

The Impact of Islamic Securities Issuances on Domestic Investment: A Case Study of Malaysia

*Hatem Ahmad Adela*¹ 

ABSTRACT

This study aims to analyze the impact of Islamic securities issuance on domestic investment in Malaysia during the period 2005-2019. Malaysia is considered a model, since it is the world's first country in issuing Islamic securities, the most important of which is Islamic Sukuk. This study investigates the efficiency of the Sukuk issuance market in Malaysia and its impact on the investment growth rate in the issuing economic sectors. Finally, it estimates the relationship between Islamic Sukuk issuance and domestic investment using the Cointegration Test and the Vector Error Correction Model (VECM). The results show a high performance of the Islamic Sukuk-market indicators in Malaysia, as well as a long-run equilibrium relationship between the estimated variables. In addition, Sukuk issuance has a significant positive impact on domestic investment in Malaysia.

Keywords: Islamic securities, Islamic Sukuk, Domestic investment, Gross Domestic Product (GDP), Inflation rate, Market efficiency.

1 Associate Professor of Economy, American University, UAE.
Assistant Professor of Economy, Sadat Academy for Management Sciences, Egypt.

Received on 21/3/2022 and Accepted for Publication on 13/12/2022.

أثر إصدارات الأوراق المالية الإسلامية على الاستثمار المحلي: حالة ماليزيا

حاتم أحمد عديلة¹

ملخص

تهدف هذه الدراسة إلى بحث أثر إصدارات الأوراق المالية الإسلامية، وأهمها الصكوك الإسلامية، على الاستثمار المحلي في ماليزيا كنموذج خلال الفترة 2005-2019، حيث تعد ماليزيا الدولة الأولى عالمياً في إصدارات الأوراق المالية الإسلامية، وذلك من خلال تحليل كفاءة سوق إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا، وأثرها على نمو الاستثمار المحلي في القطاعات الاقتصادية المصدرة لها. وأخيراً، تم تقدير العلاقة بين إصدارات الصكوك الإسلامية والاستثمار المحلي باستخدام Cointegration Test and Vector Error Correction Model (VECM). وتشير النتائج إلى ارتفاع مؤشرات أداء سوق الصكوك الإسلامية في ماليزيا، كما يشير التقدير إلى وجود تكامل مشترك في الأجل الطويل بين المتغيرات محل الدراسة، وأن إصدارات الصكوك الإسلامية لها تأثير معنوي موجب على الاستثمار المحلي في ماليزيا.

الكلمات الدالة: الصكوك الإسلامية، الاستثمار المحلي الإجمالي، الناتج المحلي الإجمالي، معدل التضخم، كفاءة سوق إصدار الصكوك الإسلامية.

المقدمة

الأساسي.

وقد زادت إصدارات الصكوك الإسلامية خلال العقد الأخير بشكل مضطرد، حيث زادت من 8.1 مليار دولار عام 2004 إلى 30 مليار دولار عام 2006. ورغم انخفاضها إلى 16.7 مليار دولار عام 2008 بسبب الأزمة المالية العالمية، فقد عاودت الارتفاع لتصل إلى 123.2 مليار دولار عام 2018. وقد ساهمت الأزمة في التوجه لإصدار الصكوك كبديل تمويلي منافس للأسهم والسندات، حيث يرتفع عائد وحدة المخاطرة على الصكوك في ظل انخفاض معدل المخاطر عليها. وقد حققت عوائد تراوحت بين 2.84% و 5.77% بمتوسط قدره 3.59% للإصدارات السيادية، متفوقة على عائد سندات الشركات الذي تراوح بين 2.84% و 5.69% بمتوسط قدره 3.55% خلال الفترة ذاتها (Safari et al., 2018). وقد بلغت نسبة إصدارات الصكوك السيادية متوسطاً قدره 62% من إجمالي الإصدارات خلال الفترة 2006-2018⁽¹⁾.

وتعتبر ماليزيا الدولة الأولى عالمياً في إصدار الصكوك الإسلامية، حيث بلغت نسبة إصداراتها 68.6% من إجمالي

أظهرت الأزمة المالية في عام 2008 وكذلك التباطؤ الكبير في مستوى النشاط الاقتصادي في ظل أزمة (COVID-19) أن النظام المصرفي التقليدي الحالي فيه بعض أوجه القصور في تمويل الاستثمارات، كما أن الأدوات المالية الحالية، مثل الأسهم والسندات، لا تتسم بسرعة الاستجابة لمعالجة التقلبات الاقتصادية. لذلك ظهرت الصكوك الإسلامية كأدوات مالية تمثل بديلاً أقل مخاطرة وأكثر عائداً، وتجمع بين خصائص كل من الأسهم والسندات، حيث تختلف عن السندات في أنها لا تستند إلى الجدارة الائتمانية للمصدر، حيث تمثل ملكية الأصول الحقيقية أو حق الانتفاع، كما تتميز عن الأسهم في أن لها تاريخ استحقاق بجانب كونها تستند إلى القيمة السوقية للأصل

¹ أستاذ الاقتصاد المشارك، الجامعة الأمريكية، الإمارات العربية المتحدة؛ أستاذ الاقتصاد المساعد، أكاديمية السادات للعلوم الإدارية، جمهورية مصر العربية.

تاريخ استلام البحث 2022/3/21 وتاريخ قبوله 2022/12/13.

والاستثمار المحلي باستخدام أساليب الاقتصاد القياسي الحديثة. وأخيراً إلقاء الضوء على أهمية الدراسات القياسية للعلاقة بين الصكوك الإسلامية والاستثمار المحلي التي تعد قليلة نسبياً بالمقارنة بالأثر على النمو الاقتصادي، وأداء الجهاز المصرفي، وكذلك الأثر على الأدوات التمويلية الأخرى كالأسهم والسندات. وتمثل ماليزيا نموذجاً في هذا المجال، مما يساعد كثيراً عند رسم السياسات المالية والاقتصادية، خاصة في الدول الإسلامية.

