خلاصة الفصل الثالث

اشتمل هذا الفصل على الجانب التطبيقي الذي يستهدف قياس لأثر مؤشر السوق المالي الإسلامي على معدلات النمو الاقتصادي بعينة من الدول المختارة والتي تنشط أسواقها المالية وفق النظام الإسلامي بالاعتماد على بيانات فصلية خلال الفترة (2010-2024).

بناءً على نتائج التحليل التصنيفي (طريقة تحليل العنقودي) تبين أن هناك فروقات في حجم في كل من مؤشر السوق الإسلامي لدول العينة بشكل مفرد، حيث أبرز هذا التحليل أن دولة الهند من حيث هذا المؤشر تتميز بمستويات عالية مقارنة بكل الدول.

كما أن التحليل الساكن لنموذج بيانات بازل بين أن نموذج التأثيرات العشوائية هو الملائم للدراسة، أي أن مصدر الاختلاف يعود إلى العنصر العشوائي (عدم تجانس القواطع وتجانس الميول) الذي يحدد الفروقات بين دول العينة، وبناءً على عمليات التشخيص الإحصائي والقياسي وتصحيح مشاكل القياس تبين أن النماذج الساكنة لا يمكن الاعتماد عليها في تحليل العلاقة بين المتغيرات الرئيسية في هذه الدراسة حيث أن النماذج المقطرة حتى بعد التصحيح لا تتميز بالكفاءة من الناحية الإحصائية.

أظهرت نتائج التحليل الديناميكي لنموذج الدراسة أن مؤشر السوق المالي الإسلامي يؤثر بشكل إيجابي على معدلات نمو الاقتصاديات العينة في الأجل القصير، مع وجود أثر المتغير المفسر على معدلات النمو الاقتصادي في الأجل الطويل أيضاً.

أما بخصوص التأثيرات الفردية لكل دولة من دول العينة على حدة، وفقاً لطريقة الوسط المجموع المقيّد (Pooled Mean Group - PMG)، في الأجل القصير فمؤشر السوق المالي الإسلامي له تأثير معنوي سالب في الأجل القصير على معدلات النمو الاقتصادي في دولة كندا، وهذا لأن سوق التمويل الإسلامي في كندا ما يزال ناشئاً وصغيراً مقارنة بالأسواق التقليدية، وبالتالي، التوسع في هذا السوق قد يسحب جزءاً من الاستثمارات التقليدية بشكل يؤدي مبدئياً إلى تباطؤ نسبي في النمو الاقتصادي الكلي على المدى القصير.

في حين أن المتغير المفسر في هذه الدراسة أثر بشكل إيجابي على معدلات النمو الاقتصادي في كل من الصين والهند وماليزيا، أما بالنسبة لدول الكويت المملكة المتحدة واليابان فقد أظهرت نتائج التقدير وفق طريقة المجموعة المدمجة التجميعية عدم وجود تأثير ذو مدلول من الناحية الإحصائية لمؤشر السوق الإسلامي في هذه الأخيرة.

وهذه النتائج المتحصل عليها في هذه الدراسة خلال الفترة 2010-2024 تتطابق مع مجاءت به الدراسات السابقة مثل دراسة Harjum Muharam, Resi Junita Anwar, Robiyanto Robiyanto سنة 2019 بعنوان " Islamic Stock Market and Sukuk Market Development, Economic " Growth, and Trade Openness (The Case of Indonesia and Malaysia) و دراسة ط.د. قسول كمال و د. حلاق مصباح سنة 2019 بعنوان "أثر إدراج الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي"، ودراسة Mohammed Ayoub Ledhem and Mohamed Mekidiche سنة 2021 بعنوان " Islamic securities (Sukuk) and economic growth : New empirical : investigation from Southeast Asia using non-parametric analysis of MCMC panel quantile regression "

خاتمة عامة

4: خاتمة

إن السوق الأوراق المالية الإسلامية عبارة ركيزة أساسية من ركائز النشاط الاقتصادي، وخاصة في البلدان الإسلامية، حيث برزت كآلية محورية لدفع التنمية الاقتصادية. ومن خلال الالتزام بمبادئ الشريعة الإسلامية، التي تحظر الفائدة (الربا) والمعاملات المضاربة (الغرر)، توفر الأسواق المالية الإسلامية حلولاً مالية أخلاقية وعادلة وغير قائمة على الفائدة تتوافق مع قيم واحتياجات مجتمعاتها. وتوجه هذه الأسواق الموارد إلى مشاريع اقتصادية إنتاجية وأساسية، مثل تطوير البنية الأساسية، والطاقة المتجددة، والرعاية الصحية، والتعليم، والتي تشكل أهمية بالغة لتعزيز النمو المستدام الطويل الأجل.

ومن خلال أدوات مثل الصكوك (السندات الإسلامية)، والمضاربة (شراكات تقاسم الأرباح)، والمرابحة (تمويل التكلفة بالإضافة إلى الربح)، يسهل التمويل الإسلامي تعبئة رأس المال للمشاريع واسعة النطاق مع ضمان تقاسم المخاطر والمساءلة بين أصحاب المصلحة. ولا يخفف هذا النهج من عدم الاستقرار المالي فحسب، بل يشجع أيضاً الشفافية والممارسات الأخلاقية. وعلاوة على ذلك، تعمل السوق المالية الإسلامية كجسر بين المستثمرين والشركات، وتعزز روح المبادرة والابتكار من خلال توفير خيارات تمويلية يمكن الوصول إليها. ومن خلال القيام بذلك، فإنه يعمل على تمكين الاقتصاديات المحلية، وتعزيز الشمول المالي، ودعم الأهداف الاجتماعية والاقتصادية للدول الإسلامية، مما يجعله محركاً حيوياً للتنمية الاقتصادية والرفاهية الاجتماعية.

لقد اكتسب إنشاء وتطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية المتوافقة تماماً مع الشريعة الإسلامية في جميع هياكلها ومكوناتها ومؤسساتها ومعاملاتها وصفقاتها وخاصة أدواتها المتداولة أهمية كبيرة في السنوات الأخيرة نظراً لوظائفها وأدوارها وفوائدها ومزاياها العديدة.

من خلال دراسة موضوع "دراسة تجريبية للعلاقة طويلة الأجل بين سوق الأوراق المالية الإسلامية والنمو الاقتصادي - دراسة حالة" تمّ التوصل إلى جملة من النتائج المستخلصة، حيث توصلنا من الجانب النظري إلى النتائج التالية:

✱ يعتبر سوق الأوراق المالية على أنه سوق منظم ومنظم يجتمع فيه المتعاملون للقيام بعمليات البيع والشراء للأوراق المالية، بحيث يكون ذلك في مكان معين وخلال أوقات محددة وبشروط تنظمها قوانين وأنظمة

خاتمة عامة

تهدف إلى ضمان سلامة وشفافية التعامل وحماية مصالح المستثمرين، هذه القوانين والأنظمة تضمن وجود أسس سليمة للتداول وتعزز الثقة في سوق الأوراق المالية.

تأتي أهمية إنشاء أسواق الأوراق المالية من قدرتها على تعزيز الادخار الوطني ونشر ثقافة الاستثمار، وتوعية الأفراد بوسائل توفير التمويل عبر هذه الأسواق، فهي توفر فرصاً مماثلة للوسائل التقليدية للتمويل، وبالتالي تشجع على توجيه الاستثمار من خلال توجيه الأفراد، مما يحفزهم على الاستثمار في هذه الأسواق من خلال وسائل الاتصال ونقل المعرفة المختلفة.

يعد سوق الأوراق المالية أداة فعالة لتجميع المدخرات وتوجيهها إلى الاستثمارات. ويتم ذلك من خلال تشجيع المستثمرين والمدخرين ذوي الفوائض المالية على الادخار من خلال شراء الأوراق المالية للشركات المسجلة في السوق والتي تحتاج إلى أموال، وهذا ما يساعد على النمو الاقتصادي.

تعتبر سوق الأوراق المالية الكفؤة التي تعكس أسعارها في أي وقت وبصورة كاملة في جميع المعلومات المتوفرة، أي أن المستثمرين يتمتعون بإمكانية الوصول وبطريقة رخيصة وسريعة وواسعة النطاق إلى جميع المعلومات الجيدة حول الأوراق المالية المعروضة والأوراق المالية المناسبة للطرح.

تنقسم أسواق الأوراق المالية إلى الأسواق الأولية ويعرف أيضاً بسوق الإصدار، ويشير إلى السوق الذي تقوم فيه الهيئات والمؤسسات والوحدات الاقتصادية بإصدار أوراق مالية جديدة لأول والأسواق الثانوية المعروفة أيضاً باسم سوق التداول، لتي تنقسم بدورها إلى سوق منتظمة وغير منتظمة.

السوق الثانوية تتميز بنشاط متزايد بالمقارنة مع السوق الأولية، بالإضافة إلى ذلك، يتم تحديد سعر الأوراق المالية في السوق الأولية (سوق الإصدار) أساساً بناءً على أسعار السوق الثانوية.

تعرف سوق الأوراق المالية الإسلامية انه ذلك الإطار أو المجال الشرعي الذي يتم فيه إصدار الأدوات المالية المتوافقة والشريعة الإسلامية من طرف أصحاب العجز ثم اقتنائها وتداولها عبر قنوات إيصال فعالة بين أصحاب الفائض بصورة منظمة ومراقبة من طرف الهيئة الشرعية للسوق وذلك من أجل تثمير الأموال في إطار شرعي.

من أهم الضوابط الشرعية لإقامة سوق الأوراق المالية الإسلامية هو تحريم الربا

الأدوات المالية المتعامل بها في السوق الأوراق المالية الإسلامية هي أدوات الملكية (الأسهم) التي تكون متوافقة مع الشريعة الإسلامية، بحيث تكون أنشطتها التجارية وكذلك إدارة أعمالها تتم على أساس مبادئ الشريعة الإسلامية وأنها لا تشارك في أي أعمال مشبوهة، وأدوات الدين (التصكيك)، من بينها صكوك المقارضة، صكوك المشاركة، صكوك السلم، صكوك الاستصناع....الخ.

خاتمة عامة

كما تطرقنا إلى الهندسة المالية مع ذكر أهم منتجاتها المتمثلة في المشتقات المالية التي تتبع ضوابط الشريعة الإسلامية، مروراً إلى المؤشرات المالية الإسلامية حيث أنشأت مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية للأفراد الذين يرغبون في الاستثمار وفقاً لتوجيهات الاقتصاد الإسلامي، وتسير هذه المؤشرات على خطى الأسهم التي تتبع الشريعة الإسلامية في جميع أنحاء العالم، وقد تنوعت إصدارات مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية إلى نوعين رئيسيين: مؤشرات داو جونز الإسلامية ومؤشرات فاينانشيال تايمز الإسلامية.

يعتبر النمو الاقتصادي من أهم المؤشرات المتغيرات الاقتصادية، التي تعكس صورة عن اقتصاديات الدول، حيث تم تعريفه على أنه الزيادة في قدرة الدولة على عرض توليفة متنوعة من السلع الاقتصادية لسكانها.

