

## صناديق الاستثمار الإسلامية ودورها في تنشيط الأسواق المالية الإسلامية: دراسة حالة السوق

## المالية الماليزية خلال الفترة 2008-2018

سليم جابو<sup>1</sup> نوال بن عمارة<sup>2\*</sup> الطاهر بن عمارة<sup>3</sup>

1. جامعة العربي التبسي، تبسة - الجزائر

2.3. جامعة قاصدي مرباح، ورقلة - الجزائر

## Islamic Investment Funds and Their Role in Activating the Islamic Financial Markets; Malaysian Stock Market Case Study (2008-2018)

DJABOU Salim<sup>1</sup> & BENAMARA Naoual<sup>2</sup> & BENAMARA Tahaer<sup>3</sup>

1 Larbi Tebessi University, Tebessa (Algeria) 2,3 Kasdi Merbah University, Ouargla (Algeria)

تاريخ الاستلام: 2020/01/29 تاريخ القبول: 2020/04/22 تاريخ النشر: 2020/08/30

## ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة مدى قدرة صناديق الاستثمار الإسلامية على تنشيط السوق المالية الماليزية، وذلك من خلال تحليل تطور مؤشرات أداء صناديق الاستثمار الإسلامية خلال الفترة الممتدة من 2008 إلى 2018، والوقوف على دلالتها الفنية، وصولاً إلى استخلاص العلاقة بين صناديق الاستثمار الإسلامية والسوق المالية الماليزية. ولتحقيق هدف الدراسة تم تقدير نماذج إنحدار خطية بسيطة بين مؤشرات أداء السوق المالية الماليزية كمتغير تابع، وأداء صناديق الاستثمار الإسلامية كمتغير مستقل. وخلصت الدراسة إلى أن صناديق الاستثمار الإسلامية تؤدي دوراً هاماً بالنسبة للسوق المالية الماليزية، كونها وسيلة فعالة لتجميع المدخرات، فهي تساهم في تنشيط حركة تداول الأوراق المالية الإسلامية من خلال ما تقدمه من أدوات استثمارية تناسب ظروف المستثمرين.

**الكلمات المفتاحية:** صناديق استثمار إسلامية ؛ سوق رأس المال الماليزي ؛ مؤشر كوالالمبور الشرعي ؛ مؤشر الهجرة الشرعية ؛ مؤشر الشريعة ؛ نموذج إنحدار خطي.

الترميز الاقتصادي (JEL) : C20 ؛ G10

## Abstract:

The study aims to identifying the extent to which Islamic investment funds can activate the Malaysian financial market, By analyzing the evolution of performance indicators of Islamic investment funds during the period from 2008 to 2018, And to identify its technical significance, In order to extract the relationship between the Islamic investment funds and the Malaysian financial market. To achieve the objectives of the study, simple linear regression models were estimated between the performance indicators of the Malaysian financial market as a dependent variable, And the performance of Islamic investment funds as an independent variable.

The study concluded that Islamic investment funds play an important role for the Malaysian financial market, Being an effective means of pooling savings, It contributes to the revitalization of Islamic securities trading through the investment tools they provide to suit the conditions of investors.

**Keywords:** Islamic investment funds ; Malaysian Capital Market ; FTSE bursa malaysia KLIC; FTSE -Hijrah-Shariah; FTSE Bursa Malaysia Shariah; Linear regression model.

**Jel Classification Codes :** C20 ; G10.

**1. تمهيد:**

أصبحت صناديق الإستثمار الإسلامية من الموضوعات التي تحتل مكانة مهمة وأساسية في أولويات الدراسات الاقتصادية، المالية، القانونية، الإدارية والشرعية، وغيرها من التخصصات التي تهتم بالتطورات الهيكلية التي مرت بها المجتمعات المسلمة خاصة في مجال الإستثمار والتمويل، حيث كانت مقتصرة على المصادر التقليدية، ومن ثمة إستحدثت أدوات وآليات وشبكة من المعلومات والاتصالات الإستثمارية في الأسواق العالمية أتاحت فرصا ومزايا إستثمارية لم تكن متاحة في السابق، إذ تساهم صناديق الإستثمار الإسلامية في إزدهار هذه الأسواق من خلال جمع المدخرات من أفراد المجتمع وإستثمارها بطرق شرعية في هذه السوق.

تعد السوق المالية الماليزية تجربة رائدة في الأسواق المالية الإسلامية، حيث لاقت صناديق الإستثمار الإسلامية قبولا من جانب المتعاملين فيها من جهة، ومن جهة أخرى إستطاعت أن تجد لنفسها مكانا في السوق المالي المحلي والدولي، حيث تجمع بين القدرة على تنوع محافظ الأوراق المالية التي تكونها والإلتزام بضوابط الشرعية الإسلامية.

**1. إشكالية الدراسة:**

بناء على ما سبق، يسعى هذا البحث إلى إستخلاص العلاقة بين أداء صناديق الإستثمار الإسلامية ونشاط السوق المالية الماليزية من خلال الإشكالية التالية:

ما مدى مساهمة صناديق الإستثمار الإسلامية في تنشيط السوق المالية الماليزية؟

**2. فرضيات الدراسة:**

للإجابة على إشكالية البحث تم وضع الفرضيات التالية:

- للسوق المالي الإسلامي الماليزي مساهمة كبيرة في تنشيط سوق رأس المال؛
- تتمتع صناديق الإستثمار الإسلامية بثقة متزايدة من طرف المستثمرين لإستثمار أموالهم، مما يجعل هذه الصناديق تساهم في تنشيط حركة التداول في السوق المالي الماليزي؛
- يفضل المستثمرين في السوق المالي الماليزي الإستثمار في صناديق الإستثمار الإسلامية، كونها تتميز بعائد سنوي يفوق عائد السوق؛

- هناك تأثير إيجابي معنوي لحجم أصول صناديق الإستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء السوق المالية الماليزية.