مشكلة البحث

تكمن مشكلة البحث في بيان مدى تأثير حجم إصدارات الأوراق المالية الإسلامية من خلال إصدارات الصكوك الإسلامية على الاستثمار المحلي في ماليزيا. لذلك يحاول البحث الإجابة عن الأسئلة التالية:

- 1- ما مدى كفاءة سوق إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا؟
- 2- ما أثر إصدارات الصكوك الإسلامية على الاستثمار المحلي في ماليزيا؟
- 3- في حالة وجود تأثير لإصدارات الصكوك الإسلامية على الاستثمار، ما مقدار هذا التأثير في الأجل القصير والأجل الطويل؟

منهج البحث

تعتمد هذه الدراسة على المنهج الاستقرائي وأسلوب التحليل الوصفي للمتغيرات محل الدراسة، بالإضافة إلى استخدام أسلوب التكامل المشترك Johansen Cointegration Analysis، ونموذج تصحيح الأخطاء Vector Error Correction Model (VECM) لقياس العلاقة بين المتغيرات في كل من الأجل القصير والأجل الطويل.

1- الإطار النظري ومراجعة الدراسات السابقة

ركزت معظم الدراسات الاقتصادية لإصدارات الصكوك على أثرها على النمو الاقتصادي وأداء الجهاز المصرفي، وكذلك على العلاقة بين إصدارات الصكوك وأدوات التمويل الأخرى كالأسهم والسندات، في حين أن الدراسات المتعلقة بالأثر على الاستثمار تعد قليلة نسبياً. وقد تناولت دراسة (Smaoui et al. 2021) أثر إصدارات الصكوك على استثمارات البنية الأساسية بالتطبيق على 15 اقتصاداً ناشئاً خلال الفترة 1997-2018 باستخدام

إصدارات الصكوك العالمية خلال الفترة 2006-2019، كما بلغت إصداراتها للصكوك قصيرة الأجل 89% من إجمالي قيمة إصدارات الصكوك قصيرة الأجل خلال الفترة 2004-2019. لذلك بلغت نسبة التعاملات بالرنجت الماليزي 71% من الصكوك المصدرة في ماليزيا، يليه الدولار بنسبة 16%، ثم الدرهم الإماراتي بنسبة 1.9% خلال الفترة 2006-2019. حسب Emerging Markets Research, Data and News (EMIS)، وذلك نتيجة لنجاح النظام المالي الماليزي في إدارة إصدارات الصكوك لتمويل الاستثمارات العامة والخاصة من خلالها، بالإضافة إلى ارتفاع معدل نمو الاقتصاد الماليزي الذي حقق متوسطاً قدره 4.2% خلال الفترة 2006-2019 (Department of Statistics-Malaysia, 2020).

تعتمد ماليزيا التصنيف الائتماني العالمي لتحديد القيمة العادلة للصكوك، كما تتميز بوجود سوق ثانوي للصكوك يساهم بشكل كبير في زيادة الإصدارات الأولية للصكوك وتحديد القيمة السوقية للصكوك المصدرة، بالإضافة إلى وجود بيئة تشريعية ومالية مواتية لإصدارات الصكوك، لذلك ساهمت الصكوك الإسلامية في زيادة العمق المالي لسوق رأس المال في ماليزيا وتوفير التمويل اللازم لمؤسسات القطاعين الخاص والعام لزيادة الاستثمار في القطاعات المختلفة ودعم البنية الأساسية.

لذلك فإن إصدارات الصكوك الإسلامية يمكن أن تساهم بشكل كبير في زيادة الاستثمار والنمو الاقتصادي في البلدان الإسلامية، والاستفادة من التجربة الماليزية في إصدار الصكوك، وذلك لتوفير التمويل اللازم للقطاعات الاقتصادية المختلفة، كما تعد بديلاً استثمارياً للمستثمرين والصناديق السيادية، حيث يرتفع عائدها عن سندات الخزنة الأمريكية التي تحقق عوائد تتراوح بين 2.5% و3% لاستحقاق 10 سنوات، بينما حققت إصدارات الصكوك في ماليزيا متوسطاً قدره 5.9% خلال الفترة 2004-2019 (International Islamic Financial Market, 2020).

أهمية البحث

تكمن أهمية هذه الدراسة في تحليل كفاءة أداء سوق الأوراق المالية الإسلامية ممثلة في الصكوك الإسلامية في ماليزيا، وأثرها على الاستثمار المحلي خلال الفترة 2006-2019، إضافة إلى التقدير طويل الأجل للعلاقة بين إصدارات الصكوك الإسلامية