العلاقة بين سوق الأوراق المالية الإسلامية والنمو الاقتصادي على أساس نظرية النمو الداخلي، كامتداد للمفاهيم الكلاسيكية، تقترح نظرية النمو الداخلي لبول رومر أن النمو الاقتصادي يتأثر بمتغيرات خارجية مثل الأسواق المالية تحت نموذج النمو الاقتصادي لرومر بسبب تقدم الاستثمار وارتفاع رأس المال البشري.

وأظهر بينسيفينجا وسميث (1991) أن الوساطة المالية عززت القروض التي يمكن أن تمول استثمارات طويلة الأجل، بسبب الزيادة في الودائع وإمدادات رأس المال، مما أدى إلى نمو اقتصادي.

يهدف الفصل التطبيقي إلى إجراء تحليل قياسي اقتصادي لنمذجة العلاقة طويلة الأجل بين سوق الأسهم الإسلامية والنمو الاقتصادي، وتمتد الدراسة من الربع الثالث من عام 2010 إلى الربع الأول من عام 2024 وتركز على ثماني دول: ماليزيا وتركيا والمملكة المتحدة والهند واليابان والصين وكندا والكويت، باستخدام في هذا التحليل نموذج الاثحار الذاتي بالتأخيرات الموزعة لمعطيات بانل (Panel-ARDL)، والذي يعترف به كأحد أكثر النماذج الديناميكية ملائمة في البحث القياسي الاقتصادي المعاصر إضافة إلى رواجه في مجال المالية الإسلامية، يتم إجراء التحليل باستخدام برنامج EViews 12، حيث توصلت اختبارات النمذجة إلى النتائج التالية:

بناءً على نتائج التحليل التصنيفي (طريقة تحليل العنقودي) تبين أن هناك فروقات في حجم في كل من مؤشر السوق الإسلامي لدول العينة بشكل مفرد، حيث أبرز هذا التحليل أن دولة الهند من حيث هذا المؤشر تتميز بمستويات عالية مقارنة بكل الدول.

خاتمة عامة

توصلت نتائج اختبار (HSIAO) و الذي يتم على ثلاث مراحل يتم فيها اختبار التجانس الكلي في المرحلة الأولى، في حين المرحلتين الثانية والثالثة يتم فيهما اختبار تجانس القواطع والميول بشكل منفرد إلى أن القيمة المحسوبة لإحصائية فيشر أكبر من القيمة المجدولة ويمكن الاستدلال على ذلك من خلال القيمة الاحتمالية لها والتي بلغت $(10^{-18} \pm 5.2912)$ وهي أقل تماماً من القيمة الحرجة (0.05)، وبالتالي نرفض فرضية عدم القائلة بتجانس البنية الكلية لنموذج الدراسة، أما بالنسبة للمرحلة الثانية فأظهرت النتائج أن القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر (0.15) وهي أكبر من القيمة الحرجة (0.05)، وبالتالي يمكن قبول فرضية عدم القائلة بتجانس المعاملات، أما بالنسبة للمرحلة الثالثة بلغت القيمة المحسوبة لإحصائية فيشر بالنسبة للمرحلة الثالثة (9.071852) بقيمة احتمالية $(10^{-18} \pm 2.01788)$ أقل من القيمة الحرجة (0.05)، وبالتالي يمكن رفض فرضية عدم عند مستوى الدلالة 5% القائلة بتجانس الثوابت بالنموذج.

كما أن التحليل الساكن لنموذج بيانات بانل بين أن نموذج التأثيرات العشوائية هو الملائم للدراسة، أي أن مصدر الاختلاف يعود إلى العنصر العشوائي (عدم تجانس القواطع وتجانس الميول) الذي يحدد الفروقات بين دول العينة، وبناء على عمليات التشخيص الإحصائي والقياسي وتصحيح مشاكل القياس تبين أن النماذج الساكنة لا يمكن الاعتماد عليها في تحليل العلاقة بين المتغيرات الرئيسية في هذه الدراسة حيث أن النماذج المقطرة حتى بعد التصحيح لا تتميز بالكفاءة من الناحية الإحصائية.

في إطار الاختبارات التشخيصية للسلاسل الزمنية تم التوصل من خلال اختبارات استقلالية المقاطع إلى قبول فرضية عدم والتي تنص على استقلالية البواقي لمقاطع عينة الدراسة عن بعضها البعض، حيث أن القيم الإحصائية للاختبارات الأربعة (Breusch-Pagan LM ; Pesaran scaled LM ; Bias-corrected scaled LM ; Pesaran CD) كلها أقل من القيم الجدولية لها، على اعتبار أن القيم الاحتمالية لكل الاختبارات أكبر من القيمة الحرجة (0.05)، وعليه سيتم تطبيق اختبارات الإستقرارية للجيل الأول على متغيرات الدراسة.

في إطار الاختبارات التشخيصية للسلاسل الزمنية اعتمدنا على اختبارات جذر الوحدة (Im, Pesaran and Shin W-stat ; PP – Fisher Chi-square ; ADF – Fisher Chi-square ; Levin, Lin & Chu t ; Breitung t-stat) وتوصلت النتائج أن متغير معدلات النمو الاقتصادي (نمو الناتج المحلي الإجمالي GDPPG) مستقر عند المستوى (0)، أما بالنسبة للمتغير المستقل وبعد إجراء الفروقات

الأولى لمؤشر السوق المالي الإسلامي الغير مستقر عند المستوى وجدنا أن مؤشر السوق المالي الإسلامي قد ظهر مستقرًا عند الفرق الأول (1)I.

1. في إطار اختبارات النموذج وبالاعتماد على اختبارات (PEDRONI and KAO) تبين وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات المدرجة في الدراسة، وكنتيجة لاختبارات التكامل المشترك يمكن الجزم بوجود علاقة توازنه واحدة على الأقل في الأجل الطويل من مؤشر السوق المالي الإسلامي باتجاه معدلات النمو الاقتصادي و بالتالي قبول الفرضية الأولى " توجد علاقة توازنه في المدى البعيد بين مؤشرات سوق الأوراق المالية الإسلامية والنمو الاقتصادي في كل من ماليزيا، تركيا، اليابان، بريطانيا، الهند، الصين، كندا، والكويت خلال الفترة الدراسة".

✱ أظهرت نتائج التحليل الديناميكي باستخدام طريقتي تقدير وسط المجموعة ووسط المجموعة التجميعي (MG PMG)، وبناءً على ما تم التوصل إليه من نتائج اختبارات المفاضلة فإن طريقة (PMG) هي الأنسب في تحليل نموذج الدراسة من الناحية الاقتصادية، على اعتبار أنها تقدم مقدرات أكثر كفاءة من باقي طرق التقدير.

✱ أظهرت نتائج التقدير وفق طريقة (PMG) وجود أثر إيجابي لمؤشر السوق المالي الإسلامي بدول العينة على معدلات النمو الاقتصادي بها، حيث أن الزيادة في قيمة المؤشر بنسبة 1% تؤدي إلى الزيادة في معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي بنسبة تقدر بـ: 0.002% وهي مرونة مرتفعة إلى حد ما ومقبولة، ويمكن تفسير هذه النتيجة من ناحية اقتصادية على المدى القصير أن ارتفاع أداء المؤشر الإسلامي يعزز الثقة لدى المستهلكين والمستثمرين المحليين والأجانب، مما يؤدي إلى زيادة التدفقات الاستثمارية قصيرة الأجل في الأسهم والأدوات المالية الإسلامية، و هذا الارتفاع يعزز الطلب على المنتجات المصرفية الإسلامية، مما يخلق نشاطاً اقتصادياً إضافياً.

✱ تم التوصل من خلال معادلة الأجل الطويل أن مؤشر السوق المالي الإسلامي يؤثر بشكل إيجابي على معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي (النمو الاقتصادي) لدول العينة وبمرونة عالية أيضاً ولكنها أقل من المرونة التي تم تسجيلها في الأجل القصير، و بالتالي قبول الفرضية الثانية "وجود تأثير إيجابي ومعنوي للتطور سوق الأوراق المالية الإسلامية على النمو الاقتصادي في كل من ماليزيا، تركيا، اليابان، بريطانيا، الهند، الصين، كندا، والكويت خلال الفترة الدراسة".

✱ أظهرت النتائج أن مؤشر السوق المالي الإسلامي له تأثير معنوي سالب في الأجل القصير على معدلات النمو الاقتصادي في دولة كندا، في حين أن المتغير المفسر في هذه الدراسة أثر بشكل إيجابي على

خاتمة عامة

معدلات النمو الاقتصادي في كل من الصين والهند وماليزيا، أما بالنسبة لدول الكويت المملكة المتحدة واليابان فقد أظهرت نتائج التقدير وفق طريقة المجموعة المدمجة التجميعية عدم وجود تأثير ذو مدلول من الناحية الإحصائية لمؤشر السوق الإسلامي في هذه الأخيرة.

✱ تمثل قيمة معامل تصحيح الخطأ (0.5483) نسبة أخطاء الأجل القصير التي يكمن تصحيحها في وحدة الزمن من أجل الرجوع إلى الوضع التوازني في الأجل الطويل، أي أن 54% من عدم التوازن يتم تصحيحه مرة كل فصل وشهرين من أجل العودة للوضع التوازني في الأجل الطويل.

وهذه النتائج المتحصل عليها في هذه الدراسة خلال الفترة 2010 2024 تتطابق مع ما جاءت به الدراسات السابقة مثل دراسة Harjum Muharam, Resi Junita Anwar, Robiyanto Robiyanto سنة 2019 بعنوان " Islamic Stock Market and Sukuk Market Development, Economic Growth, and Trade Openness (The Case of Indonesia and Malaysia) و دراسة ط.د. قسول كمال و د. حلاق مصباح سنة 2019 بعنوان أثر إدراج الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي"، ودراسة Mohammed Ayoub Ledhem and Mohamed Mekidiche سنة 2021 بعنوان " Islamic securities (Sukuk) and economic growth : New empirical investigation from Southeast Asia using non-parametric analysis of MCMC panel quantile regression "

✓ آفاق الدراسة:

✓ العمل على تطوير وتوسيع سوق الأوراق المالية الإسلامية داخل النظام المالي، وذلك بزيادة حجم الإصدار السنوي وجذب مستثمرين محليين وأجانب وتطوير وتنظيم سوق التداول، لما لهذا من أثرٍ إيجابي على معدل النمو الاقتصادي.

✓ توسيع التعاون وتعزيز التنسيق المشترك بين الأسواق المالية في الدول الإسلامية أمر ضروري لتعزيز الروابط وتبادل الخبرات والتعلم من بعضنا البعض. وفي هذا الصدد، يمكن استخلاص رؤى قيمة من تجارب الدول العربية والإسلامية التي أنشأت بالفعل أسواقاً مالية إسلامية، ويشمل ذلك فهم الإجراءات والسياسات والخطوات الرئيسية المختلفة التي اتخذت خلال المراحل المختلفة من تطورها.