**3. أهمية الدراسة:**

تكمن أهمية الدراسة من خلال تناولها أحد أبرز المواضيع المعاصرة والجوهرية والمتمثلة في موضوع صناديق الإستثمار الإسلامية ودورها في الأسواق المالية خاصة في ظل الأزمات المالية التي تنشط فيها هذه المنتجات من جهة، وفي ظل البحث الدائم والمتواصل على زيادة المدخرات وتوظيفها بالإستثمار الجيد من جهة أخرى، حيث تبرز أهمية البحث من خلال القطاع الذي تنشط فيه صناديق الإستثمار الإسلامية محل الدراسة، فهي أدوات داعمة للأسواق المالية وللإقتصاد الوطني.

**4. أهداف الدراسة:**

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على صناديق الإستثمار الإسلامية ومدى مساهمتها في تنشيط السوق المالية الماليزية، وذلك من خلال التطرق إلى المفاهيم المتعلقة بسوق الأوراق المالية الإسلامية، حيث يتم عرض مفهومها

وأهميتها في الحياة الاقتصادية المعاصرة، وظائفها ومكوناتها، كما سيتم التطرق إلى المفاهيم المتعلقة بصناديق الاستثمار الإسلامية، حيث يتم عرض مفهومها وتصنيفاتها على أساس تشكيلة الأدوات الإسلامية المكونة لها. وفي الأخير سيتم تحليل مؤشرات الأداء المالية الإسلامية للسوق المالي الماليزي، وتقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية، وقوفا على مساهمة هذه الأخيرة في أداء مؤشرات سوق رأس المال الإسلامي الماليزي خلال الفترة الممتدة من 2008 إلى 2018.

##### 5. الدراسات السابقة:

حظيت صناديق الاستثمار الإسلامية بعدد الدراسات التطبيقية شملت العديد من الدول الإسلامية منفردة أو مجتمعة، نذكر منها دراسة (Anas Ahmad & Ainulashikin, 2019) لتحليل أداء صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة 2009 - 2017. حيث تم بناء نماذج انحدار لتقدير العلاقة بين تدفقات الأموال (FLOW) وأداء الصناديق. وتوصلت الدراسة إلى أن المستثمرين يتخذون قرارات مالية عقلانية عن طريق توجيه تدفقات الأموال إلى الصناديق ذات الأداء الأفضل. كما توصلت إلى أن صناديق الاستثمار الإسلامية تنمو كأداة استثمار بديلة للمستثمرين الذين يرغبون في الجمع بين القيمة والأهداف المالية في استثماراتهم. وهي نفس النتائج التي توصلت إليها دراسة (Andreas, Hussain, & Michael, 2011) باستخدام بيانات 265 صندوق استثمار إسلامي متنوع النشاط وفي مناطق استثمارية متنوعة ضمت 20 دولة.

هدفت دراسة (Yaqoob, Guangguo, & Waqas, 2017) لمقارنة أداء صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية في باكستان. وذلك من خلال عينة مكونة من 100 صندوق مشترك مفتوح العضوية للفترة 2011 - 2016. حيث استخدمت نسبة Sharpe ونسبة Sortino ونسبة المعلومات و Jensen Alpha كمؤشرات لأداء الصناديق. إضافة إلى الخصائص الخاصة بالصناديق كمحددات محتملة لأداء الصندوق والمتمثلة في حجم الصندوق ودورانه والسيولة ورسوم الإدارة ونسبة المصروفات والمال الجديد وعمر الصندوق وأسرة الصندوق. وباستخدام منهجية التأثير الثابت والعشوائي لتحليل بيانات هذه الدراسة. أظهرت النتائج تفوق أداء صناديق الاستثمار الإسلامية على نظيرتها التقليدية من خلال نسبة Sharpe ونسبة Sortino ونسبة المعلومات و Jensen Alpha ، وهي نفس النتائج التي توصلت لها دراسة (Rafay, Usman, & Izhar, 2017) لمعرفة أداء صناديق الاستثمار الإسلامية ومقارنة تقلبها مع مؤشر بورصة الكويت للأوراق المالية وبورصة باكستان، باستخدام المؤشرات (KSE-30 و KMI-30) بواسطة نماذج (ARCH/GARCH)، والتي أثبتت تفوق أداء صناديق الاستثمار الإسلامية على نظيرتها التقليدية. وعلى عكس هذه النتائج، فقد توصلت دراسة (Mona Mohamed, 2014) على عينة من صناديق الاستثمار الإسلامية السعودية، إلى أن هذه الصناديق لم تتمكن من تحقيق معيار الكفاءة التي تمكنها من النجاح في أداءها، الأمر الذي جعل صناديق الاستثمار الإسلامية وبالرغم من أهميتها لتطوير سوق الأوراق المالية غير قادرة لوحدها على تطوير تلك السوق بل تحتاج إلى إقامة مؤسسات مالية إسلامية أخرى.

##### 6. الإطار النظري للدراسة :

سيتم في هذا العنصر عرض أهم المصطلحات المتعلقة بسوق الأوراق المالية الإسلامية وصناديق الاستثمار الإسلامية.

## 1.6. التفاصيل النظري لسوق الأوراق المالية الإسلامية

تحتل سوق الأوراق المالية الإسلامية مكانة أساسية في الأنظمة الاقتصادية، خاصة النظم الإسلامية، إذ يتم من خلالها تجميع مدخرات المسلمين ثم استثمارها عن طريق التعامل بالأوراق المالية المتوسطة وطويلة الأجل وذلك على النحو الذي تجيزه الشريعة الإسلامية، وفي هذا السياق سيتم ذكر بعض المفاهيم لسوق الأوراق المالية الإسلامية ومراحل إنشائها، مع إبراز أهميتها وأهم وظائفها.

1.1.6. تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية يقصد بسوق الأوراق المالية الإسلامية ذلك الإطار الشرعي الذي يتم فيه إصدار وتداول الأدوات المالية وبصورة منظمة ومراقبة على أسس شرعية من طرف الهيئة الشرعية للسوق (بن ضيف، 2008).

