

دور الصكوك الإسلامية في تنشيط أسواق الأوراق المالية التجربة الماليزية أنموذجا خلال الفترة (2002-2020)

The role of Islamic instruments in revitalizing the stock market - The Malaysian experience as a model during the period (2020-2002)

د. دعاس مصعب*

جامعة العربي التبسي - تبسة، الجزائر

Daas.mossaab@gmail.com

تاريخ النشر: 2022/04/01

تاريخ القبول: 2022/03/21

تاريخ الاستلام: 2022/01/04

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على أثر إصدار الصكوك الإسلامية على أهم مؤشرات البورصة الماليزية مؤشر FTFBMEMAS خلال الفترة (2020-2002)، وإمكانية إحلالها محل السندات التقليدية بعملية المقارنة أي الأداتين لها تأثير واضح على المؤشر السابق، وفقا لمعطيات السنوية لأسعار إغلاق المؤشر FTFBMEMAS وحجم إصدار الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية. وقد خلصت الدراسة لوجود تأثير واضح لإصدار الصكوك الإسلامية على مؤشر البورصة الماليزية واعتبارها البديل الشرعي والمناسب للسندات التقليدية. الكلمات المفتاحية: الصكوك الإسلامية، مؤشر FTFBMEMAS، سوق الأوراق المالية الماليزية.

تصنيف JEL: G23, G15

Abstract:

This study aims to identify the effect of issuing Islamic sukuk on the most important indicators of the Malaysian Stock Exchange, FTFBMEMAS Index during the period (2020-2002), and the possibility of replacing them with conventional bonds, according to the annual data of FTFBMEMAS closing prices and the volume of issuance of Islamic bonds and conventional bonds. The study concluded that there is a clear impact of the issuance of Islamic Sukuk on the Malaysian Stock Exchange index and considered it the legitimate and appropriate alternative to conventional bonds.

Keywords: Islamic sukuk, Index FTFBMEMAS, Malaysian Securities Market.

Jel Classification Codes: G15, G23

* المؤلف المرسل: دعاس مصعب

I. تمهيد:

تسارعت وتيرة التطور المالي والمصرفي في العالم الإسلامي، بشكل لافت للنظر خلال العقد الأخير من الزمن، بسبب كثرة الإقبال الدولي على الصيرفة الإسلامية، وتزايد حاجة الأسواق المالية لأدوات توافق الشرع الحنيف وتخدم الاقتصاد في آن واحد، لذلك عملت الهندسة المالية الإسلامية على استحداث صيغ بمنظور إسلامي تستطيع من خلالها الأسواق الباحث عن فرص جديدة للاستثمار أن تواكب الحاجات المستجدة والمتزايدة، ومن بين هذه الأدوات ما يعرف بالصكوك الإسلامية.

ونتيجة لخصائصها الفريدة والتي تميزها عن غيرها من الأدوات التقليدية، كأداة تتميز بالكفاءة في جمع الأموال واستثمارها بمخاطر معتدلة، كونها مبنية على أصول حقيقية، وتتمتع بضوابط شرعية تقلل من مخاطر تعثر استثمارها، وهذا أدى إلى ازدياد إقبال المستثمرين والمصارف والصناديق على الاكتتاب في إصدارات الصكوك الإسلامية، وجعل حجم نمو إصدارها في العالم يتسارع خاصة بعد انضمام دول الغرب إلى جانب الدول الإسلامية في إصدارها لهذه الأداة الرائدة.

ولا شك أن نجاح أي سوق للأوراق المالية يتوقف على مدى الدعم الذي يمكن أن تقدمه المنتجات المالية المتداولة فيه، ومع تنوع الأدوات التي تتضمنها هذه الأسواق من أدوات تقليدية أو إسلامية، لذلك اقتضت الضرورة إلى إبراز مساهمة الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية، باعتبارها أحد أهم البدائل الإسلامية التي يتم تداولها في الأسواق المالية العالمية.

1. إشكالية البحث

مما سبق تتمحور الإشكالية الرئيسية للدراسة فيما يلي:

- ما مدى مساهمة الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية الماليزية ؟

وللإجابة على الإشكالية الرئيسية تم اقتراح الفرضيات التالية:

- إلى أي مدى يمكن أن يؤثر حجم إصدار الصكوك الإسلامية على مؤشر سوق الأوراق المالية الماليزية

FTFBMEMAS ؟

- هل يمكن للصكوك الإسلامية ان تكون بديلاً للسندات التقليدية في سوق الأوراق المالية الماليزية ؟

على ضوء ما تقدم وكمحاوله مبدئية للإجابة على التساؤلات الفرعية، تم وضع الفرضيات التالية:

- كلما زاد حجم إصدار الصكوك الإسلامية كلما ارتفعت قيمة المؤشر FTFBMEMAS الماليزي.

- يمكن اعتبار الصكوك الإسلامية بديلاً مناسباً للسندات التقليدية لأنها تعتبر البديل الشرعي المقبول في الصناعة المالية الإسلامية.

2. أهمية الدراسة:

تستمد الدراسة أهميتها من خلال ما يلي:

- تقديم إطار معرفي نظري يمكن الاعتماد عليه مستقبلا لإعداد دراسات أوسع وأكثر عمق؛
- العمل على إبراز مكانة الصكوك الإسلامية في السوق المالية الماليزية للتوصل إلى نتائج واقتراحات يمكن أن تستفيد منها الدول العربية وبالأخص الجزائر بناء على الدروس المستفادة من التجربة الماليزية.

3. منهجية الدراسة:

في الجانب النظري تم استخدام المنهج الوصفي من أجل تكوين المفاهيم الخاصة بالمتغيرين ، و فيما يخص الجانب التطبيقي أعتمد المنهج التحليلي من خلال تفسير النتائج المتوصل إليها وتحليل مخرجات spss .

وللإجابة على هذه الإشكالية تتناول الدراسة المحاور التالية:

اولا: مفاهيم عامة حول أسواق الأوراق المالية ومؤشراتها

تزايد الاهتمام في الآونة الأخيرة بسوق الأوراق المالية بغض النظر عن درجة تقدمها وتطورها، والتي أصبحت الوجه الحقيقي لأي اقتصاد وتعتبر أحد المصادر المهمة لتوفير الاستثمارات التقليدية أو الإسلامية في مختلف الأوراق المالية.