وبحثت دراسة (Lelhem and Mekidiche (2022) أثر إصدارات الصكوك على النمو الاقتصادي في دول جنوب شرق آسيا خلال الفترة 2013-2019 باستخدام Panel Quantile Regression with Markov Chain Monte Carlo Optimization As an Optimal Non-parametric Approach، وتوصلت إلى أن إصدارات الصكوك تؤدي إلى زيادة النمو الاقتصادي في دول جنوب شرق آسيا، وأن لها مساهمة كبيرة نسبياً في تحقيق النمو في هذه الدول. كما تناولت دراسة (Yildirm et al. (2020) العلاقة بين إصدارات الصكوك والنمو الاقتصادي في تسع دول لديها أنظمة للتمويل الإسلامي خلال الفترة 2014-2017، باستخدام Pasaran CADF Panel Test، وتوصلت إلى وجود علاقة تكامل مشترك في الأجل الطويل بين تطور سوق إصدار الصكوك والنمو الاقتصادي وعدم معنوية العلاقة في الأجل القصير، كما أن إصدارات الصكوك ذات أثر معنوي موجب على النمو الاقتصادي. وتناولت دراسة (Malikov (2017) أثر إصدارات الصكوك السيادية على قطاعات البنية الأساسية والنمو الاقتصادي في كل من ماليزيا والمملكة العربية السعودية بالمقارنة بين فترة خمس سنوات قبل وبعد إصدار الصكوك، وذلك باستخدام Paired- Samples t-test، وتوصلت إلى أن إصدارات الصكوك لها تأثير معنوي موجب على الاستثمارات في البنية الأساسية ويختلف تأثيرها من قطاع إلى آخر. كذلك بحثت دراسة (Muharam (2019) العلاقة بين إصدارات الصكوك والنمو الاقتصادي في كل من ماليزيا وإندونيسيا خلال الفترة من فبراير 2008 حتى ديسمبر 2017، باستخدام Vector Error Correction Model (VECM)، كما بحثت علاقة السببية بين المتغيرات باستخدام Granger Causality Test، وتوصلت إلى وجود علاقة توازنية في الأجل الطويل بين إصدارات الصكوك والنمو الاقتصادي، وأن علاقة السببية ثنائية الاتجاه بين إصدارات الصكوك والنمو الاقتصادي في ماليزيا، بينما العلاقة أحادية الاتجاه من إصدارات الصكوك في اتجاه النمو الاقتصادي في حالة إندونيسيا. كما بحثت دراسة (Ledhem (2018) أثر إصدارات الصكوك على النمو الاقتصادي في جنوب شرق آسيا خلال الفترة 2013-2019، وذلك باستخدام Dynamic Panel One- step System Generalized Method of Moments (GMM)، وتوصلت إلى أن إصدارات الصكوك ذات أثر معنوي

Generalized Least Squares (GLS) in a Panel Model، وتوصلت إلى أن إصدارات الصكوك لها تأثير معنوي موجب على زيادة استثمارات البنية الأساسية بدرجة أكبر بالمقارنة بالنظام البنكي أو سوق الأسهم. كذلك بحثت دراسة (Borhan and Ahmed (2018) محدّدات إصدارات صكوك الشركات في ماليزيا وجودتها الائتمانية خلال الفترة 2006-2015 من خلال إصدارات 43 شركة، وذلك باستخدام Muti-nomial Logistic Regression، وتوصلت إلى أن صكوك الإجارة والمشاركة والمراحة هي أكثر إصدارات الصكوك تصنيفاً وفقاً للجودة الائتمانية وتمويل الشركات. وبحث (Tan and Shafi (2020) أثر سوق رأس المال على النمو الاقتصادي من خلال دور الصكوك في ماليزيا خلال الفترة 1998-2018، وذلك باستخدام Non-linear Auto-regressive Lag (NARDL)، وتوصلت دراستهما إلى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين إصدارات الصكوك والنمو الاقتصادي، وأن إصدارات الصكوك لها أثر معنوي موجب على النمو الاقتصادي في ماليزيا. كذلك بحث (Samites et al. (2021) العلاقة بين إصدارات الصكوك والسندات والأثر على تخصيص الأمثل للأصول من قبل المستثمرين خلال الفترة من يناير 2020 حتى أبريل 2020، وذلك باستخدام Time-varying Parameter Vector Auto-regressive Model (TVP-VAR)، وتوصلت الدراسة إلى أنه يوجد ارتباط بين إصدارات الصكوك والسندات، وأن تخصيص الأصول الأمثل من قبل المستثمرين يتأثر بالعلاقة بينهما. وتناولت دراسة (Asl and Rashidi (2021) العلاقة بين إصدارات الصكوك ومؤشر سوق الأسهم وأيهما أكثر فاعلية كأداة للتحوط وكذلك الأثر على أداء الشركات، بالتطبيق على مدن الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (MENA region)، وذلك باستخدام Multi-variate Generalized Auto-regressive Conditional Heteroskedasticity (MGARCH)، وتوصلت إلى أنه لا توجد علاقة غير متماثلة بين تغير إصدارات الصكوك وتغير كل من أسعار الأسهم وأسعار السندات في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا. وتناول (Duqi and Al-Tamimi (2019) العلاقة بين الاستثمارات في الصكوك وأداء الأسهم من وجهة نظر المستثمرين في الإمارات، وذلك من خلال أسلوب الاستقصاء، وتوصلت إلى أن خصائص الصكوك هي الأكثر تأثيراً من إصدارات الأسهم على المستثمرين في الإمارات.

موجب على النمو الاقتصادي في دول جنوب شرق آسيا. وتناولت دراسة (Nawaz et al. (2019) العلاقة بين إصدارات الصكوك والنمو الاقتصادي في باكستان خلال الفترة 2005-2013 باستخدام Vector Error Correction Model (VECM) وكذلك قياس علاقة السببية بين المتغيرات باستخدام Granger Causality Test، وتوصلت إلى وجود أثر معنوي موجب لإصدارات الصكوك على النمو الاقتصادي في باكستان، ووجود علاقة سببية أحادية الاتجاه من الصكوك في اتجاه الناتج المحلي الإجمالي. وبحث دراسة (Suriani et al. (2019) دور إصدارات الصكوك في السياسة النقدية في إندونيسيا خلال الفترة من يناير 2003 حتى نوفمبر 2017 باستخدام Multi-variate Vector Error Correction Model، وتوصلت إلى وجود علاقة ثنائية الاتجاه بين إصدارات الصكوك والنمو الاقتصادي.

يتضح مما سبق تركيز أغلب الدراسات لأثر إصدارات الصكوك على النمو الاقتصادي ومؤشرات أدوات التمويل الأخرى كالأسهم والسندات، وقلة الدراسات المتعلقة بالأثر على الاستثمار، وهو ما يتميز به هذا البحث لدراسة أثر إصدارات الصكوك على الاستثمار المحلي في كل من الأجل القصير والأجل الطويل وكذلك أثرها على الاستثمار في القطاعات الرئيسية في الاقتصاد الماليزي كنموذج يمكن الاستدلال به واحتدائه عند صياغة دور الأدوات المالية الإسلامية في السياسة النقدية وأثرها على الاستثمار المحلي، خاصة في الدول الإسلامية.