ويمكن تعريفها على أنها أسواق لتبادل الثروات المالية التي ترتبط قيمتها بحركة الأموال في المستقبل، وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية، وتعتمد على المشاركة في الربح والخسارة (ولد عالي، 2011).

كما ينصرف مفهوم سوق الأوراق المالية الإسلامية إلى الدلالة على التعامل بالتمويل المتوسط وطويل الأجل، وذلك عن طريق تجميع المدخرات واستثمارها حسب قواعد الشريعة الإسلامية (قط، 2016).

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول أن سوق الأوراق المالية الإسلامية عبارة عن إطار شرعي منظم يتم من خلاله إصدار (سوق أولية) وتداول (سوق ثانوية) الأوراق المالية البديلة للأوراق الربوية (المحرمة شرعا إصدارا وتداولاً) في نظيرتها الوضعية، وذلك بهدف إحداث تنمية اقتصادية وإجتماعية من أجل تطوير حياة الإنسان المسلم وإزدهارها.

2.1.6. أهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية تبرز أهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية من الدور الذي تؤديه، ففي عصر صار فيه تحقيق أعلى مستوى للمعيشة غاية للوصول إليها، تصبح لسوق الأوراق المالية الإسلامية أهمية بالغة في الحياة الاقتصادية المعاصرة، وخاصة بالنسبة للمجتمع الإسلامي، وذلك للأسباب التالية (العمارة، 2006):

- كون أن الاقتصاد الإسلامي اقتصاد مشاركة وليس القرض فيه وسيلة للتمويل، لذلك تعد سوق الأوراق المالية الإسلامية وعاء لتعبئة المدخرات بطريقة المساهمة في رأس المال والمشاركة في مخاطر الاستثمار وفي الأرباح، حيث أنها ملائمة للاقتصاد ومناسبة لطبيعته؛
- اعتماد نشاطات المصارف الإسلامية على الاستثمار وليس على الإقراض في توجيه فائض السيولة، كون أن المصارف الإسلامية لا تتوفر على صيغ كافية يتم من خلالها تشغيل المدخرات، ومن ثم يمكن أن تلعب سوق الأوراق المالية الإسلامية دور المساعدة للنموذج المصرفي الإسلامي، باعتبارها تقدم أوعية يمكن من خلالها تحقيق الإستخدام الأمثل للموارد المالية المتاحة للمصارف دون الإخلال بالتوازن المطلوب بين السيولة والربحية؛
- في ظل المنافسة التي تفرضها الأسواق المالية المعاصرة، فإنه من الضروري وجود سوق للأوراق المالية الإسلامية نشيطة وناجحة، وذلك بمساهمة تكنولوجيا الإعلام والاتصال في تطوير نشاطها من خلال إستعراض إتجاهات الأسواق المالية العربية ومعاملتها المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

### 3.1.6. وظائف سوق الأوراق المالية الإسلامية يمكن إيجاز أهمها فيما يلي (زايدي و بوجلل، 2013):

- ♦ تحدد الأسعار في سوق تنافسية وفقا لقوى العرض والطلب، مما يؤدي إلى حسن تخصيص الموارد المالية بتوزيعها بين مختلف الإستخدامات بطريقة رشيدة؛
- ♦ تيسير تداول الأوراق المالية لمن يريد استثمار حقيقي أو سيولة، هذا من جهة، ومن جهة أخرى تساعد هذه الأوراق المالية الإسلامية الدول على القيام بمشاريعها التنموية، ونفس الحال بالنسبة لمؤسسات وشركات القطاع الخاص؛
- ♦ تنويع الخيارات الاستثمارية أمام المدخرين للاستثمار الشرعي، وبما يتناسب مع حاجتهم لتحقيق الربحية، السيولة والأمان، إضافة إلى تنمية الوعي الإدخاري للأفراد وتوفير الفرص والوقت لسرعة إتخاذ قرار الاستثمار؛
- ♦ دعم الاستثمار طويل الأجل عن طريق توفير أساليب الاستثمار في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية من خلال الإعتماد على سوق الإصدار وسوق التداول.

### 4.1.6. مكونات سوق الأوراق المالية الإسلامية عادة ما تتضمن سوق الأوراق المالية الإسلامية قسمين رئيسيين وهما:

1.4.1.6. **السوق الأولية** تعرف أيضا بسوق الإصدارات الجديدة، وهي تلك السوق التي يتم فيها إصدار الأوراق المالية، وذلك عن طريق الإكتتاب العام (جابو، 2012).

2.4.1.6. **السوق الثانوية** تسمى أيضا بسوق التداول، حيث يتم من خلالها تداول الأوراق المالية الإسلامية التي سبق إصدارها في السوق الأولية وتم الإكتتاب فيها. (جابو، نموذج مقترح لسوق أوراق مالية إسلامية، تجارب بعض الأسواق المالية الإسلامية وإمكانية التطبيق بالجزائر "دراسة استشرافية"، 2018).

### 2.6. مفاهيم حول صناديق الإستثمار الإسلامية

تشكل شركات الاستثمار عددا من الصناديق الاستثمارية الإسلامية يدير كل منها فريق إدارة مستقل، إذ تقوم هذه الصناديق بالاستثمار الجماعي للأوراق المالية عن طريق تجميع عدد كبير من مدخرات المستثمرين، واستثمارها في شراء وبيع الأوراق المالية بواسطة إدارة محترفة، بهدف تحقيق المنفعة لمؤسسيها، وللمستثمرين، وللإقتصاد القومي ككل (دوابة، دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية، 2006).

1.2.6. **تعريف صناديق الإستثمار الإسلامية** وهي تلك الصناديق التي تتيح لصغار المستثمرين فضلا عن كبارهم أدوات مالية إسلامية من أجل استثمار أموالهم استثمارا شرعيا وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية (دوابة م، 2006).

