



الجمهورية العربية السورية

جامعة دمشق

كلية الاقتصاد

قسم الاقتصاد

دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تحقيق النمو الاقتصادي - دراسة مقارنة مع صناديق الاستثمار التقليدية

رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد

إعداد الطالب

قصي احمد الشيخه

إشراف

الدكتور سليمان موصللي

العام 2015

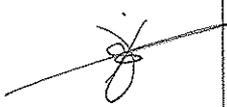
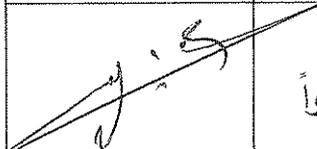


الجمهورية العربية السورية

جامعة دمشق

كلية الاقتصاد

السادة أعضاء لجنة الحكم

	عضواً	الأستاذ في قسم الاقتصاد - كلية الاقتصاد - جامعة دمشق	أ.د. رسلان خضور
	عضواً ومشرفاً	المدرس في قسم الاقتصاد - كلية الاقتصاد - جامعة دمشق	د. سليمان موصلي
	عضواً	المدرس في قسم الاقتصاد - كلية الاقتصاد - جامعة دمشق	د. حسين قبلان

شكر وتقدير

ربي لك الحمد كما ينبغي لجلال وجهك وعظيم سلطانك، لك الحمد والشكر على نعمك وعطاياك، والشكر والثناء لك عليّ أن وفقنتي ويسرت لي السبيل لإتمام هذا البحث والصلاة والسلام على سيدنا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين.

الباحث إذ يسجد لله شاكراً نعمه لا يفوته أن يتوجه بجزيل الشكر لمن كان لهم الفضل الأكبر بعد الله في إتمام هذا البحث، فالكلمات تقف حائرة عاجزة عن الوفاء بحق هؤلاء.

أتوجه بعميق مشاعر الحب والتقدير والتبجيل والإخلاص لأستاذي الفاضل الدكتور سليمان موصللي المشرف على هذه البحث لما قدمه لي من فيض علمه الواسع وخبرته العميقة، شاكراً له ما قدمه لي من متابعة وتوجيه متواصلين وتشجيع لا ينقطع، فجزاه الله عني خير الجزاء وزاده الله علماً وامتعه بوافر الصحة والعافية إنه على ما يشاء قدير.

كما أشكر أساتذتي وأخص بالشكر السادة الدكاترة أعضاء لجنة الحكم لتكرمهم بتصويب ما بدر في هذا البحث من هنات، فجزاهم الله كل خير.

وبراً بوالديّ أشكر والدتي ووالدي اللذان ربياني صغيراً إلى أن وصلت لما وصلت إليه والشكر متواصل لأخوتي جميعاً.

لطالما كانت العون والسند ومحرك العقل والقلب زوجتي الصالحة ووالدتها ووالدها وأخوتها الذين كانوا عوناً لي، فجزاهم الله أحسن الجزاء.

أهدي عملي هذا خالصاً لوجه الله ولطفلي الصغير معتصم سألماً الله أن يكون صالحاً في سبيل الله، كما أهديتها للأخوة الباحثين سألماً الله أن تكون عوناً لهم في أبحاثهم، والحمد لله رب العالمين....

الباحث

فهرس المحتويات

أ.....	شكر وتقدير
ب.....	فهرس المحتويات
ج.....	قائمة الجداول
ج.....	قائمة الأشكال
ح.....	المستخلص
1.....	الفصل الأول الإطار العام للبحث
2.....	1-1- مقدمة عامة للبحث:
4.....	2-1- مشكلة البحث:
5.....	3-1- أهداف البحث:
5.....	4-1- دوافع وأهمية البحث:
6.....	5-1- مصطلحات البحث:
6.....	1-5-1- صناديق الاستثمار التقليدية Conventional Mutual Funds:
6.....	2-5-1- صناديق الاستثمار الإسلامية Islamic Mutual Funds :
8.....	3-5-1- النمو الاقتصادي Economic Growth :
8.....	6-1- حدود البحث:
10.....	الفصل الثاني أدبيات البحث
11.....	1-2- مقدمة الفصل:
12.....	2-2- الجزء الأول : الإطار النظري
12.....	1-2-2- فكرة صناديق الاستثمار الإسلامية والتقليدية
12.....	1-1-2-2- النشأة والتطور:
15.....	2-1-2-2- آلية تشكيل وعمل صناديق الاستثمار :
20.....	3-1-2-2- المقارنة بين صناديق الاستثمار الإسلامية والتقليدية:
20.....	1-3-1-2-2- معيار الضابط الأخلاقي والشرعي:
20.....	2-3-1-2-2- معيار العقد مع الإدارة:
22.....	3-3-1-2-2- معيار الأداء:
23.....	2-2-2- دور صناديق الاستثمار الإسلامية والتقليدية في رفع معدل النمو الاقتصادي:
23.....	1-2-2-2- دور صناديق الاستثمار في تعبئة المدخرات:
28.....	2-2-2-2- دور صناديق الاستثمار في جذب الاستثمار الأجنبي:
30.....	3-2-2-2- دور صناديق الاستثمار في تنشيط السوق المالية:
34.....	4-2-2-2- دور صناديق الاستثمار في تمويل الاستثمار وتوجيهه:
36.....	5-2-2-2- دور صناديق الاستثمار في تطبيق السياسات المالية والنقدية :
40.....	6-2-2-2- دور صناديق الاستثمار في تخفيض معدلات البطالة :
43.....	7-2-2-2- دور صناديق الاستثمار في تخفيض معدل التضخم:
46.....	3-2- الجزء الثاني: الدراسات السابقة

46	1-3-2- المجموعة الأولى: الدراسات المتعلقة بمقارنة أداء الصناديق الإسلامية والتقليدية
57	2-3-2- المجموعة الثانية: الدراسات المتعلقة بدور صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية في تعبئة المدخرات ورفع معدل النمو الاقتصادي
61	3-3-2- ملخص بالدراسات السابقة:
65	4-3-2- الجديد الذي يقدمه البحث:
66	4-2- خلاصة الفصل الثاني:
68	الفصل الثالث منهج البحث وإجراءاته
69	1-3- مقدمة الفصل:
70	2-3- فرضيات البحث:
71	3-3- مجتمع البحث:
71	4-3- متغيرات البحث وكيفية قياسها:
73	5-3- بيانات البحث ومصادرها:
74	6-3- النموذج النظري:
75	7-3- أسلوب تحليل البيانات:
75	1-7-3- اختبارات جذر الوحدة Unit Root Tests:
76	1-1-7-3- اختبار ديكي – فولر الموسع (Augmented Dickey-Fuller Test (ADF):
77	2-1-7-3- اختبار فيليبس – بيرون (Phillips and Perron (PP):
77	2-7-3- التكامل المشترك Co-integrating:
78	1-2-7-3- اختبار جوهانسن – جيبلس (Johansen – Juselius Test):
79	1-1-2-7-3- اختبار الإمكانية العظمى The lambda-max test:
80	2-1-2-7-3- اختبار الأثر The trace test:
80	2-2-7-3- نموذج تصحيح الخطأ الموجه (Vector Error Correction Model (VECM):
82	3-2-7-3- معادلة متجه التكامل المشترك:
82	4-2-7-3- اختبار جرانجر للسببية Granger Causality Test:
83	5-2-7-3- تحليل التباين Variance Decomposition والاستجابة النبضية (الفورية) Impulse Response:
85	9-3- خلاصة الفصل الثالث:
86	الفصل الرابع نتائج البحث ومناقشتها
87	1-4- مقدمة الفصل:
88	2-4- تحليل البيانات:
88	1-2-4- دراسة السلاسل الزمنية لمتغيرات البحث:
88	1-1-2-4- توصيف متغيرات البحث (Descriptive Statistics):
90	2-1-2-4- مصفوفة معاملات الارتباط (Correlation Matrix):
93	2-2-4- تحليل السلاسل الزمنية لمتغيرات البحث باستخدام منهج التكامل:
93	1-2-2-4- اختبار جذر الوحدة Unit Root Test:
93	1-1-2-2-4- اختبار ديكي-فولر الموسع ADF:
95	2-1-2-2-4- اختبار فيليبس-بيرون PP:

98	2-2-2-4- تحديد فترات الإبطاء الأنسب للنموذج Lag Length Criteria
99	3-2-2-4- اختبار التكامل المشترك Co-integrating Test
100	4-2-2-4- نموذج تصحيح الخطأ الموجه VECM
102	5-2-2-4- معادلة متجه التكامل المشترك
103	6-2-2-4- اختبار جرانجر للسببية Granger Causality Test
104	7-2-2-4- تحليل التباين والاستجابة النبضية (الفورية)
104	1-7-2-2-4- تحليل التباين Variance Decomposition
105	2-7-2-2-4- الاستجابة النبضية (الفورية) Impulse Response
107	3-4- نتائج البحث واختبار الفرضيات
108	1-3-4- نتائج اختبار الفرضية الأولى
109	2-3-4- نتائج اختبار الفرضية الثانية
110	4-4- مناقشة نتائج البحث وتفسيرها
113	5-4- خاتمة الفصل
114	الفصل الخامس الخاتمة
115	1-5- خلاصة النتائج
116	2-5- التوصيات والمقترحات
116	1-2-5- توصيات ومقترحات عامة
116	2-2-5- التوصيات والمقترحات الخاصة بسورية
121	3-5- الآفاق والدراسات المستقبلية
122	المراجع Reference
132	الملاحق
132	الملحق رقم (1) : السلاسل الزمنية لمتغيرات البحث
133	الملحق رقم (2): تحليل التباين
134	Abstract

قائمة الجداول

88	الجدول رقم 1 توصيف متغيرات البحث
90	الجدول رقم 2 مصفوفة معاملات الارتباط
94	الجدول رقم 3 نتائج اختبار ADF لجذر الوحدة
96	الجدول رقم 4 نتائج اختبار PP لجذر الوحدة
98	الجدول رقم 5 فترات الإبطاء في النموذج
99	الجدول رقم 6 نتائج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك
100	الجدول رقم 7 نموذج تصحيح الخطأ للنموذج
102	الجدول رقم 8 التعديل بين الأجل القصير والطويل
103	الجدول رقم 9 نتائج اختبار جرانجر للسببية
105	الجدول رقم 10 تحليل التباين

قائمة الأشكال

26	الشكل رقم 1 الأشكال الشائعة لتنظيم صناديق الاستثمار الأمريكية
38	الشكل رقم 2 التركيبة الكلية لأصول صناديق الاستثمار في سوق النقد عام 2013
106	الشكل رقم 3 الاستجابة النبضية (الفورية)

المستخلص

تهدف الدراسة إلى دراسة صناديق الاستثمار الإسلامية والتقليدية من منظور الاقتصاد الكلي، وذلك خلال مقارنة تأثير صناديق الاستثمار الإسلامية والتقليدية في تحقيق النمو الاقتصادي، وذلك من خلال بيانات ربعية عن ماليزيا خلال الفترة 2006-2014، وذلك باستخدام: اختبارات جذر الوحدة، اختبار جوهانسن للتكامل المشترك، نموذج تصحيح الخطأ الموجه VECM، اختبار جرانجر للسببية، وتحليل التباين والاستجابة النبضية.

تشير النتائج إلى وجود علاقة طردية وذات دلالة إحصائية طويلة الأجل بين صناديق الاستثمار الإسلامية والنتائج المحلي الإجمالي (كوكيل عن معدل النمو الاقتصادي)، وكذلك وجود علاقة عكسية وذات دلالة إحصائية طويلة الأجل بين صناديق الاستثمار التقليدية والنتائج المحلي الإجمالي (كوكيل عن معدل النمو الاقتصادي). أما على المدى القصير، بين تحليل VECM العلاقة قصيرة الأجل، حيث تبين وجود علاقة طردية وذات دلالة إحصائية قصيرة الأجل بين صناديق الاستثمار التقليدية والنتائج المحلي الإجمالي في الفجوة الأولى، ولكن لا يوجد علاقة قصيرة الأجل أو سببية بين الصناديق الإسلامية والنتائج المحلي الإجمالي. علاوة على ذلك، تظهر تقنية تحليل التباين أن الصدمات في الناتج المحلي الإجمالي تشرح ما يقرب من 42.8٪ من تباين الناتج المحلي الإجمالي في الربع العاشر، بينما صدمات صناديق الاستثمار التقليدية تفسر التباين في الناتج المحلي الإجمالي أكثر من أي متغير آخر حيث بلغ في الربع العاشر 38.1٪ والصدمات للصناديق الإسلامية تفسر فقط 6.8٪ من تباين الناتج المحلي الإجمالي في الربع العاشر.

الكلمات المفتاحية: صناديق الاستثمار الإسلامية، صناديق الاستثمار التقليدية، معدل النمو الاقتصادي، الناتج المحلي الإجمالي، اختبارات جذر الوحدة، اختبار جوهانسن للتكامل المشترك، نموذج تصحيح الخطأ الموجه، اختبار جرانجر للسببية، تحليل التباين والاستجابة النبضية.

الفصل الأول

الإطار العام للبحث

1-1- مقدمة عامة للبحث:

يعد النمو الاقتصادي بوصلة العمل الاقتصادي، إذ يسعى الاقتصاديون وصناع القرار لرفع معدل النمو الاقتصادي وزيادة حصة الفرد من الناتج المحلي الإجمالي GDP، مما يساهم في تحسين الوضع المعيشي وتحقيق التنمية بكافة أبعادها الاقتصادية والسياسية والاجتماعية. ولتحقيق النمو الاقتصادي فإن المحدد الأساسي هو الاستثمار معبراً عنه بالتراكم الرأسمالي والطاقت الإنتاجية الجديدة التي يولدها، كما أن مفهوم الاستثمار يرتبط بمستوى الإنتاجية والكفاية الحدية لرأس المال وهذا يرتبط بالمستوى التقني والتكنولوجي المستخدم في عملية الإنتاج. ولما كانت صناديق الاستثمار تسعى لجذب المدخرات وتحويلها من الاكتناز إلى الاستثمار من خلال الإدارة الفعالة والعلمية للأموال، فإن هذا البحث جاء ليبيّن كيف يمكن لصناديق الاستثمار أن تجذب المدخرين لتوظيف أموالهم وإعادة حقنها في الاقتصاد بما يولد استثمارات جديدة توفر التمويل للشركات وتولد دخلاً جديداً بما يحرك عجلة الاقتصاد ويرفع من معدل النمو الاقتصادي؟

تلعب صناديق الاستثمار دوراً كبيراً في الاقتصاد العالمي وتحتل مكاناً بارزاً في تداولات الأسواق المالية، حيث أن صناديق الاستثمار تعدّ وسيلةً فعالةً في تعبئة المدخرات الوطنية، وكذلك جذب الاستثمارات الأجنبية، وتعكس الإدارة الفعالة للأموال وتوظيفها في الجوانب التي تحقق العائد المرتفع وتخفيض المخاطر من خلال التنوع القائم على أسس علمية دقيقة، حيث تساهم في توفير التمويل اللازم للشركات والمنشآت الاقتصادية، وذلك من خلال استثمارها في الأسهم والسندات. كما أنها تساعد في توفير التمويل اللازم للحكومات للقيام بأنشطتها الاقتصادية، والتحكم الفعال في الوضع المالي والنقدي للدولة، حيث أن الدولة تقوم بطرح سندات وأذونات الخزانة والتي تعد أدوات جاذبة لصناديق الاستثمار، كما أن الصناديق السيادية تعد من أهم الصناديق الاستثمارية التي تشكلها الدولة لتوظيف فوائدها النقدية، وكذلك تساعد على توفير فرص عمل جديدة مما يخفض معدلات البطالة، وكذلك تمتص جزءاً من الدخل المخصص للاستهلاك وتوجهه نحو الادخار ليعاد استثماره مما يساهم في تخفيض معدلات التضخم. ونظراً للاهتمام المتزايد بالاقتصاد الإسلامي، وخصوصاً بعد الأزمة المالية العالمية في عام 2008، كان لابد من التوسع في أدوات

اقتصادية تساهم في توجيه الاستثمار نحو الاقتصاد الحقيقي وتخفيض عمليات التوريق التي تولد اقتصاداً وهمياً أكبر بأضعاف المرات من حجم الاقتصاد الحقيقي، وهنا لعبت الصيغ المالية الإسلامية دوراً كبيراً، حيث أن هذه الصيغ تستند إلى ضوابط شرعية تحرم التعامل بصيغ ربوية تعتمد على الفائدة وبالتالي فإنها تركز على الاستثمار في الأسهم وبيع مباحة شرعياً، وتحرم التعامل بالسندات التي تعتمد على معدلات الفائدة، حيث أن التمويل بالمديونية والاستفادة من مزايا الرفع المالي قد لا ينعكس في اقتصاد حقيقي متمثل ببيع وخدمات.

جاءت هذه الدراسة لتحليل الدور الذي تلعبه صناديق الاستثمار في رفع معدلات النمو الاقتصادي، ودراسة أهمية صناديق الاستثمار وخصوصاً الإسلامية منها في التنمية الاقتصادية، وذلك من خلال تعبئة المدخرات وتوظيفها في جوانب استثمارية فعالة بما يساهم في التوظيف الأمثل للموارد.

1-2- مشكلة البحث:

تحاول هذه الدراسة البحث في مشكلة أساسية تكمن في الإجابة على التساؤل التالي: هل تساهم صناديق الاستثمار وخصوصاً الإسلامية منها في رفع معدل النمو الاقتصادي؟ إن السؤال العام السابق يتولد عنه عدة تساؤلات تتعلق بآليات مساهمة صناديق الاستثمار في رفع معدل النمو وهي:

1. هل تساهم صناديق الاستثمار في تعبئة المدخرات، وتحويلها من الاكتناز إلى الاستثمار؟

2. هل تساهم صناديق الاستثمار في جذب الاستثمار الأجنبي؟

3. هل تساهم صناديق الاستثمار في تنشيط السوق المالية؟

4. هل تساهم صناديق الاستثمار في تمويل الاستثمار وتوجيهه نحو قطاعات اقتصادية منتجة تولد نمواً اقتصادياً حقيقياً من خلال زيادة التكوين الرأسمالي الثابت، أم أنها تقتصر على المضاربة في السوق المالية فقط؟

5. هل تساهم صناديق الاستثمار في تطبيق السياسات المالية والنقدية، وذلك من خلال تمويل عجز الموازنة أو استثمار الفوائض المالية الحكومية من خلال الصناديق السيادية؟

6. هل تساهم صناديق الاستثمار في تخفيض معدل البطالة، من خلال توفير فرص عمل جديدة أو تنمية رأس المال البشري؟

7. هل تساهم صناديق الاستثمار في تخفيض معدل التضخم؟

إن التساؤلات السابقة توضح أن الآليات التي تساهم فيها صناديق الاستثمار في رفع معدل النمو الاقتصادي متعددة ومتداخلة، وبالتالي لا يمكن عزل تأثيراتها المحتملة عن بعضها البعض، وبالتالي لابد من دراسة أثر صناديق الاستثمار وخصوصاً الإسلامية منها في الاقتصاد الكلي.

1-3- أهداف البحث:

يهدف البحث إلى تحقيق النقاط التالية:

1. اكتشاف الدور المحتمل لصناديق الاستثمار الإسلامية في معدلات النمو الاقتصادي في ماليزيا.
 2. اكتشاف الدور المحتمل لصناديق الاستثمار التقليدية في معدلات النمو الاقتصادي في ماليزيا.
 3. البحث في إمكانية ومتطلبات إحداث صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية في سورية، والتأثيرات الاقتصادية المحتملة لإحداثها.
- وبالرغم من أن البحث سيعتمد على بيانات تتعلق بالاقتصاد الماليزي، إلا أن البوصلة ستكون سورية، ومدى إمكانيات تطبيق صناديق الاستثمار فيها وانعكاس ذلك على الأداء الاقتصادي ومعدل النمو الاقتصادي، وذلك من خلال الأدلة التي سيتم اختبارها على ماليزيا.

1-4- دوافع وأهمية البحث:

أن دوافع وأسباب اختيار البحث تعود إلى ما يلي:

- من خلال مراجعة الدراسات السابقة التي تناولت صناديق الاستثمار بشكل عام وصناديق الاستثمار الإسلامية بشكل خاص تبين أن معظم هذه الدراسات جاءت على المستوى الجزئي لناحية تقييم أدائها وإدارتها، إلا أن الدراسات التي تناولت صناديق الاستثمار على المستوى الكلي لا تزال محدودة.
- على الرغم من الانتشار العالمي والإقليمي لصناعة صناديق الاستثمار بشكل عام وصناديق الاستثمار الإسلامية بشكل خاص، إلا أنه حتى تاريخ إعداد البحث لم يتم إدراج أو تأسيس أي صندوق استثماري في سورية.

من خلال دوافع اختيار البحث فإن أهميته تتمثل في دراسة صناديق الاستثمار الإسلامية والتقليدية من منظور كلي، وذلك من خلال اكتشاف التأثير المحتمل لصناديق الاستثمار في تحقيق النمو الاقتصادي، وكذلك اكتشاف متطلبات إنشاء صناديق الاستثمار في سورية.

1-5- مصطلحات البحث:

سنوضح بعض المصطلحات المستخدمة في البحث:

1-5-1 - صناديق الاستثمار التقليدية Conventional Mutual Funds:

تعتبر صناديق الاستثمار التقليدية شركات استثمارية مدارة وهي تختلف عن غيرها من الشركات الاستثمارية غير المدارة والتي تقوم بتجميع الأموال وإعادة استثمارها في محفظة أوراق مالية ثابتة طوال حياة الشركة حيث تقوم شركة وساطة بشراء محفظة أوراق مالية تودعها لدى شركة ضامنة وتقوم الشركة الضامنة بعد ذلك ببيع حصص في تلك المحفظة إلى الجمهور تدعى شهادات إيداع قابلة للاسترداد وتدفع الشركة الضامنة الدخل المتحقق من هذه الأوراق المالية إلى أصحاب الحصص، وهنا تبقى المحفظة ثابتة طوال عمر الشركة مما يخفض التكاليف الإدارية الناجمة عن إدارة المحفظة (سليمان و موصلي، الأسواق المالية، 2014، الصفحات 334-335).