1. مفهوم سوق الأوراق المالية

يعتبر مفهوم سوق الأوراق المالية التقليدية واسعا نظرا لمكانته التي يحظى بها ضمن مجال المال والأعمال، لذلك سيتم التطرق إلى أبرز مفاهيمه من خلال تعريفه وذكر خصائصه وأهميته.

1.1 تعريف سوق الأوراق المالية

قد تم تقديم عدة تعريفات لسوق الأوراق المالية، يذكر منها:

التعريف رقم (01): " سوق الأوراق المالية هي سوق مستمرة وثابتة تقام في مراكز التجارة والمال في مواعيد محددة، يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال والسماسة لتعامل في الأوراق المالية وفقا لنظم ثابتة ولوائح معينة (السيسي، 2003)."

التعريف رقم (02): " هو الآلية التي يتم من خلالها تداول الأصول المالية بأشكالها المختلفة سواء كانت في شكلها التقليدي أو بأنواعها غير التقليدية، بيعا وشراء بغرض تسيير عملية التداول." (اندرواس، 2005)
بناء على التعاريف السابقة الذكر يمكن القول أن "سوق الأوراق المالية هو المجال الذي يجمع بين بائعي الأوراق المالية بمشترتها، وفقا لشروط معينة، من أجل إصدار وتداول الأدوات المالية التي تزيد مدة استحقاقها عن السنة، اعتمادا على خدمة وسطاء ماليين."

2.1 أهمية سوق الأوراق المالية

يكتسي سوق الأوراق المالية أهمية بالغة تتمثل فيما يلي:

- يعد سوق الأوراق المالية سلطة رقابية بصورة غير مباشرة على كفاءة الشركات والمشروعات التي يجري تداول أوراقها المالية في السوق، حيث تمكن الجمهور من معرفة حجم تداول الشركة وأسعار أسهمها ومركزها المالي. (هاني، 2002)

توفير تشكيلة متنوعة من أدوات الاستثمار تسمح لكل مستثمر باختيار الوجهة المناسبة من حيث الأداة الاستثمارية، التكلفة العائد والمخاطرة.

- تحديد أسعار الأوراق المالية بصورة واقعية على أساس من المعرفة الكافية ودرجة عالية من العدالة حيث يتم تحديد أسعار الأوراق المالية عن طريق العرض والطلب. (جبار، 2002)

في ظل سوق الأوراق المالية يمكن للمستثمرين الذين يحتاجون للالتزام طويل الأجل بيع الأوراق المالية ببطء، ومن خلال هذه السيولة التي توفرها سوق الأوراق المالية يصبح الاستثمار أقل خطر وأكثر ربحية مما يؤدي إلى زيادة الاستثمارات.

2 مؤشرات سوق الأوراق المالية

تعد مؤشرات سوق الأوراق المالية من بين الأدوات لرصد ومتابعة تطورات الأسواق ودرجة فعاليتها، وبالتالي معرفة أدائها ومقارنتها بغيرها من الأسواق، الأمر الذي يمنح فرصة أخرى للمستثمرين لاتخاذ قرارات الاستثمار.

1.2 تعريف مؤشرات سوق الأوراق المالية

يمكن تعريف المؤشر كما يلي:

تعريف رقم (01): "عرفته هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية أنه "رقم حسابي يحسب بطريقة إحصائية بالاستناد إلى أسعار حزمة مختارة من الأوراق المالية أو السلع التي يتم تداولها في الأسواق المنظمة وغير المنظمة أو كلاهما، والهدف منه معرفة حجم التغيير في سوق معينة". (للمؤسسات المالية، 2010)

تعريف رقم (02): "يعرف أيضا أنه "عبارة عن تقنية تسمح بإعطاء نتيجة عددية بواسطة علاقة تبين تطور الكميات والأسعار عبر الزمن، من أجل التعرف على أداء سوق الأوراق المالية، أو قطاع اقتصادي معين أو محفظة مالية، مع إمكانية مقارنتها مع مثيلاتها في نفس السوق أو سوق أخرى". (احمد ماجد، 2003)

انطلاقاً مما سبق يمكن تعريف المؤشر بأنه "قيمة عددية، تقيس التغيرات التي تحدث في سوق الأوراق المالية، من خلال تحركات الأسعار ارتفاعاً أو انخفاضاً، وذلك بغرض تقييم أداء السوق وبطريقة مستمرة، وبالتالي فهو يمثل مستوى مرجعي للمستثمر عن سوق الأوراق المالية أو مجموعة معينة من الأسهم".

2.2 أسس بناء مؤشرات سوق الأوراق المالية

لكي يتم تكوين مؤشرات خاصة بسوق الأوراق المالية، وتتميز بالدقة وعدم التحيز وتكون تمثل السوق جيداً، لابد من مراعاة الشروط التالية: (عبيد، 1999)

- **حجم العينة:** إذا لابد أن يكون معنوياً بمعنى أن يكون جزءاً أكبر من الأسهم في سوق الأوراق المالية، وكلما زاد هذا الجزء، كلما كان المؤشر المحسوب على العينة ممثلاً للسوق ويمكن الوثوق به، وبالطبع يفضل استخدام كل الأسهم المقيدة في السوق والمتداولة فيه، وإلا أعطى المؤشر في هذه الحالة القيمة الخاطئة.

- **الاتساع:** اختيار عينة لبناء مؤشر سوقي لابد وأن يتضمن ذلك كل الأنشطة الاقتصادية والقطاعات الممثلة في السوق حتى يمكن القول بأن هذا المؤشر يمثل فعلاً هذا السوق، أما إذا كان المؤشر لصناعة معينة فالأمر هنا يختلف حيث يجب أن يتضمن هذا المؤشر عدد من عينة الشركات التي تنشط في هذا القطاع.

- **الأوزان النسبية:** لابد من تخصيص وزن لكل سهم من أسهم العينة وقد يعطى وزناً متساوياً لكل سهم في العينة أو وزن على أساس القيمة السوقية لهذه الورقة في يوم معين، والوزن المعطى على أساس القيمة السوقية فإنه يعبر عن القيمة السوقية للسهم منسوبة للقيمة السوقية لكل سهم في العينة.