2.2.6. **أنواع صناديق الإستثمار الإسلامية** يمكن تصنيفها على أساس تشكيلة الأدوات الإسلامية المكونة لها كما يلي:

1.2.2.6. **صناديق الأسهم الإسلامية** وهي تلك التي تستثمر محصلاتها في أسهم الشركات المساهمة وتوزع العائدات على شكل مكاسب رأسمالية وحصص وأرباح على أساس التناسب بين المستثمرين (أيوب، 2009).

2.2.2.6. **صناديق السلم بالسلع** يقصد بعقد السلم بيع آجل بعاجل، حيث يتم التعجيل بالثمن والتأجيل بتسليم السلعة (فضل الشعراوي، 2008)، ويتمثل نشاط صناديق السلم بالسلع في شراء سلع مختلفة نقدا مع تأجيل الإستسلام ثم بيعها بالآجل (أيوب، 2009).

3.2.2.6. **صناديق الإجارة** يقصد بعقد الإجارة ذلك العقد اللازم على منفعة مقصودة قابلة للبدل والإباحة لمدة معلومة بعوض معلوم (بلعجوز، 2009). ومنه تعرف صناديق الإجارة على أنها تلك الصناديق التي تقوم بإستخدام الأموال المكتتبة في شراء الأصول وتأجيرها لفترة زمنية طويلة إلى العملاء ذوي الملاة، كما يتم تحصيل الإجازات وتوزيعها نسبيا على المكتتبين حسب الملكية في الصندوق (زايدي و بوجلال، 2013).

4.2.2.6. **صناديق الإستصناع** عقد الإستصناع هو ذلك الإتفاق الذي يتعهد بموجبه أحد الأطراف بصناعة عين ليست موجودة أصلا، ووفقا للمبلغ المعلوم والمواصفات المحددة والتاريخ المعين (عربيات، 2006). ويتم التعامل بهذا الأسلوب على نطاق واسع لما له من خصائص عدة غير متوافرة في غيره، لذلك تتعامل صناديق الإستصناع بهذه الصيغة.

5.2.2.6. **صناديق المراجعة** يقصد بعقد المراجعة اتفاق بين طرفين على بيع سلعة برأس المال وربح معلوم (عيسى، 2008).

تعرف صناديق المراجعة بأنها تلك الصناديق التي تقوم فكرتها على إمكانية تحقيق من أرباح من تجارة السلع من خلال استثمار أموال المستثمرين، حيث تتأسس العلاقة بين المستثمرين وإدارة الصندوق على أساس عقد الوكالة (العيادي، 2010).

6.2.2.6. **صناديق المضاربة** يقصد بعقد المضاربة الإتفاق الذي يتم بموجبه إشتراك طرفين يسهم أحدهما بالمال والآخر بالعمل، وتكون أرباح ممارسة العمل أو نشاط المضاربة بينهما حسب إتفاقهما (فليح، 2006).

تقوم صناديق المضاربة بتنظيم محافظ استثمارية لتفي بإحتياجات عملائها الذين يرغبون في استثمار أموالهم عن طريق عقد المضاربة، لذلك فإن الأساس الشرعي التعاقدية هنا يكمن في تلك الإتفاقية التي يكون فيها المستثمرون هم رب المال وإدارة الخدمات الإسلامية هي المضارب، مع إمكانية أن يقدم المستثمر الواحد رؤوس أموال متعددة تستخدم في مضاربات مستقلة (العيادي، 2010).

7.2.2.6. **الصناديق المختلطة** هي تلك الصناديق التي توظف أموال للإكتتاب في أنواع مختلفة من الاستثمارات مثل الأسهم، الإجارة والسلع وسواها، ولإلتجار في الصناديق المختلطة يجب أن تكون الأسهم الملموسة أكثر من 51 بالمائة، في حين تقل الأصول السائلة والديون عن 50 بالمائة (أيوب، 2009).

من خلال ما سبق، فإن أهمية الاستثمار في أسهم شركات الاستثمار الإسلامية تكمن في المزايا التي تحققها والمتمثلة في الإستفادة بخبرات الإدارة المحترفة والملمة بالجوانب المالية والفقهية في نفس الوقت، إضافة إلى تخفيض درجة المخاطر نتيجة لتنوع المحفظة التي تتكون منها صناديق الاستثمار الإسلامي، هذه الأخير توفر المرونة والملائمة للمستثمرين وتمنح لهم الحق في تحويل استثماراتهم من صندوق إلى آخر مقابل عمولة ضئيلة، وتزودهم بخدمات متنوعة، فضلا عن هذا فهي تنشط سوق الأوراق المالية الإسلامية من خلال ما توفره من أدوات استثمارية تناسب ظروف المستثمرين المحتملين.

## II - الطريقة والأدوات:

من أجل القيام بالدراسة من الضروري عرض عينة الدراسة من خلال التعرف على الحدود المكانية والزمنية ومعرفة المتغيرات المرتبطة بالدراسة ومصادرها.

## 1. مجتمع وعينة الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة في صناديق الاستثمار الإسلامية المتداولة في السوق المالي الماليزي والبالغ عددها 224 صندوق نهاية 2018، إذ يعتبر هذا السوق من أبرز الأسواق الإسلامية والأسبوعية من حيث التداول، ومن حيث الإفصاح والشفافية في التعاملات المالية، بالإضافة إلى أنه من الأسواق الإسلامية الرائدة بتوظيف أساليب الهندسة المالية والإعتماد على المنتجات المالية الإسلامية للاستثمار، حيث جاءت هذه الدراسة لمعرفة مدى مساهمة صناديق الاستثمار الإسلامية في تنشيط السوق المالية الماليزية، إذ تم إختيار عينة من الصناديق والبالغ عددها 09 صناديق تمثلت في:

Affin hwang aiiman growth, Eastspring investments dana al-ilham, Kenanga syriah growth fund, Public islamic opportunities, Manulife investment al-fauzan, Cimb islamic dali equity growth fund, Am islamic growth, Pmb shariah growth fund, Pmb shariah aggressive fund.