✓حث الدولة الجزائرية على إنشاء منظومة مالية تعتمد على مبادئ الشريعة الإسلامية وهذا من شأنه أن يرفع من معدلات النمو الاقتصادي.

خاتمة عامة

- ✓ يوصي الباحثين والخبراء القائمين على أسواق الأوراق المالية في الجزائر بتنشيط سوق الأوراق المالية الإسلامية والاعتماد على أدوات مالية تخضع لضوابط الشريعة الإسلامية لما لذلك من أثر إيجابي على النمو الاقتصادي.
- ✓ تدريس الاقتصاد الإسلامي عامة والتمويل الإسلامي خاصة في جميع الجامعات الجزائرية، و صقل مهارات العاملين و تنمية الكفاءات وتكوين كوادر في مجال المالية الإسلامية.
- ✓ العمل على رفع معدلات النمو الاقتصادي من خلال تأثيرات سوق الأوراق المالية الإسلامية باستخدام الذكاء الاصطناعي.
- ومن خلال استكشاف القضايا التي تناولها هذا البحث، اتضح أن هناك جوانب مهمة ومتكاملة تتطلب المزيد من الدراسة والتحليل، ويمكن أن تكون هذه الجوانب بمثابة اقتراحات لبحوث مستقبلية، ومن أهمها:
- ✦ دراسة أداء الأدوات المالية الإسلامية، مثل الصكوك والأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، مقارنةً بالأدوات التقليدية، وتأثيرها على تحقيق التنمية الاقتصادية.
- ✦ دراسة تأثير الابتكارات التكنولوجية على سوق الأوراق المالية الإسلامية، مثل استخدام البلوكشين والعقود الذكية في تسهيل التعاملات المالية المتوافقة مع الشريعة.
- ✦ دراسة تأثير التشريعات والقوانين المحلية والدولية على أداء الأسواق المالية الإسلامية، وتحديد العقوبات التي تواجهها مع اقتراح حلول لتحسين كفاءتها في الجزائر.
- ✦ دور سوق الأوراق المالية الإسلامية في دعم القطاعات الاقتصادية المختلفة، مثل الصناعة، الزراعة، والطاقة المتجددة، لتحديد المجالات التي تحقق أقصى استفادة من التمويل الإسلامي.

قائمة المصادر والمراجع

5: المصادر والمراجع

✓ المراجع باللغة العربية

- القرآن الكريم
- الأحاديث النبوية الشريفة

✓ الكتب

- ابن الرشد محمد ابن احمد القرطبي. (1988- ط1). المقدمات الممهدة الجزء الثاني. بيروت، لبنان: دار الغرب الإسلامي.
- أحمد السعد. (2008). الأسواق المالية المعاصرة، دراسة فقهية. الأردن: دار الكتاب الثقافي.
- احمد بن محمد الخليل. (2006). الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الاسلامي . دمام- المملكة العربية السعودية : دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع.
- أحمد بن محمد الخليل. (1424هـ). الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي (الإصدار 01). الدمام، المملكة العربية السعودية: دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع.
- الطيب الفكي احمد ازهري. (2017). اسواق المال. عمان، الاردن: دار الجنان لنشر والتوزيع.
- بن ابراهيم الغالي، و بن ضيف محمد عدنان. (2019). الأسواق المالية الدولية- تقييم الأسهم والسندات - . بسكرة، الجزائر: دار علي بن زيد للطباعة والنشر- بسكرة- الجزائر.
- سمير عبد الحميد رضوان. (1996). أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية. القاهرة: المعهد العالمي للفكر الاسلامية.
- سومية شهيناز طالب. (2018). الاقتصاد الكلي 1. مطبوعة موجهة لطلبة السنة الثانية علوم اقتصادية، تجارية وعلوم التسيير . سيدي بلعباس، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر: جامعة الجيلالي الياصب سيدي بلعباس .
- شعبان محمد الاسلام البرواري. (2002). بورصة الاوراق المالية من المنظور الاسلامي دراسة تحليلية نقدية. دمشق، سوريا: دار الفكر.
- شمس الدين محمد بن الخطيب الشربيني. (1997م). مغني المحتاج إلى معرفة معاني ألفاظ المنهاج- الجزء الثاني . بيروت- ط1 ، لبنان: دار المعرفة للنشر والتوزيع.
- صالح تومي. (2009). مبادئ تحليل الاقتصاد الكلي. دار أسامة للنشر والتوزيع.
- صلاح الدين حسن السيسي. (2003). بورصات الاوراق المالية : الاهمية الاهداف السبل مقترحات النجاح. عمان، الاردن: دار عالم الكتب للنشر و الطباعة.
- صلاح الدين شريط. (2019). اصول صناديق الاستثمار في سوق الاوراق المالية. القاهرة، مصر: دار حميثرا للنشر.

- صلاح السيد جودة. (2000). *بورصة الأوراق المالية : علميا- عمليا*. الاسكندرية، مصر: مكتبة ومطبعة الاشعاع الفنية.
- عبد الحميد عبد المطلب. (2003). *السياسات الاقتصادية علي المستوى القومي (تحليل كلي)* (الإصدار الأول). القاهرة، مصر: مجموعة النيل العربية للنشر و التوزيع.
- عبد الرزاق عفيفي. (2001). *بورصة الأوراق المالية والضرائب*. الرياض، المملكة العربية السعودية: دار الصميعي للنشر والتوزيع.
- علاء الدين الكاساني. (ط 2 1974). *بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع الجزء الخامس*. بيروت، لبنان: دار النشر دار الكتاب العربي.
- علي سعيد عبد الوهاب مكي. (1979). *تمويل المشروعات في ظل الإسلام- دراسة مقارنة*. القاهرة، مصر: دار الفكر العربي للطباعة والنشر.
- كمال الدين محمد بن عبد الواحد السيواسي، و السكندري ابن همام. (1316هـ). *شرح فتح القدير للعاجز الفقير*. بولاق- الجيزة ط 1، مصر: المطبعة الاميرية ببولاق لطباعة والنشر.
- مبارك بن محمد آل سلمان بن سلمان. (2005). *أحكام التعامل في الاسواق المالية المعاصرة*. الرياض، المملكة العربية السعودية: دار كنوز اشبيليا للنشر والطباعة.
- محمد صالح الحناوي، و جلال إبراهيم العبد. (2002). *بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق*. الاسكندرية، كلية التجارة- قسم إدارة الأعمال ، مصر: الدار الجامعية.
- محمد يوسف موسى. (1958). *الإسلام ومشكلاتنا الحاضرة*. القاهرة، مصر: المكتب الفني للنشر.
- محمود شلتوت. (1975). *الفتاوى*. جدة- ط 8- ، المملكة العربية السعودية : دار الشروق للنشر والتوزيع.
- مروان عطفون. (2003). *الأسواق النقدية والمالية (البورصات ومشكلتها في عالم النقد والمال)- أدوات واليات نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث*. بن عكنون، الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.
- محمد شيخي. (2012). *طرق الاقتصاد القياسي- محاضرات وتطبيقات* (الإصدار الطبعة 01). عمان، الاردن: دار الحامد للنشر والتوزيع.
- هشام خليفة بودي السعدني. (2011). *عقود المشتقات المالية*. الاسكندرية، مصر: دار الفكر الجامعي.
- يوسف القرضاوي. (1973). *فقه الزكاة- دراسة مقارنة لأحكامها وفلسفتها في ضوء القرآن و السنة*. الجزء الأول. بيروت- ط 2 ، لبنان: المؤسسة الرسالة.
- مسعودة نصبه. (2019). *عقود المعاملات الحديثة- اجراءات التعامل، شرعية المعاملات في سوق رأس المال الإسلامي* (الإصدار 01). عمان، الأردن: دار مجدلاوي للنشر والتوزيع.

✓ الأطروحات

- أحمد أسعد أحمد المسعودي. (12, 2009). متطلبات انشاء سوق مالية إسلامية في ليبيا- دراسة ميدانية (أطروحة دكتوراه). عمان: جامعة عمان للدراسات العليا.
- احمد محي الدين احمد حسن. (1989). سوق الاوراق المالية واثارها الانمائية في الاقتصاد الاسلامي (اطروحة دكتوراه). مكة المكرمة، كلية الشريعة والدراسات الاسلامية، المملكة العربية السعودية: جامعة ام القرى.
- أمين حواس. (2016). محاضرات في النمو الاقتصادي. مطبوعة موجهة لطلبة السنة الثالثة (LMD) تخصص اقتصاد التنمية . تيارت، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ، الجزائر: جامعة ابن خلدون- تيارت .
- بن امر بن حاسين. (2013). فعالية الأسواق المالية في الدول النامية دراسة قياسية (أطروحة دكتوراه). تلمسان، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، الجزائر: جامعة أبي بكر بلقايد- تلمسان .
- بهاء الدين طويل. (14, 01, 2016). دور السياسات المالية والنقدية في تحقيق النمو الاقتصادي دراسة حالة الجزائر: 1990-2010 - أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه . باتنة ، العلوم الاقتصادية، الجزائر: جامعة: الحاج لخضر- باتنة .
- جهرة شنافة. (2018). أثر سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي دراسة حالة سوق عمّان للأوراق المالية خلال الفترة(2016 1980) اطروحة دكتوراه. كلية العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير، الجزائر ب- جامعة فرحات عباس سطيف- 1.
- حنان عبدلي. (2018). دور الهندسة المالية في تحقيق كفاءة الأسواق المالية في ظل التوجه العالمي نحو الصناعة المالية الإسلامية دراسة عينة من الأسواق المالية الناشئة (أطروحة دكتوراه). الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية وعلوم التسيير ، الجزائر: جامعة الجزائر 03 .
- خديجة لعمرى. (2023). دور البنوك والمالية الإسلامية في دعم التطور المالي والاقتصادي: دراسة قياسية (أطروحة دكتوراه). سعيدة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، الجزائر : جامعة الدكتور مولاي الطاهر.
- دارين وشاح وشاح. (2009). دور الاستثمارات الأجنبية في تطوير أداء سوق فلسطين للأوراق المالية (رسالة ماجستير). غزة، كلية التجارة/ قسم المحاسبة ، فلسطين: الجامعة الإسلامية - غزة.
- دليلة طالب. (2021). النمو الاقتصادي مفاهيم ونظريات. محاضرات موجهة لطلبة السنة الثالثة ليسانس . تلمسان، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، الجزائر: جامعة أبي بكر بلقايد- تلمسان .
- رشيد بوكساني. (2006). معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها (أطروحة دكتوراه). الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، الجزائر: جامعة الجزائر- الجزائر .