- **المصدر:** المقصود به هو مصدر الحصول على أسعار الأوراق المالية المكونة للعينة التي يبني عليها المؤشر فينبغي في هذه الحالة أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية.

3.2 علاقة المؤشر بأداء سوق الأوراق المالية

فيما يخص علاقة المؤشرات بسوق الأوراق المالية يتم إيجازها في ما يلي :

- **تقدير مخاطر المحفظة :** يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر النظامية لمحفظة السوق المكونة من أصول خطرة ؛
- **إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة المالية :** حيث يمكن للمستثمر تكوين مقارنة بين التغيير في عائد محفظة أوراقه المالية إيجاباً أو سلباً مع التغيير الذي يطرأ على مؤشر السوق، وذلك دون الحاجة إلى متابعة أداء كل ورقة على حدا؛
- **التنبؤ بحالة السوق :** تمكن المؤشرات من معرفة طبيعة العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية والمتغيرات التي تطرأ على المؤشرات، والذي يمكنه من التنبؤ مسبقاً بما ستكون عليه حالة السوق في المستقبل؛
- **تقييم كفاءة السوق :** من خلال احتساب العوائد الإجمالية ومتابعة إنجازات الشركات المكونة بأدواتها للمؤشرات العالمية؛
- **تساعد في إعادة تنظيم عمليات السوق :** حيث يمكن للمراجحين تحديد المشاكل التي يمكن أن تؤدي إلى انحراف الأسعار أو تصويب اتجاه السوق، مما يعكس أسعار الورقة المالية بشكل دقيق.

ثانياً: الإطار المفاهيمي للصكوك الإسلامية

حتى تتمكن سوق الأوراق المالية من أداء وظيفتها التمويلية كما ينبغي وتكون ملاذاً آمناً لحماية مدخرات الأفراد والشركات، وتزيد من اتساع وعمق السوق، عمل النظام المالي الإسلامي على توفير أدوات مالية إسلامية

تكون قابلة لتداول وبديلة لنظيراتها التقليدية، ومن بين هذه الأدوات ما يعرف بالصكوك الإسلامية كأداة حديثة تدخل ضمن منتجات الهندسة المالية الإسلامية.

1 مفهوم الصكوك الإسلامية

تعتبر الصكوك الإسلامية من أبرز منتجات الهندسة المالية الإسلامية التي شهدت انتشاراً واسعاً خلال فترة زمنية وجيزة، وأصبحت من بين الأدوات الأسرع نمواً، باعتبارها قناة جيدة توفر حلولاً تمويلية للأطراف الراغبة في الحصول على تمويل يناسب إمكاناتها.

1.1 تعريف الصكوك الإسلامية

ظهرت الصكوك الإسلامية ضمن الأوراق المالية التي يتم تداولها في الأسواق المالية، لكن وفق قواعد وأحكام الشريعة الإسلامية، لقد وردت عدة تعاريف لصكوك الإسلامية لغة وإصطلاحاً نذكر منها ما يلي:

1.1.1 تعريف الصكوك لغة: جمع (صك) وهي كلمة فارسية معربة، وتعني شهادة أو وثيقة أو المستند. (منظور، 2013)

2.1.1 تعريف الصكوك الإسلامية اصطلاحاً: يمكن تعريف الصكوك الإسلامية اصطلاحاً كما يلي:

التعريف رقم (01): عرفها مجمع الفقه الإسلامي الدولي بأنها "إصدار وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية الموجودات قائمة فعلاً أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، وتصدر وفق عقد شرعي وتأييد أحكامه". (الاسلامي، 2009)

التعريف رقم (02): وبأنّي تعريفها أيضاً أنها "الصكوك الإسلامية عبارة عن وثيقة بقيمة مالية معينة يتم إصدارها بأسماء من يكتتبون فيها مقابل دفع القيمة المحررة بها، وتستثمر حصيلة البيع سواء بنفسها أو بدفعها للغير للاستثمار نيابة عنها، وتعمل على ضمان تداوله، ويشارك المكتتبون في الصكوك في نتائج هذا الاستثمار سواء بالربح أو الخسارة حسب الشروط الخاصة بكل إصدار". (ادهم إبراهيم، 2013)

من خلال التعاريف السابقة يمكن تعريف الصكوك الإسلامية أنها "شهادات مالية تمثل ملكية موجودات وغيرها، في مشروع أو نشاط، ويشترط أن يكون متوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، ويتحصل صاحب الصك على نصيبه من العائد، ويتحمل نصيبه من الخسارة."

2.1 خصائص الصكوك الإسلامية

من خلال ما سبق، تتسم الصكوك الإسلامية بما يلي:

- تصدر الصكوك الإسلامية بفتات متساوية القيمة : لأنها تمثل حصصاً متساوية القيمة في ملكية المشروع بهدف تسهيل شرائها وتداولها بين الجمهور في الأسواق المالية.

- تصدر الصكوك الإسلامية وفق صيغة التمويل الشرعية : من حيث المبدأ هي ورقة مالية واحدة لكنها تختلف حسب العقد الشرعي الذي تبني على أساسه . (الدماغ، 2012)

-تمثل الصكوك الإسلامية ملكية شائعة في الموجودات : تمثل ملكية حاملها أو مالكيها حصة شائعة في أصول لها دخل، سواء كانت أعيان أو منافع خدمات أو خليطا منها ومن الحقوق المعنوية، وهي لا تمثل ديناً في ذمة مصدرها. (وجيه، 2010)

-الصكوك الإسلامية قابلة لتداول: تعتبر الصكوك الإسلامية قابلة لتداول بأي وسيلة من وسائل التداول الجائزة شرعاً ونظماً، سواء كان التداول بيعاً أو هبة أو إرثاً.

-الصكوك الإسلامية قائمة على مبدأ الربح والخسارة : إن مقتضى المشاركات التي يقوم عليها مبدأ إصدار الصكوك من العلاقة القائمة بمعنى أن مالك الصك يشارك في الربح (الغنم) من الإنفاق المبين في نشرة الإصدارة، ويتحمل الخسارة (الغرم) بنسبة ما يملكه من الصكوك .