وقد تم إختيار هذه العينة لعدة إعتبارات منها؛ أن تكون الصناديق الإستثمارية الإسلامية لها نفس العمر الافتراضي للنشاط قبل التصفية؛ إضافة إلى توفر المعطيات المالية الخاصة بها خلال فترة الدراسة. هذه الأخيرة امتدت من سنة 2008 إلى 2018 لاعتبار توفر المعطيات الاحصائية في كل الصناديق المدرجة في العينة خلال هذه الفترة.

## 2. منهج وطرق جمع بيانات الدراسة:

نظرا لطبيعة البحث وبغية إنهاء تطلعات الدراسة، سوف يتم إنتهاج المنهج الوصفي لوصف معطيات الدراسة مع إستخدام بعض الإحصائيات الخاصة بواقع البوصة وصناديق الإستثمار الإسلامية وتحليلها. كما سيتم الاعتماد على المنهج التجريبي باستخدام الأساليب الكمية، حيث تم الاعتماد على بيانات سنوية متعلقة بمتغيرات الدراسة، هذه الأخيرة تم الحصول عليها من الموقع الرسمي لبورصة ماليزيا (Bursa malaysia, 2019) وهيئة الأوراق المالية الماليزية (Securities Commission, 2019).

## 3. متغيرات الدراسة:

من أجل الإجابة على الإشكالية المطروحة والتحقق من مدى صحة الفرضيات تم تحديد متغيرات الدراسة والمتمثلة في نسبة الأسهم ورأس المال الإسلامي من إجمالي عدد الأسهم والقيمة السوقية لسوق رأس المال الماليزي، إضافة إلى عدد صناديق الاستثمار الإسلامية، وحجم أصولها، ونسبتها من إجمالي الصناعة، وعائدها السنوي، كمتغيرات مستقلة.

تمثلت المتغيرات التابعة في المؤشرات الشرعية للسوق المالي الماليزي والتي تهدف إلى قياس أداء وحركة جميع أسعار الأسهم العادية الشريعة المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة. وتحسب بإستخدام المتوسط المتحرك

لأسعار الأسهم، حيث صممت هذه المؤشرات لتلبية مطالب المستثمرين المحليين والأجانب الذين يرغبون ويسعون للاستثمار في الأوراق المالية التي تتفق مع مبادئ الشريعة الإسلامية، وتمثلت هذه المؤشرات في المؤشر الشرعي كوالالمبور KLSI - Kuala Lumpur Shariah Index الذي تم طرحه سنة 1999، ومؤشر الهجرة الشرعية FTSEBM - Hijrah-Shariah، مؤشر الشريعة TSE Bursa Malaysia Shariah

#### 4. الإجراءات والأساليب المتبعة في الدراسة:

تمت معالجة البيانات بعد تبويبها في Excel وحساب متغيرات الدراسة، وبغرض إتمام عمليات البحث تم الاعتماد على مجموعة من الأساليب الإحصائية اللازمة والمناسبة لكل مرحلة من مراحل البحث، ولغرض معرفة الأثر والعلاقة التي تربط صناديق الاستثمار الإسلامية بمؤشرات أداء سوق رأس المال الماليزي التقليدية والإسلامية خلال الفترة (2008 - 2018)، تم بناء نماذج إنحدار خطية بسيطة لكل من حجم أصول صناديق الاستثمار الإسلامية كمتغير مستقل، ومؤشرات أداء سوق رأس المال الماليزي الإسلامية (المؤشر الشرعي كوالالمبور FTSEKLIC، مؤشر الهجرة الشرعية FTSEBMHS، مؤشر الشريعة FTSEBMS) كل على حدا كمتغيرات تابعة، وذلك باستخدام برنامج الحزمة الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS22.

#### III - النتائج ومناقشتها:

من خلال الجدول 01، يلاحظ هيمنة السوق المالي الإسلامي في إمداد القطاع العام والخاص في ماليزيا، حيث فاقت الأدوات المالية الشريعة - خاصة الأسهم - نسبة 71٪ خلال سنوات الدراسة، ويصعد هذا الطرح مشاركة سوق المال الإسلامي في أكثر من 59٪ من رسملة السوق خلال فترة الدراسة، وهو ما يفسر دعم هذا السوق للتنمية الاقتصادية الماليزية، وذلك من خلال تعبئة المدخرات وتوجيهها في استثمارات حقيقية وشريعة، ومتناسبة مع رغبة المستثمرين في استثمار أموالهم في المشاريع تولد لهم عوائد وأرباح مشروعة بعيدا عن الربا المحرم شرعا.

يوضح الشكل 01، أداء مؤشرات البورصة الماليزية الشرعية خلال الفترة 2008 - 2018 على أساس المعيار العالمي، إذ يلاحظ من خلاله، أن سوق رأس المال الماليزي سجل أدائه الأعلى في السنوات الأخيرة من فترة الدراسة وبالتحديد في سنة 2015، هذا حسب المؤشر الشرعي كوالالمبور، غير أنه عرف إنخفاضا سنة 2016 وبعدها انتعش سنة 2017 ليبلغ 1741 نقطة، وبالنسبة للمؤشرات الإسلامية فسجلت هي الأخرى انتعاشا كبيرا مند سنة 2009 لتصل أقصاها سنة 2015 وبعدها تراجعت لتصل سنة 2017 إلى 13607 بالنسبة لمؤشر FTSE - Hijrah-Shariah و 12228 بالنسبة لمؤشر TSE Bursa Malaysia Shariah، وهو ما يفسر تراجع أداء سوق رأس المال الماليزي في نهاية الفترة.

يعتبر تطور صناديق الاستثمارية الإسلامية في السوق المالية الإسلامية محطة هامة من خلالها يجسد مدى مساهمة الصناديق الاستثمارية في تطوير رأس المال الإسلامي الماليزي. إذ يلاحظ من خلال الجدول 02، أن صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا في تطور مستمر، فبعد أن كان عددها في سنة 2016 يقدر بـ

198 صندوق وصافي قيمة أصولها تقدر بـ 60.91 بليون رينجيت ماليزي، إرتفع عددها إلى 224 صندوق وبأصول قيمتها 83.45 بليون رينجيت سنة 2018.