ولقياس مدى كفاءة أداء سوق إصدار الصكوك الإسلامية، يمكن الاستناد إلى مؤشر الأهمية النسبية لإصدارات الصكوك الإسلامية إلى كل من الناتج المحلي الإجمالي، والاستثمار الثابت الإجمالي، والودائع غير الجارية لدى الجهاز المصرفي. وتشير البيانات إلى أن مؤشرات الأداء لسوق إصدار الصكوك في ماليزيا حققت مستوى مرتفعاً نسبياً خلال الفترة 2006-2019، حيث بلغ متوسط نسبة إصدارات الصكوك لكل من الناتج المحلي الإجمالي، والاستثمار الثابت الإجمالي، والودائع غير الجارية لدى الجهاز المصرفي 17.8%، 68.3%، 21.7% على التوالي. ويرجع ذلك إلى ما يلي:

- استحوذت ماليزيا على الجزء الأكبر من إصدارات الصكوك العالمية، حيث بلغت إصداراتها متوسطاً قدره 63.3% من

إجمالي إصدارات الصكوك العالمية خلال الفترة 2006-2019، وذلك حسب (RAM Rating, Sukuk Focus, Various Issues, 2019)، وذلك نتيجة لاعتماد التصنيف الائتماني الدولي عند إصدار الصكوك، وتوافر البيئة التشريعية والتسهيلات الضريبية لتحفيز إصدارات الصكوك، حيث تقتطع تكاليف الإصدار من الضرائب، كما تعفى عوائد الصكوك من الضرائب، بالإضافة إلى ارتفاع عوائد الصكوك وانخفاض معدل المخاطر بالمقارنة بالسندات. لذلك زادت نسبة إصدارات الصكوك إلى السندات في ماليزيا من 116.9% في عام 2006 إلى 236.3% في عام 2019. (International Islamic Financial Market, 2020).

- اعتمدت ماليزيا على إصدارات الصكوك بدرجة كبيرة في تمويل البنية الأساسية والمرافق، حيث شكلت إصدارات الصكوك السيادية وشبه السيادية نسبة 60.1% من إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية خلال الفترة 2006-2019 (International Islamic Financial Market, 2020)، لذلك فقد بلغ متوسط معدل نمو إصدارات الصكوك في ماليزيا 59.6% خلال تلك الفترة.

- وجود سوق ثانوية نشطة للصكوك في ماليزيا، بلغت قيمة الصكوك الإسلامية المتداولة فيها 514.4 مليار دولار في عام 2018، مما يساهم في توفير السيولة للصكوك المصدرة وزيادة الطلب عليها، وكذلك تسعير الصكوك الجديدة، وتشجيع الشركات على إصدار الصكوك (Islamic Financial Market, 2020).

- يعتبر إصدار الصكوك أكثر جاذبية للشركات في ماليزيا من إصدار الأسهم وفقاً لنظرية هيكل التمويل الأمثل، حيث تنخفض التكلفة الحقيقية لرأس المال في شكل صكوك نتيجة لانخفاض الضرائب المدفوعة بسبب خصم تكلفة إصدار الصكوك، لذلك انخفض معدل نمو القروض الممنوحة من الجهاز المصرفي من 13.2% عام 2011 إلى 11% عام 2019 نتيجة لتزايد إصدار الصكوك، واتجه الانخفاض بنسبة أكبر إلى قطاع الأعمال، حيث انخفض إلى 6.1% في عام 2019، بينما بلغ 11.2% للقطاع العائلي في العام ذاته (Bank Negara Malaysia, 2020).

- تتميز ماليزيا بوجود بيئة مالية ملائمة لإصدارات الصكوك

ويتميز سوق إصدار الصكوك في ماليزيا بكفاءة التشغيل، حيث يعتمد التصنيف الائتماني الدولي للشركات المصدرة، مما يقلل من مخاطر الإصدارات، ويؤدي إلى انخفاض معدل العائد المطلوب من المستثمرين. وقد بينت الأزمات المالية المعاصرة ضرورة الاهتمام بحوكمة الشركات في جميع أنحاء العالم (Amawi and Abu Nassar, 2021). لذلك فإن وجود سوق ثانوية للصكوك في ماليزيا، وارتفاع مؤشر الطاقة الاستيعابية لسوق الإصدار، وزيادة العائد على الصكوك بالنسبة للسندات، تؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للصكوك، وتحول الشركات العائلية إلى شركات مساهمة، وتزيد الإنفاق على المسؤولية الاجتماعية للصكوك في السوق الثانوية في ماليزيا بنسبة 15 % في عام 2019 (Bank Negara Malaysia, Monthly Highlights 2019 Statistics, 2020).

لذلك فإن سوق الصكوك في ماليزيا تعد وفقاً لنظرية (Q) أحد العوامل المؤثرة على الاستثمار، حيث ترغب الشركات في زيادة الاستثمار عن طريق إصدار الصكوك عندما تزيد أسعار الصكوك عن التكلفة الحدية لإحلال رأس المال (Dornbusch, and Fisher, 1994).

وقد استحوذ قطاع البنية الأساسية والمرافق على الجزء الأكبر من إصدارات الصكوك الإسلامية في ماليزيا، حيث بلغ 37% من إجمالي الإصدارات في عام 2019، يليه قطاع الخدمات المالية بنسبة 19%، ثم القطاع العقاري بنسبة 11%. وصاحب ذلك ارتفاع معدل نمو القطاعات الثلاثة بنسب 6.4%، 11.3%، 6.5% على التوالي في العام ذاته (Department of Statistic-Malaysia, 2020).