وقد تعددت تعريف صناديق الاستثمار التقليدية، إلا أن الباحث يعرف صناديق الاستثمار التقليدية وذلك تبعاً للغرض من هذا البحث بأنها:

وعاء استثماري يهدف لتعبئة المدخرات الوطنية وخصوصاً الصغيرة منها، وجذب الاستثمارات الأجنبية، وإدارتها بطريقة علمية وفعالة، وتوجيهها نحو تمويل: أما استثمارات جديدة بما يسهم في إنشاء طاقات إنتاجية جديدة تولد فرص عمل ودخول جديدة مما يرفع معدل النمو الاقتصادي، أو مشاريع إنتاجية قائمة مما يساعد في تنشيط السوق المالية الثانوية وأسواق النقد، ويساعد في نقل الفوائض المالية للشركات (عامة أو خاصة) إلى الشركات الأخرى (عامة أو خاصة) ذات العجز التمويلي.

1-5-2 - صناديق الاستثمار الإسلامية Islamic Mutual Funds :

مصطلح "صندوق الاستثمار الإسلامي" يعني وعاء مشترك يسهم فيه المستثمرون بأموالهم الفائضة لغرض استثمارها لكسب الأرباح الحلال بما يتفق تماماً مع مبادئ الشريعة الإسلامية. ويجوز للمشاركين في الصندوق الحصول على وثيقة تثبت اشتراكهم وتوهمهم للحصول على الأرباح تناسب ما حصل فعلاً من قبل الصندوق. يمكن أن تسمى هذه

الوثائق شهادات، وحدات، أسهم أو يمكن إعطاء أي اسم آخر، مع مراعاة صحتها الشرعية وفق شرطين أساسيين:

أ- بدلاً من الحصول على معدل عائد ثابت مقيد مع القيمة الاسمية (كما في صناديق الدخل التي تعتمد على السندات في محافظتها)، يتم الحصول على عائد بالتناسب مع ما حصل فعلاً من قبل الصندوق. أي على الأعضاء الدخول في الصندوق مع فهم واضح بأن يرتبط العائد على مساهمتهم مع الأرباح الفعلية المحققة أو الخسائر التي يتكبدها الصندوق. إذا كان الصندوق يكسب أرباحاً طائلة، فإن العائد على مساهمتهم سيرتفع حسب كل حصة. ومع ذلك في حالة الصندوق يعاني من الخسارة سيكون عليهم تشاركها أيضاً، إلا إذا تسبب في خسارة عن إهمال أو سوء إدارة، في هذه الحالة إدارة الصندوق سوف تكون عرضة للتعويض لهم.

ب- حتى المبالغ المجمعّة يجب أن تستثمر في الأعمال التجارية الموافقة لأحكام الشريعة الإسلامية. فهذا يعني أنه ليس فقط تقيد قنوات الاستثمار بالشريعة، ولكن أيضاً الشروط المتفق عليها معهم يجب أن تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية (Usmani, 1998).

ويعرّف الباحث صناديق الاستثمار الإسلامية وذلك تبعاً للغرض من هذا البحث بأنها:

وعاء استثماري يهدف لتعبئة المدخرات الوطنية وخصوصاً الصغيرة منها والتي يرغب مدخروها باستثمارها بطريقة تتفق مع الشريعة الإسلامية التي يؤمنون بها، وجذب الاستثمارات الأجنبية، وإدارتها بطريقة علمية وفعالة وبصورة تتفق مع مبادئ الشريعة الإسلامية، وتوجيهها نحو تمويل قطاعات إنتاجية تمثل اقتصاداً حقيقياً، والابتعاد عن التعامل بالربا (الفائدة) والغرر والميسر، مما يساعد في دوران عجلة الاقتصاد ورفع معدل النمو الاقتصادي.

ويشير مصطلح صناديق الاستثمار إلى صناديق الاستثمار بشقيها الإسلامي والتقليدي. في حين أن مفهوم صناديق الاستثمار الأخلاقية يشير إلى الصناديق التي تتكون محافظتها

الاستثمارية من الأوراق المالية الصادرة عن الشركات التي لا تتعامل مع بعض الصناعات (على سبيل المثال: الأسلحة، الكحول، الملوثة للبيئة، وغيرها من الصناعات ذات الضرر الاجتماعي).

1-5-3- النمو الاقتصادي Economic Growth :

يعد النمو الاقتصادي الشغل الشاغل لكل الاقتصاديين وصناع القرار السياسي والاقتصادي والهدف الأساسي للعمل والبحث الاقتصادي، وذلك لما ينطوي عليه من آثار سياسية واقتصادية واجتماعية، كما يعد أحد الأهداف المهمة لكل سياسة اقتصادية حكومية، لأنه يؤلف الأساس لرفع المستوى المعاشي للمادي للسكان وتحسن الوضع المعاشي والانتقال من التخلف نحو التنمية.

ويعرف بأنه: " الزيادات المضطربة طويلة الأجل في نصيب الفرد من الدخل الحقيقي، أو هو معدل التغيير في الناتج القومي الإجمالي GNP. ولذلك عند قياس النمو الاقتصادي نستبعد الآثار الناجمة عن تغيير الأسعار " (بوداجي و الحريري، 2005، صفحة 322).

وفي هذا البحث سيتم استخدام نمو الناتج المحلي الإجمالي GDP كوكيل عن النمو الاقتصادي، وهذا ما سيتم الإشارة إليه في منهجية البحث في الفصل الثالث.

1-6- حدود البحث:

○ **حدود البحث المكانية:** يغطي البحث بيانات صناديق الاستثمار الإسلامية والتقليدية معدل النمو الاقتصادي وكذلك بعض المؤشرات الكلية في ماليزيا، وقد شملت الدراسة ماليزيا فقط للأسباب التالية:

أ- تطور النظام المصرفي الإسلامي وسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وكذلك عملية الدمج بين الخدمات المصرفية وعمليات التمويل الإسلامية والتقليدية في ماليزيا.

ب- تحتل ماليزيا المرتبة الأولى عالمياً في صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية حيث تشكل ما نسبته حوالي /28.6% من إجمالي صناديق الاستثمار

الإسلامية حول العالم من حيث العدد، ومن حيث قيمة الأصول حوالي 34.6%/ من إجمالي صناديق الاستثمار الإسلامية حول العالم، متفوقة على السعودية التي تحتل المركز الثاني (Global Islamic Asset Management Report, 2014).

ت - عدم تمكن الباحث من الحصول على بيانات تفصيلية عن صناديق الاستثمار الإسلامية والتقليدية في دول أخرى مثل السعودية ودول الخليج، وذلك بسبب أن قواعد البيانات التي تغطي الدول الأخرى مدفوعة التكاليف وليس متاحة دون اشتراك.

أما سبب عدم اختيار سورية فهو عدم وجود صناديق استثمار إسلامية أو تقليدية في سورية حتى تاريخ إعداد البحث.

○ **حدود البحث الزمانية:** يغطي البحث الفترة الممتدة من الربع الأول عام 2006 ولغاية الربع الرابع من عام 2014 فقط وذلك بسبب عدم صدور بيانات صناديق الاستثمار عن الفترات اللاحقة حتى تاريخ إعداد البحث، وسيتم اعتماد بيانات صناديق الاستثمار بشكل ربعي (وليس شهري) بما ينسجم مع متطلبات البحث. وكذلك فإن بيانات معدل النمو الاقتصادي والمتغيرات الكلية معدة بشكل ربعي وبالأسعار الثابتة باعتبار أن سنة 2005 سنة أساس وذلك تبعاً للمصدر الذي تم الحصول من خلاله على البيانات.

○ **حدود البحث الإحصائية:** سنعتمد في هذا البحث على اختبار التكامل المشترك المقدم من جوهانسن وجيليس وذلك كونه يصلح للعينات الصغيرة الحجم وكذلك في حال الانحدار المتعدد، ويعاب على هذا الاختبار أنه يشترط أن تكون المتغيرات متكاملة من نفس الدرجة، وعلى الرغم من أن نموذج الانحدار الذاتي ذو فترات الإبطاء الموزعة ARDL لا يشترط تساوي المتغيرات في درجة تكاملها إلا أنه يصعب تطبيقه في حال صغر حجم العينة (حجم العينة 36 ربع) ووجود عدد كبير من المتغيرات التفسيرية (عدد المتغيرات التفسيرية 9 متغيرات)، ولذلك تم الاعتماد على اختبار التكامل المشترك المقدم من جوهانسن وجيليس.

الفصل الثاني

أدبيات البحث

2-1- مقدمة الفصل:

سيتم التطرق في هذا الفصل المعنون بأدبيات البحث إلى جزأين أساسيين:

الجزء الأول يتعلق بالإطار النظري، وهنا سيتم التطرق إلى الجوانب التي يعتقد الباحث أنها تخدم الهدف من البحث دون التوسع في الجانب النظري المتعلق بصناديق الاستثمار بشقيها الإسلامي والتقليدي وذلك لناحية كيفية إدارتها وأنواعها وعملياتها، وذلك نظراً لأن هذا الموضوع قد تم التوسع في عرضه في الكثير من الأبحاث والمراجع باللغة العربية واللغات الأجنبية على حد سواء بالإضافة إلى أنه لا يخدم الهدف من البحث، وسيتم التطرق فقط إلى مقارنة أداء صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية من خلال استعراض الدراسات السابقة وذلك في محاولة لاستقراء أيهما أفضل أداءً لاستثمار الأموال ورفع النمو الاقتصادي. حيث سيتم التطرق أولاً إلى فكرة صناديق الاستثمار من حيث النشأة وآلية عمل الصناديق ثم مقارنة بين صناديق الاستثمار الإسلامية والتقليدية وفق معايير: الضابط الشرعي، العقد مع الإدارة، والأداء. وثانياً دور صناديق الاستثمار بشقيها الإسلامي والتقليدي في رفع معدلات النمو الاقتصادي، من خلال توضيح دورها في بعض المؤشرات الكلية: تعبئة المدخرات، جذب الاستثمار الأجنبي، تنشيط السوق المالية، تمويل الاستثمار وتوجيهه، تطبيق السياسات المالية والنقدية، تخفيض معدل البطالة، تخفيض معدل التضخم على التوالي.

الجزء الثاني يتعلق بالدراسات السابقة، وهنا سوف يتم التطرق للدراسات السابقة في مجموعتين أساسيتين: المجموعة الأولى تشمل الدراسات المتعلقة بمقارنة أداء صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية. أما المجموعة الثانية فتشمل الدراسات المتعلقة بدور صناديق الاستثمار بشقيها التقليدية والإسلامية في تعبئة المدخرات الوطنية واستثمارها وتحقيق النمو الاقتصادي. وأخيراً الجديد الذي يقدمه البحث من خلال استقراء الدراسات السابقة.

وختاماً نلخص ما ورد في هذا الفصل في خاتمة الفصل.

2-2- الجزء الأول : الإطار النظري

2-2-1- فكرة صناديق الاستثمار الإسلامية والتقليدية

2-2-1-1- النشأة والتطور:

أن ظهور صناديق الاستثمار التقليدية وتطورها ارتبط بتطور أسواق رأس المال Capital Markets وتعد فكرة صناديق الاستثمار امتداداً لصناديق التقاعد Pension Funds حيث لجأ العديد من الناس إلى اقتطاع جزء من دخولهم واستثمارها بشكل جماعي لتولد لهم دخولاً بعد سن التقاعد، وكذلك امتداداً لقروض المزارع Plantation Loans التي انتشرت في بداية القرن الثامن عشر عبر شركة الهند الغربية البريطانية وذلك من خلال توريق سندات الرهن العقارية حيث كان يتم تمويل هذه المزارع من خلال إصدار أوراق مالية تطرح للاكتتاب العام برهن المزارع ونتاجها.

على الرغم من أن معظم الدراسات والمراجع والمقالات باللغة العربية تشير إلى أن أول صندوق استثماري ظهر في العام 1822 في بلجيكا، إلا أن دراسة حديثة أشارت إلى أن أول صندوق استثماري ظهر في هولندا عام 1774 على يد السمسار الهولندي ابراهام فان كتوش Apraham Van Ketwich وكان اسم الصندوق Eendragt Maakt Magt وهي حكمة هولندية تعني " الوحدة تصنع القوة " وذلك عقب الأزمة المالية العالمية التي تعرضت لها البنوك البريطانية وشركة الهند الغربية البريطانية في عامي 1772-1773 (Rouwenhorst, 2004).

أما في باقي أوربا فقد عرفت بريطانيا أول صندوق استثماري في عام 1868 باسم Foreign and Colonial Government Trust كفكرة متطورة عن فكرة شهادات الإيداع Depository Receipts التي ظهرت في عام 1824 وذلك لتمويل الحرب الأهلية الأمريكية (Rouwenhorst, 2004, p. 15)، ثم إسبانيا وألمانيا وبلجيكا وروسيا وقد كانت الصناديق السابقة كلها صناديق مغلقة Closed-End.

في عام 1924 حدث تطور هام في فكرة صناديق الاستثمار حيث صدر في الولايات المتحدة الأمريكية أول صندوق استثماري مفتوح Opened-End مماثل للصناديق الشائعة حالياً باسم Massachusetts Investors Trust (Rouwenhorst, 2004, p. 17).

في عام 1940 صدر قانون شركات الاستثمار الأمريكي الذي نظم عمل صناديق الاستثمار وقد شهدت مرحلة ما بعد الحرب العالمية الثانية تطور كبير في حجم صناديق الاستثمار حول العالم نتيجة انتقال رؤوس الأموال من أوروبا إلى الولايات المتحدة الأمريكية، حيث ازداد عدد صناديق الاستثمار الأمريكية من 80 صندوق في عام 1940 وبإجمالي أصول قدرها 500 مليون دولار إلى حوالي 352 صندوق في عام 1947 وبصافي أصول 4 مليارات دولار أمريكي (زنيني، 2006، صفحة 19).

أما في المنطقة العربية فقد كانت السعودية أول دولة عربية شهدت صناديق الاستثمار في عام 1979 أنشأه المصرف الأهلي التجاري السعودي باسم "صندوق الأهلي للدولار قصير الأجل"، ثم تلتها الكويت في عام 1985، ثم مصر والبحرين وعمان في 1994، ثم المغرب عام 1995، ثم لبنان عام 1996 والأردن في عام 1997 (دوابة، 2004، صفحة 55).

وفي سورية فحتى تاريخ إعداد هذا البحث لم يتم إنشاء أي صندوق استثماري على الرغم من إصدار هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية نظام صناديق الاستثمار في 2011/8/18 وذلك بسبب:

- حداثة سوق دمشق للأوراق المالية المحدثة بالمرسوم التشريعي رقم 55 للعام 2006.
- محدودية عدد الشركات المساهمة في سورية إذا أن غالبية الشركات هي شركات أشخاص لا تطرح أسهم للاكتتاب العام.
- الأزمة التي تشهدها سورية من عام 2011.

ويوجد في سورية تجربة واحدة فقط مماثلة لفكرة صناديق الاستثمار وهو الصندوق الوطني للاستثمار المحدث بالقانون رقم 2 لعام 2012 برأسمال 2 مليار ليرة سورية، فعلى الرغم من أن الهدف من إحداث الصندوق تحقيق عوائد للمساهمين عن طريق تنويع الاستثمارات

المالية إلا أن رأس ماله لم يصدر بشكل أسهم تطرح للاكتتاب العام وإنما من خلال فوائض مؤسسات ومصارف الدولة العامة وصناديق التقاعد.

بعد هذا العرض لتاريخ نشأة صناديق الاستثمار نجد أن مفهوم صناديق الاستثمار تطور بشكل كبير وأصبحت صناديق الاستثمار اليوم تحتل مكاناً بارزاً في الأسواق المالية العالمية حيث بلغ عدد صناديق الاستثمار حول العالم في عام 2013 حوالي 76200 صندوق بإجمالي صافي قيمة أصول 30 تريليون دولار في عام 2013-2014 (ICI, 2014, pp. 219-220).

أما صناديق الاستثمار الإسلامية فهي حديثة العهد إذ ارتبط ظهورها بتطور العمل المصرفي الإسلامي والبنوك الإسلامية، إذ يعتبر بنك التنمية الإسلامي وبنك دبي الإسلامي المحدثان في عام 1975 أول مصرفان إسلاميان في العالم (العلي، 2008، الصفحات 100-101). وعلى الرغم من أن تقرير صادر عن هيئة الأوراق المالية الأمريكية أشار إلى أن أول صندوق استثمار متوافق مع المبادئ الإسلامية ظهر في الولايات المتحدة الأمريكية في عام 1984 باسم صناديق الأمانة الموثوقة Amana Mutual Funds Trust وتم تشغيلها بعضها كصناديق دخل في عام 1986 وبعضها كصناديق نمو في عام 1994 (SEC, 2000). وكما يرى البعض أيضاً أن أول صندوق استثمار إسلامي ظهر في بلد مسلم كان عام 2004 من قبل بنك فيصل الإسلامي المصري (زينيني، 2006، صفحة 20)، إلا أن ماليزيا عرفت أول صندوقين إسلاميين مشابهين لصناديق الاستثمار الإسلامية الحالية في عام 1993 وسميت بصناديق الوحدات الموثوقة الإسلامية Islamic Unit Trust Funds (Bashir & Nawang, 2011, p. 10).

وعلى الرغم من حداثة صناديق الاستثمار الإسلامية إلا أنها تشهد نمواً كبيراً في الأعوام الأخيرة، إذ بلغ عدد صناديق الاستثمار المشتركة الإسلامية في أيلول عام 2013 حوالي 786 صندوق، وبإجمالي قيمة أصول 46 مليار دولار أمريكي وقد توزعت معظم هذه الصناديق وبنسبة 71% في ثلاث دول هي ماليزيا والسعودية ولوكسمبورغ على التوالي (Global Islamic Asset Management Report, 2014).

2-2-1-2- آية تشكيل وعمل صناديق الاستثمار :

تختلف آية تشكيل وعمل صندوق الاستثمار باختلاف الهدف الذي تسعى إلى تحقيقه كل من إدارة الصندوق والمستثمرين فيه، إلا أن هنالك سلسلة من الإجراءات والمراحل التي يشترك فيها كافة الصناديق وبغض النظر عن الهدف منها وذلك بدءاً من مرحلة تأسيس الصندوق وانتهاءً بتصفيته. وسنستعرض فيما يلي آية عمل صناديق الاستثمار ومراحل تشكيلها:

1. التأسيس والإشهار:

يتطلب تأسيس صناديق الاستثمار معرفة وخبرة كبيرة في سوق الأوراق المالية والجهاز المصرفي، ولذلك تقوم البنوك الكبرى وبيوت السمسرة وكذلك بيوت المشورة والخبرة الكبرى وكذلك شركات لتأمين التي تتوفر لديها فوائض مالية بتأسيس صناديق الاستثمار (كنعان، 2007، صفحة 75)، وتخضع إجراءات تأسيس صناديق الاستثمار لنفس إجراءات تأسيس الشركات المساهمة، حيث يقوم المؤسسون بتسجيل أسهم الصندوق لدى هيئة الأوراق المالية وهنا تطلب معظم إدارات البورصات تقديم المنشور الاستثماري للصندوق Prospectus ، الذي يشترط أن يتضمن المعلومات الآتية (Glazer, 2010, pp. 17-26):

- الهدف من الاستثمار، سواء تحقيق دخل ثابت أو نمو رأسمالي أو كلاهما معاً.
- حجم رأس المال في صناديق الاستثمار المغلقة، أو الحد الأدنى لرأس المال في صناديق الاستثمار المفتوحة، ومدى إمكانية زيادة أو تخفيض رأس المال. وكذلك عدد الوثائق (الأسهم) التي سيصدرها الصندوق ومدى قابليتها للاسترداد Redeem وعملة الصندوق.
- العمر المتوقع للصندوق.
- درجة انكشاف الصندوق للمخاطر المختلفة والعائد المتوقع تحقيقه.
- الخدمات التي يقدمها الصندوق (مثل تحرير الشيكات، وتحويل الأموال إلكترونياً....)

• الرسوم التي يتحملها المشترك في الصندوق (رسوم الإدارة ورسوم الدخول والخروج من الصندوق....).

وبعد أن يقوم المؤسسون بتسجيل الصندوق في البورصة، يتم إشهار الصندوق من خلال الصحف والمجلات والفاكس والانترنت و..... الخ. ويتم طرح أسهم الصندوق للاكتتاب العام.

2. الاكتتاب والاشتراك في الصندوق:

تحرص الصناديق على اتباع أساليب تشجيعية في مرحلة الاكتتاب لجذب المستثمرين ولدعم الصندوق في مراحله الأولى، حيث قد يقوم الصندوق بتوظيف مبالغ الاشتراك بشكل مؤقت في صندوق استثماري تابع للمصرف المؤسس، وتحويل تلك المبالغ مضافاً لها الأرباح إلى الصندوق عند بدء نشاطه. كما تتيح بعض الصناديق للمستثمرين إمكانية دفع رأس المال المكتتب به دفعة واحدة أو على دفعات دورية.

وبعد أن يتم الاكتتاب المبدئي يتم تخصيص الوحدات على المكتتبين وتسجيلها في صكوك الاستثمار والتي تكون على نوعين:

• شهادات اللوحة الاستثمارية: وتتضمن إثبات الملكية وبصرف النظر عن القيمة التي ستؤول إليها.

• شهادات القيمة الاسمية: وتتضمن إثبات ملكية الوحدة مع ضمان قيمتها الاسمية وهي لا تشكل إلا نسبة ضئيلة مما تصدره الصناديق من شهادات.

وقد تتم العمليات السابقة من خلال شركة راعية Sponsor تتولى تسجيل الأسهم وتسويقها (زيني، 2006، الصفحات 47-48).