يمثل العائد السنوي مؤشر مهم لسلوك المستثمرين من أجل توظيف أموالهم في الإستثمارات المربحة، حيث يعطي له الأفضلية في دراسة أي الصناديق الإستثمارية الإسلامية أفضل من جهة، وهل هي أعلى من العائد الكلي للسوق من جهة أخرى، وبتسليط الضوء على أداء صناديق الإستثمار الإسلامية في ماليزيا من حيث العائد السنوي، والموضحة في الجدول 03، يلاحظ أنها متذبذبة بشكل مستمر من حيث عائدها السنوي، فأغلب عوائدها مرتفعة مقارنة بالعائد السنوي للسوق الماليزي، وبالنظر إلى متوسط العائد خلال فترة الدراسة نجده أعلى من متوسط عائد السوق، وهو ما يؤدي إلى تفضيل المستثمر للإستثمار في الصناديق الإسلامية، خاصة المستثمرين الذين ليس لهم خبرة في المجال الإستثماري أو ليس لهم الوقت لمتابعة إستثماراتهم، ومن هنا تبرز مساهمة صناديق الإستثمار الإسلامية في تنشيط السوق المالية الماليزية.

يتضح من خلال الجدول رقم 04، أن لنماذج الإنحدار الخطي البسيط معنوية إحصائية، فهي مقبولة إحصائيا، وهذا ما يعني أنه هناك علاقة خطية بين حجم أصول صناديق الإستثمار الإسلامية كمتغير مستقل ومؤشرات أداء السوق المالية الماليزية - كل على حد - كمتغير تابع، أي أن صناديق الإستثمار الإسلامية لها تأثير ودور وقدر على أداء السوق المالية الماليزية بحوالي 50٪، كما يظهر لنا الجدول أنه هناك علاقة ارتباط معنوية وقوية بين أداء السوق وصناديق الإستثمار تجاوزت 69٪ في كل النماذج المقدر.

مما سبق، نستنتج أن صناديق الإستثمار الإسلامية تؤدي دورا هاما بالنسبة للسوق المالية الماليزية، كونها وسيلة فعالة لتجميع المدخرات، فهي تساهم في تنشيط حركة تداول الأوراق المالية الإسلامية من خلال ما توفره من أدوات إستثمارية تناسب ظروف المستثمرين، فميزة التنوع التي تتصف بها هذه الصناديق وما ينجر عليها من تخفيض مخاطر الإستثمار من شأنها أن تشجع المستثمرين قليلي الخبرة والمعرفة بأسواق الأوراق المالية الإسلامية وكذا المستثمرين محدودي الموارد على إستثمار مدخراتهم في الأوراق المالية أو وثائق صناديق الإستثمار الإسلامية التي تقوم بدورها بإستخدام حصيلة البيع في بناء محافظ من الأوراق المالية المتداولة في السوق.

#### IV - الخلاصة:

تم في هذه الدراسة تحديد مدى قدرة صناديق الإستثمار الإسلامية في تنشيط السوق المالية، فمن خلال تفسير نتائج مؤشرات السوق المالية الإسلامية، وتقييم تطور وأداء صناديق الإستثمار الإسلامية في السوق المالية الماليزية خلال الفترة الممتدة من 2008 إلى 2018، توصلت الدراسة إلى جملة من النتائج أهمها:

تتميز صناديق الإستثمار الإسلامية بأنها أداة إستثمارية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، إذ تتنوع هذه الصناديق بحسب أهداف ومتطلبات المستثمرين وإحتياجاتهم الإستثمارية، كما توفر لهم منفذا جديدا للدخول إلى السوق المالية وإستثمار مواردهم وفق مبادئ الشريعة الإسلامية، حيث فتحت لهم مجالات جديدة للإستثمار وفق الأساليب الحلال كالمشاركة والمضاربة وغيرها؛

تعتبر الصناديق الإستثمارية آلية لصغار المستثمرين لإستثمار مدخراتهم، فهي إضافة حقيقية في تنشيط سوق المال المالي، وذلك بجذب مدخرات الجمهور وإعادة إستثمارها مما يعود بالنفع على المستثمرين من ناحية، والدولة في مجال التنمية الاقتصادية من ناحية أخرى؛

تكمن أهمية تكوين صناديق الإستثمار الإسلامية في جذب المستثمرين الذين لا يرغبون في الدخول مباشرة في سوق المالية الماليزية والذين تنقصهم الخبرة والمعرفة والوقت اللازم للتعامل في البورصة، فهي بذلك تساهم بشكل غير مباشر في جذب المدخرات التي كان يصعب دخولها في السوق؛

تؤدي صناديق الإستثمار الإسلامية دورا هاما بالنسبة للسوق المالية الماليزية، كونها وسيلة فعالة لتجميع المدخرات، فهي تساهم في تنشيط حركة تداول الأوراق المالية الإسلامية من خلال ما توفره من أدوات إستثمارية تناسب ظروف المستثمرين. كما تعتبر آلية لكسب ثقة المستثمرين في السوق المالية، حيث أن سلوك المستثمر المالي يعطي أهمية بالغة للحياة الإسلامية، وهذا الوازع الديني أثر بصورة كبيرة تجاه التعاملات المالية للمستثمر؛

توصي الدراسة بالعمل على التوسع في إنشاء صناديق إستثمار إسلامية، وتنويعها في مختلف المجالات، من أجل جذب المدخرات والمساهمة في تنشيط السوق المالي الماليزي وبالتالي تحقيق التنمية الاقتصادية؛ كما توصي بضرورة الإستفادة من خبرات هذه الصناديق، وإرساء معالم الإستثمار في صناديق الإستثمار الإسلامية في الجزائر.