2. أنواع الصكوك الإسلامية

بالرغم من حداثة تجربة الصكوك الإسلامية إلا أن صورها تنوعت وأخذت أشكالاً مختلفة وذلك وفقاً للغرض الذي أنشأت من أجله، ومن الصعب حصر جميع أنواع الصكوك، لذلك سيتم محاولة التطرق إلى أهمها.

1.2 التمويل بالمشاركة: تعد صيغ التمويل بالمشاركة من أهم الصيغ التمويلية في المجتمع الاقتصادي، حيث يشارك البنك عميله في رأس المال والعمل، وبموجب هذه الصيغة بتقديم البنك التمويل اللازم لتنفيذ المؤسسة، على أن يقدم العميل باقي الحصة، دون اشتراط فائدة ثابتة كما هو معمول به في البنوك التقليدية، إنما يشارك البنك عميله في الناتج المحقق من المؤسسة سواء كان ربحاً أو خسارة. يتفرع التمويل بالمشاركات إلى عدة أشكال نذكر منها: (عبلة، 2006)

- المشاركة الثابتة المستمرة: والمقصود بكون هذه المشاركة مستمرة أو دائمة هو استمرارية وجود كل طرف فيها حتى انتهاءها، أي كل طرف يحتفظ بحصصه في رأس مال المؤسسة حتى يتم إنجازه وتصفى الشركة، وفيها لا يحدد زمن لتسوية المشاركة، لأنها تقوم أساساً على إنشاء شركات صناعية أو شركات تجارية. - المشاركة الثابتة المنهية: هي شركة ثابتة في ملكية المؤسسة، وما يترتب عليها من حقوق إلا أن الاتفاق بين الشركاء يتضمن أجلاً محدوداً لانتهاء الشركة أو العلاقة بينهم وبعد انتهاء المدة يقوم الشركاء باقتسام الأرباح وفقاً للنسب المتفق عليها عند العقد.

- المشاركة المتناقصة: التمويل بالمساهمة المتناقصة في البنك الإسلامي هي صيغة بديلة عن التمويل بالقروض المتوسطة و الطويلة الأجل في البنوك التقليدية، لأن المساهمة تعني استمرارية المشاركة بين البنك والعميل لمدة أطول منه في حالة المشاركة المتناقصة، التي توحى بأن البنك سيخرج بعد مدة معينة بشكل تدريجي في إطار ترتيب منظم ومتفق عليه، وبالتالي تمثل المساهمة المتناقصة وسيلة لتمويل الاستثمارات المتوسطة والطويلة الأجل في جميع مجالات الاستثمار والتنمية

- المشاركة المنتهية بالتملك: فيها يمول البنك الشركة بجزء من رأس المال، كما يمول الشركاء بالجزء الآخر، مع تقديم الجهد والعمل اللازم لتسيير النشاط الاقتصادي. وذلك في إطار عقد مشاركة متناقصة بشكل تدريجي،

يتناسب طردياً مع ما يقوم العميل بتسديده للبنك حتى تنعدم مشاركة البنك، ويحل العميل محله في ملكية الموجودات الخاصة بالمؤسسة في نهاية المدة.

2.2 التمويل بالمربحة

وهي أن يطلب الطرف الممول من الطرف الممول شراء سلعة من طرف آخر بسعر حال نقداً ويعدّه أن يشتريها بثمان أجل يربح فيه الطرف الممول مبلغاً أو نسبة متفق عليها، وهذه الصيغة تكون أكثر ملائمة في تمويل المؤسسات التجارية أو الخدمة الصغيرة أو لتوفير المواد الخام (الحديد، 2003) للمشروعات الصناعية الصغيرة، والتمويل بالمربحة أنواع نعرضها كالتالي:

- المربحة البسيطة: وتعني بيع المالك لسلعة يملكها أصلاً بمثل الثمن الأول وزيادة يحددها البنك، مثل البيوع التي يقوم بها جميع التجار في العادة، فهم يشترون السلع ويضعونها عندهم حتى يأتي من يرغب بشراء السلعة فيبيعونه إياها بربح في العادة، وقد يكون البيع مساومة دون ذكر ثمنها الأول (التكلفة) أو أمانة أي ذكر ثمنها الأول. وقد يكون الثمن حالاً أو مؤجلاً أو مقسطاً.

- المربحة المركبة (المربحة للآمر بالشراء): هي إحدى بيوع الأمانة، حيث يطلب شخص من شخص آخر أن يشتري له سلعة معينة ويعدّه بأن يشتريها منه بربح معين. وهذا النوع من البيع تقوم به البنوك الإسلامية ويشكل نسبة كبيرة من استثماراتها. (سعد، 2013)

3.2 التمويل بالسلم

هو نوع من البيوع تؤجل فيه السلع المباعة المحددة المواصفات، ويجعل فيه بثمانها، بغية تمويل البائع من قبل المشتري بأسعار تقل عن الأسعار المتوقعة وقت التسليم في العادة. وقد شرع السلم للتيسير على الطرفين (البنك والعميل)، لأن المبيع في السلم يكون منخفضاً عن القيمة العادية فيستفيد البائع من قبض رأس المال المعجل لينفقه على حوائجه، ويستفيد المشتري من إنقاص الثمن لذلك يسعى ببيع المحاييج. ويتضح أن السلم من الناحية المالية يسد حاجة استثمارية للمشتري ومن الناحية السلعية يسد حاجة إنتاجية للبائع، وحاجة إنتاجية أو استهلاكية للمشتري. (ونوغي، 2003)

4.2 التمويل بالاستصناع

يمكن تعريف الاستصناع اقتصادياً بأنه صيغة من صيغ تمويل إنتاج السلع في مرحلة ما قبل التسليم، أو مرحلة الإنتاج، أي بمعنى تمويل عملية إنتاج السلعة ذاتها، فهو أسلوب تتمكن من خلاله المؤسسات الصناعية أو المقاولات من بيع وتسويق مستقبلي لمصنوعاتها وخدماتها التي تعاقدت على توريدها أو توفيرها لعملائها، وبالمقابل فإن المؤسسة المقتنية تضمن تأمين الحصول على سلع مصنوعة سواء كانت (متماثلة الوحدات) أم غير متماثلة كإنجاز مبنى أو صناعة آلة بأوصاف معينة وفي آجال محددة، وبما أنه لا يشترط في الاستصناع الدفع المسبق للثمن فهو بذلك صالح لتمويل البائع إذا كان الدفع قبل التسليم ولتمويل المشتري إذا كان الدفع بعد التسليم (بخير، 2008).