3. إدارة الصندوق:

بعد أن يتم بيع أسهم الصندوق يتم عقد اجتماع الهيئة العامة للمساهمين كي يتم انتخاب إدارة الصندوق والتي قد تكون البنك المؤسس أو جهة إدارية أخرى مشهود لها بالخبرة والكفاءة العالية، وتقوم إدارة الصندوق بتشكيل المحفظة الاستثمارية وكذلك إجراء تقييم دوري للوحدات الاستثمارية وإجراء توزيعات الأرباح وكذلك تلبية طلبات الاسترداد، وتقوم

إدارة الصندوق بالاستعانة بمجموعة من الشركات والأشخاص لتحقيق ذلك (ICI, 2014, pp. 228-229) :

- المستشارون Advisers: يقوم مستشار الاستثمار بتوجيه استثمارات الصندوق وتحديد الأوراق المالية التي يجب شرائها وبيعها في محفظة الصندوق، بما يتفق مع الأهداف والسياسات الاستثمارية للصندوق. ويخضع المستشارون للعديد من المعايير والقيود القانونية، بما في ذلك القيود على المعاملات التي قد تشكل تضارب المصالح.
- وكلاء نقل Transfer Agents: تعتمد إدارة صناديق الاستثمار والمساهمين فيها على خدمات وكلاء النقل والتي تتمثل الاحتفاظ بسجلات حسابات المساهمين، وحساب وتوزيع الأرباح ومكاسب رأس المال، وإعداد كشوفات الحساب الإلكترونية، ومعلومات ضريبة الدخل، وكذلك خدمة العملاء، بما في ذلك مراكز الاتصال، للرد على استفسارات المساهمين.
- مدقق الحسابات Auditor: يقوم مراجعو الحسابات بالاطلاع والتصديق على القوائم المالية للصندوق. وبالتالي لعب دور رقابي على حسابات الصندوق وغالباً ما يتم تسمية مدققي الحسابات من خلال الهيئة العامة للمساهمين.

4. تنويع الاستثمار:

بعد أن يتم انتخاب إدارة الصندوق تلجأ هذه الإدارة بالتعاون مع مستشاري الاستثمار إلى تشكيل المحفظة الاستثمارية، والتي تختلف بحسب الهدف المحدد للصندوق، حيث يوجد العديد من الخيارات أمام مديري المحافظ سواء في الصناديق الإسلامية أو التقليدية. ويكفي الإشارة هنا إلى أن بعض المصارف التي تؤسس عدداً من صناديق الاستثمار، وكوسيلة تشجيعية، تتيح للمستثمر إمكانية تشكيل محفظة خاصة به تسمى (محفظة شخصية) بحيث تتكون من وحدات من صناديق شتى بحسب رغبة المستثمر (سليمان و موصلي، 2014، صفحة 354).

5. تقييم الوحدة الاستثمارية:

بعد أن يباشر الصندوق أعماله يقوم مدير الصندوق وبشكل دوري، يومياً أو أسبوعياً، بإجراء تقييم للوحدات الاستثمارية وذلك بهدف تحديد قيمة تداول الوحدة الاستثمارية، وهناك ثلاث قيم مختلفة للوحدة الاستثمارية (سليمان و موصلي، 2014، الصفحات 354-355):

- قيمة الإصدار: وهي القيمة التي تصدر بها الوحدة عند الاكتتاب الأولي.
- القيمة الحقيقية (الدفترية): وهي صافي قيمة الأصول المكونة للصندوق مقسومة على عدد وحدات الصندوق في تاريخ التقييم، ويحسب صافي قيمة الأصول المكونة للصندوق بالفرق بين القيمة السوقية لموجودات الصندوق مخصوماً منها أي التزامات ومصاريف مستحقة على الصندوق.
- القيمة السوقية: وهي القيمة التي تباع بها الوحدة الاستثمارية، ويختلف تحديد القيمة السوقية حسب نوع الصندوق، ففي صناديق الاستثمار المغلقة تتحدد القيمة السوقية في السوق الثانوية من خلال العرض والطلب على الوحدة، أما في صناديق الاستثمار المفتوحة فيوجد سعرين وهما:
 - سعر للشراء: وهو السعر الذي يشتري به المدير الوحدات من المستثمرين ويساوي القيمة الحقيقية ناقصاً مصاريف عمولة الخروج من الصندوق، أن وجدت.
 - سعر البيع: وهو السعر الذي يبيع به المدير الوحدات للمستثمرين ويساوي القيمة الحقيقية مضافاً إليها مصاريف عمولة الدخول إلى الصندوق، أن وجدت.

6. أرباح الصندوق وتوزيعاتها:

يتمثل صافي الربح أو الخسارة بالفرق بين صافي قيمة أصول الصندوق في بداية الاستثمار وصافي أصوله بتاريخ التقييم (سليمان و موصلي، 2014، صفحة 356). كما أن الأرباح قد تتولد أما بسبب توزيعات الأرباح أو الفوائد على الأوراق المالية أو بسبب ارتفاع القيمة السوقية لأصول المحفظة الاستثمارية، وقد تقوم إدارة الصندوق بإحدى الأمرين التاليين أو كلاهما معاً: أما توزيع أرباح على حاملي وثائق الاستثمار (خصوصاً في حالة صناديق الدخل)، أو إعادة استثمار الأرباح المحققة وتدويرها ومنح المستثمر وثائق جديدة في الصندوق (خصوصاً في حالة صناديق النمو)

وهنا يحصل المستثمر على الربح عندما يقوم ببيع الوثيقة الاستثمارية أو انقضاء الصندوق وتصفيته، أو يمكن أن توزع جزء من الأرباح بشكل دوري وتحجز جزء وتعيد استثماره (خصوصاً في حالة الصناديق المتوازنة).

ويخضع توزيع الربح إلى الأنظمة والقوانين المفروضة على الأرباح فإذا كانت الضريبة على الدخل أكبر من الضريبة على رأس المال فإنه يتم احتجاز الأرباح وإعادة استثمارها والعكس صحيح.

7. انقضاء الصندوق وتصفيته:

ينقضي عمر الصندوق بانقضاء الفترة الزمنية المحددة له في المنشور الاستثماري أن وجدت، وإذا لم يكن له مدة محددة فإن المدير يقرر انقضاء الصندوق في الوقت الذي يراه مناسباً.

وعند التصفية يتم تصفية الأصول وتأدية الالتزامات المترتبة عليه، ويكون نتائج التصفية موزعة على حاملي الوثائق الاستثمارية بنسبة ما تحمله وحداتهم الاستثمارية من إجمالي وحدات الصندوق (سليمان و موصلي، 2014، صفحة 358).

ولا تختلف آلية تشكيل وعمل صناديق الاستثمار الإسلامية عن آلية عمل صناديق الاستثمار بشكل عام، إلا في نقطتين هما: العقد مع الإدارة، وتشكيل المحفظة حيث يخضع في الصناديق الإسلامية إلى ضوابط شرعية وأخلاقية. وسيتم الحديث عن ذلك لاحقاً.

2-2-1-3- المقارنة بين صناديق الاستثمار الإسلامية والتقليدية:

تختلف صناديق الاستثمار الإسلامية عن نظيرتها التقليدية في عدة نقاط ومعايير وهي ما يلي:

2-2-1-3-1- معيار الضابط الأخلاقي والشرعي:

أن المعيار الرئيسي في التمييز بين صناديق الاستثمار الإسلامية والتقليدية هو أن صناديق الاستثمار الإسلامية تلتزم بأحكام الشريعة الإسلامية وضوابطها، وهذا الالتزام بمعايير الشريعة الإسلامية يجعل من هذه الصناديق تلقى قبولاً لدى شريحة المستثمرين الذين تستهدفهم، وأحياناً تجعلها ذات قبول بالرغم من انخفاض العائد مقارنة بالصناديق التقليدية وإنما فقط بسبب اعتمادها على معايير الشريعة والمزايا الضريبية التي تقدمها الحكومة لترويجها حسب بعض الدراسات (Marzuki & Worthington, 2013). ويجب أن يلتزم الصندوق الإسلامي بالضوابط المتعلقة بطبيعة النشاط (أي الأنشطة المباحة شرعياً) وكذلك ما يتعلق بعمليات البيع والشراء للأوراق المالية، ويقوم الاستثمار في الصناديق الإسلامية على عدة مبادئ (مبروك، 2006، صفحة 108):

- ❖ أن يكون عمل الشركة مباحاً ونشاطها موافق للضوابط الإسلامية.
- ❖ يجب تقدير الدخل غير الشرعي الناتج عن الاستثمار في شركات يعد نشاطها مباحاً، ولكنها تمارس بعض الأنشطة غير جائزة كالاقتراض، واستبعاده من الإيرادات الموزعة على حملة الوثائق.
- ❖ يتقيد مدير الصندوق بشروط صحة البيع، فلا يشتري أسهم شركة تكون أصولها من الديون، أو النقود، وذلك لعدم جواز بيع الدين للغير.
- ❖ عدم ممارسة عمليات غير جائزة، مثل بيع الأسهم القصير، أو شراء الخيارات المالية وما إلى ذلك.

2-2-1-3-2- معيار العقد مع الإدارة:

أن من أهم ما يميز صناديق الاستثمار كصيغة استثمارية هو اعتمادها على أجهزة متخصصة وذات خبرة مهنية كبيرة لإدارة الاستثمار، وغالباً ما تستأجر صناديق الاستثمار شركة ذات خبرة تعمد إليها إدارة الصندوق، ويحصل المدير على رسوم مقابل إدارته وتحسب رسوم المدير بحيث تولد الحوافز لديه على تحقيق النمو للصندوق بما يفيد جميع المشاركين،

وتتراوح أجزر الإدارة غالباً بين 1-5% من القيمة الصافية لأصول الصندوق (سليمان و موصللي، 2014، صفحة 360).

وبالتالي فإن العقد بين إدارة الصندوق والمساهمين في صناديق الاستثمار التقليدية هي عبارة عن عقد عمل مقابل أجر. أما في صناديق الاستثمار الإسلامية فإن طبيعة العقود تختلف، ويمكن تقسيمها إلى (أبو غدة، 2005، الصفحات 576-578):

❖ إدارة الصندوق على أساس المضاربة:

تدار غالبية صناديق الاستثمار على أساس عقد المضاربة، حيث يقدم المشاركون في الصندوق (أرباب المال) الأموال إلى إدارة الصندوق التي تلعب دور المضارب، على أن تقوم إدارة الصندوق باستثمار الأموال وتحقيق الربح، وتوزيعه على المضارب وأرباب المال حسب ما يتم الاتفاق عليه أما في حال الخسارة فيتحملها المشاركون في الصندوق فقط، وغالباً ما تكون صورة المضاربة في إدارة الصناديق هي مضاربة مقيدة، حيث يشمل المنشور الاستثماري (نشرة الإصدار) على القيود والشروط التي تحدد مسار الاستثمار من حيث الهدف منه وكيفيته والزمن اللازم لإنجازه، ويلتزم المضارب (مدير الصندوق) بهذه الشروط ويقيد تصرفاته على أساسها.

❖ إدارة الصندوق على أساس الوكالة:

ليست المضاربة هي السبيل الوحيد لإدارة صناديق الاستثمار، حيث أن المضاربة تقتضي بالضرورة أن يتم توزيع الربح بين المدير والمشاركين في الصندوق، إلا أن بعض عقود إدارة صناديق الاستثمار قد تتم استناداً لعقد الوكالة حيث يعتبر المدير الوكيل الذي يقوم بإدارة الأموال نيابة عن المشتركين في الصندوق ويحصل مقابل ذلك على أجر معلوم أو نسبة محددة من رأس المال بغض النظر عن حجم الربح المتحقق، ويجوز أن يتفق الموكل مع الوكيل باستثمار المال على أنه إذا بلغت الأرباح حداً معيناً يستحق الوكيل زيادة مقدرة عن الأجر المعلوم في صورة نسبة من الربح أو مبلغ مقطوع، وهذه الزيادة هي من قبيل الوعد بجائزة، أما الأجر المعلوم فهو الذي يصح به عقد الوكالة.

❖ إدارة الصندوق على أساس المشاركة:

في هذه الطريقة لا يخصص للمدير حصة من الربح منفصلة نظير عمله بل أن يتولى الإدارة بصفته أحد الشركاء أو المخوّل بتلك المهمة عنهم، وذلك أما بنسبة ربح متناسبة مع حصته في رأس المال، وإما بحصة زائدة بناءً على جواز تفاوت الربح عن حصة التمويل (عند الحنفية والحنابلة).

والإدارة بهذه الطريقة تختلف عما يحصل في طريق الإدارة بالمضاربة من حيث جواز تدخل الشركاء في الإدارة، دون الإخلال بسريان ما سبق أن أبرمه من تصرفات إدارة بمفرده.

2-2-1-3-3- معيار الأداء:

يقاس أداء صناديق الاستثمار من خلال معياري العائد والمخاطرة، وهنالك عدة مؤشرات لقياس الأداء أهمها مؤشرات شارب وترينور وجنسن وفاما، وبغض النظر عن المقياس المستخدم في قياس أداء صناديق الاستثمار فإن الدراسات أشارت إلى نتائج مختلفة فيما يتعلق بمقارنة أداء صناديق الاستثمار الإسلامية والتقليدية ويمكن تلخيصها وفقاً إلى نتائجها إلى:

1. دراسات أظهرت أن أداء صناديق الاستثمار الإسلامية أفضل من أداء صناديق الاستثمار التقليدية بغض النظر عن ظروف السوق.
 2. دراسات أظهرت أن أداء صناديق الاستثمار التقليدية أفضل من أداء صناديق الاستثمار الإسلامية بغض النظر عن ظروف السوق.
 3. دراسات أظهرت أن أداء صناديق الاستثمار الإسلامية أفضل من أداء صناديق الاستثمار التقليدية في فترات الهبوط، في حين أن أداء صناديق الاستثمار التقليدية أفضل من أداء صناديق الاستثمار الإسلامية في فترات الصعود.
- وسيتم التطرق إلى ذلك عند استعراض الدراسات السابقة المتعلقة بمقارنة أداء صناديق الاستثمار الإسلامية مقارنةً بأداء صناديق الاستثمار التقليدية.

2-2-2- دور صناديق الاستثمار الإسلامية والتقليدية في رفع معدل النمو الاقتصادي:

سيتم في هذا المبحث استعراض دور صناديق الاستثمار في رفع معدل النمو الاقتصادي من خلال بعض النقاط والمؤشرات الاقتصادية الكلية:

2-2-2-1 دور صناديق الاستثمار في تعبئة المدخرات:

يعد الادخار¹ تسرب خارج الدورة الاقتصادية وتشتت النظرية العامة التي وضعها كينز للفائدة والنقود والتشغيل أن يتساوى الادخار مع الاستثمار لتحقيق التوازن والدخل التوازني الكلي، ولما كان الادخار يأخذ صورتين أما استثمار أو اكتناز فأن صناديق الاستثمار تلعب دوراً كبيراً في تعبئة المدخرات الوطنية وتحويلها من الاكتناز إلى الاستثمار مما يساهم في حقن الاقتصاد الكلي بطاقات إنتاجية جديدة تولد دخلاً جديدة تساهم في دفع عجلة الاقتصاد الوطني، حيث تعد صناديق الاستثمار أوعية مالية جاذبة لصغار المدخرين الذين لا يتوفر لديهم الوقت والخبرة الكافية لتوظيف مدخراتهم، وكوسيلة استثمارية فأن صناديق الاستثمار تقدم للمستثمرين المزايا التالية (Rai University, 2012):

1. الإدارة المحترفة Professional Management: حيث يعهد في إدارة الصندوق إلى خبراء ذوي كفاءة عالية ومعرفة كبيرة بأحوال السوق والشركات المدرجة ووضعها المالي، وبالتالي اختيار أفضل الأوراق المالية، كما أن هذه الإدارة تقوم بشكل دوري بإجراء تقييم للمحفظة المالية واستبعاد أو استبدال أو إضافة أوراق مالية جديدة وذلك حسب الظروف المتوقعة في السوق. وهذه الإدارة غالباً ما تمنح الثقة للمستثمرين وذلك نظراً لسمعتها وخبرتها وكفاءتها في إدارة الاستثمار مما يجعل الصناديق التي تتمتع بإدارة أكثر كفاءة جاذبة أكثر للمستثمرين.

¹ يعرف الادخار بأنه الفرق بين الدخل المتاح والانفاق الاستهلاكي ويتكون الادخار القومي من: ادخار القطاع العائلي وادخار قطاع الأعمال وادخار القطاع الحكومي وادخار القطاع الخارجي. (بوادقجي و الحريري، 2005، الصفحات 161-170)

2. تنوع المحفظة Portfolio Diversification: غالباً ما تستثمر الأموال المجموعة من قبل صناديق الاستثمار في محفظة متنوعة من الأوراق المالية وهذا التنوع يؤدي حسب نظرية ماركوتر Markwitz إلى تخفيض المخاطر وزيادة العائد (كنعان، 2007). وهذا ما يساعد صغار المدخرين على المساهمة في محفظة متنوعة لم يكن بمقدورهم قبل الاشتراك في الصندوق الاستثمار فيها لمحدودية مدخراتهم.

3. تخفيض تكاليف المعاملات Reduction In Transaction Costs: بالمقارنة مع الاستثمار المباشر في سوق رأس المال فإن الاستثمار من خلال الصناديق أقل تكلفة نسبياً حيث يتم تمرير وفورات الحجم Economies of scale إلى المستثمرين.

4. السيولة Liquidity: تمتاز وثائق الاستثمار بأنها تمكن المستثمرين من بيعها في أي لحظة يرغب بها المستثمر وذلك أما من خلال بيعها في السوق الثانوية (في حال الصناديق المغلقة)، أو من خلال استرداد قيمتها من إدارة الصندوق (في حال الصناديق المفتوحة) وذلك حسب سعر الاسترداد الذي يحسب من خلال صافي قيمة الوحدة الاستثمارية NAV مضافاً إليه أي رسوم أو عمولات تترتب على الاسترداد والخروج من الصندوق.

5. الراحة Convenience: الاستثمار في الصناديق يقلل من الأوراق، ويوفر الوقت ويسهل الاستثمار.

6. المزايا الضريبية Tax Benefits: حيث يستطيع المستثمر الاستفادة من الحد الأدنى المعفى من الضرائب على الدخل الذي تحدده معظم القوانين التي تنظم عمل صناديق الاستثمار.

7. المرونة Flexibility: حيث توفر صناديق الاستثمار تشكيلة واسعة من الأنواع تمكن المستثمر الانتقال من نوع لأخر بما يحقق له الهدف الذي يريجه من الاستثمار.

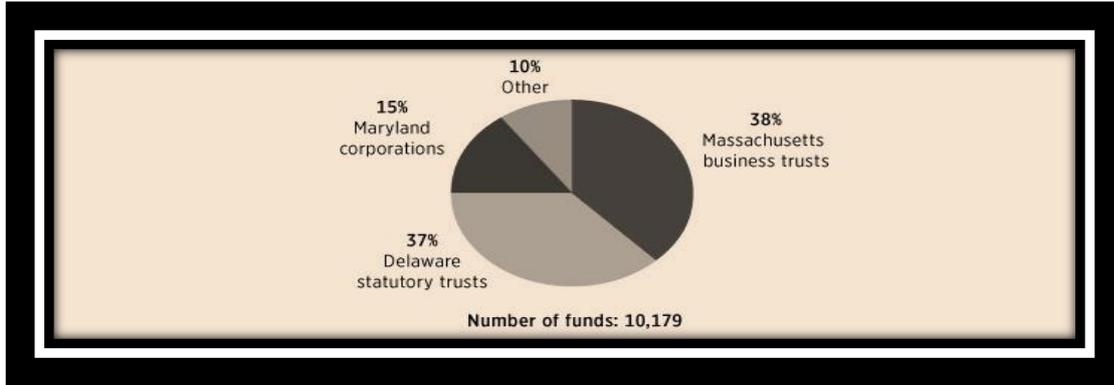
8. الشفافية Transparency: حيث أن إدارة الصناديق ملزمة بأن تعلن بشفافية عن أعمال الصندوق ونشاطه وإجراء تقييم دوري لإدائه.

9. الاستقرار Stability: حيث يمكن تنويع المحفظة من استيعاب أي خسائر في أحد الأوراق المالية ومواصلة الاستثمار، كما أن توفير السيولة للمستثمر تجعله قادر على الاحتفاظ بوثائق الصندوق لفترة أطول دون الحاجة إلى تخفيض استثماراته طلباً للسيولة.

عندما يرغب أي مدخر في استثمار مدخراته يكون أمام مجموعة كبيرة من الخيارات الاستثمارية، وهذه الخيارات تختلف من حيث عوائدها ومخاطرها. فالمدخر يستطيع استثمار أمواله عند طريق إيداعها في البنك والحصول على الفائدة، كما أنه يستطيع الدخول إلى السوق المالية وشراء أسهم وسندات في الشركات المدرجة، أو شراء أسهم في صندوق تحوط.....الخ. ولكن السلوك العقلاني والرشيد للمستثمر يفترض به أن يسعى لتحقيق أكبر ربح اقتصادي ممكن، وبالتالي لا بد له من مراعاة تكلفة الفرصة البديلة لاستثماراته. وفي إطار هذا السلوك الرشيد يكون المستثمر أمام عدد كبير من الصناديق الاستثمارية والتي تحقق له الهدف الذي يريه من الاستثمار وكذلك التنويع في الاستثمارات الذي لم يكن متاحاً له قبل المشاركة في الصندوق لمحدودية مدخراته وافتقاره للخبرة اللازمة، ويساهم هذا التنويع في تخفيض المخاطرة وزيادة العائد. والسؤال الذي يطرح أمام المستثمر ما هو الصندوق الأمثل لتوظيف المدخرات التي أمتلكها؟ وللإجابة على التساؤل السابق فأن هنالك مجموعة من العوامل التي يأخذها المستثمر بعين الاعتبار عند اتخاذ القرار باختيار الصندوق:

1. الشركة المصدرة للصندوق وإدارة الصندوق: كلما كانت البنك أو الشركة المصدرة للصندوق تتمتع بتصنيف ائتماني وسمعة جيدة كلما زادت ثقة المستثمر بالصندوق، كما أن الإدارة الجيدة وذات الخبرة والسمعة الجيدة تزيد من ثقة المستثمر وضمان عدم خسارة أمواله، كما أن الصناديق التي تصدر وتنظم في منطقة جغرافية معينة قد تتمتع بثقة أكبر من المستثمر، حيث تشير الإحصاءات إلى أن معظم الصناديق الأمريكية تنظم تحت قوانين ولايات ماساتشوستس Massachusetts وديلا وير Delaware وماري لاند Maryland الأمريكية وتلقى قبولاً كبيراً من المستثمرين، ويشير الشكل رقم (1) إلى توزيع 10179 صندوق استثمار أمريكي من حيث التنظيم في عام 2013 :

الشكل رقم 1 الأشكال الشائعة لتنظيم صناديق الاستثمار الأمريكية



المصدر: http://www.icifactbook.org/fb_appa.html#organization

2. أداء الصندوق في الفترات السابقة: حيث تقدم إدارة الصندوق وبشكل دوري من خلال منشورها الاستثماري تقييم لإداء صندوقها الاستثماري وهذا ما يدفع المستثمر للاطلاع على نشاط الصندوق والعائد الذي يحققه، وقد أشارت دراسة إحصائية حول سلوك المستثمرين في صناديق الاستثمار إلى أن المستثمرون يميلون لشراء الصناديق التي تتمتع بأداء قوي في الماضي بغض النظر لحجم التكاليف التشغيلية التي يتقاضاها الصندوق (Barber, Odean, & Zheng, 2000).