3- توصيف البيانات والمنهجية والنموذج القياسي

استخدم البحث بيانات سلاسل ربع سنوية خلال الفترة 2015-2019، حيث تتوفر البيانات ربع السنوية لكل من الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة (GDP)، والاستثمار المحلي (INVF) من خلال قسم الإحصاء الرسمي الماليزي (Department of Statistics-Malaysia)، كما تم الحصول على بيانات الرقم القياسي لأسعار المستهلكين (INFL) من خلال مصرف ماليزيا المركزي Bank Negara Malaysia، وتم الحصول على بيانات

قصيرة الأجل، حيث استحوذت على نسبة 89% من إجمالي الإصدارات قصيرة الأجل خلال الفترة 2016-2019 (International Islamic Financial Market, 2020)، ومثلت العملة الماليزية نسبة 68.6% من إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية عام 2019 في ظل معدل نمو مرتفع نسبياً بلغ متوسطاً قدره 4.2% خلال الفترة 2006-2019 بناءً على بيانات (Department of Statistics-Malaysia, 2020).

2- العلاقة بين إصدارات الصكوك واستثمارات القطاعات الاقتصادية في ماليزيا خلال الفترة 2006-2019

تعد إصدارات الصكوك وفقاً لنظرية الاستثمار أحد العوامل المهمة المؤثرة على الاستثمار، وذلك من خلال:

1- التأثير على حجم المدخرات: وذلك عن طريق رفع معدل الادخار، نتيجة لتوفير العديد من الخيارات لوحدة الفائض المالي لحيازة أصول مالية أكبر وتنويع حافظة الأصول المالية من خلال الصكوك التي تتنوع في 14 نوعاً مختلفاً، كما يرتفع عائدها نسبياً عن عائد السندات، وتعد أكثر جاذبية من الأسهم من ناحية المخاطر.

2- التأثير على حجم الاستثمارات: وذلك من خلال توفير بدائل مختلفة لتمويل الزيادة في أصول الشركات وزيادة الاستثمارات باستخدام الصكوك، وخاصة إذا تعذر على الشركة إصدار الأسهم أو السندات وفقاً للمفاضلة بين العائد والمخاطرة. وفي وجود سوق ثانوية للصكوك، فإنها تشجع رأس المال الخاص على الاستثمار في الصكوك، حيث تسمح لوحدة الفائض المالي باختيار وقت الاستحقاق الذي يعظم العائد المطلوب، وكذلك اختيار فترة الاحتفاظ التي تكفي لتحقيق رغباتها الاقتصادية (Benncivenga et al., 1995).

3- كفاءة تخصيص الموارد المالية: حيث يمكن إصدار الصكوك من قبل كل المؤسسات سواء السيادية أو شبه السيادية أو الشركات، في حين يتاح إصدار الأسهم للشركات المساهمة فقط. لذلك فإن الصكوك تسهم في توفير التمويل اللازم لجميع القطاعات الإنتاجية والخدمية داخل الدولة، وكذلك رفع كفاءة تخصيصه من خلال العلاقة الطردية بين العائد والاستثمار، حيث تسعى المؤسسات لتحقيق عوائد تفوق معدلات العوائد المطلوبة على الصكوك.

2-3: اختبار جذر الوحدة Unit Root Test

تم استخدام اختبار ديكي- فولر الموسع Augmented Dickey-Fuller، حيث يعد أفضل أساليب اختبار جذر الوحدة. ويطبق اختبار جذر الوحدة على السلاسل الزمنية للمتغيرات وفقاً للصيغ التالية:

$$\Delta \text{INVF}_t = \alpha + \beta \text{INVF}_{t-1} + \sum_{r=1}^p \Delta \text{INVF}_{t-r} + U_t$$

$$\Delta \text{GDPC}_t = \alpha + \beta \text{GDPC}_{t-1} + \sum_{j=1}^L \Delta \text{GDPC}_{t-j} + U_t$$

$$\Delta \text{INFL}_t = \alpha + \beta \text{INFL}_{t-1} + \sum_{i=1}^k \Delta \text{INFL}_{t-i} + U_t$$

$$\Delta \text{ISSU}_t = \alpha + \beta \text{ISSU}_{t-1} + \sum_{e=1}^m \Delta \text{ISSU}_{t-e} + U_t$$

حيث:

$$H_0: \beta = 0$$

$$H_1: \beta < 0$$

إصدارات الصكوك (ISSU) من خلال (EMIS) Emerging Markets Research, Data and News.

وتأخذ دالة الاستثمار المحلي الصيغة الخطية التالية:

$$\text{INVF}_t = a + B_1 \text{GDPC}_t + B_2 \text{ISSU}_t + B_3 \text{INFL}_t$$

ويتضمن تقدير المعلمات الخطوات التالية:

1-3: رسم المتغيرات

يتضح أن المتغيرات لها اتجاه عام متزايد خلال أغلب سنوات البحث، أي أن السلاسل الزمنية ثابتة الاختلاف (DF) Difference Stationary، ويمكن أخذ الفروق وإجراء اختبارات التكامل المشترك.

الجدول (1)
نتائج اختبار جذر الوحدة

Series	(ADF) Test Statistics of Unit Root							
	Lags	Levels		ADF	Lags	1 st Difference		ADF
		Mac.val				Mac.val		
		1%	5%			1%	5%	
GDPC	3	-0-3.548	-2.912	0.4077	3	-3.552	-2.914	-7.143
INVF	3	-3.546	-2.911	-.870	3	-3.550	-2.911	-7.032
ISSU	3	-3.548	-2.912	1.911-	3	-3.555	-2.915	-6.989
INFL	3	-3.552	-2.911	-1.683	3	-3.550	-2.913	-9.507

- المعادلات المستخدمة باستخدام مقطع.

- فترات الإبطاء محددة طبقاً لتخفيض درجة الارتباط التسلسلي للأخطاء إلى أقل قدر ممكن.

- قيم (ADF) هي قيم T-statistic المقابلة للمعلمة B، حيث $(B \beta = 1)$ ، وتتم مقارنتها بقيم T-critical من جداول MacKinnon الموسعة Mac.val.