ثالثاً: دراسة تحليلية لدور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية الماليزية خلال الفترة (2002-2020)

شهد سوق الأوراق المالية الماليزية نقلة نوعية في الآونة الأخيرة، فهو يعتبر من بين أبرز الأسواق المالية الناشئة التي عرفت تطور ملحوظاً، وهذا راجع لدخوله في تجربة حديثاً نسبياً، غير أن نموذجهما يستحق الدراسة، وما يلفت الانتباه في هذه التجربة اعتماد السوق الماليزي لتقنيات ومبادئ الاقتصاد الإسلامي، مما كان له أثر في الدخول إلى مرحلة جديدة من النمو والتطور.

1 الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة

يعتبر المنهج الإستراتيجي العامة التي تعتمد على مجموعة من الأسس والقواعد والخطوات التي يتبعها الباحث من أجل الوصول إلى اكتشاف الحقائق العلمية الصحيحة التي تخص موضوع الدراسة.

1.1 مجتمع وعينة الدراسة

إن مجتمع وعينة الدراسة يعتبران الركيزة الأساسية لإجراء الدراسة الميدانية والتطبيقية الهادفة، كما هو الحال لموضوع الدراسة، الذي تمثل مجتمعه في سوق الأوراق المالية الماليزية، وأخذ منه عينة الصكوك الإسلامية.

- أسباب اختيار مجتمع الدراسة: تم اختيار السوق الماليزي، من أجل دراسته للأسباب التالية:
- لأن سوق الأوراق المالية الماليزية تعد أول سوق إسلامية عملت على أسلمة سوقها المالي، وتعد من أوائل من أصدر صكوكاً إسلامية وسمحت بتداولها في البورصة، وكذلك أول من خصص هيئة شرعية متخصصة لضبط نشاط الصكوك الإسلامية؛

- نشوؤ التجربة الماليزية وثبات مستوى نجاحها، مما جعل تجربتها نموذجاً يحتذى به .
- تنوع وتعدد أنواع الصكوك الإسلامية المصدرة من قبل السوق الماليزي، مما يوسع إطار الدراسة ؛
- لها مؤشرات مالية عالمية منفصلة وخاصة بها.

- أسباب اختيار عينة الدراسة: تم اختيار سوق الصكوك كعينة لدراسة وفق عدة أسباب أهمها:
- تعتبر الصكوك الإسلامية من أحدث ابتكارات الهندسة المالية و أفضل منتجات الصيرفة الإسلامية ؛
- كون الصكوك الإسلامية من أكثر أدوات التمويل الإسلامي جاذبية للاستثمارات الفردية والجماعية وأضمنها ربحاً؛

- زيادة معدلات النمو الإقتصادي في الدول المصدرة للصكوك الإسلامية، وذلك من خلال تمويل المشروعات التنموية ودعم ميزانياتها العمومية؛

2.1 تحديد متغيرات الدراسة وكيفية قياسها

- المتغير التابع (سعر إغلاق مؤشر إيماس للبورصة الماليزية):
FTFBMEMAS هو أحد مؤشرات سوق الأوراق المالية الماليزية، ويعتبر المؤشر الرئيسي لأداء السوق المالية الماليزية، حيث يحتوي على 98 % من القيمة السوقية الكاملة لراس مال الشركات الماليزية المؤهلة والقابلة

للتداول، سواء كانت شرعية أو غير شرعية على حد سواء. وقد تم أخذ سعر إغلاق المؤشر العام وليس الشرعي فقط، لأن المؤشر العام يحتوي على معظم الشركات المالية الشرعية وغير الشرعية، وهو أكثر مؤشر يعبر عن معدل نمو سوق الأوراق المالية المالية الإسلامية، وبالتالي تعبر بشكل أدق عن نمو السوق المالية المالية الإسلامية.

- المتغير المستقل الأول (حجم تداول الصكوك الإسلامية):

يقصد به حجم الصكوك الإسلامية التي تمت الموافقة عليها من طرف هيئة الأوراق المالية المالية الإسلامية، والتي تتم بناء على مطابقة تلك الصكوك لشروط اللجنة الشرعية ويتم احتسابها من خلال أخذ قيمة التداول في آخر السنة (N/12/31) خلال فترة الدراسة.

- المتغير المستقل الثاني (حجم تداول السندات التقليدية):

يقصد به حجم السندات التقليدية المدرجة في سوق الأوراق المالية المالية الإسلامية بعد موافقة هيئة الأوراق المالية المالية الإسلامية، وفقاً لأحكام وشروط لتأكد من موافقتها لشروط اللجنة، من خلال أخذ قيمة التداول في آخر السنة (N/12/31) خلال فترة الدراسة.

3.1 نموذج الدراسة:

يظهر النموذج الخطي العام المقترح لدراسة على شكل معادلة إنحدار متعدد بمتغيرين مسقلين كما يلي:

$$Y = a + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_k X_k + \text{error}$$

حيث:

Y: المتغير التابع وهو سعر إغلاق مؤشر إيماس ليورصة ماليزيا (FTFBMEMAS).

a: يمثل ثابت الإنحدار.

X1: المتغير المستقل الأول وهو حجم تداول الصكوك الإسلامية suk vol المصدرة بالعملة الماليزية خلال فترة الدراسة.

B1: يمثل معامل الإنحدار للمتغير المستقل الأول suk vol.

X2: المتغير المستقل الثاني وهو حجم تداول السندات التقليدية bon vol المصدرة بالعملة الماليزية خلال فترة الدراسة.

B2: يمثل معامل الإنحدار للمتغير المستقل الثاني bon vol.

Error: متغير عشوائي يسمى حد الخطأ.

K= 1.....m

BK: قيم معاملات الإنحدار المتعدد.

2 اختبار صلاحية النموذج

ينتهي نموذج الدراسة إلى النموذج الخطي العام، والذي يتطلب قبل تطبيقه توفر العديد من الشروط ولذا ينبغي فحص البيانات لهذا النموذج للتحقق من تحقيقه لشروط نموذج الخطي العام، ولذلك وضعت بعض الاختبارات الإحصائية قبل استخدام الاختبارات المعلمية في إثبات أو نفي الفرضيات الموضوعة.