3. العائد المتوقع من الصندوق ودرجة الخطر: من خلال تقييم أداء الصندوق سابقاً ومن خلال الخبرة التي تتمتع بها إدارة الصندوق يمكن للمستثمر وغالباً عن طريق بيوت الخبرة والسمسة أن يتوقع العائد الذي يحققه الصندوق مستقبلاً، وهنا أيضاً يهتم المستثمر بآلية توزيع هذا العائد والغرض الذي ينشده من الصندوق، فإذا كان المستثمر يهدف للحصول على دخل جارٍ ومستقر فإنه سوف يلجأ إلى صناديق الدخل التي تستثمر في السندات وأسهم الشركات المستقرة، أما إذا كان يهدف إلى تنمية رأسماله فإنه سوف يلجأ إلى صناديق النمو، وهذا يرتبط بدرجة وروح المغامرة لدى المستثمر.

وطالما أن العائد يرتبط طردياً مع درجة الخطر التي يتحملها المستثمر فإنه سيسعى إلى تعظيم عائده مع الحفاظ على مستوى معين من المخاطرة، أو الحفاظ على عائد محدد مع أدنى مستوى ممكن من المخاطرة.... وتساعد صناديق الاستثمار من خلال تنويع

المحفظة على توزيع المخاطرة وتخفيضها مما ينعكس إيجاباً على المستثمر ويشجعه على الاشتراك في الصندوق.

4. التكاليف المترتبة على المستثمر: ان المستثمر يتطلع من الاشتراك في الصندوق إلى صافي العائد المحقق أي إجمالي العائد على الاستثمار مطروحاً منه التكاليف المترتبة على المستثمر. وبالتالي فإن المستثمر يبحث عن الصندوق الذي تتخفض فيه التكاليف للحد الأدنى، وتقسم تكاليف الاستثمار في صناديق الاستثمار إلى (سليمان و موصلي، 2014، الصفحات 364-365):

- مصاريف إدارة الصندوق: وتتراوح ما بين 0.2% و 2% من قيمة إجمالي الأصول المدارة.

- عمولة الدخول للصندوق: وتتراوح بين 8.5% من صافي قيمة الوثيقة الاستثمارية وذلك على المبالغ الصغيرة إلى 1% على المبالغ الكبيرة.

- عمولة الخروج من الصندوق: وتتراوح بين 4% و 6% من صافي قيمة الوثيقة الاستثمارية.

وتعد هذه التكاليف العائق الأكبر أمام الاستثمار في صناديق الاستثمار، حيث أن هذه التكاليف تخفض صافي العائد الذي يتوقعه المستثمر من الصندوق وتؤثر سلباً على قراره الاستثماري في الصندوق.

5. الاعتبارات الدينية والأخلاقية: حيث أن شريحة من المستثمرين ترغب في توظيف أموالها في استثمارات متوافقة مع المبادئ الشرعية كالتعامل مع المال المتقوم وعدم التعامل بالفائدة أو الربا، وتجد هذه الشريحة من المستثمرين ضالتها في الصناديق الإسلامية وربما تكون هذه الاعتبارات هي المحدد لتوجه استثماراتهم دون النظر إلى معايير العائد والمخاطرة أو أي معايير اقتصادية أخرى.

6. الاعتبارات الضريبية: تسعى الدول دائماً إلى جذب المستثمرين وتشجيعهم على الاستثمار، لذلك تقوم بتقديم إعفاءات ضريبية لهم وخصوصاً إذا كانت هذه الاستثمارات منظمة كما في صناديق الاستثمار. ففي الولايات المتحدة الأمريكية مثلاً يعفى صندوق الاستثمار من الضرائب على الأرباح الموزعة والفوائد والأرباح الرأسمالية إذا كان نسبة ما يوزعه لحملة الأسهم لا تقل عن 90% من الدخل

الخاضع للضريبة، ويخضع حملة الأسهم فقط لضريبة الدخل التي تتناسب مع شكل الدخل المتحقق (الشعار، 2005، صفحة 347). وهنا يمكن من خلال تدوير الأرباح التهرب من الضريبة بشكل مشروع.

7. اعتبارات أخرى: حيث ينظر المستثمر عند الاشتراك في الصندوق إلى اعتبارات أخرى مثل: فترة الاستثمار، مدى الحاجة للسيولة مستقبلاً الخ. وبعد أن يأخذ المستثمر بعين الاعتبار هذه العوامل يقارن بين أنواع الصناديق المختلفة ويختار منها ما يحقق له الغرض المنشود من الاستثمار، وهنا تلعب بيوت الخبرة والسمنة دوراً كبيراً في تقديم المشورة للمستثمر من خلال اطلاعها على أداء الصناديق المختلفة، وكذلك وضع السوق المالية وحالة الاقتصاد ككل.

2-2-2-2 دور صناديق الاستثمار في جذب الاستثمار الأجنبي:

يشمل الاستثمار الأجنبي جزأين أساسيين: الاستثمار الأجنبي المباشر FDI والذي يتمثل في إنشاء طاقات ومشاريع إنتاجية جديدة وإدارتها، والاستثمار الأجنبي غير المباشر (استثمار المحفظة الأجنبي) FPI والذي يقوم بالاستثمار في محفظة من الأوراق المالية (أسهم وسندات) لشركات إنتاجية قائمة. ورغم أن جميع البلدان المضيفة ترغب في الاستثمار الأجنبي المباشر إلا أن المعيار في تحديد نوع الاستثمار الأجنبي يرتبط بالدول والشركات المصدرة، وذلك حسب مقدار الحاجة للسيولة وإمكانية تسهيل الاستثمار وتكاليفه، حيث أن FPI يفضل في حال كانت الشركة المصدرة ترغب في توفر السيولة في أي وقت، أما الشركات المصدرة التي لا تنتظر لاعتبارات السيولة فأنها تفضل FDI للاستفادة من انخفاض تكاليف الإنتاج في البلد المضيف والمزايا النسبية والضريبية التي يمنحها، ولذلك فأن FPI غالباً ما يكون بين الدول المتقدمة أما FDI فيكون بين الدول المتقدمة والنامية (Goldstein & Razin, 2006).

وعلى الرغم من أن رومر (Romer, 1993) وكذلك بارو وسالا مارتين (Barro & Sala-i-Martin, Economic Growth, 2004) أشاروا إلى أهمية الاستثمار الأجنبي المباشر (كمحدد خارجي للنمو الاقتصادي) في نقل التكنولوجيا وريدم الهوة التكنولوجية بين الدول المتقدمة والنامية إلا أن الدراسات اشارت إلى نتائج عكسية على

البلدان المضيفة، حيث أشار (Nunnenkamp & Spatz, 2003) من خلال دراستهما الاستثمار الأجنبية الأمريكية في بعض الدول اللاتينية إلى أن العلاقة بين النمو الاقتصادي و FDI كانت ضعيفة في البلد المضيف وأن تأثير FDI في النمو الاقتصادي محدود وخصوصاً في قطاعات الصناعة التحويلية وتصبح العلاقة أقوى في قطاع الخدمات. وهذا ما ذهب إليه أيضاً (Durham, 2003) من دراسته عن 88 بلداً بين عامي 1977-2000 حيث أشار بأنه لا دلالة إحصائية للعلاقة بين FPI والنمو الاقتصادي. وكذلك أيضاً (Carkovic & Levine, 2002) الذي أشار بأن FDI لا تمارس أي تأثير مستقل على النمو الاقتصادي. ويستشهد البعض (Errunza, 1999) بتجربة المكسيك ودول جنوب شرق آسيا ويرى أنه لا بد من الاحتفاظ بالاستثمار الأجنبي بشكل دائم وليس مؤقت، ودمجه مع الاستثمار المحلي وهذا ما ذهب إليه أيضاً دي ميلو (De Mello, 1997) حيث أكد أن تأثير FDI على النمو الاقتصادي للبلد المضيف يعتمد على كفاءة الشركات المحلية في الأجل الطويل وإمكانية دمج الاستثمار الأجنبي مع المحلي وذلك من خلال دراسة أجراها على 99 بلد نامي.

وإذا كان دانيغ (Dunning, 1993, p. 99) أشار إلى أن FDI يعتمد على ثلاث عوامل رئيسية وهي: حجم السوق في البلد المضيف، الموارد الطبيعية والبشرية، والكفاءة الانتاجية متضمنة المزايا الضريبية. فإن الفارو وآخرون (Alfaro, Kalemli-Ozcan, & Volosovych, 2005) أشاروا إلى أن الاستثمارات الأجنبية تتم بين الدول المتقدمة فقط وحصّة الدول النامية منها ضئيلة جداً.

على الرغم من الجدل القائم بين منظري العولمة والشركات المتعددة الجنسيات والاستثمار الأجنبي ومنتقديهم، إلا أن صناديق الاستثمار وخصوصاً الدولية والعالمية² وكذلك صناديق الدول الناشئة Emerging Markets تعد أدوات مالية جاذبة للاستثمارات الأجنبية نظراً لمزاياها النسبية من حيث الإدارة المحترفة والسيولة والعائد وغيرها، وهي

² الصناديق العالمية Global Funds تستثمر على مستوى العالم برمته، أما الصناديق الدولية International Funds فتستثمر في جميع دول العالم عدا الولايات المتحدة (سليمان و موصلي، 2014، الصفحات 245-246).

أفضل من غيرها من الأدوات الاستثمارية. وفي البلد المضيف تسجل الاستثمار الأجنبية المباشرة في ميزان العمليات الرأسمالية ولذلك للاستثمارات الأجنبية أثر إيجابي في ميزان المدفوعات البلد المضيف في الأجل القصير، وفي الأجل الطويل عندما يبدأ تحويل الأرباح الناتجة عن الاستثمار يكون الأثر إيجابياً على البلد المصدر، وبالتالي فإن لصناديق الاستثمار أثر كبير في عمليات ميزان المدفوعات.

2-2-3- دور صناديق الاستثمار في تنشيط السوق المالية:

إن الناتج المحلي الإجمالي GDP لأي بلد يعبر عنه بالقيمة السوقية للسلع والخدمات النهائية التي ينتجها من خلال الطاقات الإنتاجية المتولدة من الأصول الحقيقية (أراض ومباني وآلات ورأس مال بشري وغيرها من عناصر الإنتاج) داخل البلد خلال فترة زمنية معينة، أما الأصول المالية (أسهم وسندات وغيرها من الأوراق المالية) تمثل عملية توزيع ملكية لهذه الأصول الحقيقية وبالتالي فإن السوق المالية التي يتم فيها تداول الأصول المالية تمثل آليات توزيع الملكية للأصول الحقيقية بين أفراد المجتمع. ولاستعراض دور الأسواق المالية في النمو الاقتصادي لا بد من التعرف بداية على أهمية السوق المالية ووظائفها (سليمان و موصلي، 2014، الصفحات 17-21) :

❖ **تخصيص الموارد:** تلعب السوق المالية دوراً كبيراً في توجيه الموارد الاقتصادية نحو القطاعات والشركات ذات الربحية والعائد، والإحجام عن القطاعات والشركات ذات العائد الأقل أو الخاسرة اقتصادياً حسب مبدأ تكلفة الفرصة البديلة. وفي ظل آليات السوق متمثلة بالعرض والطلب وفي ظل المنافسة الكاملة التي تفترضها السوق المالية، فإن السوق المالية تلعب دور التصحيح التلقائي للعلاقات التي تقوم في أسواق السلع والخدمات وأسواق العمل. ولنفترض أن التوجه العام في الاقتصاد كان نحو قطاع معين فإنه وبعد فترة من الزمن ترتبط بطبيعة النشاط إذا ثبت أن هذا القطاع يحقق الربحية فإن المستثمرين سيستثمرون بالاستثمار فيه، وإذا ثبت أنه قطاع خاسر فإنهم سيحجمون عنه بما يساهم في النهاية في التوزيع الكفؤ للموارد بين القطاعات الاقتصادية.

❖ **تنظيم الاستهلاك:** حيث أن حالة عدم اليقين تجعل المستهلك يقسم دخله بين الاستهلاك والادخار، ويجعله يرغب في الاحتفاظ بمدخراته على شكل أصول مالية للحفاظ على قوتها الشرائية وتحقيق دخل مستقبلي يمكنه من تلبية متطلباته مستقبلاً، وبالتالي فإن هذه العملية تمكن المستهلك من التحكم بمستويات استهلاكه الحالي والمستقبلي بما يحقق له أكبر مستوى من الرفاهية.

❖ **توزيع المخاطر:** حيث أن وجود عدد كبير من الأوراق المالية في البورصة يمكن المستثمر من اتخاذ قراره الاستثماري في ضوء تشكيلة واسعة من الأصول المالية وانطلاقاً من مبدأ " عدم وضع البيض في سلة واحدة " فإن هذا التنوع بين الأوراق المالية يمكن المستثمر من توزيع المخاطر، فإذا خسرت بعض الأوراق المالية لا بد أن يحقق من بعضها الآخر ربحاً أو خسارة أقل وذلك حسب ظروف السوق.

❖ **إقامة الشركات كبيرة الحجم:** انطلاقاً من فكرة اقتصاديات الحجم والوفورات الداخلية والخارجية المتحققة من الشركات الكبيرة الحجم، فإن السوق المالية تساعد الشركات من خلال طرح أسهمها للاكتتاب العام على توفير إمكانات مالية كبيرة لم تكن متاحة من قبل. كما أن مبدأ فصل الإدارة عن الملكية تساعد على إزالة التعارض بين مصالح إدارة الشركة والمساهمين، فضلاً عن استئجار الإدارة المحترفة التي تساعد على التوظيف الأمثل لموارد الشركة مما ينعكس إيجاباً على الإدارة والمساهمين والاقتصاد الوطني ككل.

❖ **الدور المعلوماتي للسوق المالية:** حيث أن الشفافية والإفصاح المحاسبي تساعد المستثمرين على اتخاذ قراراتهم بشكل منسجم يسهم في التخصيص الكفؤ للموارد ويقلل من الهزات التي يتعرض لها الاقتصاد نتيجة القرارات الخاطئة للمستثمرين.

❖ **تمويل الشركات:** حيث تساعد السندات والأسهم الجديدة الشركات على تمويل نشاطاتها بتكاليف أقل مقارنة مع الاقتراض المصرفي المباشر.

❖ **توفير السيولة للمستثمرين:** حيث يستطيع المستثمر متى شاء التوجه بأصوله المالية إلى السوق لبيعها والحصول على السيولة اللازمة لتمويل نشاطه.

من الواضح من خلال استعراض وظائف السوق المالية أنها تلعب دوراً كبيراً في الاقتصاد الوطني، كما أن صناديق الاستثمار من خلال مفهومها تقوم بطرح وثائقها للبيع من خلال البورصة ثم تعيد استثمار الأموال المجمعة في محفظة من الأوراق المالية المدرجة، أي أن كل عمليات صناديق الاستثمار تتم عبر البورصة، وبالتالي فإن صناديق الاستثمار تساهم في تنشيط السوق المالية.

والسؤال المطروح: إن صناديق الاستثمار قد تستثمر في السوق الأولية (سوق الإصدار) أو في السوق الثانوية، فإذا كان استثمارها في السوق الأولية (صناديق النمو والنمو الهجومية غالباً) فإن ذلك سوف يساهم في توليد طاقات إنتاجية جديدة ومن ثم زيادة النمو الاقتصادي، ولكن إذا قامت بالاستثمار في السوق الثانوية فإن ذلك يمثل عملية نقل ملكية في شركات قائمة ولا يولد طاقات جديدة فهل سينعكس ذلك في النمو الاقتصادي؟

من وجه نظر الباحث فإنه وانطلاقاً من فكرة تخصيص الموارد وفكرة التصحيح التلقائي للسوق، فإن صناديق الاستثمار حتى وأن استثمرت في السوق الثانوي فإنها في الأجل الطويل ستعمل على التصحيح التلقائي للاختلالات في السوق المالية، حيث أن الإدارة الفعالة للأموال تفرض على إدارة الصندوق (وبهدف تحقيق العائد المرتفع) سوف تسعى للانتقال من الشركات المنخفضة الأداء نحو الشركات ذات الأداء الأفضل وهذا ما يساهم في تخصيص الكفؤ للموارد. وقد يناقش البعض بالآزمات المالية التي تعصف بالاقتصاد وما يترتب عنها فإن الباحث يرى أن كل أزمة مالية يسبقها انتعاش اقتصادي جزء منه حقيقي وجزء وهمي ولا بد للسوق من تصحيح نفسه حسب آليات العرض والطلب وهذا ما يؤدي إلى الأزمة المالية التي هي جزء من الدورات الاقتصادية وطبيعة النظام الاقتصادي الرأسمالي. وفي ظل العولمة فإن الأموال باتت تنتقل بين الدول بحسب الكفاءة والوضع الاقتصادي ولذلك فإن الدول النامية لا بد أن تكون حذرة في التعامل القصير الأجل للصناديق الدولية والعالمية تجنباً لحدوث الآزمات المالية، ولعل أزمة دول جنوب شرق آسيا والمكسيك أكبر مثال، ولكن إذا قارنا بين سورية وماليزيا على سبيل المثال فنجد أنه وبالرغم من أن سورية وماليزيا كانتا متقاربتان اقتصادياً في الخمسينات من القرن الماضي إلا أن الاقتصاد الماليزي أفضل من الاقتصاد السوري في بداية القرن الحالي بالرغم من الأزمة المالية التي

شهدتها ماليزيا في عام 1997، وذلك بسبب الانفتاح الاقتصادي الذي شهدته ماليزيا في سبعينات وثمانينات القرن المنصرم.

وقد تصمم بعض صناديق الاستثمار بالشكل الذي ترتبط فيه بأداء أحد مؤشرات الأسهم ويطلق عليها صناديق المؤشرات Index Funds، إذ تقدم فانغارد Vangurad بصندوق استثمار يتبع أداء مؤشر ستاندرد أند بورز S&P's (الشعار، 2005، صفحة 346). وفي الآونة الأخيرة لم تعد هذه الصناديق مقصورة على صناديق الأسهم بل يوجد صناديق مؤشرات للسندات وصناديق لمؤشرات العقارات (سليمان و موصلي، 2014، صفحة 346)، وهناك أيضاً صناديق المؤشرات المتداولة Exchange-Traded Funds (ETFs) والتي تشهد تطوراً كبيراً في الأعوام الأخيرة نظراً للميزات التي تقدمها للمستثمر نذكر منها (سليمان و موصلي، 2014، الصفحات 346-347):

- يستطيع المستثمرون تداول وحداتها في أي وقت باليوم دون الحاجة للانتظار حتى نهاية اليوم كما هي حال صناديق الاستثمار العادية لحساب صافي وحدة الاستثمار.
- يمكن بيعها على المكشوف أو شراؤها بالهامش.
- تكاليف الاستثمار في هذه الصناديق عادة ما تكون أقل مما عليه في صناديق الاستثمار العادية.
- استرداد الحصص يتم من خلال السوق مما لا يستدعي تسجيل أصول محفظة الصندوق مما يجنبها الضرائب الرأسمالية.

2-2-2-4- دور صناديق الاستثمار في تمويل الاستثمار وتوجيهه:

يعد الاستثمار³ أهم محدد من محددات النمو الاقتصادي، وعلى الرغم من تطور نظريات النمو الاقتصادي (من نظرية هارود Haroud في عام 1939 ودومر Domer في عام 1947 وصولاً إلى نظرية بارو Barro في عام 1990 ونظرية ربلو Rebelo في عام 1991 ومروراً بنظرية سولو Solow في عام 1956 ونظرية رومر Romer في عام 1986 ونظرية لوكاس Lucas في عام 1988) إلا أن الاستثمار كان ولا يزال المحدد الأساسي للنمو الاقتصادي.

وفي بحثنا المقدم فإن الاستثمار هو المحرك الأساسي لآلية تأثير صناديق الاستثمار في النمو الاقتصادي، والسؤال المطروح هو حول الآلية التي يتم من خلالها هذا التأثير؟

إن صناديق الاستثمار تعمل على تعبئة المدخرات وتجميعها في أوعية مالية، كما أن صناديق الاستثمار تعمل على تشجيع الادخار وذلك نظراً للمزايا التي تحققها للمستثمر حيث توفر الإدارة المحترفة والتنويع، مما يؤدي لزيادة العائد وتخفيض المخاطر مما يجعل المستهلك يحتفظ بجزء من دخله كمدخرات طالما أن العائد المتوقع يغطي التضحية بالاستهلاك الحالي، كما أن العوائد الناجمة من صناديق الاستثمار يعاد استثمار جزء منها أو كلها في صناديق الاستثمار، ويقدم مؤسسي صناديق الاستثمار تشكيلة متنوعة تلبى رغبات المستثمر وأهدافه سواء تحقيق دخل جارٍ (صناديق الدخل) أو تحقيق نمو في القيمة السوقية (صناديق النمو) أو كلاهما (الصناديق المتوازنة). وبعد تجميع هذه المدخرات بواسطة الصناديق يعمد المساهمون إلى انتخاب إدارة تستأجر الخبرات العلمية والمهنية لتدير أموالهم، واستناداً للهدف المنشود وعمر الصندوق تقوم إدارة المحفظة بتشكيل محفظة متنوعة

³ يعرف الاستثمار من وجه نظر كلية بأنه تدفق الإنفاق على الأصول المعمرة التي تعمل إما على زيادة المقدرة على إنتاج المنتجات في المستقبل أو إنتاج منافع للمستهلك في المستقبل. وبالتالي فإنه يشمل الاستثمار الثابت ممثلاً بالمصانع الجديدة والآلات والأدوات ومعدات النقل المستخدمة في الإنتاج بالإضافة إلى التغيير في المخزون، وهو ما يقصد به الاستثمار الصافي والذي يختلف عن الاستثمار الإجمالي الذي يشمل بالإضافة للاستثمار الصافي الاستثمار الاحلالي (اهتلاك رأس المال). ويعبر عن الاستثمار بشكل تراكمي بالتراكم الرأسمالي ويشمل الاستثمار الخاص والحكومي. (بوادجي و الحريري، 2005، الصفحات 173-201)

من الأوراق المالية، وقد تستثمر إدارة الصندوق الأموال في قطاع معين ويطلق على هذه الصناديق الصناديق القطاعية Sectorial Funds، ويطلق عليها أيضاً الصناديق المتخصصة Specialized Funds، وتتكون المحفظة في هذه الصناديق من أسهم شركات تعمل في قطاع معين، ومن الأمثلة على هذه الصناديق:

1. الصناديق العقارية Real Estate Funds: وتضم أسهم شركات تعمل في الاستثمار العقاري.