## الإحالات والمراجع:

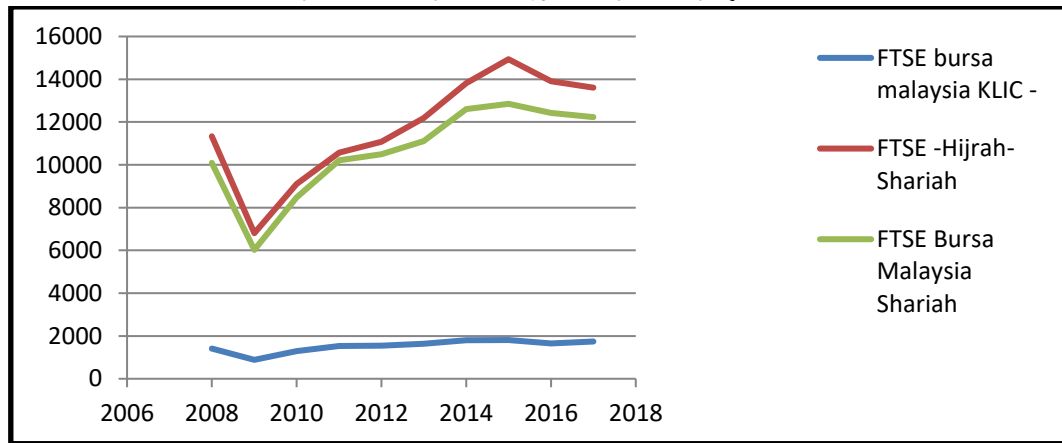
- أحمد صبحي العيادي. (2010). إدارة العمليات المصرفية والرقابة عليها. عمان: دار الفكر.
- جمال لعامرة. (2006). تحديات السوق المالي الإسلامي. الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية (الصفحات 6 - 7). الجزائر: كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة.
- حسن خلف فليح. (2006). البنوك الإسلامية. الأردن: عالم الكتاب الحديث.
- حسين بلعجوز. (2009). مخاطر صيغ التمويل في البنوك الإسلامية والبنوك الكلاسيكية. مصر: مؤسسة الثقافة الجامعية.
- سليم جابو. (2012). تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية، دراسة حالة للأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة 2001 - 2010. الجزائر: كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة.
- سليم جابو. (2018). نموذج مقترح لسوق أوراق مالية إسلامية، تجارب بعض الأسواق المالية الإسلامية وإمكانية التطبيق بالجزائر "دراسة استشرافية". الجزائر: كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة.
- سليم قط. (2016). مفاضلة الاستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية -دراسة مقارنة - الجزائر: كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة.
- ضيف الله منصور عيسى. (2008). نظرية الأرباح في المصارف الإسلامية. الأردن: دار النفائس.
- عايد فضل الشعراوي. (2008). المصارف الإسلامية. مصر: الدار الجامعية.
- محمد أشرف دوابة. (2006). دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية. مصر: دار السلام.
- محمد أشرف دوابة. (2006). صناديق الإستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق. مصر: دار السلام.
- محمد الأمين ولد عالي. (2011). التنظيم الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية. بيروت: دار ابن حزم.
- محمد أيوب. (2009). النظام المالي في الإسلام، ترجمة عمر سعيد الأيوبي. لبنان: مؤسسة محمد بن راشد آل مكتوم.
- محمد عدنان بن ضيف. (2008). الإستثمار في سوق الأوراق المالية، دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية. الجزائر: كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة.
- مريم زايد، و محمد بوجلal. (2013). دور صناديق الإستثمار الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية، حالة سوق الأسهم السعودي. الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية (آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية) (صفحة 4، 3، 11). الجزائر: المدرسة العليا للتجارة.
- وائل عريبات. (2006). المصارف الإسلامية والمؤسسات الاقتصادية. عمان: دار الثقافة.

## -Referrals and references-

- Anas Ahmad, B., & Ainulashikin, M. (2019). THE DETERMINANTS OF ISLAMIC MUTUAL FUND FLOWS: EVIDENCE FROM MALAYSIA. International Journal of Advanced Research in Economics and Finance, 1(1), 10-21. OnLine : <http://myjms.mohe.gov.my/index.php/ijaref> (Visited 08/12/2019)
- Andreas, H., Hussain, R., & Michael. (2011). 'Islamic mutual funds' financial performance and international investment style: evidence from 20 countries'. European Journal of Finance, 17(9-10), 829-850. OnLine : <https://www.researchgate.net/publication/228203146> (Visited 08/12/2019)
- Bursa malaysia. (2019, 12 08). Retrieved from <http://www.bursamalaysia.com/market/>
- Mona Mohamed, E.-H. (2014). The role of investment funds In the development of the Islamic financial markets. American arabic academy of science and technology, 5(13), 91-112. OnLine : [http://www.amarabac-magazin.com/fileadmin/images/pdfs/AMARABAC\\_5-13\\_91-112.pdf](http://www.amarabac-magazin.com/fileadmin/images/pdfs/AMARABAC_5-13_91-112.pdf) (Visited 08/12/2019)
- Rafay, A., Usman, J., & Izhar, M. (2017). INVESTIGATING THE PERFORMANCE OF ISLAMIC MUTUAL FUNDS: EVIDENCE FROM AN EMERGING ECONOMY. City University Research Journal, 7(2), 234-241. OnLine : <http://www.cityuniversity.edu.pk/curj/Journals/Journal/July%202017/article%20a6.pdf> (Visited 08/12/2019)
- Securities Commission. (2019, 12 08). Retrieved from <https://www.sc.com.my/>
- Yaqoob, A., Guangguo, S., & Waqas, B. (2017). Fund-specific Determinants of Performance: An Empirical Study of Islamic and Conventional Mutual Funds of Pakistan. International Journal of Economics and Financial Issues, 7(5), 359-370. OnLine : [www.econjournals.com/index.php/ijefi/article/download/5429/pdf](http://www.econjournals.com/index.php/ijefi/article/download/5429/pdf) (Visited 08/12/2019)

الملاحق:

الشكل (01): أداء المؤشرات الشرعية للبورصة الماليزية خلال الفترة 2008-2018



المصدر: إعداد الباحثين، اعتماداً على: إحصائيات عن سوق رأس المال الإسلامي الماليزي، 2019/12/08، متاحة على الموقع الإلكتروني:

<https://www.sc.com.my/data-statistics/islamic-capital-market-statistics/>

الجدول (01): تطور نسب عدد الأسهم الشرعية ورسملة السوق المالية الإسلامية من إجمالي سوق رأس المال الماليزي (2008 - 2018)

| 2018                                                                     | 2017  | 2016  | 2015  | 2014 | 2013  | 2012  | 2011 | 2010 | 2009 | 2008 |
|--------------------------------------------------------------------------|-------|-------|-------|------|-------|-------|------|------|------|------|
| نسبة الأسهم الشرعية من إجمالي أسهم سوق رأس المال الماليزي                |       |       |       |      |       |       |      |      |      |      |
| 75.30                                                                    | 76.02 | 74.23 | 73.86 | 74.3 | 71    | 89    | 89   | 88   | 88   | 87   |
| نسبة رأس المال الإسلامي من إجمالي القيمة السوقية لسوق رأس المال الماليزي |       |       |       |      |       |       |      |      |      |      |
| 60.96                                                                    | 59.49 | 61.81 | 64.09 | 61.3 | 60.49 | 64.28 | 63   | 59.3 | 63.8 | 64.2 |

Source: Securities Commission (2009-2019), annual report, Malaysia.

الجدول (02): صناديق الاستثمار الإسلامية في بورصة ماليزيا (2016-2018)

| 2018   | 2017   | 2016   |                                                                  |
|--------|--------|--------|------------------------------------------------------------------|
| 224    | 213    | 198    | صناديق الاستثمار الإسلامية (صندوق)                               |
| 650    | 644    | 627    | إجمالي الصناعة (صندوق)                                           |
| 83.45  | 77.78  | 60.91  | صافي الأصول المضافة من صناديق الاستثمار الإسلامية (بليون رينجيت) |
| 426.18 | 426.98 | 358.47 | صافي الأصول المضافة لإجمالي الصناعة (بليون رينجيت)               |
| 19.58  | 18.22  | 16.99  | نسبة صناديق الاستثمار الإسلامية من إجمالي الصناعة                |

المصدر: هيئة الأوراق المالية الماليزية، إحصائيات عن سوق رأس المال الإسلامي الماليزي، 2019/12/08، متاحة على الموقع الإلكتروني:

الجدول (03): العائد السنوي لعينة من صناديق الإستثمار الإسلامية لمتوسط الفترة (2008 - 2018)

| صناديق الاستثمار                     | العائد المتوسط خلال فترة الدراسة |
|--------------------------------------|----------------------------------|
| INVESTMENTS DANA AL-ILHAM            | 17,87                            |
| KENANGA SYARIAH GROWTH FUND          | 14                               |
| Public Islamic Opportunities         | 19,85                            |
| Manulife Investment Al-Fauzan        | 10,53                            |
| AFFIN HWANG AIIAMAN GROWTH           | 16,9                             |
| CIMB Islamic DALI Equity Growth Fund | 14,16                            |
| AmIslamic Growth                     | 13,98                            |
| PMB SHARIAH GROWTH FUND              | 16,51                            |
| PMB Shariah Aggressive Fund          | 14,87                            |
| KLIC                                 | 4,14                             |
| EMAS Shariah                         | 6,37                             |
| Hijrah Shariah                       | 9,31                             |

المصدر: إعداد الباحثين، اعتماداً على، بيانات الصناديق الإسلامية. 2019/12/08، متاحة على المواقع الإلكترونية:

<http://www.islamic-invest-malaysia.com>

<https://www.fundsupermart.com.my/main/fundinfo/viewFund.svdo?sedolnumber>

<http://www.cimb-principal.com>.

الجدول (04): تقدير نماذج الإنحدار الخطي البسيط لصناديق الاستثمار الإسلامية على أداء مؤشرات سوق رأس المال الإسلامي المالي للفترة (2008- 2018)

| نماذج الإنحدار الخطي البسيط | معلمة الإنحدار |          | المعلمة التقاطعية |          | معنوية النموذج | معامل التحديد | معامل الارتباط |          |
|-----------------------------|----------------|----------|-------------------|----------|----------------|---------------|----------------|----------|
|                             | التقدير        | المعنوية | التقدير           | المعنوية |                |               | القيمة         | المعنوية |
| مؤشر الشريعة                | 0.007          | 0.014    | -30.2             | 0.227    | 0.014          | 0.549         | 0.741          | 0.000    |
| مؤشر الهجرة                 | 0.006          | 0.012    | -27.5             | 0.233    | 0.012          | 0.571         | 0.755          | 0.000    |
| مؤشر كوالالمبور             | 0.048          | 0.025    | -32.3             | 0.265    | 0.025          | 0.485         | 0.697          | 0.000    |

المصدر: إعداد الباحثين، اعتماداً على مخرجات برنامج SPSS

#### كيفية الاستشهاد بهذا المقال حسب أسلوب APA :

سليم جابو، نوال بن عمارة، الطاهر بن عمارة. (2020). صناديق الاستثمار الإسلامية ودورها في تنشيط الأسواق المالية الإسلامية: دراسة حالة السوق المالية الماليزية خلال (2008 - 2018)، مجلة رؤى اقتصادية، المجلد 10(01)، الجزائر : جامعة الشهيد حمه لخضر، الوادي، الجزائر ص.ص 303 - 314.

يتم الاحتفاظ بحقوق التأليف والنشر لجميع الأوراق المنشورة في هذه المجلة من قبل المؤلفين المعنيين بموجب رخصة المشاع الإبداعي نسب

المصنف - غير تجاري 4.0 رخصة عمومية دولية (CC BY-NC 4.0).



Roa Iktissadia Review is licensed under a Creative Commons Attribution-Non Commercial license 4.0 International License. Libraries Resource Directory. We are listed under Research Associations category