1.2 اختبار التوزيع الطبيعي:

قبل الشروع في تطبيق الاختبارات المختلفة يجب اختبار طبيعة البيانات هل تتبع التوزيع الطبيعي فإذا كانت تتبع التوزيع الطبيعي فإن الاختبارات المعلمية سوف تستخدم وتطبق، أما إذا كانت البيانات تتبع توزيع غير طبيعي فإن الاختبارات غير المعلمية هي المستخدمة، والجدول الموالي يوضح نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لنموذج الدراسة.

الجدول رقم (01): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة

Kolmogorov-smirnov				Shapiro-wilk		
	statistiques	dll	Sig	statistiques	Dll	Sig
Suk vol	,134	19	,200*	,947	19	,353
Bon vol	,146	19	,200*	,929	19	,166

المصدر: مستمد من مخرجات spss 25

بقراءة نتائج التحليل الإحصائي لاختبار كلومجروف سيمنوف تبين أن قيمة الدلالة 0,200 أكبر من 0,05 وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية التي تنص بأن بيانات العينة مسحوبة من مجتمع تتبع التوزيع الطبيعي.

عند الرجوع إلى قيمة شيبرو بينت أن جميع القيم بالاختبار كشفت عن مستوى دلالة أعلى من 0,05 وهذا دليل على أن جميع القيم تتوزع بشكل طبيعي ولا توجد قيم متطرفة تؤثر في النموذج ضمن العينة.

2.2 اختبار الارتباط الخطي المتعدد:

تم استخدام معامل ارتباط بيرسون ومعامل تضخم التباين vif ومعامل السماحية Tolérance والجداول الموالية تبين معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة، والتي من خلالها يمكن الكشف عن مشكلة الارتباط الخطي المتعدد بين متغيرات الدراسة.

الجدول رقم (02): اختبار التعددية الخطية

	Tolérance	VIF
Suk vol	0.999	1.001
Bon vol	0.999	1.001

المصدر: مستمد من مخرجات spss 25

يلاحظ أن قيمة Tolérance في النموذج جميعها أكبر من 0,10 وأقل من 1 صحيح وهذا دليل على خلو العينة من مشكلة الارتباط الخطي المتعدد وهذا ما أيدته قيم VIF التي تقل جميعها عن 10 ، لذا يتم الجزم أن النموذج يخلو من خاصية الارتباط الخطي المتعدد.

الجدول رقم (03): علاقة الارتباط بين المتغيرات المستقلة للدراسة

	Suk vol	Bon vol
Suk vol corrélation de Pearson	1	0,35
Sig		0,888
N	19	19
Bon vol corrélation de Pearson	0,35	1
Sig	0,888	
N	19	19

المصدر: مستمد من مخرجات spss 25

يوضح الجدول أعلاه مصفوفة الارتباطات بين المتغيرات المستقلة الداخلة في الانحدار، ودلالة الارتباط الإحصائي لمتغيرات الدراسة، وفقا لمستويات بين suk vol و bon vol ، فقد بلغت من خلال معامل بيرسون corrélation de Pearson إلى أعلى قيمة إرتباط بين المتغيرات المستقلة بـ 35 %، وهذا يدل على عدم وجود ارتباط ذاتي متعدد بين المتغيرات المستقلة، حيث يعتبر الارتباط الذي يصل إلى أعلى من 0.80 مؤشرا لوجود مشكلة الارتباط الخطي المتعدد، لذا نقول أن العينة تخلو من مشكلة الارتباط الخطي العالي المتعدد.

II. تحليل النتائج:

سيتم عرض نتائج اختبار فرضيات الدراسة وتحليلها كما يلي:

1. اختبار وتحليل الفرضية الأولى: والتي كانت تنص على:

كلما زاد حجم إصدار الصكوك الإسلامية كلما ارتفعت قيمة المؤشر FTFBMEMAS المالي.

بفرض أن suk vol تمثل إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية السنوية و Ftfbmemas سعر تداول المؤشر في سوق الأوراق المالية الماليزية في آخر السنة خلال الفترة (2002-2020).

وباستخدام برنامج SPSS ومن خلال الانحدار الخطي البسيط يتم اختبار الفرضيتين التاليتين:

H0: المتغير المستقل suk vol ليس له علاقة بالمتغير التابع Ftfbmemas

H1: المتغير المستقل suk vol له علاقة بالمتغير التابع Ftfbmemas

يوضح الجدول التالي نتائج نموذج الدراسة خلال الفترة (2002-2020)

الجدول رقم (04): نتائج النموذج المقدر

Ftfbmemas	5024,670 + 74,015 SUK VOL	
R	0.776	
S I G A N O V A	0.000	
SIG	0.000	0.000

T	5,079	5,730
F	25,796	
β	0.776	

المصدر : من إعداد الباحث باعتماد على مخرجات spss 25

من خلال النتائج المتحصل عليها يتضح ما يلي:

قبول الفرضية H1 أي أن إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية السنوية لها علاقة بمؤشر السوق المالي Ftfbmemas .

وهذا انطلاقاً من:

- تظهر النتائج أن نموذج الانحدار الخطي البسيط للمتغير التابع Ftfbmemas على المتغير المستقل suk vol معنوي بدلالة إحصائية 0,05 ودلالة صحة النموذج 0.000 أي أن صحة قيام نموذج بين المتغير المستقل والمتغير التابع مقبولة بـ 100 % ، أي يمكن الاعتماد على هذا النموذج ؛

t - المحسوبة 5,730 : أكبر من 2 ، أي فهناك احتمال قدره 95 % بقبول H1 ورفض H0 .

- F المحسوبة: كبيرة وتساوي 25,796 ومنه النموذج معنوي ومعامل الارتباط R يدل على وجود ارتباط قوي بين حجم إصدارات الصكوك الإسلامية ومؤشر سوق الأوراق المالية الماليزية Ftfbmemas بنسبة 77,6 .