- رواء عبد الرزاق باعكضة. (2012). أثر المعلومات المحاسبية الواردة في التقارير المالية الاولى على أسعار الاسهم (دراسة تطبيقية على سوق الاسهم السعودي) رسالة ماجستير. جدة، كلية الاقتصاد و الإدارة، السعودية: جامعة الملك عبد العزيز بجدة.
- سليم قط. (2016). مفاضلة الاستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية - دراسة مقارنة (أطروحة دكتوراه). بسكرة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر: جامعة محمد خيضر.
- سيدي محمد شكوري. (2006). التحرير المالي و أثره على النمو الإقتصادي دراسة حالة الجزائر رسالة ماجستير . تلمسان، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، الجزائر: جامعة تلمسان.
- شافية كتاف. (2014). دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية- أطروحة دكتوراه . سطيف، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ، الجزائر: جامعة سطيف 1 .
- عبد القادر بسبع. (2016). أثر السياسات النقدية والمالية على استقرار وتنمية سوق الأوراق المالية في الدول الناشئة. الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، الجزائر: جامعة الجزائر 3.
- نوال بن لكحل. (2014). دور الأسواق المالية في تحقيق تنمية دول المغرب العربي:الجزائر المغرب تونس الأبعاد و الآفاق- أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه . الجزائر، قسم العلوم الاقتصادية، الجزائر: جامعة الجزائر 3.

✓ المقالات

- ابراهيم مزبود، و خديجة بلحياني. (2017). اختبار كفاءة سوق الأوراق المالية على المستوى الضعيف باستخدام طريقة الأنماط الطارئة RUN TEST حاله سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2000 2015 . معارف مجلة علمية دولية محكمة (22)، 306 322.
- احمد حسن احمد الحسني. (1999). صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الاسلامي. مؤسسة شباب الجامعة ، 01 35.
- احمد حسين بتال. (04, 2020). مفاهيم وطرق قياس الناتج المحلي الاجمالي. *ResearchGate* ، 01 20.
- أحمد رشاد مرداسي، و حسين بن الطاهر. (2017). أثر تطبيقات منتجات الهندسة المالية الاسلامية في الأسواق المالية الاسلامية . مجلة التنمية الاقتصادية ، 02 (02)، 265 277.
- أحمد رشاد مرداسي، و حسين بن الطاهر. (2017). دور الهندسة المالية الاسلامية في استقرار النظام المالي الاسلامي. مجلة الدراسات الاسلامية ، 05 (08)، 306 335.
- احمد عبد الحافظي، و عادل سلماي. (2014). كيفية تقييم الاوراق المالية الاسهم والسندات في سوق رأس المال. مجلة البديل الاقتصادي ، 01 (02)، 204 230.

- أحمد مداني. (2021). نحو نموذج عملي لتحويل سوق الأوراق المالية الجزائرية إلى سوق إسلامية. مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا ، 17 (26)، 213-226.
- اديب قاسم شندي. (2013). الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية سوق العراق للأوراق المالية دراسة حالة . مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة العدد الخاص بمؤتمر الكلية ، 173-154.
- امحمد بن البار، و مهني بوريش. (2022). قياس الأثر غير المتماثل للواردات على النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة 1990-2020. مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية ، 15 (01)، 28-47.
- أمينة بودريوة، عبد الحكيم سعيح، و كريمة حاجي. (2020). التجربة الماليزية في إنشاء سوق الأوراق المالية الإسلامي وسبل الاستفادة منها في الجزائر. مجلة البشائر الاقتصادية ، 06 (01)، 16-28.
- براهيم زرزور، و حفيظ عبد الحميد. (2021). تطور نشاط سوق الأوراق المالية الإسلامية- دراسة حالة الكويت . *Revue des Réformes Economiques et Intégration En Economie Mondiale* ، 15 (01)، 171-158.
- براهيم حاكمي، و إسماعيل قشام. (2021). أثر إصدارات الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي في ماليزيا باستخدام نموذج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة (ARDL) خلال الفترة الممتدة من الربع الأول لسنة 2009 إلى الربع الأخير من سنة 2020. مجلة الأبحاث الاقتصادية ISSN 1112-6612 ، 16 (02)، 442-461.
- صالح مفتاح، و فريدة معاريف. (2010). متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها. مجلة الباحث (07)، 181-194.
- صالح مفتاح، و مونية سلطان. (2013). الأدوات المستخدمة في سوق الأوراق المالية الإسلامية (دراسة حالة سوق ماليزيا). أبحاث اقتصادية وإدارية ، 07 (01)، 269-294.
- عادل عاشور. (2017، 12 01). المصارف الإسلامية ودورها في دعم و تطوير الأسواق المالية العربية. مجلة العلوم القانونية والاجتماعية ، 355-375.
- عبد القادر مصطفى خدّاوي، منية خليفة، و خالد لجلد. (2018). استخدام الصكوك الإسلامية في الاستثمار وفي تمويل مشاريع التنمية. مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية (04)، 302-321.
- عبد الكريم احمد قندوز. (2013). ادارة المخاطر بالصناعة المالية الاسلامية: مدخل الهندسة المالية. الاكاديمية للدراسات الاجتماعية و الانسانية ، 05 (01)، 12-20.
- عبد الله غالم، و عبد الحفيظ خزان. (2016). أسواق الاوراق المالية (نشاطاتها، الوظائف الاقتصادية، خصائصها، وأقسامها). مجلة الاجتهاد القضائي ، 08 (11)، 88-69.
- عبدالكريم قندوز. (2007). الهندسة المالية الإسلامية. مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي ، 20 (02)، 03-46.

- على ضو مرعي، أبو بكر صالح نصر، و عبد السلام معمر شندولة. (2015). أسواق المال الإسلامية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية " سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزي نموذجاً". *مجلة العلوم الاقتصادية والسياسية* (05)، 65 99.
- فريد مشري، و صبرينة عتروس. (2016). السوق المالية الإسلامية - المفهوم والأدوات تجربة السوق المالية الإسلامية العالمية (البحرين). *مجلة الاجتهاد القضائي* ، 08 (11)، 89 109.
- فضيلة ملواح، و علي مكيد. (2020). محددات النمو الاقتصادي في الجزائر دراسة قياسية للفترة (1990 ± 2018). *Revue d' économie et de statistique appliquée* ، 17 (02)، 126 ± 141.
- محمد الأمين خنيوة، و حنان علي موسى. (2011). منتجات الهندسة المالية الإسلامية: الواقع والتحديات ومناهج التطوير. *مجلة الواحات للبحوث والدراسات* ، 04 (02)، 640 663.
- محمد عدنان بن الضيف. (2013). نظم التعامل في سوق الأوراق المالية الإسلامية. *أبحاث اقتصادية وإدارية* (14)، 46 64.
- محمود محمد حسن محمود رجب. (2023). دور الهندسة المالية في تطوير أدوات التمويل الإسلامية للمشروعات العامة في مصر ومدى الاستفادة من التجارب الدولية. *مجلة جامعة الاسكندرية للعلوم الادارية* ، 60 (03)، 41 75.
- مختار عيواج. (2017). الإفصاح المالي وأثره على كفاءة بورصة الأوراق المالية مع الإشارة إلى سوق الأسهم السعودية. *معارف مجلة علمية دولية محكمة* (22)، 397 419.
- مسعودة نصبه، و ناصر محدة. (2017). إصدارات مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية كبديل لمؤشرات السوق العالمية التقليدية. حالة المؤشرات الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا. *مجلة العلوم الانسانية* ، 17 (02)، 95 115.
- مصطفى العرابي، و سعدية حمو. (2017). دور الصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد - ماليزيا نموذجاً. *مجلة البشائر الاقتصادية* ، 03 (01)، 67 85.
- مليكة بن علقمة. (2021). دراسة مقارنة بين هيكلة عمليات التصكيك الإسلامي وعمليات التوريق التقليدي. *مجلة دراسات في املاية الإسلامية والتنمية* ، 02 (01)، 46 75.
- نجاه عيسى. (2007). دور أسواق الأوراق المالية العربية في التنمية الاقتصادية. *مجلة دراسات اقتصادية* ، 01 (02)، 241 255.
- نرمين مجدي. (2021). مفاهيم اقتصادية أساسية: الناتج المحلي الإجمالي. *صندوق النقد العربي* (19)، 01 28.
- يوسف مسعداوي. (2014). متطلبات تحقيق كفاءة الأسواق المالية. *مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية* ، 05 (02)، 7 20.

- نوال بن عمارة. (2011). الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية- البحرين- .مجلة الباحث (09)، 253 264.
- نوال بوعكاز. (2018). دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير الابتكارات المالية : دراسة وتقييم لصكوك الإجارة الإسلامية في مملكة البحرين. المجلة الجزائرية للدراسات المالية والمصرفية ، 08 (01)، 24 53.
- هوارية بن حليلة، و علي بطاهر. (2012). البنوك الإسلامية وعلاقتها بالسوق المالية الإسلامية التجربة الماليزية. مجلة الحقوق والعلوم الانسانية- دراسات اقتصادية ، 06 (01)، 26 43.
- وسيلة بوزمارن، و ناصر المهدي. (2017). تقويم تجربة ماليزيا في الاسواق المالية الإسلامية. مجلة الاقتصاد الجديد ، 08 (01)، 41 50.
- إبراهيم علي عماد الدين. (2023). استخدام نماذج السلاسل الزمنية المقطعية (Data Panel) في تحديد أهم عوامل النمو الاقتصادي في الدول العربية. المجلة العربية للإدارة ، 43 (02)، 63 176.
- الهادي عثمانى، أحمد تيجاني هيشر، و عبد الله بن الضب. (2015). اختبار الارتباط في المدى الطويل بين متغيرات حساب الإنتاج وحساب الاستغلال القطاع الزراعة في الجزائر أسلوب التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ خلال الفترة 1974 2012). مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية (01)، 61 74.
- أمينة بودريوة. (2020). التجربة الماليزية في إنشاء سوق الأوراق المالية الإسلامي وسبل الاستفادة منها في الجزائر. جملة البشائر الاقتصادية ، 06 (01)، 16 28.
- رشيد بوزرية، عيسى حجاب، و عبد الصمد سعودي. (2023). تطور الصناعة المالية الإسلامية العالمية في ظل التمويل التقليدي للفترة 2010 2021. مجلة قبس للدراسات الإنسانية والاجتماعية ، 07 (02)، 886 905.
- زوبير بوحلبال. (2016). تعزيز البنية التحتية للسوق المالية الإسلامية . ماليزيا نموذجاً . مجلة بيت المشورة (05)، 71 105.
- علي بوعبد الله. (2015). تطور إصدار الصكوك المالية الإسلامية في بورصة ماليزيا. مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية (14)، 18 31.
- لبنى معطي. (2021). دراسة قياسية للاستقرار المالي للبنوك الإسلامية والتقليدية للفترة الممتدة من 2007 إلى 2017. مجلة دفاتر بواكس ، 10 (02)، 73 97.
- ماهر الشاطر منير. (2020). واقع التمويل الإسلامي في اليابان: الصكوك نموذجاً. مجلة بيت المشورة (12)، 211 473.
- محاضرات. (2022). محاضرات في الإحصاء التطبيقي موجهة لطلبة السنة أولى ماستر تخصص تدريب رياضي. أم البواقي، معهد علوم وتقنيات النشاطات البدنية والرياضية، الجزائر: جامعة العربي بن مهيدي – أم البواقي .