3-3: تحليل التكامل المشترك

تم استخدام أسلوب Johansen Cointegration Test لاختبار التكامل المشترك لمعرفة مدى وجود علاقة طويلة الأجل بين متغيرات البحث متكاملة من الدرجة (1) بناءً على اختبار Augmented Dickey-Fuller لجذر الوحدة. وتتم مقارنة القيم المحسوبة للجذور المميزة (λ) بالقيم الجدولية من خلال اختباري λ_{trace} ، λ_{max} الإحصائيين للجذور،

ويتضح من الجدول أن:

$$|t_{\text{tab}}| < |t_{\text{cal}}|$$

لذلك يتم رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل بأن المتغيرات متكاملة من الدرجة الأولى (1)، أي أن الفروق الأولى ساكنة، حيث يتم قبول الفرض البديل بمستوى معنوية 1%.

حيث:

بين القيم من فترة زمنية لأخرى.

وتكون صيغة نموذج تصحيح الخطأ كما يلي:

$$\Delta \text{INVF}_t = a + B_1 \Delta \text{GDPC}_t + B_2 \Delta \text{ISSU}_t + B_3 \Delta \text{INFL}_t + B_4 \Delta U_{t-1} + E_t$$

حيث: Δ تشير إلى الفرق الأول.

U_{t-1} : قيمة الإبطاء للفترة الواحدة للخطأ من انحدار التكامل المشترك.

تأخذ العلاقة التوازنية لدالة الاستثمار المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة باستخدام فترة إبطاء واحدة الشكل التالي:

$$\text{INVF}_t = -88.19184 + 0.09 \text{GDPC}_t + 1.86 \text{ISSU}_t - 0.76 \text{INFL}_t$$

(-1.969) (-5.983) (-2.157)

ويتضح من المعادلة ما يلي:

- 1- أن العلاقة متفقة مع فروض النظرية الاقتصادية، حيث توجد علاقة طردية بين الاستثمار المحلي (INVF) وكل من الناتج المحلي الإجمالي (GDPC)، وإصدارات الصكوك (ISSU).
- 2- أن الناتج المحلي الإجمالي (GDPC) معنوي عند مستوى 5%، كما أن معدل التضخم (INFL) وإصدارات الصكوك (ISSU) معنوية عند مستوى 1%.

- 3- أن زيادة الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 1% تؤدي إلى زيادة الاستثمار المحلي بنسبة 0.09%، وذلك بعد فترة إبطاء واحدة.

- 4- أن ارتفاع معدل التضخم (INFL) بنسبة 1% يؤدي إلى انخفاض الاستثمار المحلي بنسبة 0.7%، حيث يؤدي ارتفاع معدل التضخم إلى زيادة تكاليف الإنتاج والأجور في الأجل الطويل وإلى تأثير سلبي على توقعات المستثمرين تجاه الاستثمار في المستقبل.

- 5- أن ارتفاع معدل إصدارات الصكوك بنسبة 1% يؤدي إلى زيادة الاستثمار المحلي بنسبة 1.8% نتيجة للأثر المباشر لإصدارات الصكوك على الاستثمار في كل من الأجل القصير والأجل الطويل.

ويشير متجه تصحيح الأخطاء Error Correction Vector إلى العلاقة التالية:

$$D(\text{INVF}) = 0.10 \Delta \text{INVF} - 0.05 \Delta \text{GDPC}_{t-1} - 0.48 \Delta \text{ISSU}_{t-1} + 0.39 \text{INFL}_{t-1} + 1.182471$$

 $\lambda_{\text{Trace test}}$: $H_0: r = 0$ $H_1: r = 1, 2, 3$ $\lambda_{\text{Max test}}$: $H_0: r = 0$ $H_1: r = 1$

وتظهر نتائج اختبار Hohanen للتكامل المشترك كما يلي:

الجدول (2)

نتائج اختبار Johansen للتكامل المشترك

معادلات التكامل المشترك المفترضة				Test Statistics
$r \leq 3$	$r \leq 2$	$r \leq 1$	$r \leq 0$	
0.003	0.057	0.234	0.401	Eigen value (λ)
0.21	3.59	1879	48.03	trace(cal) λ
3.84	15.49	29.79	47.85	5% (tab)
0.21	3.38	15.19	29.24	max(cal) λ
3.84	14.26	21.13	27.58	5% (tab)

- يتم اختبار وجود الميل الخطي المحدد للسلاسل الزمنية للمتغيرات محل الدراسة، وهي INFL، GDPC، INVF، ISSU، وذلك في وجود فترة إبطاء، وأن المتغيرات متكاملة من الدرجة الأولى ومحددة طبقاً لمعيار Akaike Information Criterion (AIC).

يشير كل من اختبار λ_{trace} واختبار λ_{max} إلى وجود معادلة واحدة متكاملة على نحو مشترك عند مستوى معنوية 5%.

حيث: $\lambda_{\text{trace}}(\text{cal}) < \lambda_{\text{trace}}(\text{tab})$.

3-4: تقدير معلمات نموذج تصحيح الخطأ

تتضمن صيغة نموذج تصحيح الخطأ العلاقة طويلة الأجل باحتوائها على متغيرات ذات فجوة زمنية، بالإضافة إلى العلاقة قصيرة الأجل بإدراج فروق السلاسل الزمنية التي تعبر عن التغير

الجدول (3)

نتائج متجه تصحيح الأخطاء

المتغير	معامل سرعة التعديل	T-statistic
INVF _{t-1}	0.10	0.81
GDPC _{t-1}	-0.046	-0.086
ISSU _{t-1}	<u>-0.41</u>	<u>-3.69</u>
INFL _{t-1}	0.39	1.72
C	1.182471	1.905
Coint Eq1	-0.341193	-4.430
R ²	0.304	
Adj. R ²	0.24	
F-Statistic	4.462	
A Kaiké	5.836	

يتضح من نموذج تصحيح الأخطاء (ECM) أن الانحراف بين المتغيرات عن الاتجاه العام في الأجل الطويل يتم تصحيحه في كل فترة زمنية من خلال العلاقة قصيرة الأجل، وأن المتغير المسؤول عن تصحيح الانحراف بين المتغيرات في الأجل الطويل هو (ISSU)، وذلك بنسبة 41% خلال الفترة الأولى.