- كما أن معامل التحديد قد بلغ 0,603 ، أي أن متغير إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية يفسر ما نسبته 60,3 % من التغيرات الحاصلة في نمو المؤشر؛

- إضافة إلى ذلك فإن قيمة β قد بلغت 0.776 وهي تمثل الأثر الكلي لمتغير إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية السنوية على نمو مؤشر Ftfbmemas وهو ذو دلالة معنوية حيث t المحسوبة له 5.079 عند مستوى دلالة إحصائية 0.05.

2. اختبار وتحليل الفرضية الثانية: والتي كان نصها كما يلي:

" يمكن اعتبار الصكوك الإسلامية بديلاً مناسباً للسندات التقليدية لأنها تعتبر البديل الشرعي المقبول في الصناعة المالية الإسلامية ."

بفرض أن Suk vol تمثل إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية و bon vol إجمالي إصدارات السندات التقليدية و سعر تداول المؤشر Ftfbmemas في سوق الأوراق المالية الماليزية خلال الفترة (2002-2020).

وباستخدام برنامج SPSS ومن خلال الانحدار الخطي المتعدد يتم اختبار الفرضيتين التاليتين:

H0 : الانحدار غير معنوي (لا يختلف عن الصفر)

H1 : الانحدار معنوي (يختلف عن الصفر)

وتظهر النتائج ما يلي:

الجدول رقم (05): نتائج اختبار أثر المتغيرات المستقلة مجتمعة على المتغير التابع

معامل الارتباط البسيط	معامل التحديد	F المحسوبة	مستوى الدلالة الإحصائية sig
0,783	0,613	12,655	0,001

المصدر : من إعداد الباحث باعتماد على مخرجات spss 25

يحتوي الجدول أعلاه على بعض المقاييس التي تم حسابها للنموذج المقدر والتي تتمثل في معامل الارتباط البسيط الذي بلغت قيمته 0,78 وهذا يدل على وجود ارتباط بين المتغيرات المستقلة suk vol و bon vol والمتغير التابع Ftfbmemas بنسبة جيدة تقدر بـ 78% كما أن معامل التحديد قد بلغ نسبة 0,613 أي أن المتغيرات المستقلة مجتمعة تستطيع تفسير ما نسبته 61.3% من التغيرات الحاصلة في مؤشر البورصة الماليزية FTSE BURSA MALAYSIA EMAS، وكانت قيمة F المحسوبة 12,665 وبمستوى معنوية 0,01 وهو أقل من مستوى الدلالة الإحصائية 0,05 لذا سيتم رفض فرض العدم وقبل البديل وهو أن الانحدار معنوي ومنه توجد علاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، وعليه النموذج مقبول بنسبة 99%.

ويظهر الجدول الموالي النتائج التالية:

الجدول رقم (06): معاملات الانحدار في نموذج الانحدار المتعدد

معاملات الانحدار					
البيان	بيتا	الخطأ المعياري	T المحسوبة	مستوى الدلالة الإحصائية sig	B
الثابت	/	1280,635	3,464	0,003	4436,469
إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية	0,773	14,841	4,965	0,000	73,686
إجمالي إصدارات السندات التقليدية	0,100	20,376	0,640	0,531	13,050

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات spss 25

من خلال الجدول السابق يمكن الحصول على معادلة خط الانحدار، حيث حددت المعادلة بالشكل

التالي:

$$Ftfbmemas = 4436.469 + 73.686 \text{ suk vol} + 13.050 \text{ bon vol}$$

يمكن تعيين أي من المعاملات يكون معنوياً وسبباً في معنوية تحليل التباين، لذا عند النظر إلى قيمة sig لإختبار معنوية كل معامل على حدة ويتضح في حالة الثابت Ftfbmemas معنوي لأن مستوى الدلالة الإحصائية sig 0,003 أي أقل من 0,05

وفي حالة الصكوك الإسلامية قيمة sig 0,000 وهي أصغر من الدلالة الإحصائية وهو سبب معنوية تحليل تباين الانحدار، أما في حالة السندات التقليدية بلغت قيمة sig 0,531 وهي قيمة أكبر من 0,05 وبالتالي فهو غير معنوي ومنه مستوى الدلالة لأثر المتغيرات منفردة كان معنوياً فقط عند متغير suk vol.

- بالرجوع إلى قيمة بيتا المطلقة فإن قيمة المتغير المستقل الصكوك الإسلامية 0.773 والمتغير المستقل السندات التقليدية 0.100 أي suk vol أكثر أهمية من bon vol.

- يوضح الجدول السابق من خلال قيمة t أن قيمتها في الصكوك الإسلامية أكبر من 2 فإن احتمالاً قدره 95 % بأن يقبل الفرض البديل ويرفض H0 فرض العدم، أي يوجد علاقة وتأثير للصكوك الإسلامية على سوق الأوراق المالية الماليزي، أما في حالة السندات التقليدية t أصغر من 2 وبالتالي يقبل العدم ويرفض الفرض البديل، أي بمعنى لا يوجد تأثير واضح للسندات التقليدية على سوق رأس المال الماليزي، ومن مخرجات spss يتضح أن t لصكوك الإسلامية أكبر من t لسندات التقليدية، أي أن المتغير suk vol أكثر أهمية من المتغير bon vol.

III. الخلاصة:

يعتبر سوق الأوراق المالية بمثابة حلقة وصل التي تربط بين أصحاب العجز وأصحاب الفائض، ونظراً لأهميتها والرغبة في الرفع من كفاءتها يتم العمل على استحداث أدوات مالية حديثة تكون بمثابة الحلول الناجحة لقيام السوق، وتسمح بجذب واستقطاب شرائح مختلفة من المستثمرين، ويكون لها دور مهم في تنشيط حركة السوق.

وفي ظل التطورات التي شهدها أسواق الأوراق المالية، ظهرت الصكوك الإسلامية كإحدى الأدوات الإسلامية التي يتم تداولها في سوق رأس المال، والتي تهدف إلى جلب العديد من الفئات للاستثمار، حيث تعتبر ماليزيا مركز دولي إسلامي، بفضل هذه الأداة التي تعتبر المساهم الرئيسي والفعال في تطوير وتحريك البورصة الماليزية.