- محمد زريق. (2022). التقدير والتنبؤ بالعلاقة الحركية بين سعر مؤشر داوو جونز الإسلامي لسوق المال التركية وسعر الصرف. مجلة البحوث الاقتصادية المتقدمة ، 07 (02)، 394 413.
- محمد عبد الكريم معتز. (2024). التأثير الديناميكي للعولمة التجارية والمالية على النمو الاقتصادي في بلدان شمال إفريقيا باستخدام نموذج PMG-ARDL. المجلة العربية للإدارة ، 44 (03)، 329 348.
- مسعودة نصبه، و ناصر محدة. (2017). اصدارات مؤشرات سوق الاسهم الاسلامية كبديل للمؤشرات العالمية التقليدية حالة المؤشرات الشرعية في سوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا. مجلة العلوم الاسلامية (48)، 95 115.
- منير خطوي، و هاجر عياد. (2021). العمل المصرفي الإسلامي في بريطانيا: مقومات النجاح والتحديات. مجلة أبحاث كمية ونوعية في العلوم الاقتصادية والادارية ، 03 (01)، 59 76.
- هدى بدروني، و نصيرة قوريش. (2015). أهمية الصكوك الاسلامية في سوق الأوراق المالية الاسلامية الماليزية- دراسة قياسية . أبعاد إقتصادية ، 05 (01)، 186 211.
- يونس لبلاطة. (2018). تطور الصناعة المالية الإسلامية العالمية للفترة (2007 2016). مجلة التمويل والاستثمار والتنمية المستدامة ، 03 (01)، 152 164.

✓ الملتقيات والمؤتمرات

- ✓ أحمد أبو بكر صفية. (2004). صناديق الاستثمار الإسلامية: خصائصها وأنواعها. بحث قدم خلال مؤتمر حول المؤسسات المالية الإسلامية. الإمارات العربية المتحدة: كلية الشريعة والقانون.
- ✓ بن علي بلعزوز، و عبد الكريم قندوز. (2007). السوق المالية الاسلمية: التجربة الماليزية وإمكانية الاستفادة منها. الملتقى الوطني الثاني حول أثر أداء البورصة على فعالية التمويل في الاقتصاد الجزائري (الصفحات 254 268). شلف: جامعة حسيبة بن بوعلي - الشلف.
- ✓ جمال لعمارة، و حدة رايس. (21 22/11/2006). تحديات السوق المالي الاسلامي. ورقة مقدمة للملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات- دراسة حالة الجزائر والدول النامية (الصفحات 01 22). بسكرة: جامعة محمد خيضر بسكرة.
- ✓ عبد القادر مصطفى خداوي، و أحمد بزيرية. (2009). الأدوات المالية الإسلامية بين محدودية التعامل وامكانيات التطور في السوق المالية الإسلامية. ضمن فعاليات الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية "النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً" (الصفحات 01 21). خميس مليانة: المركز الجامعي بخميس مليانة.
- ✓ عبد الكريم شوكال، و سمير براهيم. (2011). انهيارات الأسواق المالية وحلول اقتصاد المشاركة. الملتقى الدولي الأول حول "الاقتصاد الإسلامي ، الواقع ...وراهانات المستقبل" (الصفحات 01 19). غرداية: معهد العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير.

- ✓ عبد الله السلمي. (20 29 ديسمبر، 2010). التغير في المضاربات في بورصة الأوراق المالية توصيفه وحكمه . *الدورة العشرون للمجمع الفقهي الاسلامي* . مكة المكرمة، المجمع الفقهي الاسلامي، السعودية.
- ✓ عبد الله بن محمد الرزين. (2005). الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة. بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي السنوي الخامس (الصفحات 01 20). عمان: جامعة الزيتونة- الاردن .
- ✓ كمال توفيق خطاب. (2009). الصكوك الإسلامية الاستثمارية والتحديات المعاصرة. بحث مقدم إلى مؤتمر حول المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول (الصفحات 01 32). دبي: دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري.
- ✓ كمال توفيق خطاب. (2005). نحو سوق مالية إسلامية. ورقة عمل مقدمة ضمن المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي (الصفحات 01 32). ام القرى- مكة المملكة العربية السعودية.: جامعة اليرموك / إربد.
- ✓ وليد خالد الشايجي، و عبد الله يوسف الحجي. (2005). صكوك الاستثمار الشرعية. مدخله مقدمة إلى المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر بعنوان المؤسسات المالية الإسلامية، معالم الواقع و آفاق المستقبل. دبي: كلية الشريعة والقانون جامعة دبي.
- ✓ نوال سمرد، و رفيق بوشندة. (2015). دور السوق المالي الإسلامي في معالجة السيولة النقدية- الصكوك الإسلامية نموذجاً . ورقة بحثية مقدمة ضمن المؤتمر الدولي الثاني للمالية والصيرفة الإسلامية (الصفحات 01 23). الاردن: الجامعة الأردنية.

✓ المراجع باللغة الأجنبية

- A ALSAYYED, N. (2010, 02 09). Sukukization: Islamic Economic Risk Factors in Shari'ah View. *Munich Personal RePEc Archive -MPRA-* , 01-09.
- A Rjumohan .(2019) .Stock Markets: An Overview and A Literature Review . *Munich Personal RePEc Archive*.52 12 □
- Bencivenga, V. R., & Smith, B. D. (1991). Financial intermediation and endogenous growth. *The Review of Economic Studies* , 58 (02), 195-209.
- Blackburn, K., & Hung, V. T. (1998). A Theory of Growth, Financial Development and Trade. *Economica* , 65 (257), 107-124.
- Bosserelle, E. (2010). *Dynamique économique : croissance, crises, cycles*. Paris, france: Gualino-Lextenso éd.
- Cardi, O. (2013). *Macroéconomie*. Paris, france: Université Panthéon-Assas.
- elasrag Hussein .(2010) .The role of Nile stock exchange in the development of small & mediumsized enterprises in Egypt .*Social Science Research Network electronic journal*.22 01 □
- hassan Kabir □Aliyu Sirajo □Saiti Buerhan □ □Abdul Halim Zairihan .(2021) .A Review of Islamic Stock Market, Growth and Real-Estate Finance Literature . *International Journal of Emerging Markets*.1290 1259 □(07) 16 ،
- Jhingan, M. (2011). *The Economics of Development and Planning* (40 th ed.). Delhi, india : Vrinda Publications.

- Ledhem, M. A., & Mekidiche, M. (2021). Islamic securities (Sukuk) and economic growth: New empirical investigation from Southeast Asia using non-parametric analysis of MCMC panel quantile regression. *Islamic Economic Studies Emerald Publishing Limited* , 29 (02), 119-138.
- Md Mahmudu Alam Chowdhury Shahed Akbar Shawon Muhammad Shahriar Mohammad Monzur Elahi .(2017) .The Islamic Shariah Principles for Investment in Stock Market .*Qualitative Research in Financial Markets* ‘ .146 132 (02) 09
- Pierre, R. (2010). Croissance et crises Analyse économique et historique . *Pearson Education* , 01-03.
- Rajan, M. S., Iyappan, & Jesiah, S. (2005). Impact of Economic Reforms on Economic Issues: A Study of Ethiopia. *African Development Review* , 17 (01), 138 - 150.
- Robin, B., & Michael, P. (2009). *Fondations of Macroeconomics* (04th ed.). U. S. A: Pearson Education, Inc, U. S. A.
- Saint-Paul, G. (1992). Technological choice, financial markets and economic development. *European Economic Review* , 36 (04), 763-781.
- SAMUELSON, P. A., & NORDHAUS, W. D. (1998). *ECONOMICS Nineteenth Edition*. irwn.The McGraw-Hill.
- slamet Haryono bella Atika .(2023) .ANALYZING THE DYNAMICS OF ISLAMIC STOCK MARKET INDICES IN SEVERAL MUSLIM COUNTRIES .*international journal of professional business review* (07) 08 ‘ .40 01
- Suleiman, A. D. (July 8 - 9, 1998). Islamic Securitisation: Practical Aspects. *for the World Conference on Islamic Banking*, (pp. 1-10). The Noga Hilton - Geneva-.
- Torres, R., & Martin, J. P. (1990). Mesure de la production potentielle dans les sept grands pays de l'OCDE. *Revue économique de l'OCDE* (14), 141-164.
- Alam, M. K., & Ullah, M. H. (2022). CONTRIBUTIONS OF ISLAMIC FINANCE IN THE ECONOMIC DEVELOPMENT OF TURKEY: A REVIEW. *Journal Of Nusantara Studies (JONUS)* , 07 (02), 336-357.
- Barbieri, L. (2008). Panel Cointegration Tests: A Survey. *Rivista Internazionale di Scienze Sociali* (01), 3-36.
- bourbonnais, r. (2015). *Économétrie: cours et exercices corrigés* (éd. 9 édition). paris: Dunod.
- Buerhan, S., & Mansur, M. (2016). The Co-movement of Selective Conventional and Islamic Stock Indices: Is there any Impact on Shariah Compliant Equity Investment in China? *International Journal of Economics and Financial Issues* , 06 (04), 1895-1905.
- Christophe, H., & Mignon, V. (2006). Une Synthèse des Tests de Cointégration sur Données de Panel. *Economie et Prevision* , 180 (04), 01-34.
- Gani, I. M., Bahari, Z., & Azreen, H. A. (2020). The Impact of Islamic Capital Market on Malaysian Real Economy. *UKM Jurnal Ekonomi Malaysia* , 54 (02), 91 - 103.