2. صناديق البنية التحتية Infrastructure Funds: وتضم أسهم الشركات العاملة في قطاع البنية التحتية.

3. الصناديق المصرفية Banking Funds: وتضم أسهم في الشركات المصرفية.

4. صناديق السلع Commodity Funds: وتضم أسهم الشركات تعمل في سلع معينة مثل: المعادن الثمينة (الذهب والفضة)، الطاقة، القطن والنسيج، المعادن الصناعية (نحاس والنيوم)، المحاصيل الزراعية..... الخ.

وقد يرغب المستثمرون باستثمار قصيرة الأجل تحقق لهم السيولة فيتم تشكيل صناديق تحقق لهم ذلك الغرض وكمثال على تلك الصناديق: صناديق سوق النقد Money Market Funds والتي تتكون المحفظة فيها من تشكيلة من الأوراق المالية القصيرة الأجل التي يتم تداولها في سوق النقد مثل: سندات وأذونات الخزينة، شهادات الإيداع، الأوراق التجارية، اتفاقيات إعادة الشراء..... الخ.

وبعد أن يتم تشكيل المحفظة قد تقوم الشركات التي تم الاستثمار في أسهمها أو سندات بتوظيف الأموال في تحسين قدراتها الإنتاجية وهذا يؤدي من جهة لزيادة المنتجات من السلع والخدمات، وتوفير فرص عمل جديدة من جهة أخرى وهذا يولد دخولاً جديدة تذهب أما للاستهلاك فتنشط السوق أو للادخار ليعاد استثمارها من جديد وهكذا..... حيث أن زيادة الإنفاق الاستثماري يؤدي لزيادة الدخل بنسبة أكبر ترتبط بالمضاعف والذي هو مقلوب الميل الحدي للادخار MPS ، وهذا التأثير لا بد أن ينعكس في ظل عدالة توزيع الدخل في تحسين مستوى الرفاهية لأفراد المجتمع ككل.

كما أن الاستثمار يرتبط بالمعامل الفني لرأس المال ونسب المزج بين عناصر الانتاج، وهذا المزج يرتبط بالمستوى التقني والتطور التكنولوجي الذي وصل له البلد، ويتم تحديد نمط الانتاج سواء كان كثيف العمل أو كثيف رأس المال حسب ظروف البلد، وكلما انخفض المعامل الفني لرأس المال نتيجة زيادة إنتاجية رأس المال فإن ذلك يعني أننا نحتاج إلى عدد أقل من وحدات الاستثمار لإنتاج وحدة واحدة من الدخل أي أن الحجم ذاته من الاستثمارات سيحقق زيادة أكبر في الدخل القومي (خوري و الغرير، 2003، صفحة 123).

2-2-2-5- دور صناديق الاستثمار في تطبيق السياسات المالية والنقدية :

بعد أزمة الكساد الكبير في عام 1929 وعجز قانون ساي والنظرية الاقتصادية التقليدية عن تحقيق التوازن بين العرض والطلب بشكل تلقائي، وعدم تمكن جهاز الائتمان من تحقيق المنافسة الحرة، ولم يتحول كل ادخار إلى استثمار - كان لابد من تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية والخروج عن مبدأ حيادية الدولة والدولة الحارسة. وقد وضع جون مينارد كينز مبادئ تدخل الدولة في ظل نظريته العامة في التشغيل والفائدة والنقود عام 1936. وكان لابد من تدخل الدولة من خلال السياسات المالية والنقدية من أجل تفعيل الطلب والذي أطلق عليه كينز الطلب الفعال.

ونظراً لأن تدخل الدولة يكون بإحدى السياستين المالية أو النقدية أو كليهما وبالتالي فأنا نقسم تأثير صناديق الاستثمار في السياسات الاقتصادية إلى:

أ- التأثير في السياسة المالية: تقوم السياسة المالية على مفهومين أساسيين هما

النفقات العامة والإيرادات العامة وسنبين كل منهما فيما يلي:

❖ النفقات العامة : كل نفقة عامة تولد منفعة عامة، فالنفقات العامة تهدف إلى

إشباع الحاجات العامة، بالإضافة إلى التأثير في مختلف المتغيرات الاقتصادية

وهي الدخل القومي ومكوناته، - الاستهلاك والادخار والاستثمار - وإلى التأثير

في المستوى العام للأسعار ، وفي توزيع الدخل القومي، وبالتالي في التوازن

الاقتصادي العام (عبد الملك، 1965) ، وغالباً ما تتدخل الدولة من خلال

النفقات العامة في القطاعات التي يحجم عنها القطاع الخاص كقطاع البنية

التحتية والمرافق العامة ويمكن لصناديق البنية التحتية Infrastructure Funds

(والتي تضم أسهم الشركات العاملة في قطاع البنية التحتية والإعمار) أن تلعب دوراً في هذا المجال. ويقسم الانفاق العام إلى انفاق جاري وانفاق استثماري ويساعد زيادة هذا الانفاق العام يساعد على زيادة الطلب الكلي وحقن الاقتصاد بموارد جديدة تساهم في النمو الاقتصادي، وذلك على الرغم من أن العديد الدراسات (Ghani & Din, 2006) ، (Badawi, 2003) تشير إلى أن الانفاق الاستثماري العام له تأثير سلبي في النمو الاقتصادي ويرجعون ذلك إلى أنه ينافس الاستثمار الخاص وخصوصاً في الأجل القصير.

❖ الإيرادات العامة: حيث أن صناديق الاستثمار تولد عوائد إضافية لأصحابها وكذلك للاقتصاد ككل، وبالتالي فهي تعتبر أوعية ضريبية جديدة مما يمكن الدولة من تحصيل إيرادات جديدة، كما أن السياسة الضريبية المتبعة تمكن الدولة من تشجيع إعادة استثمار الأرباح، حيث أنه إذا كانت معدل الضريبة على الدخل أعلى من معدل الضريبة على زيادة رأس المال فإن إدارة الصندوق ستلجأ إلى احتجاز الأرباح وإعادة استثمارها بدلاً من توزيعها للمساهمين وبالتالي تحويلها للاستهلاك وتوليد ضغوط تضخمية قد تتحول لتضخم. كما أن فرض ضريبة على ملكية رأس المال وليس على زيادته تدفع أصحاب الثروات المعطلة إلى استثمارها حفاظاً على عدم تآكل هذه الثروات (المهايني و الخطيب، 2011، الصفحات 228-230) وبالتالي توظيفها بالاقتصاد مما يولد نمواً اقتصادياً. ويرتبط هذا التأثير بطبيعة النظام الضريبي المطبق والوعي الضريبي للمكافئين.

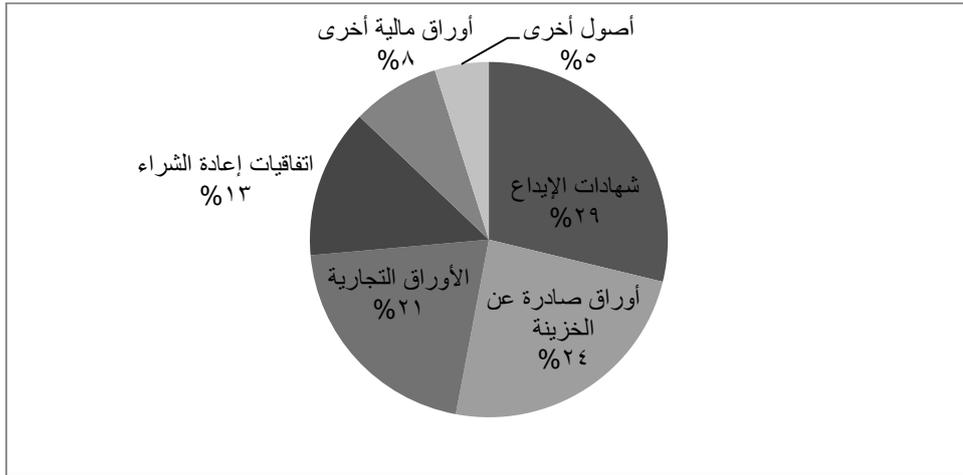
ب- التأثير في السياسات النقدية:

تلعب السياسات النقدية دوراً في التحكم في حجم الكتلة النقدية المتداولة في الاقتصاد الوطني، ومن الإجراءات المتخذة ضمن هذه السياسة ما يلي:

- سياسة السوق المفتوح : حيث تصدر الحكومة الأوراق المالية (فواتير وأذون وسندات الخزينة) لتمويل نشاطها ونفقاتها ويتم تداول هذه الأوراق في سوق النقد، والتي تكون جاذبة لصناديق الاستثمار كونها تتمتع بدرجة عالية من السيولة، ومنخفضة المخاطر كونها مضمونة من قبل الدولة، وتشير الإحصاءات أن عدد

صناديق سوق النقد في عام 2013 بلغ حوالي 555 صندوق وبلغ صافي قيمة أصول هذه الصناديق 2.7 تريليون دولار في العام نفسه (ICI, 2014, pp. 196-197) ، ويوضح الشكل رقم (2) التركيبة الكلية لأصول صناديق الاستثمار في سوق النقد في العام 2013.

الشكل رقم 2 التركيبة الكلية لأصول صناديق الاستثمار في سوق النقد عام 2013



المصدر: إعداد الباحث استناداً إلى Mutual Fund Fact Book 2014.

نلاحظ من الشكل السابق أن حوالي 24% من الصناديق التي تستثمر في سوق النقد توظف أموالها في الأوراق المالية الصادرة عن الخزينة، ومن الأمثلة عن هذه الصناديق الصناديق الذهبية Gilt Funds وهي الصناديق التي تستثمر في أدون الخزنة والسندات الحكومية التي تكون مضمونة من الحكومة وبالتالي فإن المخاطر الائتمانية معدومة ولذلك سميت بالذهبية.

- سياسة سعر الخصم (سعر الفائدة): عندما تقوم الدولة باتباع سياسة توسعية تلجأ إلى تخفيض سعر الخصم مما يخفض سعر الفائدة وزيادة الاستثمار وبالتالي زيادة الطلب الكلي ورفع النمو الاقتصادي. وهذه الزيادة في الاستثمار تجد في صناديق الاستثمار مجالاً مناسباً لها حيث أن انخفاض معدل الفائدة على الودائع يدفع المستثمرين إلى التحول إلى صناديق الاستثمار (وغالباً في الأسهم) نظراً لأن العائد المتوقع أعلى من معدل الفائدة (على الودائع وعلى السندات) وهذا

الاستثمار في الأسهم يساعد على إنشاء طاقات إنتاجية جديدة ورفع معدل النمو الاقتصادي.

ت- التأثير في السياستين معاً:

سيتم هنا التطرق لتمويل عجز الموازنة وتوظيف الفائض:

■ تمويل عجز الموازنة: حيث أن من أحد طرق تمويل العجز هو الاقتراض العام وذلك من خلال طرح السندات الحكومية للجمهور، وهذه السندات تمتاز كما أسلفنا بأنها عالية السيولة ومنخفضة المخاطر ومضمونة وهذا ما يجعلها جاذبة لبعض الصناديق وخصوصاً التي ترغب في تحقيق دخل ثابت (صناديق الدخل).

■ توظيف الفائض: وذلك من خلال صناديق الثروة السيادية Sovereign Wealth Funds (أو صناديق الاستثمار المملوكة للدولة) والتي هي أوعية مالية تملكها الدولة التي تحتفظ وتدير أو تتحكم بالأموال العامة وتستثمرها في مجموعة واسعة من الأصول بمختلف أنواعها (Allen & Caruana, 2008, p. 5). والأموال مستمدة أساساً من السيولة الناجمة عن الفوائض المالية للحكومة أو من الاحتياطات الرسمية في البنوك المركزية. وتمكن هذه الصناديق الدولة من توظيف فوائضها مما يحقق لها العوائد.

أخيراً، مما لا شك فيه أن الدولة وحسب الوضع الاقتصادي العام تلجأ إلى أما سياسة انكماشية أو سياسة توسعية أو كلاهما، ولا بد من أن يكون هناك دراية كبيرة بالوضع الاقتصادي وآليات التأثير لإزالة التعارض بين السياسات، وبالتالي تحقيق الهدف المنشود من تدخل الدولة وهو زيادة النمو الاقتصادي.

2-2-2-6- دور صناديق الاستثمار في تخفيض معدلات البطالة :

تعد البطالة⁴ من أهم المشكلات الاقتصادية، وذلك بسبب آثارها الاجتماعية حيث أن ازديادها يؤدي إلى ارتفاع معدلات الجريمة والعنف والإرهاب، وكذلك آثارها السياسية حيث أنها مصدر الاضطرابات السياسية، ونظراً لآثار الكبيرة المترتبة على البطالة فقد حظيت بكثير من الاهتمام لدى الاقتصاديين والسياسيين وصناع القرار على حد سواء. والسؤال المطروح ماهي العلاقة التي تربط بين البطالة والنمو الاقتصادي؟

تعد العلاقة بين النمو الاقتصادي من العلاقات الاقتصادية المهمة، وقد وضع أوكون قانون Okun's Law⁵ في عام 1962 يحدد هذه العلاقة، ويشير القانون إلى أنه عند ازدياد الناتج المحلي الإجمالي بمعدل 2% فإن معدل البطالة سينخفض بمعدل 1% والعكس صحيح. وقد قام العديد من الباحثين في إعادة اختبار قانون أوكون في اقتصاد العديد من البلدان من خلال الأساليب والنماذج القياسية، حيث أشارت دراسة تاتوم (Tatom, 1978) والتي درست العلاقة بين البطالة والنمو الاقتصادي في الولايات المتحدة خلال الفترة 1953-1978 وتم تقديرها بالمعادلة:

$$U = 4.99 + 0.359 \text{ GAP}$$

$$R^2 = 0.97$$

⁴ " يُجمع الاقتصاديون والخبراء - وحسب ما أوصت به منظمة العمل الدولية ILO - على تعريف العاطل عن العمل بأنه: كل من هو قادر على العمل، وراغب فيه، ويبحث عنه، ويقبله عند مستوى الأجر السائد، ولكن دون جدوى." (زكي، 1998، صفحة 15)

⁵ قانون أوكون Okun's Law: يشير قانون أوكون بنسخته الأولى إلى أنه إذا انخفض معدل البطالة U بنسبة 1% فإن معدل الناتج القومي الإجمالي GNP يرتفع بنسبة 3% ، ويطبق هذا القانون عندما ينخفض معدل البطالة بنسبة تتراوح بين 3-7.5% ، واستناداً إلى البيانات الربعية للاقتصاد الأمريكي خلال الفترة 1947-2002 فإن علاقة أوكون تكتب على النحو التالي :

$$\%GNP = 0.856 - 1.827\%U \quad R^2 = 0.507$$

أما قانون أوكون بنسخته المعدلة فإنه يركز على الفجوة GAP بين الناتج المحلي الإجمالي الفعلي والناتج المحلي الإجمالي المحتمل Potential (وهو الناتج المحلي الإجمالي المتوقع عند التشغيل الكامل) ، ويشير إلى أنه إذا كان حجم الفجوة 2% فإن معدل البطالة المتوقع 1%، أي أن نمو الناتج المحلي الإجمالي 2% يؤدي إلى انخفاض معدل البطالة 1% والعكس صحيح.

للمزيد (Knotek, 2007) وكذلك المواقع الالكترونية:

(<http://www.investopedia.com/terms/o/okunslaw.asp>, n.d.) ، (http://en.wikipedia.org/wiki/Okun%27s_Law, n.d.)

أي أن زيادة الفجوة بين الناتج المحلي الإجمالي الفعلي والمحتمل بنسبة 3% تؤدي إلى زيادة معدل البطالة 1%. وحصلت ليفين من خلال دراستها (Levine, 2013) على نتائج مماثلة وذلك من خلال دراسة فترة ما قبل وما بعد الأزمة المالية العالمية 2008، وأشارت إلى أنه بعد الركود الاقتصادي يحتاج الاقتصاد إلى 8 أشهر لينخفض معدل البطالة 1% وذلك في شرح منها لآثار سياسات التحفيز الاقتصادي بعد الأزمة، وبيّنت أنه إذا كان معدل النمو الاقتصادي 4% فإن ذلك يعمل على استقرار معدل البطالة أما إذا كان معدل النمو الاقتصادي أقل من ذلك فإن ذلك سيزيد من معدل البطالة. وحصل على نفس النتائج كيتوف (Kitov & Kitov, 2011) من خلال دراسة أعداها على مجموعة من الدول المتقدمة خلال الفترة 1975-1995. وفي دراسة أعداها مجموعة من الباحثين (Riccetti, Russo, & Gallegati, 2013) وتم من خلالها دراسة البطالة في مختلف الأنشطة الاقتصادية وذلك الاقتصاد التركي خلال الفترة 1988-2004 وذلك من خلال علاقة البطالة مع عدد من المتغيرات: الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، المستوى العام للأسعار، سعر الصرف، سعر الفائدة، والعرض النقدي. وقد توصلوا للنتائج التالية:

- زيادة الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي تؤدي لانخفاض البطالة في جميع القطاعات عدا قطاعي الكهرباء وخدمة المجتمع.
- زيادة المستوى العام للأسعار تؤدي لانخفاض معدل البطالة في كافة القطاعات عدا خدمة المجتمع، حيث أن زيادة الأسعار الناتجة عن زيادة الطلب تدفع المنتجين إلى زيادة المعروض من خلال توظيف الموارد المتاحة والمعطلة وهذا ما يؤدي لانخفاض معدلات البطالة (تتوافق النتيجة مع منحنى فيليبس⁶).
- تغير سعر الصرف ليس ذو دلالة إحصائية.
- انخفاض معدل الفائدة يؤدي لانخفاض معدل البطالة وخصوصاً في قطاع التصنيع.

⁶ يفترض منحنى فيليبس أنه: كلما كان معدل البطالة مرتفعاً كلما انخفض معدل التضخم، أي أنه توجد علاقة عكسية بين معدل البطالة ومعدل التضخم. (الحريري و الجزائرلي، 2012، الصفحات 375-378)

• زيادة العرض النقدي تؤدي لانخفاض معدل البطالة في كافة القطاعات عدا قطاع الزراعة.

من خلال استعراض الدراسات السابقة نستنتج أن العلاقة بين النمو الاقتصادي والبطالة هي علاقة عكسية.

ولقد افترض بلانشارد (Blanchard, 2000) لغزاً أطلق عليه لغز موديليانى Modigliani Puzzle افترض فيه أن زيادة الاستثمار في رأس المال تؤدي إلى نقل التكنولوجيا وتطويرها وبالتالي زيادة إنتاجية العمل مما يعني تسريح المزيد من العمال ورفع معدلات البطالة انطلاقاً من تابع الإنتاج غوب - دوغلاس حيث يتم إحلال رأس المال محل العمل للحفاظ على مستوى إنتاجي معين في الأجل القصير، والسؤال المطروح كيف يؤثر الاستثمار المحلي بشقيه العام والخاص وكذلك الاستثمار الأجنبي المباشر FDI في معدل البطالة؟

للإجابة على هذا التساؤل نستعرض بعض الدراسات حول هذه الفكرة، ففي علاقة الاستثمار المحلي مع البطالة: يرى يونغ وبيدريجال (Young & Pedregal, 1999) في دراستهما حول العلاقة بين الاستثمار الخاص والانفاق الحكومي مع البطالة في الولايات المتحدة خلال الفترة 1948-1998 أن العلاقة هي علاقة عكسية. وحصل سجوردسن (Sigurdsson, 2013) في تفسيره للغز موديليانى في عدد من دول منظمة التعاون والتنمية OECD على نتائج مماثلة، وأشار إلى أن زيادة الاستثمار ومعدل التكنولوجيا يؤدي لانخفاض البطالة في الأجل الطويل، وزيادة الاستثمار 1% تؤدي لانخفاض البطالة 0.51% وكذلك زيادة إنتاجية العمل 1% تؤدي لانخفاض البطالة 0.2%. أما في علاقة الاستثمار الأجنبي المباشر مع البطالة: يرى العديد من الباحثين (Totan, Popescu, Cristache, 2013) و (Balcerzak & Żurek, 2011) وكذلك (Zeb, Qiang, Sharif, 2014) أن زيادة الاستثمار الأجنبي المباشر FDI يؤدي لانخفاض معدل البطالة في الأجل الطويل على الرغم من زيادة معدل البطالة في الأجل القصير بسبب نقل التكنولوجيا والاعتماد على الإنتاج الكثيف رأس المال.

من خلال استعراض الدراسات السابقة نستنتج أن العلاقة بين الاستثمار بشقيه المحلي والأجنبي والبطالة هي علاقة عكسية.

ولما كان من المفترض أن صناديق الاستثمار تعمل على زيادة الاستثمار الأجنبي والمحلي، ورفع معدل النمو الاقتصادي فأن صناديق الاستثمار ستعمل على توفير فرص عمل وتخفيض معدل البطالة استناداً للعلاقة العكسية بين كل من النمو الاقتصادي والاستثمار مع معدل البطالة.