بعد عرض واختبار الفرضيات يمكن استخلاص النتائج التالية:

- الصكوك الإسلامية هي إضافة حقيقية لسوق الأوراق المالية الماليزي، وذلك بجلب مدخرات الجمهور وهذا ما يعود بالنفع على السوق من جهة والمستثمرين من جهة أخرى؛
- ساهم تخصيص سوق الصكوك من تسهيل تداول الصكوك الإسلامية نظراً لفصلها عن باقي الأدوات وهذا ما يولي اهتماماً خاصاً؛
- فعالية الصكوك الإسلامية وقوة أثرها على المؤشر FTFBMEMAS يعتمد على حجمها في هذا السوق؛
- توجد علاقة طردية بين حجم إصدارات الصكوك الإسلامية وسعر تداول مؤشر FTFBMEMAS حيث كلما زاد حجم إصدارات الصكوك الإسلامية في البورصة الماليزية كلما زاد نشاط هذا المؤشر؛

- أثر الازدحام الديني بصورة كبيرة على التعاملات المالية في ماليزيا، إذ يعطي المستثمر أهمية بالغة للجانب الإسلامي، فوجود الصكوك الإسلامية يزيد من ثقة المستثمرين في السوق؛
- أثبتت الدراسة أن السندات التقليدية ليس لها تأثير كبير على نشاط سوق رأس المال الماليزي، حيث تعتبر الصكوك الإسلامية البديل الشرعي المناسب للسندات التقليدية؛
- بعد دراسة موضوع دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية واستخلاص نتائج البحث واختبار الفرضيات، يمكن اقتراح جملة من التوصيات كما يلي:
- ضرورة استفادة الجزائر من التجربة الماليزية في مجال المعاملات المالية الإسلامية كونها تعتبر أبرز وأنجح مثال في هذا المجال، من خلال الاحتكاك المتواصل بالمعاملات مع البورصة الماليزية والاعتماد على خطى سيرها؛
- يجب تفعيل حركة السوق المالي الجزائري من خلال انجاز خطط من أجل تشجيع دخول منتجات الهندسة المالية الإسلامية في السوق المالي؛
- ضرورة الاعتماد على الأدوات المالية التقليدية والإسلامية على حد سواء في السوق المالية كونها تعتبر أدوات مالية مهمة قابلة لتطوير تستقطب شريحة كبيرة من الجماهير؛

- الإحالات والمراجع:

- صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، الطبعة الأولى، عالم الكتب لنشر، القاهرة، مصر، 2003، ص 15.
- عاطف وليم أندراس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، القاهرة، مصر، 2005، ص 5.
- رشد فؤاد التميمي عزمي. (2004). الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل و إدارة. عمان: دار الميسرة.
- حسين بن هاني، الأسواق المالية: طبيعتها- تنظيمها - أدواتها المشتقة، الطبعة الأولى، دار الكندي، الأردن، 2002، ص 5.
- جبار محفوظ، تنظيم وإدارة البورصة، الطبعة الأولى، دار هومة، الجزائر، 2002، ص 29.
- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية، المعايير الشرعية، المعيار رقم 27، المؤشرات، 2010، ص 458.
- ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر، عمان، الأردن، 2004، ص 86.
- سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين الشمس، القاهرة، 1999، ص 95.
- ابن المنظور، لسان العرب، دار إحياء التراث العربي، الطبعة الثانية، بيروت، 2013، ص 277.
- مجمع الفقه الإسلامي، القرار (04/19)، الدورة التاسعة، بشأن الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة، في 2009/04/30.
- ادهم إبراهيم جلال الدين، الصكوك والأسواق المالية الإسلامية و دورهما في التنمية الاقتصادية، الطبعة الأولى، دار الجوهرة لنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2013، ص 5.
- زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، الطبعة الأولى، دار الثقافة لنشر والتوزيع، عمان، 2012، ص 72.

- حنيفي محمد وجيه، تحويل بورصة الأوراق المالية لعمل: وفق أحكام الشريعة الإسلامية: دراسة تطبيقية، دار النفائس لنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص 205.
- لمسلف عبله، الدور الاقتصادي للمشاركة المصرفية - دراسة مقارنة، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري قسنطينة، 2006، ص 28-30.
- فرحان محمد عبد الحميد، التمويل الإسلامي للمشروعات الصغيرة، مذكرة ماجستير في العلوم المالية والمصرفية، بدون مكان نشر، 2003، ص 41.
- سعد عبد محمد، عقد بيع المراجعة في المصارف الإسلامية، مجلة جامعة بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 31، 2013، ص 05.
- ونوغي فتحة، أساليب تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة في الاقتصاد الإسلامي، المؤتمر الدولي حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2003، ص 11.
- بخير أحمد، عقد الاستصناع وتطبيقاته المعاصرة، مذكرة ماجستير في الاقتصاد الإسلامي، جامعة الحاج لخضر باتنة، 2008، ص 06.

الملاحق:

الملحق رقم (01) : سعر إغلاق مؤشر FTFBMEMAS خلال الفترة (2002 - 2020)

السنة	FTFBMEMAS
2002	4696,83
2003	4748,21
2004	4474,22
2005	5504,83
2006	6141,55
2007	5737,45
2008	7169,59
2009	9810,83
2010	5726,46
2011	8507,61
2012	10374,98
2013	10489,07
2014	11438,14
2015	12853,63
2016	12066,28
2017	11793,65
2018	11466,54
2019	12942,57
2020	11527,51

المصدر : من إعداد الباحث باعتماد على Bursa Malaysia Securities Berhad: Selected Indicators

الملحق رقم (02) : إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية خلال الفترة (2002 - 2020)

السنة	الإسلامية إصدارات الصكوك	التقليدية السندات إصدارات
2002	14,85	7,17
2003	16,81	13,50
2004	69,00	17,60
2005	75,00	12,00
2006	68,31	15,16
2007	28,60	43,32
2008	44,60	42,07
2009	23,60	121,30
2010	69,10	43,20
2011	23,54	33,96
2012	23,26	40,33
2013	29,93	78,90
2014	32,21	71,90
2015	48,50	99,13
2016	42,08	76,07
2017	61,63	48,33
2018	77,26	63,73
2019	93,76	94,15
2020	38,90	50,97

المصدر : من إعداد الباحث باعتماد على : Securities Commission of Malaysia Annual Reports