- GÖNCÜOĞLU, M., & KARAAHMETOĞLU, M. (2014). ISLAMIC FINANCE AND TURKISH CAPITAL MARKETS -Course-. Department of Business Administration: MIDDLE EAST TECHNICAL UNIVERSITY.
- Haryono, S., & Atika, B. (2023). ANALYZING THE DYNAMICS OF ISLAMIC STOCK MARKET INDICES IN SEVERAL MUSLIM COUNTRIES. *INTERNATIONAL JOURNAL OF PROFESSIONAL BUSINESS REVIEW* , 08 (07), 01-40.
- Imtiaz, C. (2011, 04). ISLAMIC FINANCE AND ITS RELEVANCE TO CANADIAN FINANCIAL SYSTEM.-PROJECT SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT OF THE REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF MASTER OF BUSINESS ADMINISTRATION -. BUSINESS ADMINISTRATION, COLUMBIA : UNIVERSITY OF NORTHERN BRITISH .
- Kayadibi, S., Kayadibi, O., Tunc, I., & Abdul-Wahab, A.-H. (11-13 July 2014). The Growing Prominence of Turkey in the Global Sukuk Market: An Overview. *Proceedings of the Second International Conference on Global Business, Economics, Finance and Social Sciences (GB14 Conference)*, (pp. 01-14). Chennai, India.
- Manzoor, K. (2013). Islamic Banking and Finance in India: Opportunities and Challenges. *Journal of Islamic Economics* , 09 (01), 107-124.
- Masudul, I., Afroza, A., Sirajum, M., Salauddin Khan, M., & Md Monzur, M. (2018). Optimized Dickey-Fuller Test Refines Sign and Boundary Problems Compare to Traditional Dickey-Fuller Test. *International Journal of Statistics and Probability* , 07 (05), 19-27.
- Mohammad, I., Kassim, S., Dhimmar, S., Zahid, M., & Fuadi, N. F. (2021). REACTION OF ISLAMIC STOCK MARKET TO MACROECONOMIC VARIABLES: A STUDY OF INDIA AND INDONESIA. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Islam* , 07 (01), 148 – 162.
- moody s investors, s. (2022). *Kuwait showcases growth of Islamic finance across the Middle East*. FINANCIAL INSTITUTIONS.
- Moore, D. S., Notz, W. I., & Flinger, M. A. (2013). One-Way Analysis of Variance: Comparing Several Means. NY: W. H. Freeman and Company , 1-13.
- OUHMAD, M. (2020, 10). Autoregressive distributed lag-ARDL Panel model.
- Sarker, M. N., Khatun, M. N., & Alam, M. G. (2020). Islamic banking and finance: potential approach for economic sustainability in China. *Journal of Islamic Marketing* , 11 (06), 1725-1741.
- *Securities Commission Malaysia*. (n.d.). Retrieved 02 09, 2024, from <https://www.sc.com.my/resources/quarterly-report>
- Sedgwick, P. M. (2012). One way analysis of variance. *The BMJ* 344 (334), 1-2.
- Shabri, A. M., & Rosylin, m. y. (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 , 01 (04), 313-329.

- Shahram, A., Michael, S. D., Henderson, D. J., & Christopher, F. P. (2012, 01). Fixed vs Random: The Hausman Test Four Decades Later. *Advances in Econometrics* , 01-33.
- Taufeeque, A. S., Naushad, M., & Farooque, U. M. (2020). A study on Islamic finance as an approach for financial inclusion in India. *Accounting - GrowingScience* , 07, 487–496.
- Waleed, A. S., Mohamad, T. M., & Mohd Shahid, M. N. (2020). DEVELOPMENT OF UKŪK IN THE STATE OF KUWAIT, ITS CHALLENGES AND PROSPECTS. *Jurnal Syariah* , 28 (02), 263-292.
- Yan, H., Haji Yahya, M. H., Latip, M., & Hafiz Ali, M. (2022). Islamic Finance in China: Current Landscape and Future Forward. *The Journal of Muamalat and Islamic FinanceResearch* , 19 (02), 88-101.
- Zhichao, G. (2023). Research on the Augmented Dickey-Fuller Test for Predicting Stock Prices and Returns. *Advances in Economics Management and Political Sciences* , 44 (01), 101-106.

✓ المراجع الإلكترونية

- *investing.com*. (n.d.). Retrieved 04 13, 2024, from Dow Jones Islamic Market World Historical Data: <https://www.investing.com/indices/dj-islamic-market-world-historical-data>
- *Islamicly web platform*. (2024). Retrieved 11 15, 2024, from Islamicly web platform: <https://blog.islamicly.com/market-screening/complete-guide-on-finding-shariah-compliant-stocks-in-canada/>
- British Embassy, B. (n.d.). *Islamic Finance in the UK*. Retrieved 03 20, 2024, from Gov.UK: https://assets.publishing.service.gov.uk/media/5a806aaeed915d74e622e547/2015047_Is_Fin_A5_AW_ENG_WEB.pdf
- *bursa malaysia*. (n.d.). Retrieved 02 18, 2024, from bursa malaysia: https://www.bursamalaysia.com/trade/market/islamic_market
- *Islamic Financial Services Board (IFSB)*. (n.d.). Retrieved 04 13, 2024, from ISLAMIC FINANCIAL SERVICES INDUSTRY STABILITY REPORT: https://www.ifsb.org/publication/?_sft_publications_category=islamic-financial-stability-report
- *Statista* . (n.d.). Retrieved 04 13, 2024, from Statista - le portail de statistiques pour les données de marché,...: <https://www.statista.com/statistics/1334701/malaysia-islamic-capital-market-size-by-type/>

- قاعدة بيانات البنك الدولي. (بلا تاريخ). تاريخ الاسترداد 03 25 2024, <https://www.albankaldawli.org/ar/home>

- بنك الكويت المركزي. (2016). *Islamic Financial Industry: Facts and Challenges*. *s Experience'Kuwait*. الكويت: بنك الكويت المركزي.

- البنك الدولي. (2024). تاريخ الاسترداد 03 14 2024. <https://data.albankaldawli.org/indicator/NV.AGR.TOTL.ZS?end=2023&start=2010&locations=MY>

الملاحق

الملحق رقم (1): الإحصاءات الوصفية

Date: 08/15/24 Time: 03:14

Sample: 2010Q3 2024Q1

	GDPG	ISLM
Mean	3.641432	2295.638
Median	3.600000	2206.295
Maximum	25.70000	4649.690
Minimum	-23.10000	740.0060
Std. Dev.	4.982722	776.1244
Skewness	-0.629277	0.634509
Kurtosis	8.646611	3.216935
Jarque-Bera	613.5831	30.38694
Probability	0.000000	0.000000
Sum	1602.230	1010081.
Sum Sq. Dev.	10899.28	2.64E+08
Observations	440	440

الملحق رقم (2): نتائج اختبارات الفروقات

ANOVA

ISLM

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	136237616.6	7	19462516.66	65.582	<.001
Within Groups	128202429.8	432	296764.884		
Total	264440046.5	439			

Multiple Comparisons

Dependent Variable: ISLM

LSD

(I) ID	(J) ID	Mean Difference (I-J)	Std. Error	Sig.	95% Confidence Interval	
					Lower Bound	Upper Bound
1.00	2.00	1371.31300*	103.88191	.000	1167.1362	1575.4898
	3.00	1756.87573*	103.88191	.000	1552.6989	1961.0525

	4.00	737.35404 [*]	103.881 91	.000	533.1772	941.5309
	5.00	1846.6509 ^{8*}	103.881 91	.000	1642.474 2	2050.827 8
	6.00	846.44682 [*]	103.881 91	.000	642.2700	1050.623 6
	7.00	1068.8102 ^{7*}	103.881 91	.000	864.6335	1272.987 1
	8.00	1187.8555 ^{5*}	103.881 91	.000	983.6787	1392.032 4
2.00	1.00	- 1371.3130 0 [*]	103.881 91	.000	- 1575.489 8	- 1167.136 2
	3.00	385.56273 [*]	103.881 91	.000	181.3859	589.7395
	4.00	- 633.95896 [*]	103.881 91	.000	-838.1358	-429.7821
	5.00	475.33798 [*]	103.881 91	.000	271.1612	679.5148
	6.00	- 524.86618 [*]	103.881 91	.000	-729.0430	-320.6894
	7.00	- 302.50273 [*]	103.881 91	.004	-506.6795	-98.3259
	8.00	- 183.45745	103.881 91	.078	-387.6343	20.7194
3.00	1.00	- 1756.8757 3 [*]	103.881 91	.000	- 1961.052 5	- 1552.698 9
	2.00	- 385.56273 [*]	103.881 91	.000	-589.7395	-181.3859
	4.00	- 1019.5216 9 [*]	103.881 91	.000	- 1223.698 5	-815.3449
	5.00	89.77525	103.881 91	.388	-114.4016	293.9521
	6.00	- 910.42891 [*]	103.881 91	.000	- 1114.605 7	-706.2521

7.00	-	103.881	.000	-892.2423	-483.8886
	688.06545*	91			
8.00	-	103.881	.000	-773.1970	-364.8434
	569.02018*	91			
4.00 1.00	-	103.881	.000	-941.5309	-533.1772
	737.35404*	91			
	2.00	633.95896*	103.881	.000	429.7821
		91			838.1358
	3.00	1019.52169*	103.881	.000	815.3449
		91			1223.6985
	5.00	1109.29695*	103.881	.000	905.1201
		91			1313.4738
6.00	109.09278	103.881	.294	-95.0840	313.2696
		91			
	7.00	331.45624*	103.881	.002	127.2794
		91			535.6331
	8.00	450.50151*	103.881	.000	246.3247
		91			654.6783
5.00 1.00	-	103.881	.000	-	-
	1846.65098*	91		2050.8278	1642.4742
	2.00	-	103.881	.000	-679.5148
		475.33798*	91		-271.1612
	3.00	-89.77525	103.881	.388	-293.9521
		91			114.4016
	4.00	-	103.881	.000	-
		1109.29695*	91		-905.1201
6.00	-	103.881	.000	-	-
	1000.20416*	91		1313.4738	-796.0273
				1204.3810	
	7.00	-	103.881	.000	-982.0175
		777.84071*	91		-573.6639
	8.00	-	103.881	.000	-862.9723
		658.79544*	91		-454.6186

6.00	1.00	- 846.44682 *	103.881 91	.000	- 1050.623 6	-642.2700
	2.00	524.86618 *	103.881 91	.000	320.6894	729.0430
	3.00	910.42891 *	103.881 91	.000	706.2521	1114.605 7
	4.00	- 109.09278	103.881 91	.294	-313.2696	95.0840
	5.00	1000.2041 6*	103.881 91	.000	796.0273	1204.381 0
	7.00	222.36345 *	103.881 91	.033	18.1866	426.5403
	8.00	341.40873 *	103.881 91	.001	137.2319	545.5855
7.00	1.00	- 1068.8102 7*	103.881 91	.000	- 1272.987 1	-864.6335
	2.00	302.50273 *	103.881 91	.004	98.3259	506.6795
	3.00	688.06545 *	103.881 91	.000	483.8886	892.2423
	4.00	- 331.45624 *	103.881 91	.002	-535.6331	-127.2794
	5.00	777.84071 *	103.881 91	.000	573.6639	982.0175
	6.00	- 222.36345 *	103.881 91	.033	-426.5403	-18.1866
	8.00	119.04527	103.881 91	.252	-85.1315	323.2221
8.00	1.00	- 1187.8555 5*	103.881 91	.000	- 1392.032 4	-983.6787
	2.00	183.45745	103.881 91	.078	-20.7194	387.6343
	3.00	569.02018 *	103.881 91	.000	364.8434	773.1970
	4.00	- 450.50151 *	103.881 91	.000	-654.6783	-246.3247

5.00	658.79544*	103.88191	.000	454.6186	862.9723
6.00	-341.40873*	103.88191	.001	-545.5855	-137.2319
7.00	-119.04527	103.88191	.252	-323.2221	85.1315

*. The mean difference is significant at the 0.05 level.