2-2-2-7 دور صناديق الاستثمار في تخفيض معدل التضخم:

يعد التضخم⁷ أيضاً أحد أهم المشكلات الاقتصادية الكلية، والسؤال المطروح ما هي العلاقة التي تربط معدل التضخم بالنمو الاقتصادي؟

أشار بارو (Barro, 1995) من خلال دراسة أعدها حول 100 دولة خلال الفترة 1960-1990 إلى أن زيادة التضخم بـ 10% تؤدي لانخفاض النمو الاقتصادي ما بين 0.2-0.3% سنوياً وانخفاض نسبة الاستثمار للناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للفرد ما بين 0.4-0.6% سنوياً أي أنه وبعد 30 سنة سينخفض النمو الاقتصادي 3-7%. وحصل سارل (Sarel, 1995) من خلال دراسة أعدها حول 87 دولة خلال الفترة 1970-1990 على نتائج مماثلة، وأشار إلى أنه عندما يتضاعف التضخم من 20% إلى 40% ينخفض النمو 1.7% معتبراً أن العلاقة بين النمو الاقتصادي والتضخم غير خطية، وهذا ما ذهب إليه لي (Li, 2006) من خلال دراسته حول 90 بلداً نامياً و28 بلداً متقدماً خلال الفترة 1961-2004 حيث اعتبر أن العلاقة غير خطية، وأشار إلى فكرة العتبات، حيث أن هنالك عتبة للتضخم (14%-38% في الدول النامية، و24% في الدول المتقدمة) وقبل هذه العتبة لا يوجد أثر لزيادة التضخم على النمو، وبعدها يصبح الأثر سلبي وكل زيادة

⁷ التضخم: هو ارتفاع مستمر في المستوى العام للأسعار، وغالباً ما يعبر عنه بالرقم القياسي لأسعار المستهلك CPI. كما أن مؤشر السعر الذي يتعلق بجميع السلع والخدمات في الاقتصاد هو مئيط (مُخَفَّض) الناتج المحلي الإجمالي (GDP Deflator) (الحريري و الجزائرلي، 2012، الصفحات 353-354)

بمعدل التضخم بـ 10% تعني انخفاض النمو ما بين 0.2-0.4% سنوياً. وهذا ما حصل عليه سيرجيني (Sergii, 2009) من خلال دراسته على رابطة الدول المستقلة عن الاتحاد السوفيتي سابقاً CIS خلال الفترة 2001-2008، وقد حدد تلك العتبة بـ 8%. نلاحظ من خلال استعراض الدراسات السابقة أن العلاقة بين النمو والتضخم هي علاقة غير خطية وعكسية.

وكما أشرنا سابقاً فإن صناديق الاستثمار تعمل على تشجيع الادخار وتعبئة المدخرات، وذلك سيؤدي إلى تنظيم الاستهلاك وتخفيض ذلك الجزء من الدخل المخصص للاستهلاك وهذا يعني تخفيض الطلب على السلع الاستهلاكية، ومن ناحية أخرى فإن تشجيع الاستثمار من خلال صناديق الاستثمار يعمل على زيادة الانتاج من السلع الاستهلاكية أي زيادة المعروض منها، وهذه العملية تؤدي لانخفاض الأسعار حسب قانوني العرض والطلب. ومن جهة أخرى فإن ارتفاع معدل التضخم يؤدي إلى دفع المدخرين إلى توظيف مدخراتهم خوفاً من تآكل ثروتهم.

كما أن نشاط صناديق الاستثمار في السوق المالية، فإذا تحولت المدخرات المعبئة من خلال صناديق الاستثمار نحو شراء أسهم شركات جديدة (الاستثمار في سوق الإصدار) فإن ذلك يعني طاقات إنتاجية جديدة وزيادة المعروض من السلع والخدمات، أما إذا تحولت إلى أسهم شركات قائمة (الاستثمار في السوق الثانوية) فإن ذلك يعني زيادة القيمة السوقية للأسهم بشكل أعلى من قيمتها الدفترية مما يشكل فقاعات مالية Bubbles تعكس اقتصاداً وهمياً أكبر من الاقتصاد الحقيقي، وبالتالي ارتفاع المستوى العام لأسعار الأسهم وذلك في الأجل القصير. ويرى الباحث أنه في الأجل الطويل لا بد لآليات السوق من أن تعيد تصحيح هذا الخلل في السوق وقد يكون ذلك على حساب بعض الصناديق التي تكون غير كفؤة ولا تعكس أداءً جيداً.

وفي إطار التحليل الاقتصادي الكلي، إذا كانت صناديق الاستثمار تعمل على تخفيض معدل البطالة، والعلاقة بين معدل البطالة ومعدل التضخم عكسية حسب منحني فيلبس فإنه من المتوقع أن تؤدي صناديق الاستثمار إلى رفع معدل التضخم، ولتفسير هذه المعضلة يرى الباحث أنه في الأجل القصير يصح هذا التحليل ولكن في الأجل الطويل فإن ذلك يعتمد على حجم الطاقات الإنتاجية غير المستغلة في الاقتصاد ومدى مرونة الجهاز

الانتاجي وكذلك على نظرية المزايا النسبية، وغالباً ما تسعى صناديق الاستثمار نحو القطاعات التي يتوقع أن تحقق نمواً في معدل العائد المتوقع والقطاعات التي تمتاز بها الدولة المعنية بمزايا نسبية، وبالتالي تولد ضغوطاً تضخمية ولكن إذا كان الاقتصاد يتمتع بالمرونة في جهازه الانتاجي فإنه سيعمل على امتصاص هذه الضغوط، والانتقال إلى مستوى توازني أعلى من المستوى السابق، وبالتالي زيادة في معدل النمو الاقتصادي. أن هذه التناقضات في التحليل الاقتصادي تدفعنا إلى ضرورة دراسة العلاقة بين نمو صناديق الاستثمار ومعدل التضخم، وهذا ما سنحاول الإجابة عنه في ضوء النتائج التي سيتم التوصل إليها لاحقاً.

2-3- الجزء الثاني: الدراسات السابقة

تعددت الدراسات التي تناولت صناديق الاستثمار الإسلامية والتقليدية، ولكن هذه الدراسات بأغلبها كانت تتم على المستوى الجزئي لناحية مقارنة أداء كل منهما، أما الدراسات التي تناولت تأثير تعبئة المدخرات من خلال صناديق الاستثمار على النمو الاقتصادي والمؤشرات الكلية لا تزال محدودة.

سيتم في هذا الجزء المعنون بالدراسات السابقة استعراض الدراسات التي تناولت موضوع صناديق الاستثمار الإسلامية والتقليدية جدولياً في مجموعتين رئيسيتين: المجموعة الأولى: وتتضمن مقارنة أداء صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية، وتقسم إلى:

- الدراسات التي وجدت أن أداء صناديق الاستثمار الإسلامية يختلف عن أداء صناديق الاستثمار التقليدية في مختلف ظروف السوق، حيث وجد بعضها أن أداء الإسلامية كان أفضل، والبعض الآخر وجد أن أداء التقليدية كان أفضل.
- الدراسات التي وجدت أن أداء صناديق الاستثمار الإسلامية لا يختلف عن أداء صناديق الاستثمار التقليدية بشكل عام، ولكن في أسواق الصعود Bullish يكون أداء الصناديق التقليدية أفضل وفي أسواق الهبوط Bearish يكون أداء الإسلامية أفضل، وذلك من خلال دراسة أزميتين ماليتين الأولى أزمة دول جنوب شرق آسيا 1997-1998 والثانية الأزمة المالية العالمية 2008.

أما المجموعة الثانية فتتضمن الدراسات التي تناولت دور صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية في تعبئة المدخرات ورفع معدل النمو الاقتصادي على الرغم من محدوديتها.

وأخيراً نلخص ما ورد في الدراسات السابقة ونعرض الجديد الذي يقدمه البحث.

2-3-1- المجموعة الأولى: الدراسات المتعلقة بمقارنة أداء الصناديق الإسلامية والتقليدية

أولاً: الدراسات التي وجدت أن أداء صناديق الاستثمار الإسلامية أفضل

عنوان الدراسة	الكاتب وتاريخ النشر	البيانات والتحليل المتبع	النتائج التي تم التوصل إليها
تحليل أداء صناديق الاستثمار الإسلامية - دراسة مقارنة بين إندونيسيا وماليزيا	(Ferdian & Dewi, 2007)	5 صناديق إسلامية في إندونيسيا و 20 صندوق إسلامي في ماليزيا خلال الفترة 2005-2007 باستخدام مؤشرات شارب وترينور وجنسن	1. أداء صناديق الاستثمار الإسلامية بشكل عام أعلى من أداء السوق. 2. أداء الصناديق الإسلامية الماليزية أفضل من الصناديق الإسلامية الإندونيسية بسبب قوة سوق رأس المال الإسلامي الماليزي.
الأداء المالي لصناديق الاستثمار الإسلامية ونمط الاستثمار الدولي: أدلة من 20 دولة	(Hoepner, Rammal, & Rezac, 2009)	265 صندوق إسلامي في 20 دولة خلال الفترة 1990-2009 باستخدام نموذجي CAPM و Carhart	1. أن الخصائص الوطنية لكل دولة تشرح عدم التجانس في أداء الصناديق الإسلامية وبالتالي لا تسمح النتائج بالتعميم ما إذا كان أداء الصناديق الإسلامية أفضل من التقليدية. 2. أداء الصناديق الإسلامية في دول مجلس التعاون الخليجي وماليزيا أفضل من الصناديق التقليدية بسبب: التطور المالي الإسلامي، العقيدة الدينية لدى الشعوب والالتزام بها، والدعم المقدم من قبل الحكومات للتمويل الإسلامي.
تقييم أداء صناديق الاستثمار	(Ali, Naseem, & Rehman, 2010)	5 صناديق إسلامية و 5 صناديق تقليدية في باكستان خلال الفترة 2006-2008 باستخدام مؤشرات شارب وترينور	أن صناديق الاستثمار الإسلامية تؤدي الى نتائج أفضل من التقليدية وقد قدم الباحثون عدة مقترحات لتطوير أداء صناديق الاستثمار الإسلامية

<p>1. أداء الصندوق الإسلامي يختلف عن التقليدي.</p> <p>2. أداء صناديق الاستثمار الإسلامية والتقليدية أفضل من مؤشرات السوق.</p> <p>3. صناديق الاستثمار الإسلامية أفضل من أداء التقليدية.</p> <p>4. إدارة صناديق الإسلامية أفضل من التقليدية.</p> <p>5. الرسوم والمصاريف كان لها تأثير سلبي على أداء الصناديق الإسلامية.</p> <p>6. علاقة سلبية بين أداء الصندوق وكلاً من عمر وحجم الصندوق بسبب ارتفاع التكاليف.</p> <p>7. الأداء الماضي الجيد له أثر إيجابي على أداء الصندوق.</p>	<p>129 صناديق إسلامية و350 صندوق تقليدي في ماليزيا خلال الفترة 1990-2009 باستخدام مؤشرات شارب وترينور وجنس ونموذجي CAPM و MT⁸</p>	<p>(Mansor, 2012)</p>	<p>الأداء الاستثماري لصناديق الاستثمار الإسلامية مقابل أداء الصناديق التقليدية: أدلة من ماليزيا</p>
<p>خلصت الدراسة إلى أنه يمكن أن يكون هناك أفق جيد لصناديق الاستثمار الإسلامية شريطة عدم محاولتها تقليد صناديق الاستثمار التقليدية وإيجاد تكييف شرعي لها وإنما يجب أن يكون لصناديق الاستثمار الإسلامية فلسفتها الخاصة المستمدة من المعايير الشرعية.</p>	<p>29 صناديق إسلامية و19 صندوق تقاعد تقليدي في باكستان خلال عام 2012 باستخدام مؤشر صافي القيمة السوقية NAV</p>	<p>(Shaikh, 2012)</p>	<p>تحليل عمليات صناديق الاستثمار الإسلامية في باكستان</p>

⁸ CAPM: نموذج تقييم الأصول الرأسمالية، MT: نموذج توقيت السوق.

<p>1. أن صناديق الاستثمار الإسلامية السعودية تشكل 20% من إجمالي صناديق الاستثمار الإسلامية في العالم ككل.</p> <p>2. أن صناديق الاستثمار الإسلامية تحقق عائد أكبر من عوائد صناديق الاستثمار التقليدية في فترة التباطؤ الاقتصادي وذلك بسبب المعايير الشرعية التي تفرض على إدارة الصندوق للاستثمار في أسهم معينة والتنويع والتحوط من خلالها.</p>	<p>116 صناديق إسلامية و43 صندوق تقليدي في السعودية خلال الفترة 2007-2011 باستخدام نموذجي CAPM و MT</p>	<p>(Ashraf, 2013)</p>	<p>تقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية مقارنة بصناديق التقليدية: أدلة تجريبية من المملكة العربية السعودية</p>
<p>صناديق الأسهم الإسلامية أفضل من التقليدية وخصوصاً في ظل الأزمة المالية 2007-2010.</p>	<p>29 مؤشر دولي للأسهم الإسلامية من أربع مؤشرات رئيسية: MSCI-DJ-FTSE-S&P خلال الفترة 2000-2012 باستخدام نموذج CAPM</p>	<p>(Ashraf, 2013)</p>	<p>نشوء الاختلاف بين أداء مؤشرات الأسهم المستندة للشريعة والمؤشرات التقليدية</p>
<p>1. هناك فرق ذو دلالة إحصائية بين أداء الأسهم الإسلامية والتقليدية من حيث المخاطر.</p> <p>2. يوجد علاقة ذو دلالة إحصائية بين عوائد الأسهم الإسلامية والتقليدية، وعائد الأسهم للشركات المتوافقة مع الشريعة أعلى من الشركات التقليدية.</p>	<p>أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الاسترالي ASX خلال الفترة 2001-2013 باستخدام مؤشرات شارب وترينور وجنسن</p>	<p>(Reddy & Fu, 2014)</p>	<p>هل الأسهم المتوافقة مع الشريعة تعكس أداء أفضل من الأسهم التقليدية؟ دراسة مقارنة للأسهم في البورصة الأسترالية</p>

ثانياً: الدراسات التي وجدت أن أداء صناديق الاستثمار التقليدية أفضل

عنوان الدراسة	الكاتب وتاريخ النشر	البيانات والتحليل المتبع	النتائج التي تم التوصل إليها
دليل دولي على أداء ونمط الاستثمار في صناديق الاستثمار الأخلاقية	(Bauer, Koedijk, & Otten, 2002)	103 صندوق أخلاقي في ألمانيا وبريطانيا والولايات المتحدة خلال الفترة 1990-2001 باستخدام نموذجي CAPM و Fama-French	أن أداء الصناديق الأخلاقية تحت أداء التقليدية في ألمانيا والولايات المتحدة وخصوصاً الصغيرة عمرياً أما الصناديق الأكبر عمراً فهي تماثل في الأداء. أما في بريطانيا فكانت النتائج مختلفة.
مقارنة أداء صناديق الثقة الإسلامية والتقليدية في ماليزيا	(Ahmad & Haron, 2006)	12 صندوق إسلامي و 77 تقليدي خلال الفترة 2000-2003 باستخدام نسب شارب المعدل وترينور وجنس	1. لا يوجد فرق إحصائي بين أداء كل من الصناديق الإسلامية والتقليدية. 2. الصناديق الإسلامية أقل أداءً من التقليدية.
خصائص العائد والمخاطرة في صناديق الأسهم الإسلامية	(Hayat & Kraeussl, 2011)	145 صندوق أسهم إسلامي ومؤشر DJWSI خلال الفترة 2000-2009 باستخدام نموذجي CAPM و MT	أداء الصناديق الإسلامية أضعف من أداء التقليدية، وقد ازداد الأداء الضعيف للصناديق الإسلامية خلال الأزمة المالية وعلى المستثمر تتبع صناديق المؤشرات المتداولة بدلاً من صناديق الأسهم الإسلامية.
تحليل العائد والمخاطرة على أداء صناديق الاستثمار الإسلامية: أدلة من ماليزيا	(Mansor & Bhatti, 2011)	128 صندوق إسلامي و 350 تقليدي خلال الفترة 1996-2009 باستخدام مؤشر العائد على المحفظة	1. كلا النوعين من الصناديق أعلى من مؤشرات السوق بشكل عام. 2. الصناديق الإسلامية أقل أداءً من التقليدية من حيث العائد بالمتوسط. 3. يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين الانحراف المعياري لمحفظتي كل منهما، وأن المحفظة الإسلامية أكثر خطورة من المحفظة التقليدية.

<p>متوسط عائد الصناديق الإسلامية أقل من عائد محفظة السوق، أما متوسط عائد الصناديق التقليدية أعلى من عائد محفظة السوق.</p>	<p>11 صندوق إسلامي و 29 صندوق تقليدي في ماليزيا خلال الفترة 2006-2002 باستخدام مؤشرات شارب وشارب المعدل وترينور وجنسن ألفا وترينور-مازي</p>	<p>(Bashir & Nawang, 2011)</p>	<p>وحدات الثقة الإسلامية والتقليدية في ماليزيا: مقارنة الأداء</p>
<p>1. أداء صناديق الاستثمار التقليدية أفضل من أداء صناديق الاستثمار الإسلامية. 2. يعود سبب تطور الصناديق الإسلامية في ماليزيا إلى: • دعم الحكومة لها من خلال المزايا الضريبية. • أن المستثمرين الماليزيين غير متطورين كما في البلدان الأكثر تقدم مثل الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة وأستراليا.</p>	<p>134 صناديق إسلامية و 83 تقليدية في ماليزيا خلال الفترة 2000-2009 باستخدام مؤشرات صافي التدفق ومكونات المحفظة</p>	<p>(Marzuki & Worthington, 2012)</p>	<p>الاستثمار الذكي في صناديق الأسهم الإسلامية والتقليدية الماليزية</p>
<p>1. الصناديق التقليدية أفضل أداءً من الإسلامية. ونمو الصناديق الإسلامية يعود لأسباب دينية. 2. العوائد في الصناديق الإسلامية مستقرة خلال الأزمة المالية 2008 بعكس التقليدية. وصناعة صناديق الاستثمار بشقيها أضعف في باكستان من الدول الأخرى.</p>	<p>36 صناديق إسلامية و 117 تقليدية في باكستان خلال الفترة 2007-2012 باستخدام مؤشرات صافي قيمة الأصول NAV ونسب شارب وترينور وجنسن</p>	<p>(Jabeen & Dars, 2014)</p>	<p>مقارنة بين صناديق الاستثمار الإسلامية والتقليدية في باكستان</p>

ثالثاً: الدراسات التي وجدت أن أداء صناديق الاستثمار الإسلامية لا يختلف عن أداء صناديق الاستثمار التقليدية بشكل عام، ولكن في أسواق الصعود Bullish يكون أداء الصناديق التقليدية أفضل وفي أسواق الهبوط Bearish يكون أداء الإسلامية أفضل.

عنوان الدراسة	الكاتب وتاريخ النشر	البيانات والتحليل المتبع	النتائج التي تم التوصل إليها
مقارنة الأداء بين صناديق الاستثمار الإسلامية والتقليدية	(Elfakhani , Hassan, & Sidani, 2005) (Elfakhani , Hassan, & Sidani, 2007)	46 صندوق إسلامي ومجموعة من المؤشرات خلال الفترة 1997-2002 باستخدام مؤشرات شارب وترينور وجنسن وفاما	1. لا توجد دلالة إحصائية للفرق بين أداء الإسلامية والتقليدية. 2. خلال فترة الركود الاقتصادي 2000-2002 كان أداء الصناديق الإسلامية أفضل من التقليدية، أما خلال الانتعاش الاقتصادي 1997-2000 أداء التقليدية كان أفضل.
تحقيق حول أداء وحدات الثقة الإسلامية الماليزية دراسة مقارنة مع وحدات الثقة التقليدية	(Abdullah , Hassan, & Mohamad , 2007)	65 صندوق منها 14 إسلامي والباقي تقليدي حكومي وخاص خلال الفترة 1992-2001 باستخدام مؤشرات شارب وشارب المعدل وجنسن ونموذج MT	1. أن الصناديق التقليدية أفضل أداءً من الإسلامية خلال الاتجاهات الاقتصادية الصاعدة (قبل أزمة دول جنوب شرق آسيا 1992-1996). 2. أن الصناديق الإسلامية أفضل أداءً من الصناديق التقليدية خلال الاتجاهات الاقتصادية الهابطة (خلال أزمة دول جنوب شرق آسيا 1997-1998 وبعدها 1999-2001).
أداء صناديق الأسهم الإسلامية: دراسة مقارنة لمعايير التقليدية والإسلامية والأخلاقية	(Abderrezak , 2008)	46 صندوق إسلامي خلال الفترة الزمنية 1997-2002 باستخدام مؤشرات شارب وترينور وجنسن وفاما-فرنش	1. الصناديق الإسلامية أفضل في فترات الهبوط، والصناديق التقليدية أفضل في فترات الصعود. 2. الأداء متماثل بين الصناديق الإسلامية والأخلاقية.