النتائج

- تناول البحث أثر إصدارات الأوراق المالية الإسلامية من خلال إصدارات الصكوك الإسلامية على الاستثمار المحلي في ماليزيا كنموذج يمكن الاسترشاد به عند صياغة قرارات السياسة النقدية التي تتعلق بأدوات التمويل، حيث تحتل ماليزيا المرتبة الأولى عالمياً في إصدارات الصكوك، وذلك خلال الفترة 2005-2019، باستخدام Vector Error Correction Model (VECM) لتقدير العلاقة في كل من الأجل القصير والأجل الطويل، بما يساهم في التنبؤ، في حين تركز أغلب الدراسات الاقتصادية لإصدارات الصكوك على أثرها على النمو الاقتصادي، وأداء الجهاز المصرفي، وعلى الأدوات المالية الأخرى مثل الأسهم والسندات، مثل دراسات Tan and Yildirm (2020)، Shafi (2020)، Lehem and Mekidiche (2022)، et al. (2020)، Muharam (2019)، Nawaz et al. (2019).

Samites et al. (2021). لذلك يساهم هذا البحث في توفير رؤية لصانعي السياسة النقدية، وخاصة في الدول الإسلامية، لإدراج الصكوك ضمن أدوات التمويل بجانب الأسهم وكبديل عن السندات في التأثير على الاستثمار المحلي.

- استحوذ قطاع البنية الأساسية والمرافق على الجزء الأكبر من إصدارات الصكوك الإسلامية في ماليزيا، حيث بلغ 37% من إجمالي الإصدارات في عام 2019، يليه قطاع الخدمات المالية بنسبة 19%، ثم القطاع العقاري بنسبة 11%. وصاحب ذلك ارتفاع معدل نمو القطاعات الثلاثة بنسب 6.4%، 11.3%، 6.5% على التوالي في العام ذاته. وهو ما يتفق مع دراسة Smaoui et al. (2021) التي توصلت إلى وجود أثر معنوي موجب لإصدارات الصكوك على استثمارات البنية الأساسية بدرجة أكبر بالمقارنة بالنظام البنكي أو سوق الأسهم، وكذلك دراسة Malikov (2017) التي توصلت إلى أن إصدارات الصكوك لها تأثير معنوي موجب على الاستثمارات في البنية الأساسية وأن تأثيرها يختلف من قطاع إلى آخر.

- يشير تحليل مؤشرات الأداء لسوق إصدار الصكوك في ماليزيا إلى مستوى مرتفع نسبياً، حيث بلغت نسبة إصدارات الصكوك الإسلامية إلى كل من الناتج المحلي الإجمالي، والاستثمار المحلي، والودائع غير الجارية متوسطاً قدره 17.8%، 68.3%، 21.7% على التوالي خلال الفترة 2006-2019. وذلك نتيجة لاعتماد التصنيف الائتماني الدولي عند إصدار الصكوك، وتوافر البيئة التشريعية والتسهيلات الضريبية لتحفيز إصدارات الصكوك، سواء إصدارات الأجل الطويل أو إصدارات الأجل القصير، بالإضافة إلى ارتفاع عوائد الصكوك بنسبة أكبر من عوائد سندات الشركات، ووجود سوق ثانوية نشطة للصكوك. مما يشير إلى أن إصدارات الصكوك يمكن أن تمثل بديلاً أكثر عائداً وأقل مخاطرة بالمقارنة بالسندات، وذلك إذا توافرت البيئة التنظيمية المؤاتية.

- يبين اختبار "Johansen Cointegration Test" للعلاقة بين الاستثمار المحلي، وإصدارات الصكوك، والناتج المحلي الإجمالي، ومعدل التضخم وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات عند مستوى معنوية 5%، وأن المتغير المسؤول عن تصحيح الانحراف عن العلاقة التوازنية في الأجل الطويل هو إصدارات الصكوك من خلال العلاقة قصيرة الأجل،

بمعامل سرعة تصحيح مقداره 41%. وهذا يعني أن إصدارات الصكوك قد يكون لها تأثير أيضاً على كل من الناتج المحلي الإجمالي ومعدل التضخم بجانب الاستثمار المحلي. لذلك توصي الدراسة بضرورة عمل المزيد من الدراسات لبحث العلاقة بين إصدارات الصكوك وكل من الناتج المحلي الإجمالي ومعدل التضخم.

- يشير اختبار "Vector Error Correction Model (VECM)" إلى أن إصدارات الصكوك لها أثر معنوي موجب في التأثير على الاستثمار المحلي عند مستوى معنوية 1%. كما تؤدي زيادة معدل إصدارات الصكوك بنسبة 1% إلى زيادة الاستثمار المحلي بنسبة 1.86%، وذلك نتيجة لتوافر البيئة التشريعية والتسهيلات الضريبية لتحفيز إصدارات الصكوك في ماليزيا، ووجود سوق ثانوية نشطة للصكوك، وكذلك توافر بيئة مالية ملائمة لإصدارات الصكوك قصيرة الأجل،

الهوامش

(1) تم حساب البيانات السابقة من خلال:

- Emerging Markets Research, Data and News (EMIS), (<https://www.emis.com>); Retrieved on December 14, 2019.