الملحق رقم (3): نتائج التحليل العنقودي

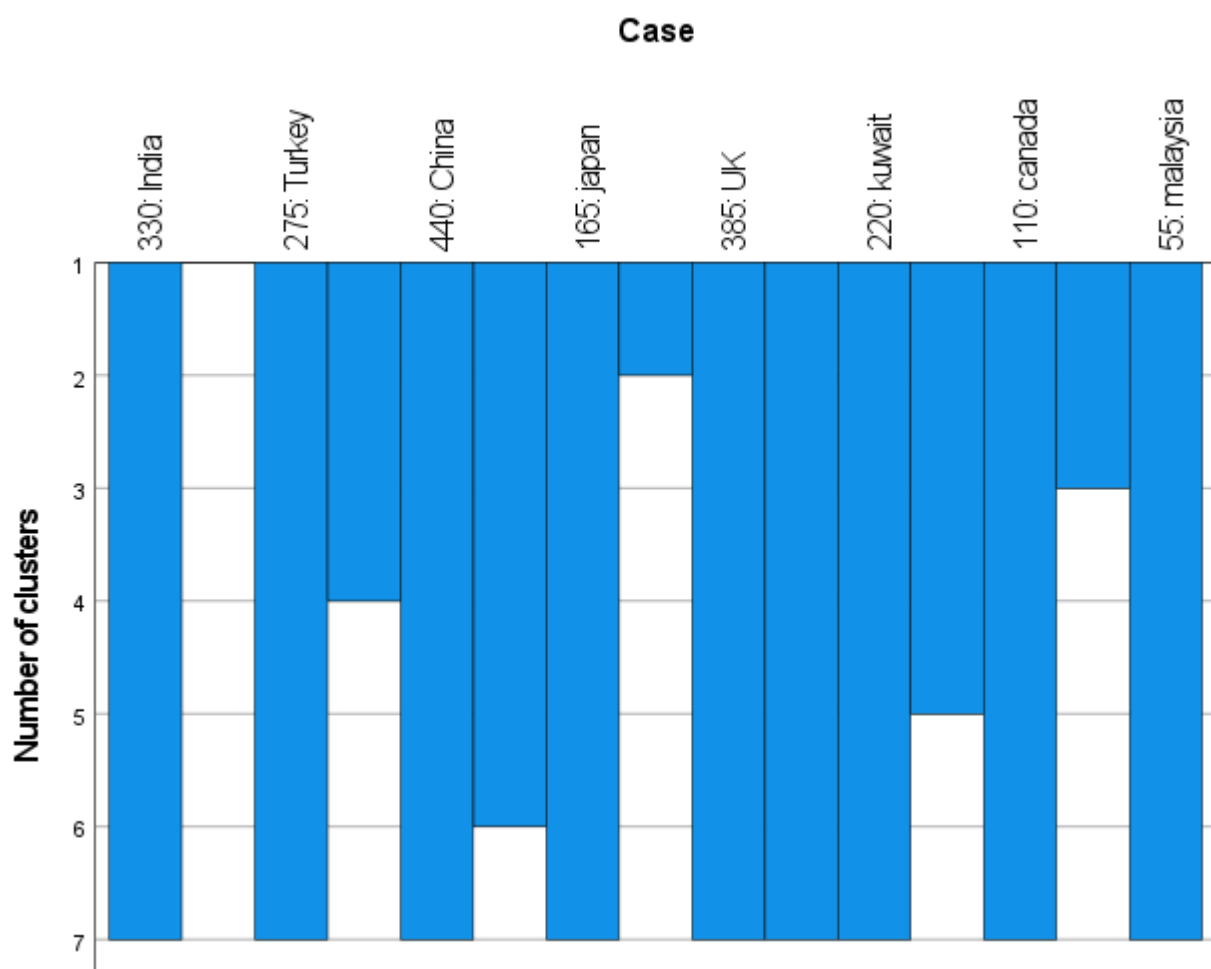
Proximity Matrix								
Squared Euclidean Distance								
Case	55:malaysia	110:canada	165:japan	220:kwait	275:Turkey	330:India	385:UK	440:China
55:malaysia	.000	6202.438	173791.620	15372.907	84788.042	4246703.522	23369.162	143301.313
110:canada	6202.438	.000	245550.514	2045.951	136815.751	3928693.979	5498.275	209072.881
165:japan	173791.620	245550.514	.000	292380.640	15830.272	6138615.312	324535.552	1497.906
220:kwait	15372.907	2045.951	292380.640	.000	172309.442	3751623.638	841.514	252461.703
275:Turkey	84788.042	136815.751	15830.272	172309.442	.000	5531579.135	197165.160	7633.677
330:India	4246703.522	3928693.979	6138615.312	3751623.638	5531579.135	.000	3640253.135	5950190.740
385:UK	23369.162	5498.275	324535.552	841.514	197165.160	3640253.135	.000	282379.077
440:China	143301.313	209072.881	1497.906	252461.703	7633.677	5950190.740	282379.077	.000

This is a dissimilarity matrix

Agglomeration Schedule

Stage	Cluster Combined	Coefficients	Stage Cluster First Appears	Next Stage
-------	------------------	--------------	-----------------------------	------------

	Cluster 1	Cluster 2		Cluster 1	Cluster 2	
1	220	385	420.757	0	0	3
2	165	440	1169.710	0	0	4
3	110	220	3544.200	0	1	5
4	165	275	11115.865	2	0	6
5	55	110	21653.180	0	3	6
6	55	165	370406.257	5	4	7
7	55	330	4472562.908	6	0	0



لملحق رقم (4): نموذج الانحدار التجميعي

Dependent Variable: GDPG
Method: Panel Least Squares
Date: 08/15/24 Time: 03:19
Sample: 2010Q3 2024Q1
Periods included: 55
Cross-sections included: 8
Total panel (balanced) observations: 440

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.469594	0.740927	3.333113	0.0009
ISLM	0.000510	0.000306	1.669334	0.0958
R-squared	0.006322	Mean dependent var		3.641432
Adjusted R-squared	0.004053	S.D. dependent var		4.982722
S.E. of regression	4.972613	Akaike info criterion		6.050303
Sum squared resid	10830.37	Schwarz criterion		6.068879
Log likelihood	-1329.067	Hannan-Quinn criter.		6.057631
F-statistic	2.786674	Durbin-Watson stat		0.827835
Prob(F-statistic)	0.095766			

الملحق رقم (5): نموذج الآثار الثابتة

Dependent Variable: GDPG
Method: Panel Least Squares
Date: 08/15/24 Time: 03:16
Sample: 2010Q3 2024Q1
Periods included: 55
Cross-sections included: 8
Total panel (balanced) observations: 440

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.265577	0.931722	2.431601	0.0154
ISLM	0.000599	0.000395	1.516952	0.1300
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.208647	Mean dependent var		3.641432
Adjusted R-squared	0.193958	S.D. dependent var		4.982722
S.E. of regression	4.473479	Akaike info criterion		5.854453
Sum squared resid	8625.180	Schwarz criterion		5.938046
Log likelihood	-1278.980	Hannan-Quinn criter.		5.887430
F-statistic	14.20459	Durbin-Watson stat		1.039810
Prob(F-statistic)	0.000000			

الملحق رقم (6): نموذج الآثار العشوائية

Dependent Variable: GDPG
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 08/15/24 Time: 03:17
Sample: 2010Q3 2024Q1
Periods included: 55
Cross-sections included: 8
Total panel (balanced) observations: 440
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.287255	1.269704	1.801409	0.0723
ISLM	0.000590	0.000384	1.535676	0.1253
Effects Specification				
		S.D.	Rho	
Cross-section random		2.512488	0.2398	
Idiosyncratic random		4.473479	0.7602	
Weighted Statistics				
R-squared	0.005367	Mean dependent var	0.850087	
Adjusted R-squared	0.003097	S.D. dependent var	4.475358	
S.E. of regression	4.468423	Sum squared resid	8745.461	
F-statistic	2.363642	Durbin-Watson stat	1.025473	
Prob(F-statistic)	0.124914			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.006169	Mean dependent var	3.641432	
Sum squared resid	10832.04	Durbin-Watson stat	0.827936	

الملحق رقم (7): اختبار هوسمان

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.	
Cross-section random	0.010436	1	0.9186	
Cross-section random effects test comparisons:				
Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
ISLM	0.000599	0.000590	0.000000	0.9186

الملحق رقم (8): اختبار مضاعف لاغرانج

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects

Null hypotheses: No effects

Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	423.3281 (0.0000)	206.4564 (0.0000)	629.7845 (0.0000)
Honda	20.57494 (0.0000)	14.36859 (0.0000)	24.70881 (0.0000)
King-Wu	20.57494 (0.0000)	14.36859 (0.0000)	24.22586 (0.0000)
Standardized Honda	23.64288 (0.0000)	14.58879 (0.0000)	21.34758 (0.0000)
Standardized King-Wu	23.64288 (0.0000)	14.58879 (0.0000)	23.49902 (0.0000)
Gourieroux, et al.	--	--	629.7845 (0.0000)

الملحق رقم (9): اختبارات مشاكل القياس

. xtserial GDPG ISLM

Wooldridge test for autocorrelation in panel data

H0: no first-order autocorrelation

F(1, 7) = 13.606

Prob > F = 0.0078

. xttest3

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model

H0: $\sigma(i)^2 = \sigma^2$ for all i

chi2 (8) = 85.25

Prob>chi2 = 0.0000

Residual Cross-Section Dependence Test
Null hypothesis: No cross-section dependence (correlation) in residuals
Equation: Untitled
Periods included: 55
Cross-sections included: 8
Total panel observations: 440
Cross-section effects were removed during estimation

Test	Statistic	d.f.	Prob.
Breusch-Pagan LM	1.549119	28	0.4891
Pesaran scaled LM	0.696374		0.3125
Bias-corrected scaled LM	0.695633		0.3322
Pesaran CD	0.211960		0.4124

الملحق رقم (10): النموذج المصحح FGLS

Cross-sectional time-series FGLS regression

Coefficients: **generalized least squares**

Panels: **heteroskedastic**

Correlation: **common AR(1) coefficient for all panels (0.5939)**

Estimated covariances	=	8	Number of obs	=	440
Estimated autocorrelations	=	1	Number of groups	=	8
Estimated coefficients	=	2	Time periods	=	55
			Wald chi2(1)	=	0.45
			Prob > chi2	=	0.5037

GDPG	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ISLM	.00005	.0000748	0.67	0.504	-.0000966	.0001967
_cons	3.12584	.3855438	8.11	0.000	2.370188	3.881492

الملحق رقم (11): اختبارات الاستقرار عند المستوى

Panel unit root test: Summary

Series: GDPG

Date: 08/15/24 Time: 03:22

Sample: 2010Q3 2024Q1

Exogenous variables: Individual effects

User-specified lags: 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-0.34199	0.3662	8	424
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-6.72460	0.0000	8	424
ADF - Fisher Chi-square	76.5706	0.0000	8	424
PP - Fisher Chi-square	120.366	0.0000	8	432

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary

Series: GDPG

Date: 08/15/24 Time: 03:22

Sample: 2010Q3 2024Q1

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

User-specified lags: 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	1.47989	0.9305	8	424
Breitung t-stat	-7.06025	0.0000	8	416
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-5.43997	0.0000	8	424
ADF - Fisher Chi-square	57.2863	0.0000	8	424
PP - Fisher Chi-square	97.5776	0.0000	8	432