<p>1. الصناديق التقليدية أفضل في الفترات الصاعدة.</p> <p>2. الصناديق الإسلامية أفضل في الفترات الهابطة، ويمكن استخدامها للتحوط.</p>	<p>28 صندوق يديرها بنك HSBC منها 12 إسلامي و 16 تقليدي خلال الفترة 2003-2010 باستخدام مؤشرات شارب وترينور ونموذجي MT و Modigliani & Modigliani</p>	<p>(Merdad, Hasan, & Alhenawi, 2010)</p>	<p>أداء صناديق الاستثمار الإسلامية مقابل التقليدية في السعودية: دراسة حالة</p>
<p>1. أداء صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية لا يختلف عن أداء نظيرتها التقليدية.</p> <p>2. يوجد سلبية في أداء صناديق المؤشرات الإسلامية والتقليدية عن الصناديق الأخرى خلال فترة الأزمة المالية 2008.</p>	<p>مجموعة مؤشرات في ماليزيا خلال الأزمة المالية 2007-2008 باستخدام نسب شارب وترينور وجنسن</p>	<p>(Diaw, Hassan, & Ng Boon Ka, 2010)</p>	<p>أداء صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية والتقليدية في ماليزيا</p>
<p>1. هناك علاقة ارتباط ايجابية ذات دلالة إحصائية بين القيم السوقية لأصول كل من صناديق الاستثمار الإسلامية والصناديق التقليدية.</p> <p>2. هناك علاقة ارتباط ايجابية ذات دلالة إحصائية بين عائد كل من صناديق الاستثمار الإسلامية وصناديق الاستثمار التقليدية.</p>		<p>(خضر، 2011)</p>	<p>صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية - دراسة مقارنة بالتطبيق على سوق مصر للأوراق المالية</p>
<p>1. لم يكن هنالك دليل إحصائي على اختلاف أداء الصناديق الإسلامية عن التقليدية.</p> <p>2. لا يوجد اختلاف بين أداء الصناديق الإسلامية وأداء السوق بشكل عام.</p>	<p>96 صندوق إسلامي و 47 صندوق تقليدي في السعودية خلال الفترة 2003-2010 باستخدام نماذج CAPM، وترينور-مازي وفاما-فرنش وكارهارت</p>	<p>(Merdad & Hassan, 2011)</p>	<p>أداء صناديق الاستثمار الإسلامية في السعودية</p>

<p>1. لا يوجد فرق بين تدفق الأموال للصناديق الإسلامية والتقليدية.</p> <p>2. التدفقات الداخلة والخارجة في الصناديق الإسلامية ضعيفة خلال فترة الدراسة.</p>	<p>مجموعة من الصناديق المدارة من بعض الشركات في ماليزيا خلال الفترة 2001-2006 باستخدام مؤشر صافي قيمة أصول الصندوق.</p>	<p>(Nathie, 2011)</p>	<p>دراسة تدفق أموال المستثمر بين الصناديق المدارة الإسلامية والتقليدية في ماليزيا</p>
<p>1. جميع أنواع الصناديق كانت ذات أداء مخيب، ونسب شارب كانت سلبية.</p> <p>2. يوجد نمو في صناديق الاستثمار الإسلامية في باكستان.</p>	<p>20 صندوق إسلامي و66 صندوق تقليدي في باكستان خلال الفترة 2006-2010 باستخدام مؤشرات شارب وفاما-فرنش ونموذج CAPM</p>	<p>(Mahmud & Mirza, 2011)</p>	<p>تقييم أداء صناديق الاستثمار في سوق ناشئ: حالة باكستان</p>
<p>1. على الرغم من تحقيق الصناديق الإسلامية لعوائد تفوق عوائد التقليدية إلا أن العوامل الدافعة التي تقود آلية المراجعة بين الصناديق الإسلامية والتقليدية مختلفة.</p> <p>2. لا توجد علاقة تكامل مشترك بين عائد الصناديق الإسلامية والتقليدية في الأجل الطويل.</p> <p>3. توجد علاقة سببية بين أداء الصناديق الإسلامية وكلاً من مؤشر السوق وسعر البترول.</p> <p>4. توجد علاقة سببية بين أداء الصناديق التقليدية وكلاً من مؤشر السوق وسعر البترول.</p>	<p>199 صندوق إسلامي و181 صندوق تقليدي في دول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة 2005/4-2010/3 باستخدام مؤشرات شارب وترينور وجنسن وترينور-مازي وفاما وجارش والتكامل المشترك وجرانجر</p>	<p>(الصيفي، 2011)</p>	<p>تأثير الأزمة المالية العالمية على أداء صناديق الاستثمار الإسلامية والتقليدية مقيساً بنموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM ونظرية تسعير المراجعة APT دول مجلس التعاون الخليجي أنموذجاً</p>

<p>1. أداء الصناديق الإسلامية يماثل مؤشر السوق. 2. لا يوجد أدلة على أن مدراء الصناديق الإسلامية لديهم خبرة في انتقاء المحفظة حسب توقيت السوق.</p>	<p>129 صندوق إسلامي في ماليزيا خلال الفترة 1990-2009 باستخدام نموذج CAPM</p>	<p>(Mansor, Bhatti, & Khan, 2012)</p>	<p>أداء صناديق الاستثمار الإسلامية: تحليل اللوحة</p>
<p>1. خلال فترة عدم وجود أزمة أداء وحدات الثقة الإسلامية مشابه لأداء السوق. 2. خلال الأزمة أداء وحدات الثقة الإسلامية أفضل من أداء السوق وبالتالي يمكن التحوط بها خلال الأزمات.</p>	<p>33 صندوق أسهم إسلامي في ماليزيا خلال الفترة 2000-2009 باستخدام مؤشرات شارب وترينور وجنسن</p>	<p>(Kassim & Kamil, 2012)</p>	<p>أداء وحدات الثقة الإسلامية خلال الأزمة المالية العالمية 2007: أدلة من ماليزيا</p>
<p>لا يختلف العائد المعدل بالمخاطر في الصناديق الإسلامية عنه في الصناديق التقليدية كثيراً.</p>	<p>6 صناديق أسهم إسلامية و 30 تقليدية في اندونيسيا خلال الفترة 2008-2012 باستخدام مؤشرات شارب وممر الحلزون المعدل Modified Snail Trail ونجمة الصبح Morningstar Rating</p>	<p>(Hartono, Soekarno, & Damayanti, 2013)</p>	<p>قياس أداء صناديق الاستثمار الإسلامية والتقليدية الاندونيسية باستخدام عدة مقاييس</p>
<p>1. أداء الصناديق التقليدية أفضل خلال فترة ما قبل وما بعد الأزمة. 2. أداء الصناديق الإسلامية أفضل خلال فترة الأزمة. 3. مؤشر بيتا (المخاطر المنتظمة) أقل في الصناديق الإسلامية من التقليدية وبالتالي الإسلامية أقل حساسية للتغيرات في السوق.</p>	<p>7 صناديق إسلامية و 7 تقليدية في ماليزيا خلال الفترة 2003-2012 باستخدام مؤشرات شارب وترينور وجنسن</p>	<p>(Norman, Almsafir, & Smadi, 2013)</p>	<p>دراسة مقارنة بين صناديق الاستثمار التقليدية والصناديق المعتمدة على الشريعة: أداء صندوق بيرهاد</p>

<p>1. أن أداء صناديق الاستثمار الإسلامية والتقليدية دون أداء مؤشري داو جونز وفايننشال تايمز .</p> <p>2. على الرغم من وجود علاقة طويلة الأجل بين أسعار النفط وقيمة صافي أصول صناديق الأسهم الإسلامية إلا أن تغير أسعار النفط لا يؤثر في أداء صناديق الأسهم الإسلامية والعكس صحيح.</p> <p>3. أثر شهر رمضان سلبي بعكس ما يفرضه التحليل النظري بسبب انخفاض التداول في البورصة عامةً.</p> <p>4. لا يوجد فرق ذو دلالة إحصائية بين أداء صناديق الأسهم الإسلامية والصناديق التقليدية والأخلاقية.</p> <p>5. في فترات الصعود يكون أداء الصناديق التقليدية أفضل، وفي فترات الهبوط يكون أداء الصناديق الإسلامية أفضل وذلك لأن معامل بيتا أكبر في الصناديق التقليدية وبالتالي يرتفع العائد لتغطية هذه المخاطرة المرتفعة نسبياً.</p>	<p>52 صندوق أسهم إسلامي و63 صندوق أخلاقي و100 صندوق تقليدي (بيانات شهرية) خلال الفترة 2004-2009 باستخدام عدد كبير من المؤشرات: شارب وترينور وجنس Modigliani and Modigliani Market Timing و Ability (γ) واختباري جذر الوحدة ADF و PP واختبار جرانجر للسببية والتكامل المشترك Co-integration وغيرها.</p>	<p>(ALRASHIDI, 2013)</p>	<p>مقارنة أداء صناديق الاستثمار الإسلامية وصناديق الاستثمار الأخلاقية والتقليدية</p>
<p>لا يوجد اختلاف بين أداء الصناديق الإسلامية والتقليدية وكلاهما عكس أداءً سلبياً في فترة التباطؤ.</p>	<p>4 صناديق إسلامية و35 صندوق تقليدي في مصر خلال الفترة 2007-2012 باستخدام مؤشري جنسن وترينور - مازي</p>	<p>(Elmessearya, 2014)</p>	<p>توقيت السوق وانقاء الأسهم من قبل مديرو الصناديق المصرية: أدلة من الأزمة المالية</p>

2-3-2- المجموعة الثانية: الدراسات المتعلقة بدور صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية في تعبئة المدخرات ورفع معدل النمو الاقتصادي

عنوان الدراسة	الكاتب وتاريخ النشر	البيانات والتحليل المتبع	النتائج التي تم التوصل إليها
تطور صناديق الاستثمار حول العالم	(Klapper, Sull, & Vittas, 2004)	إجمالي صناديق الاستثمار ونسبتها للنتائج المحلي الإجمالي لـ 40 دولة نامية ومتقدمة خلال الفترة 1992-1998	1. خلال التسعينيات من القرن المنصرم نمت صناديق الاستثمار حول العالم. ففي الدول ذات الدخل المرتفع تشكل صناديق الاستثمار 10-24% من الناتج المحلي الإجمالي، أما في الدول ذات الدخل المتوسط فتشكل 4-8% 2. في الدول النامية والمتقدمة: انخفاض مخاطر البلد وزيادة ثقة المستثمرين تؤدي لزيادة صناديق الاستثمار، وكذلك انخفاض العائد على منتجات ادخارية منافسة تؤدي لنمو صناديق سوق النقد والسندات قصيرة الأجل. 3. صناديق الاستثمار أكثر تقدماً في الدول ذات أسواق مالية متقدمة وأكثر استقراراً، وتقل صناديق الأسهم في البلدان ذات تقلبات كبيرة في السوق ومعايير محاسبية ضعيفة. 4. صناديق الأسهم تسيطر في الدول الأنجلو أمريكية، أما في أوروبا والدول متوسطة الدخل فتسيطر صناديق السندات. وتطور صناديق السندات في الدول النامية يرتبط بالنتائج الإجمالي للفرد وسعر الفائدة.

<p>1. تحقق صناديق الاستثمار عوائد سنوية وتوزيعات نقدية للمدخرين أعلى من عائد السوق.</p> <p>2. بينت الدراسة متطلبات إقامة صناديق الاستثمار في سورية من خلال عدة نقاط: وجود شركات مساهمة، وجود سوق أوراق مالية متطورة، ووجود مصارف عامة أو خاصة قادرة على تشكيل صناديق الاستثمار وإدارتها.</p>	<p>20 صندوق استثمار في مصر خلال الفترة 2005-2000 باستخدام مؤشر شارب لتقييم الأداء ومعدل نمو الصناديق</p>	<p>(زيني، 2006)</p>	<p>صناديق الاستثمار ودورها في تفعيل استخدام المدخرات - تجربة جمهورية مصر العربية وإمكانية تطبيقها في سورية -</p>
<p>1. صافي أصول صناديق الاستثمار ترتبط مع معدل التضخم ممثلاً بمؤشر أسعار المستهلك CPI بعلاقة طردية في الأجل الطويل، وتخلص الدراسة إلى أن صناديق الأسهم يمكن الاستثمار فيها للتحوط من خطر التضخم.</p> <p>2. لا يوجد تكامل مشترك أو علاقة بين صافي أصول الصندوق وكلاً من معدل الفائدة قصيرة الأجل HIBOR والعرض النقدي M2.</p>	<p>صناديق الادخار الإلزامية والمتغيرات الكلية: معدل التضخم، العرض النقدي M2، معدل الفائدة قصير الأجل HIBOR في هونغ كونغ خلال الفترة 2009-2001 باستخدام علاقة جرانجر السببية والتكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ متعدد المتغيرات</p>	<p>(Chu, 2011)</p>	<p>العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي وصافي الأصول لصناديق الأسهم: التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ الموجه، أدلة من صناديق الادخار الإلزامية في هونغ كونغ</p>

<p>1. علاقة طردية بين معدل التضخم وصافي قيمة أصول صناديق الأسهم.</p> <p>2. لا يوجد علاقة مباشرة بين رصيد ميزان الحساب الجاري في ميزان المدفوعات وصافي قيمة أصول الصناديق العالمية.</p> <p>3. علاقة طردية بين الادخار وصافي قيمة أصول صناديق الاستثمار.</p> <p>4. لا يوجد علاقة مباشرة بين الناتج المحلي الإجمالي GDP وصافي قيمة أصول الصناديق العالمية.</p> <p>5. أن زيادة صناديق الاستثمار تؤدي لانخفاض معدل البطالة.</p>	<p>تم دراسة:</p> <ul style="list-style-type: none"> • العلاقة بين معدل التضخم وصافي قيمة أصول صناديق الأسهم خلال الفترة 2010-1999. • العلاقة بين رصيد ميزان الحساب الجاري في ميزان المدفوعات وصافي قيمة أصول الصناديق العالمية خلال الفترة 2010-2002. • خلال الفترة 2001-2010 تم دراسة العلاقة بين الادخار وصافي أصول صناديق الاستثمار، وكذلك العلاقة بين الناتج المحلي الإجمالي GDP وصافي قيمة أصول الصناديق العالمية. 	<p>(Diaconasu , 2011)</p>	<p>دور صناديق الاستثمار في الاقتصاد الأمريكي</p>
--	--	---------------------------	--

<p>1. توجد علاقة ارتباط طردية ذات دلالة إحصائية بين نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي وتعبئة المدخرات بواسطة صناديق الاستثمار، وقيمة معامل الارتباط بيرسون /0.97/.</p> <p>2. نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي يؤدي لزيادة تعبئة المدخرات الكلية بواسطة صناديق الاستثمار على المدى الطويل وليس على المدى القصير.</p> <p>3. يمكن من خلال تعبئة الموارد بواسطة صناديق الاستثمار كسر الحلقة المفرغة للفقر التي تعاني منها الدول النامية، وذلك من خلال تعبئة الموارد الذاتية المتاحة داخل البلد.</p>	<p>بيانات إجمالي الأموال المعبئة بواسطة صناديق الاستثمار والناتج المحلي الإجمالي الحقيقي كوكيل عن معدل النمو الاقتصادي في الهند خلال الفترة 1970-2009 باستخدام اختبار جرانجر للسببية والتكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ الموجه VECM</p>	<p>(Mishra, 2012)</p>	<p>العلاقة بين تعبئة المدخرات بواسطة صناديق الاستثمار والنمو الاقتصادي في الهند</p>
<p>توجد علاقة ارتباط طردية قوية جداً وذات دلالة إحصائية بين الأصول المدارة المعبئة بواسطة صناديق الاستثمار AUM والناتج المحلي الإجمالي GDP، حيث عند مستوى دلالة 1% قيمة معامل الارتباط كندال /0.848/ وقيمة معامل الارتباط سبيرمان /0.944/.</p>	<p>بيانات الأصول المدارة المعبئة بواسطة صناديق الاستثمار AUM والناتج المحلي الإجمالي GDP في الهند خلال الفترة 1998-2010 باستخدام معامل الارتباط كندال Kendall's tau_b وسبيرمان Spearman's rho</p>	<p>(Jani & Jain, 2013)</p>	<p>دور صناديق الاستثمار في النظام المالي الهندي كمفتاح لتعبئة الموارد</p>

2-3-3- ملخص بالدراسات السابقة:

نلاحظ من خلال استعراضنا للدراسات السابقة أن غالبية هذه الدراسات كانت تتم على المستوى الجزئي وخصوصاً لناحية تقييم أداء هذه الصناديق، أما الدراسات التي تناولت صناديق الاستثمار على المستوى الكلي فلا تزال محدودة وخصوصاً الصناديق الإسلامية. ففي المجموعة الأولى من هذه الدراسات وهي الدراسات المتعلقة بمقارنة أداء الصناديق الإسلامية والتقليدية: فقد هدفت هذه الدراسات إلى توضيح أيهما أفضل للاستثمار هل هي الصناديق الإسلامية أم الصناديق التقليدية باستخدام عدد من المؤشرات، وتختلف المؤشرات التي تستخدم لتقييم أداء محفظة صندوق الاستثمار ونذكر منها:

1. نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM.
 2. نموذج توقيت السوق MT.
 3. مؤشر شارب Sharpe's Index.
 4. مؤشر ترينور (معامل بيتا للمخاطر المنتظمة) Treynor's Index.
 5. مؤشر جنسن (معامل ألفا) Jensen's Index.
 6. مؤشر الأداء المعدل بالمخاطر مودلياني ومودلياني (Modigliani and: RAP).
 7. مؤشر ترينور ومازي (Treynor and Mazuy).
 8. مقياس فاما Fama Measure.
- وبغض النظر عن المقياس المستخدم في تقييم أداء الصندوق الاستثماري فإن هذه الدراسات تباينت في نتائجها إلى:

أولاً: الدراسات التي وجدت أن أداء صناديق الاستثمار الإسلامية أفضل:

حيث وجدت هذه الدراسات أن أداء صناديق الاستثمار الإسلامية أعلى من أداء السوق بشكل عام وأداء صناديق الاستثمار التقليدية، وأرجعت السبب إلى انخفاض المخاطر في الصناديق الإسلامية (انخفاض معامل بيتا للمخاطر المنتظمة)، وذلك بسبب القيود الصارمة التي تفرضها اللجان الشرعية على إدارة الصندوق لناحية عدم التعامل بالربا (الفائدة) والغرر

والميسر والسلع الغير متقومه شرعاً، كما أرجعت الأداء الجيد للصناديق الإسلامية للخصائص التي تتمتع بها الدول المصدرة لهذه الصناديق والتي هي غالباً دول إسلامية يوجد لدى شعوبها التزام عقائدي وديني ورغبة بالمنتجات المصرفية المتوافقة مع الشريعة، وكذلك الدعم والمزايا الضريبية التي تمنحها الحكومات في تلك الدول لهذه المنتجات.

ثانياً: الدراسات التي وجدت أن أداء صناديق الاستثمار التقليدية أفضل:

حيث وجدت هذه الدراسات أن أداء صناديق الاستثمار الإسلامية أضعف من أداء السوق بشكل عام وأداء صناديق الاستثمار التقليدية، وأرجعت السبب إلى انخفاض المخاطر في الصناديق الإسلامية يفترض انخفاض العائد المتوقع منها وذلك انسجاماً مع مبدأ العائد والمخاطرة والعلاقة العكسية بينهما، وأرجعت السبب في تطور صناديق الاستثمار الإسلامية إلى أسباب غير اقتصادية وإنما اجتماعية تتعلق بالالتزام الديني والعقائدي.

ثالثاً: الدراسات التي وجدت أن أداء صناديق الاستثمار الإسلامية لا يختلف عن أداء صناديق الاستثمار التقليدية بشكل عام، ولكن في أسواق الصعود Bullish يكون أداء الصناديق التقليدية أفضل وفي أسواق الهبوط Bearish يكون أداء الإسلامية أفضل:

حيث أجمعت غالبية الدراسات المتعلقة بتقييم الأداء إلى أن أداء صناديق الاستثمار الإسلامية لا يختلف عن أداء صناديق الاستثمار التقليدية بشكل عام، ولكن في أسواق الصعود Bullish يكون أداء الصناديق التقليدية أفضل وفي أسواق الهبوط Bearish يكون أداء الإسلامية أفضل، وذلك من خلال دراسة أزميتين ماليتين أساسيتين تعرض لهما العالم الأولى أزمة دول جنوب شرق آسيا 1997-1998 والثانية الأزمة المالية العالمية 2008. حيث أنه بعد الأزمة المالية العالمية 2008 تعددت الدراسات التي تناولت التمويل الإسلامي، وذلك على اعتبار أن السبب الرئيسي للأزمة كان التوسع في عمليات توريق قروض الرهن العقاري وهذه العمليات محرمة في ظل التمويل الإسلامي، ولذلك كان لابد من إعادة البحث في الصيغ المالية الإسلامية لإيجاد بدائل مصرفية لبعض الصيغ التقليدية.

وفي تفسير الأداء الجيد للصناديق الإسلامية في فترات التباطؤ الاقتصادي فإن مؤشر بيتا (المخاطر المنتظمة) أقل في الصناديق الإسلامية من الصناديق التقليدية وبالتالي فإن

الصناديق الإسلامية أقل حساسية للتغيرات في السوق وأكثر استقراراً الأمر الذي يجعلها ملجأً للتحوط في فترات الركود الاقتصادي، حيث أن محفظة صناديق الاستثمار الإسلامية غالباً ما تتكون من أسهم شركات قائمة أي حصة في الأصول (حقوق الملكية) وتتجنب الأوراق المالية القائمة على المديونية كالسندات، وبالتالي فإنها تستثمر في أصول تعكس اقتصاداً حقيقياً وليس اقتصاداً وهمياً ربما يكون أكبر من الاقتصاد الحقيقي الذي تمثله بأضعاف المرات وذلك ما عكسته أزمة الرهن العقاري عام 2008.

ويرى الباحث وبعد استعراض الدراسات السابقة المتعلقة بتقييم الأداء أنه:

في ظل نظام مصرفي مختلط يعتمد على صيغ تقليدية وأخرى إسلامية، يمكن لصندوق الصناديق Fund Of Funds أن يكون خياراً مثالياً لإدارة الصندوق، حيث تتشكل محفظة الصندوق من وثائق استثمار صناديق إسلامية وكذلك وثائق استثمار صناديق تقليدية، وذلك بهدف تنويع الخطر والتحوط مع المحافظة على عائد مناسب، على أن يتم تعديل مكونات المحفظة حسب توقيت السوق وتوقعات الوضع الاقتصادي.

أما في المجموعة الثانية من هذه الدراسات وهي الدراسات المتعلقة بدور صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية في تعبئة المدخرات ورفع معدل النمو الاقتصادي: فإن هذه الدراسات لاتزال محدودة لتاريخ إعداد هذا البحث، وقد حاولت هذه الدراسات توظيف التغيرات التي تحصل في المؤشرات الاقتصادية الكلية كمعدل النمو الاقتصادي ومعدل التضخم لتبين أثر هذه المتغيرات على أداء صناديق الاستثمار أي استقرار الكلي لخدمة الجزئي وليس العكس.

وقد أجمعت غالبية هذه الدراسات إلى وجود علاقة طردية بين ارتفاع معدل التضخم وصافي الاشتراك بصناديق الأسهم.

أما فيما يتعلق بالعلاقة بين نمو الناتج المحلي الإجمالي GDP ونمو صافي الاشتراك في صناديق الاستثمار فإنه وعلى الرغم من أن بعض الدراسات (Diaconasu, 2011) وجدت بأنه لا يوجد علاقة مباشرة بين الناتج المحلي الإجمالي GDP وصافي الاشتراك بصناديق الاستثمار، إلا أن دراسات أخرى (Mishra, 2012) (Jani & Jain, 2013) أظهرت

وجود علاقة ارتباط قوية في الأجل الطويل بين تعبئة المدخرات بواسطة صناديق الاستثمار ونمو الناتج المحلي الإجمالي دون تحديد المتغير المستقل والمتغير التابع أي هل العلاقة طردية في الاتجاهين؟.

ويرى الباحث وبعد استعراض الدراسات المتعلقة بعلاقة صناديق الاستثمار بالمتغيرات الكلية، ونظراً لمحدودية هذه الدراسات وتباينها، لا يمكن الحكم على أثر وتأثير صناديق الاستثمار بشقيها الإسلامية والتقليدية بالمتغيرات الكلية وخصوصاً معدل النمو الاقتصادي. وهذا هو الدافع الأساسي من وراء إعداد هذا البحث.