المراجع

- Al Nashef, Mohammad I., & Saaydah, M.I. 2021. Ownership Structure and Corporate Social Responsibility Disclosure: An Empirical Study on Jordanian Listed Companies. *Jordan Journal of Business Administration*, 17 (4): 567-585. <https://journals.ju.edu.jo/JJBA/article/view/104082/12337>
- Amawi, D.A., & Abu Nassar, M. 2021. The Impact of Corporate Governance and Earnings Management on Stock Liquidity: Empirical Study of Jordanian Industrial Firms. *Jordan Journal of Business Administration*, 17 (4): 531-553. <https://journals.ju.edu.jo/JJBA/article/view/103791>
- Asl, M.G., & Rashidi, M.M. 2021. Dynamic Diversification Benefits of Sukuk and Conventional Bonds for the Financial Performance of MENA Region Companies: Empirical Evidence from COVID-19 Pandemic Period. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 12 (7): 979-999. <https://doi.org/10.1108/JIABR-09-2020-0306>
- Bank Negara Malaysia. 2020. *Monthly Highlights Statistics*. <https://www.bnm.gov.my/-/monthly-highlights-and-statistics-in-january-2022>
- Bank Negara Malaysia. 2020. *Monetary and Financial Development*. <https://www.bnm.gov.my/search#gsc.tab=0&gsc.q=Monetary%20and%20financial%20development&gsc.sort=>
- Bennicvenga, V., Bruce D.S., & Ross M.S. 1996. Equity Markets, Transactions, Costs and Capital Accumulation: An Illustration. *The World Bank Economic Review*, 10

- (2): 243. <https://www.jstor.org/stable/3990062?seq=1>
- Borhan, N.A., & Ahmad, N. 2018. Identifying the Determinants of Malaysian Corporate Sukuk Rating. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 11 (3): 432-448. <https://doi.org/10.1108/IMEFM-02-2017-0045>
- Department of Statistics-Malaysia, Official Portal, *Annual Gross Product*. <https://www.dosm.gov.my/v1/>
- Dornbusch, R., & Fisher, S. 1994. *Macroeconomics*. New York: McGraw-Hill, 329.
- Duqi, A., & Al-Tamimi, H. 2019. Factors Affecting Investors' Decision Regarding Investment in Islamic Sukuk. *Qualitative Research in Financial Markets*, 11 (2): 60-72. <https://doi.org/10.1108/QRFM-01-2018-0009>
- Euromoney Institutional Investor Company (EMIS), Islamic Finance Information Service (IFIS). *Database*. <https://www.emis.com>
- International Islamic Financial Market. *Sukuk Report*. 8th Edition, 45. <http://www.iifm.net/>
- Ledhem, M.A. 2018. Does Sukuk Financing Boost Economic Growth? Empirical Evidence from Southeast Asia. *PSU Research Review*, 4 (3): 209. <https://doi.org/10.1108/PRR-09-2020-0028/full/html>
- Ledhem, M.A., & Mekidiche, M. 2022. Islamic Securities (Ṣukūk) and Economic Growth: New Empirical Investigation from Southeast Asia Using Non-parametric Analysis of MCMC Panel Quantile Regression. *Islamic Economic Studies*, 29 (2): 119-138. <https://doi.org/10.1108/IES-06-2021-0020>
- Malikov, A. 2017. How is the Sovereign Sukuk Impact on the Economic Growth of Developing Countries? An Analysis of the Infrastructure Sector. In: Efendić, V., Hadžić, F., & Izhar, H. (Eds.). *Critical Issues and Challenges in Islamic Economics and Finance Development*. Palgrave Macmillan. https://doi.org/10.1007/978-3-319-45029-2_1
- Muharam, H., Anwer, R.J., & Robiyanto, R. 2019. Islamic Stock Market and Sukuk Market Development: Economic Growth and Trade Openness (The Cases of Indonesia and Malaysia). *Verslas Teorija Ir Praktika*, 20 (2): 196-207.
- Nawaz, H., Abrar, M., Salman, A., & Bukhari, S.M.H. 2019. Beyond Finance: Impact of Islamic Finance on Economic Growth in Pakistan. *Economic Journal of Emerging Markets*, 11 (1): 8-18. <https://doi.org/10.20885/ejem.vol11.iss1.art2>
- RAM Rating: Sukuk Focus. *Various Issues*, Kuala Lumpur: RAM Holdings. <https://www.ram.com.my/islamic-finance/>
- Safari, M., Ariff, M., & Shamsher M. 2013. Do Debt Markets Price Sukuk and Conventional Bonds Differently?. *JKAU: Journal of Islamic Economics*, 26 (2): 113-149. <https://ideas.repec.org/a/abd/kaueia/v26y2013i2no4p113-149.html>
- Samitas, A., Papathanasiou, S., & Koutsokostas, D. 2021. The Connectedness between Sukuk and Conventional Bond Markets and the Implications for Investors. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, (14) 5: 928-949. <https://doi.org/10.1108/IMEFM-04-2020-0161>
- Smaoui, H., Mimouni, K., & Temimi, A. 2020. The Impact of Sukuk on the Insolvency Risk of Conventional and Islamic Banks. *Applied Economics*, 52 (8): 806-824. <https://doi.org/10.1080/00036846.2019.1646406>
- Suriani, S., Abd Majid, M.S., Masbar, R., Wahid, N.A., & Ismail, A.G. 2021. Sukuk and Monetary Policy Transmission in Indonesia: The Role of Asset Price and Exchange Rate Channels. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 12 (7): 1015-1035. <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/JIABR-09-2019-0177/full/html>
- Tan, Y.L., & Shafi, M.R. 2021. Capital Market and Economic Growth in Malaysia: The Role of Ṣukūk and Other Sub-components. *ISRA International Journal of Islamic Finance*, 13 (1): 102-117. <https://doi.org/10.1108/IJIF-04-2019-0066>
- The World Bank. 1995. *Policy Research Working Paper*. No.1456: 12.
- Yıldırım, S., Yıldırım, D.C., & Diboglu, P. 2020. Does Sukuk Market Development Promote Economic Growth?. *PSU Research Review*, 4 (3): 209-218. <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/PRR-03-2020-0011/full/html>