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary
 Series: ISLM
 Date: 08/15/24 Time: 03:23
 Sample: 2010Q3 2024Q1
 Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
 User-specified lags: 1
 Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
 Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross- sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-0.59769	0.2750	8	424
Breitung t-stat	-1.23540	0.1083	8	416
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-1.80148	0.0358	8	424
ADF - Fisher Chi-square	24.4951	0.0792	8	424
PP - Fisher Chi-square	26.2050	0.0512	8	432

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary
 Series: ISLM
 Date: 08/15/24 Time: 03:24
 Sample: 2010Q3 2024Q1
 Exogenous variables: Individual effects
 User-specified lags: 1
 Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
 Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross- sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	0.66271	0.7462	8	424
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	0.19775	0.5784	8	424
ADF - Fisher Chi-square	13.6406	0.6255	8	424
PP - Fisher Chi-square	16.0337	0.4506	8	432

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

الملحق رقم (12): اختبارات الاستقرار عند الفرق الأول

Panel unit root test: Summary

Series: D(ISLM)

Date: 08/15/24 Time: 03:24

Sample: 2010Q3 2024Q1

Exogenous variables: Individual effects

User-specified lags: 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-11.3510	0.0000	8	416
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-11.7038	0.0000	8	416
ADF - Fisher Chi-square	154.160	0.0000	8	416
PP - Fisher Chi-square	289.002	0.0000	8	424

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary

Series: D(ISLM)

Date: 08/15/24 Time: 03:25

Sample: 2010Q3 2024Q1

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

User-specified lags: 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-10.8618	0.0000	8	416
Breitung t-stat	-6.76723	0.0000	8	408
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-10.7635	0.0000	8	416
ADF - Fisher Chi-square	127.905	0.0000	8	416
PP - Fisher Chi-square	260.021	0.0000	8	424

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

الملحق رقم (13): اختبارات التكامل المشترك

Pedroni Residual Cointegration Test

Series: GDPG ISLM

Date: 08/15/24 Time: 03:27

Sample: 2010Q3 2024Q1

Included observations: 440

Cross-sections included: 8

Null Hypothesis: No cointegration

Trend assumption: Deterministic intercept and trend

User-specified lag length: 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Alternative hypothesis: common AR coeffs. (within-dimension)

	Statistic	Prob.	Weighted Statistic	Prob.
Panel v-Statistic	5.321189	0.0000	4.225097	0.0000
Panel rho-Statistic	-11.19095	0.0000	-11.38153	0.0000
Panel PP-Statistic	-9.681263	0.0000	-9.850792	0.0000
Panel ADF-Statistic	-5.826210	0.0000	-6.100842	0.0000

Alternative hypothesis: individual AR coeffs. (between-dimension)

	Statistic	Prob.
Group rho-Statistic	-9.022226	0.0000
Group PP-Statistic	-9.798464	0.0000
Group ADF-Statistic	-5.817836	0.0000

Kao Residual Cointegration Test

Series: GDPG ISLM

Date: 08/15/24 Time: 03:28

Sample: 2010Q3 2024Q1

Included observations: 440

Null Hypothesis: No cointegration

Trend assumption: No deterministic trend

User-specified lag length: 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

	t-Statistic	Prob.
ADF	-5.056844	0.0000
Residual variance	20.40026	
HAC variance	8.695095	

الملحق رقم (14): درجات التأخير

Model Selection Criteria Table
Dependent Variable: GDPG(-1)
Date: 08/15/24 Time: 03:29
Sample: 2010Q3 2024Q1
Included observations: 432

Model	LogL	AIC*	BIC	HQ	Specification
20	8722.724388	-42.709433	-42.611118	-42.670530	ARDL(1,0)
19	8722.724388	-42.670218	-42.493250	-42.600191	ARDL(1,1)
15	8722.724388	-42.670218	-42.493250	-42.600191	ARDL(2,0)
14	8722.724388	-42.631002	-42.375382	-42.529852	ARDL(2,1)
18	8722.724388	-42.631002	-42.375382	-42.529852	ARDL(1,2)
10	8722.724388	-42.631002	-42.375382	-42.529852	ARDL(3,0)
9	8722.724388	-42.591786	-42.257514	-42.459514	ARDL(3,1)
13	8722.724388	-42.591786	-42.257514	-42.459514	ARDL(2,2)
5	8722.724388	-42.591786	-42.257514	-42.459514	ARDL(4,0)
17	8722.724388	-42.591786	-42.257514	-42.459514	ARDL(1,3)
8	8722.724388	-42.552571	-42.139646	-42.389175	ARDL(3,2)
12	8722.724388	-42.552571	-42.139646	-42.389175	ARDL(2,3)
16	8722.724388	-42.552571	-42.139646	-42.389175	ARDL(1,4)
4	8722.724388	-42.552571	-42.139646	-42.389175	ARDL(4,1)
7	8722.724388	-42.513355	-42.021778	-42.318836	ARDL(3,3)
11	8722.724388	-42.513355	-42.021778	-42.318836	ARDL(2,4)
3	8722.724388	-42.513355	-42.021778	-42.318836	ARDL(4,2)
2	8722.724388	-42.474139	-41.903910	-42.248498	ARDL(4,3)
6	8722.724388	-42.474139	-41.903910	-42.248498	ARDL(3,4)
1	8722.724388	-42.434923	-41.786042	-42.178159	ARDL(4,4)

الملحق رقم (15): التقدير بطريقة وسط المجموعة

Dependent Variable: D(GDPG)

Method: ARDL

Date: 08/15/24 Time: 03:21

Sample: 2011Q3 2024Q1

Included observations: 408

Number of cross-sections: 8

Dependent lags: 4 (Automatic)

Automatic-lag linear regressors (4 max. lags): ISLM

Deterministics: Restricted constant and no trend (Case 2)

Model selection method: Akaike info criterion (AIC)

Number of models evaluated: 20

Selected model: PMG(4,2)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Long-run (Pooled) Coefficients				
ISLM	0.001207	0.000380	3.179857	0.0016
C	-0.663286	0.843552	-0.786301	0.4321
Short-run (Mean-Group) Coefficients				
COINTEQ	-0.548313	0.101686	-5.392237	0.0000
D(GDPG(-1))	-0.014588	0.096422	-0.151298	0.8798
D(GDPG(-2))	0.166962	0.092163	1.811599	0.0708
D(GDPG(-3))	0.239334	0.058508	4.090641	0.0001
D(ISLM)	-0.001793	0.001005	-1.784009	0.0752
D(ISLM(-1))	0.002926	0.001031	2.837865	0.0048
Log-Likelihood:	-1060.946			

الملحق رقم (16): التقدير بطريقة وسط المجموعة التجميعي

Estimation: Mean Group

Dependent Variable: D(GDPG)				
Method: ARDL				
Date: 08/15/24 Time: 03:21				
Sample: 2011Q3 2024Q1				
Included observations: 408				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Long-Run Coefficients				
ISLM	0.000818	0.000743	1.100618	0.2717
C	1.180952	2.337515	0.505217	0.6137
Short-Run Coefficients				
COINTEQ	-0.823699	0.036716	-22.43457	0.0000
D(GDPG(-1))	0.187767	0.049783	3.771718	0.0002
D(GDPG(-2))	0.328535	0.052055	6.311333	0.0000
D(GDPG(-3))	0.347512	0.032174	10.80113	0.0000
D(ISLM)	-0.002913	0.000916	-3.181185	0.0016
D(ISLM(-1))	0.001938	0.000805	2.407728	0.0165

الملحق رقم (17): اختبارات هوسمان للمفاضلة بين النماذج الديناميكية

PMG Hausman Specification Test			
Null hypothesis: Estimator is statistically similar to the PMG estimator			
Estimator	Stat.	DOF	p-Value
Mean Group	1.235761	2	0.5391

الملحق رقم (18): مقدرات الأجل القصير لطريقة وسط المجموعة التجميعي

1

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
COINTEQ	-0.721517	0.190465	-3.788183	0.0004
D(GDPG(-1))	-0.042409	0.184928	-0.229326	0.8197
D(GDPG(-2))	0.179386	0.171618	1.045264	0.3015
D(GDPG(-3))	0.290051	0.138160	2.099385	0.0414
D(ISLM)	-0.004600	0.002190	-2.100516	0.0413
D(ISLM(-1))	1.48E-05	0.002258	0.006572	0.9948

2

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
COINTEQ	-0.936231	0.183204	-5.110309	0.0000
D(GDPG(-1))	0.292915	0.151640	1.931645	0.0597
D(GDPG(-2))	0.394480	0.143787	2.743496	0.0087
D(GDPG(-3))	0.409752	0.135230	3.030038	0.0040
D(ISLM)	-0.005385	0.001766	-3.049205	0.0038
D(ISLM(-1))	-7.10E-05	0.001730	-0.041062	0.9674

3

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
COINTEQ	-0.564789	0.169201	-3.337982	0.0017
D(GDPG(-1))	0.108072	0.162443	0.665296	0.5093
D(GDPG(-2))	0.194216	0.152996	1.269416	0.2108
D(GDPG(-3))	0.084836	0.139171	0.609584	0.5452
D(ISLM)	-0.002671	0.002088	-1.279563	0.2073
D(ISLM(-1))	0.000641	0.002108	0.303897	0.7626

4

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
COINTEQ	-0.596587	0.119387	-4.997079	0.0000
D(GDPG(-1))	0.230604	0.122933	1.875851	0.0672
D(GDPG(-2))	0.536036	0.126573	4.235013	0.0001
D(GDPG(-3))	0.288629	0.140347	2.056534	0.0456
D(ISLM)	-0.001616	0.002707	-0.597022	0.5535
D(ISLM(-1))	0.002756	0.002665	1.034025	0.3066

5

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
COINTEQ	-0.255678	0.110914	-2.305194	0.0258
D(GDPG(-1))	-0.277447	0.157797	-1.758254	0.0855
D(GDPG(-2))	-0.032215	0.167602	-0.192210	0.8484
D(GDPG(-3))	0.162743	0.146976	1.107271	0.2741
D(ISLM)	-4.04E-05	0.003138	-0.012870	0.9898
D(ISLM(-1))	0.002577	0.002993	0.860853	0.3939

6

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
COINTEQ	-0.327878	0.140641	-2.331310	0.0243
D(GDPG(-1))	-0.144805	0.161648	-0.895800	0.3751
D(GDPG(-2))	-0.123689	0.153298	-0.806853	0.4240
D(GDPG(-3))	0.035857	0.136368	0.262944	0.7938
D(ISLM)	-0.002024	0.003154	-0.641711	0.5243
D(ISLM(-1))	0.008498	0.003173	2.677977	0.0103

Thesis

*An Empirical Study of the Long-Term Relationship between
Islamic Stock Market and Economic Growth - Case Study-*

Nezai Roua

ITMAM laboratory

University of Dr Taher Moulay.saida.

E-mail

rouanezai@yahoo.com

Professional email

roua.nezai@univ-saida.dz