2-3-4- الجديد الذي يقدمه البحث:

يحاول هذا البحث المعنون بـ " دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تحقيق النمو الاقتصادي - دراسة مقارنة مع صناديق الاستثمار التقليدية- " دراسة صناديق الاستثمار بشقيها الإسلامي والتقليدي من منظور كلي، للتعرف على تأثير صناديق الاستثمار في الاقتصاد الوطني. حيث تفترض النظرية الاقتصادية أن تعبئة المدخرات بواسطة صناديق الاستثمار تؤدي لزيادة الاستثمار وحقن الاقتصاد بموارد كانت معطلة وهذا سوف يزيد الناتج ويحرك عجلة الاقتصاد ويوفر فرص عمل ودخول جديدة يتحول جزء منها للادخار ثم يتم تعبئة هذه المدخرات بواسطة صناديق الاستثمار، وذلك نظراً للمزايا التي تتمتع بها والتي ذكرت آنفاً، وهكذا مما يؤدي إلى زيادات متتالية في الناتج المحلي الإجمالي وتحقيق التنمية الاقتصادية. والتساؤلات المطروحة هل تتفق النتائج التجريبية مع النظرية الاقتصادية؟ وهل توجد علاقة بين الناتج المحلي الإجمالي ونمو صناديق الاستثمار؟ وإذا كان هنالك علاقة ماهي طبيعتها طردية أم عكسية؟ ومن هو المتغير المستقل ومن هو المتغير التابع أي من يحصل أولاً؟ ما هو تأثير وتأثر صناديق الاستثمار في المتغيرات الاقتصادية الكلية؟

أن هذه الدراسة تحاول الإجابة على بعض هذه التساؤلات باستخدام الأساليب القياسية، وتحاول أن تقدم للباحثين مرجعاً عن الآثار الاقتصادية الكلية لصناديق الاستثمار ومدى مساهمتها في تحقيق النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية نظراً لندرتها محلياً وعربياً ودولياً، وفي ضوء النتائج التي سيتم التوصل إليها سيقدم الباحث توصيات حول إقامة صناديق الاستثمار في سورية وكيف يمكن أن تحقق النمو الاقتصادي من خلال تعبئة المدخرات وتمويل الاستثمار.

2-4- خلاصة الفصل الثاني:

حاولنا في هذا الفصل المعنون بأدبيات البحث التطرق إلى جزأين أساسيين: الجزء الأول يتعلق بالإطار النظري، وذلك في بحثين: تناول المبحث الأول فكرة صناديق الاستثمار الإسلامية والتقليدية في عدة نقاط: أولاً: النشأة والتطور وبيئنا من خلال استعراض نشأة صناديق الاستثمار إلى أن الصناديق التقليدية تعود لعام 1772 في هولندا، أما الصناديق الإسلامية فتعود إلى 1984 في الولايات المتحدة. ثانياً: آلية تشكيل وعمل صناديق الاستثمار من حيث التأسيس والإشهار، الاكتتاب والاشتراك، الإدارة، تنويع الاستثمار، تقييم الوحدة الاستثمارية، وأخيراً انقضاء الصندوق وتصفيته. ثالثاً: مقارنة بين صناديق الاستثمار الإسلامية والتقليدية وفق عدة معايير: الضابط الأخلاقي والشرعي، العقد مع الإدارة (مضاربة - وكالة - مشاركة)، وأخيراً الأداء.

وتناولنا في المبحث الثاني دور صناديق الاستثمار في رفع النمو الاقتصادي من خلال بعض النقاط والمؤشرات الكلية هي على التوالي: أولاً: دور صناديق الاستثمار في تعبئة المدخرات وبيئنا المزايا التي تقدمها صناديق الاستثمار للمستثمر، وآلية اتخاذ القرار باختيار الصندوق الأمثل للمستثمر. ثانياً: دور صناديق الاستثمار في جذب الاستثمار الأجنبي سواء المباشر أو المحفظة، ووضعنا العلاقة التي تربط الاستثمار الأجنبي بالنمو الاقتصادي. ثالثاً: دور صناديق الاستثمار في تنشيط السوق المالية الأولية والثانوية. رابعاً: دور صناديق الاستثمار في تمويل الاستثمار وتوجيهه. خامساً: دور صناديق الاستثمار في تطبيق السياسات المالية والنقدية من خلال صناديق سوق النقد والصناديق السيادية. سادساً: دور صناديق الاستثمار في تخفيض معدل البطالة وأثر ذلك في النمو الاقتصادي. سابعاً: دور صناديق الاستثمار في تخفيض معدل التضخم.

أما في الجزء الثاني المتعلق بالدراسات السابقة، فقد استعرضنا مجموعتين أساسيتين من الدراسات: المجموعة الأولى تشمل الدراسات المتعلقة بمقارنة أداء صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية، وقد وجدنا ثلاث آراء مختلفة وهي: أولاً: الدراسات التي وجدت أن أداء صناديق الاستثمار الإسلامية أفضل. ثانياً: الدراسات التي وجدت أن أداء صناديق الاستثمار التقليدية أفضل. ثالثاً: الدراسات التي وجدت أن أداء صناديق الاستثمار الإسلامية

لا يختلف عن أداء صناديق الاستثمار التقليدية بشكل عام، ولكن في أسواق الصعود Bullish يكون أداء الصناديق التقليدية أفضل وفي أسواق الهبوط Bearish يكون أداء الإسلامية أفضل.

أما المجموعة الثانية فتشمل الدراسات المتعلقة بدور صناديق الاستثمار في تعبئة المدخرات الوطنية ورفع النمو الاقتصادي، وقد بينا أنه على الرغم من قلة هذه الدراسات إلا أنها اختلفت حول وجود علاقة بين النمو الاقتصادي وصناديق الاستثمار من عدمها. وأخيراً لخصنا ما ورد في الدراسات السابقة وقدمنا الجديد الذي يقدمه البحث من خلال استقراء الدراسات السابقة.

وسنوضح في الفصل التالي المنهج المتبع في البحث وإجراءاته.

الفصل الثالث

منهج البحث وإجراءاته

3-1- مقدمة الفصل:

بعد أن بيّنا في الفصل الأول الإطار العام للبحث، واستعرضنا في الفصل الثاني أدبيات البحث والأدبيات النظرية والدراسات المرجعية، نقدم في هذا الفصل منهج البحث والإجراءات المتبعة فيه وسنبيّن في هذا الفصل: فرضيات البحث، مجتمع البحث، متغيرات البحث وكيفية قياسها، بيانات البحث ومصادرها، ثم النموذج النظري المقترح، وأخيراً أسلوب تحليل البيانات باستخدام اختبار جذر الوحدة Unit Root Test وذلك اعتماداً على اختبائي ديكي - فولر الموسع Augmented Dickey-Fuller (ADF) و فيلبس - بيرون Phillips and Perron (PP) وذلك من أجل التأكد من استقرار (سكون) السلسلة الزمنية لكل متغير ومعرفة درجة تكاملها.

وكذلك اختبار التكامل المشترك Co-integrating Test وذلك للتحقق من وجود تكامل مشترك بين متغيرات البحث في الأجل الطويل وتحديد عدد متجهات التكامل باستخدام اختبار جوهانسون وجسليس Johanson & Juselius وفق إحصائيتي الإمكانية العظمى The lambda-max test والأثر The trace test.

ثم نقوم اتجاه هذه العلاقة الطويلة الأجل بين المتغيرات (في حال وجودها) باستخدام نموذج تصحيح الخطأ الموجه VECM. ونكتب معادلات متجهات التكامل المشترك.

ثم نجري اختبار جرانجر للسببية Granger Causality للتحقق من العلاقة قصيرة الأجل وتحديد اتجاه العلاقة السببية بين المتغيرات.

وأخيراً نجري تحليل التباين والاستجابة النبضية لمتغيرات النموذج.

وختاماً نلخص ما ورد في هذا الفصل في خلاصة الفصل.

3-2- فرضيات البحث:

استناداً لهدف البحث وأدبياته وما تفرضه النظرية الاقتصادية يمكننا صياغة فرضيات البحث كفرضيات عدمية وفرضيات بديلة كما يلي:

❖ الفرضية الأولى:

فرضية العدم: لا يوجد تأثير لإجمالي قيمة صافي أصول صناديق الاستثمار التقليدية في الناتج المحلي الإجمالي (كوكيل عن النمو الاقتصادي).

الفرضية البديلة: يوجد تأثير لإجمالي قيمة صافي أصول صناديق الاستثمار التقليدية في الناتج المحلي الإجمالي (كوكيل عن النمو الاقتصادي). وفي حال قبول الفرضية البديلة نكون أمام الخيارات التالية:

• يوجد تأثير إيجابي لإجمالي قيمة صافي أصول صناديق الاستثمار التقليدية في الناتج المحلي الإجمالي (كوكيل عن النمو الاقتصادي).

• يوجد تأثير سلبي لإجمالي قيمة صافي أصول صناديق الاستثمار التقليدية في الناتج المحلي الإجمالي (كوكيل عن النمو الاقتصادي).

❖ الفرضية الثانية:

فرضية العدم: لا يوجد تأثير لإجمالي قيمة صافي أصول صناديق الاستثمار الإسلامية والناتج المحلي الإجمالي (كوكيل عن النمو الاقتصادي).

الفرضية البديلة: يوجد تأثير لإجمالي قيمة صافي أصول صناديق الاستثمار الإسلامية والناتج المحلي الإجمالي (كوكيل عن النمو الاقتصادي). وفي حال قبول الفرضية البديلة نكون أمام الخيارات التالية:

• يوجد تأثير إيجابي لإجمالي قيمة صافي أصول صناديق الاستثمار الإسلامية في الناتج المحلي الإجمالي (كوكيل عن النمو الاقتصادي).

• يوجد تأثير سلبي لإجمالي قيمة صافي أصول صناديق الاستثمار الإسلامية في الناتج المحلي الإجمالي (كوكيل عن النمو الاقتصادي).

3-3- مجتمع البحث:

يغطي مجتمع البحث صناديق الاستثمار الإسلامية والتقليدية (وبالتحديد وحدات الثقة الاستثمارية) وكذلك معدل النمو الاقتصادي ومجموعة من المتغيرات الاقتصادية الكلية في ماليزيا خلال الفترة من عام 2006 الى 2014، وستتم دراسة صناديق الاستثمار الإسلامية والتقليدية بشكل إجمالي حيث سيتم دراسة جميع مفردات مجتمع البحث دون الاختصار على عينة محددة، وذلك تبعاً للغرض من البحث وهو دراسة صناديق الاستثمار وفق منظور كلي إجمالي.

3-4- متغيرات البحث وكيفية قياسها:

من خلال أدبيات البحث وفرضياته فإن متغيرات البحث هي ما يلي:

▪ معدل النمو الاقتصادي (EG):

تم احتساب معدل النمو الاقتصادي من بيانات الناتج المحلي الإجمالي (المحسوب حسب طريقة طبيعة النشاط Kind of Economic Activity) بالأسعار الثابتة على اعتبار سنة 2005 سنة أساس وفق المعادلة التالية:

معدل النمو الاقتصادي في الربع t = الناتج المحلي الإجمالي في الربع t - الناتج المحلي الإجمالي في الربع $t-1$ / الناتج المحلي الإجمالي في الربع $t-1$ وهذه النتائج تمثل النمو الاقتصادي الحقيقي وذلك لأننا اعتمدنا في حسابها على الناتج المحلي بالأسعار الثابتة (أي تم أخذ فكرة مثبط الناتج المحلي الإجمالي بعين الاعتبار)، وقد تم احتساب هذا المتغير بشكل ربعي. وسيتم من خلال البحث الاعتماد على متغير اللوغاريتم الطبيعي للناتج المحلي الإجمالي المقدر بليون وحدة نقدية ماليزية الرنجت (LGDP) كوكيل عن النمو الاقتصادي، وسيتم الإشارة في تحليل البيانات في الفصل الرابع سبب الاعتماد على هذا المتغير كوكيل عن النمو الاقتصادي.

▪ إجمالي قيمة صافي أصول صناديق الاستثمار الإسلامية (LIMFS):

يشمل إجمالي قيمة صافي أصول صناديق الاستثمار الإسلامية NAV الصناديق التي بدأت العمل (Launched) فعلاً فقط وليس كل الصناديق الموافق عليها من

قبل هيئة الأوراق المالية (Approved) كون بعض هذه الصناديق لا يزال بمرحلة التأسيس ولم يمارس نشاطه بعد. ويحسب قيمة صافي أصول كل صندوق من خلال الفرق القيمة السوقية لموجودات الصندوق والتزاماته ثم يأخذ مجموع القيم الصافية لأصول كل الصناديق (وليس صافي قيمة الأصول للوحدة الاستثمارية فقط)، وقد تم احتساب هذا المتغير بشكل ربعي وذلك انسجاماً مع متغيرات البحث التي تم احتسابها بشكل ربعي وبالصيغة اللوغاريتمية للتخلص من مشاكل عدم التجانس.

■ إجمالي قيمة صافي أصول صناديق الاستثمار التقليدية (LMF):

لقد تم احتساب إجمالي قيمة صافي أصول صناديق الاستثمار التقليدية بنفس الطريقة التي تم بها احتساب إجمالي قيمة صافي أصول صناديق الاستثمار الإسلامية. ويحسب على أساس ربعي وبالصيغة اللوغاريتمية للتخلص من مشاكل عدم التجانس.

■ إجمالي الادخار (LTS):

يشمل إجمالي المدخرات وقد تم احتسابه من خلال الفرق بين الدخل القومي الإجمالي GNI مطروحاً منه الانفاق الاستهلاكي الخاص والعام، وقد تم احتساب هذا المتغير بشكل ربعي وبالصيغة اللوغاريتمية للتخلص من مشاكل عدم التجانس.

■ صافي استثمار المحفظة الأجنبية (FPI):

ويشمل هذا المتغير الفرق بين أصول المحفظة الأجنبية ومطالب (خصوم) المحفظة الأجنبية، وقد تم احتساب هذا المتغير بشكل ربعي. وهذا المتغير مقدّر بـ 100 مليون وحدة نقدية ماليزية (الرنجت)، ونظراً لأن هذا المتغير يحتوي قيماً سالبة أحياناً فأنا لن نتمكن من أخذ هذا المتغير بالصيغة اللوغاريتمية وسيتم الاعتماد عليه بقيمته دون أي تصحيح رياضي.

■ القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في السوق المالية (LMC):

ويمثل هذا المتغير بقية قيمة الأسهم المتداولة في السوق المالية Market Capitalization بعد أن نستبعد من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة في السوق المالية قيمة صافي أصول صناديق الاستثمار الإسلامية والتقليدية، وسيتم من خلال البحث الاعتماد على متغير اللوغاريتم الطبيعي للقيمة السوقية لأسهم الشركات

المدرجة في السوق المالية والمقدّرة بـ 100 مليون وحدة نقدية ماليزية الرنجت (LMC) كوكيل عن هذا المتغير، وتم احتساب هذا المتغير بشكل ربعي.

■ إجمالي التكوين الرأسمالي الثابت (LGFCF):

يمثل إجمالي الاستثمار حسب تعريف صندوق النقد الدولي إجمالي التكوين الرأسمالي بسعر السوق والذي يساوي مجموع التكوين الرأسمالي الثابت بالإضافة للمتغير في المخزون، ولذلك سنعتمد على إجمالي التكوين الرأسمالي الثابت لتمثيل الاستثمار، وقد تم احتساب هذا المتغير بشكل ربعي وبالصيغة اللوغاريتمية للتخلص من مشاكل عدم التجانس.

■ عجز الموازنة الحكومية (BD):

يشمل عجز الموازنة الفرق بين الأنفاق الحكومي وإيرادات (دخل) الحكومة، ويشير الرقم الموجب إلى وجود فائض والسالب لوجود عجز، ونظراً لأن هذا المتغير يأخذ قيمة سالبة ولذلك سوف نأخذه بقيمته (وليس بالصيغة اللوغاريتمية)، وقد تم احتساب هذا المتغير بشكل ربعي.

■ معدل البطالة (U):

ويمثل نسبة العاطلين عن العمل من إجمالي قوة العمل، وقد تم احتساب هذا المتغير بشكل ربعي.

■ معدل التضخم (INF):

ويمثل نسبة التغير في متوسط أسعار المستهلك (CPI) وذلك وفق المعادلة التالية: معدل التضخم في الربع t = متوسط أسعار المستهلك (CPI) في الربع t - متوسط أسعار المستهلك في الربع $t-1$ / متوسط أسعار المستهلك في الربع $t-1$ ، وقد تم احتساب هذا المتغير بشكل ربعي.

3-5- بيانات البحث ومصادرها:

○ بالنسبة لبيانات صناديق الاستثمار الإسلامية والتقليدية والقيم السوقية للأسهم المدرجة في السوق المالية تم الحصول عليها من خلال البيانات الصادرة عن هيئة الأوراق المالية الماليزية Securities Commission of Malaysia وذلك من

خلال إحصاءات سوق رأس المال الإسلامي Islamic Capital Market
.Statistics

○ بالنسبة لبيانات النمو الاقتصادي وباقي متغيرات الدراسة تم الحصول عليها من خلال قاعدة البيانات الصادرة عن البنك المركزي الماليزي Bank Negara Malaysia وذلك في شهر أذار عام 2015، وكذلك من خلال التقارير الصادرة عن دائرة الإحصاءات العامة الرسمية في ماليزيا (المكتب الوطني للإحصاء)
.Official Portal-Department of Statistics Malaysia

3-6- النموذج النظري:

بعد أن تعرفنا على متغيرات البحث واستناداً لما افترضناه في الدراسة النظرية وما تقدمه النظرية الاقتصادية، واعتمادنا على الناتج المحلي الإجمالي كوكيل عن النمو الاقتصادي، يمكننا صياغة النموذج المراد تقديره في هذا البحث بصيغته الموسعة على النحو التالي:

$$LGDP = C_1 + C_2 * LIMFS + C_3 * LMF + C_4 * LTS + C_5 * FPI + C_6 * LMC + C_7 * LGFCF + C_8 * BD + C_9 * U + C_{10} * INF + \varepsilon_t \quad (0)$$

حيث:

..... C_1, C_2, C_3, \dots معاملات النموذج المراد تقديرها

LGDP: لوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي، LIMFS: لوغاريتم إجمالي صافي أصول صناديق الاستثمار الإسلامية، LMF: لوغاريتم إجمالي صافي أصول صناديق الاستثمار التقليدية، LTS: لوغاريتم إجمالي الادخار، FPI: صافي أصول المحفظة الأجنبية، LMC: لوغاريتم القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في السوق المالية، LGFCF: لوغاريتم إجمالي التكوين الرأسمالي الثابت، BD: عجز الموازنة، U: معدل البطالة، INF: معدل التضخم

ε_t : المتغير العشوائي (بواقى) الانحدار المقدر

أن هذا النموذج الموسع يشمل جميع متغيرات البحث إلا أننا سوف نقوم باختبار المتغيرات الثانوية في البحث، وذلك باستخدام أساليب إحصائية متعددة، لتحديد المتغيرات التي

سيشملها النموذج والمتغيرات التي سيتم استبعادها، ثم نقوم بتقدير النموذج الأمثل الذي يحقق الهدف المرجو من هذا البحث.

3-7- أسلوب تحليل البيانات:

سيتم في هذا البحث استخدام الأساليب القياسية المتقدمة في تحليل السلاسل الزمنية وخصوصاً منهجية تحليل التكامل المشترك ونماذج تصحيح الخطأ الموجه، وذلك من خلال مجموعة من الاختبارات الإحصائية للسلاسل الزمنية لمتغيرات البحث، وتتمثل هذه الأساليب بما يلي:

3-7-1- اختبارات جذر الوحدة Unit Root Tests:

تفترض كل الدراسات التطبيقية التي تستخدم بيانات السلاسل الزمنية أن تتصف هذه السلاسل بالاستقرار (السكون) Stationary، وفي حال غياب صفة الاستقرار فإن الانحدار الذي نحصل عليه بين متغيرات السلسلة الزمنية أو بين بيانات السلسلة الزمنية لكل متغير على جدا غالباً ما يكون زائفاً Spurious (عطيه، 2005، صفحة 643)، وبمعنى آخر كل متغير مستقل لابد وأن يأخذ فترة من الزمن (تدعى الفجوة المتباطئة lagged) حتى يظهر أثره في المتغير التابع وذلك يرتبط بعوامل سيكولوجية وتكنولوجية وقانونية، فمثلاً عند زيادة الاستثمار فلا بد من وجود فترة زمنية لكي تظهر نتائج تلك الزيادة في زيادة الناتج المحلي الإجمالي.

أن عدم استقرار السلسلة الزمنية للمتغير يعود لاحتوائها على جذر الوحدة، وبالتالي لابد من إجراء اختبارات جذر الوحدة للتحقق من استقرار بيانات السلاسل الزمنية لمتغيرات البحث ودرجة تكاملها، وعلى الرغم من وجود عدة اختبارات لجذر الوحدة إلا أننا سوف نعتمد على الاختبارين التاليين وذلك لدقتهما وشيوعهما:

3-7-1-1- اختبار ديكي - فولر الموسع Augmented Dickey-Fuller Test (ADF):

في هذا الاختبار تكون معادلة النموذج المقدرة بصيغتها الموسعة (بوجود قاطع وحد الاتجاه الزمني) هي:

$$\Delta Y_t = a_0 + a_1 t + a_2 Y_{t-1} + \sum_{j=1}^p a_j \Delta Y_{t-j} + \varepsilon_t \quad (1)$$

حيث:

t: رقم السنة، j: رقم الفجوة الزمنية، p: عدد الفجوات المتباطئة أو طول الفجوة.

Y_t : قيمة المتغير المراد اختباره في السنة t.

a_0, a_1, a_2, a_j : معاملات النموذج المقدرة.

ε_t : قيمة متغير الخطأ العشوائي في السنة t.

وتكون فرضية العدم Null Hypothesis: ($a_2 > 0$) وأن السلسلة الزمنية غير مستقرة، وتكون الفرضية البديلة Alternative Hypothesis: ($a_2 = 0$) السلسلة الزمنية مستقرة. ونقارن بين قيمة τ المحسوبة للمعلمة (a_2) مع قيمة τ الجدولية وفقاً للنموذج المعتمد وطول السلسلة ومستوى الدلالة، فإذا كانت المحسوبة أكبر من الجدولية نرفض فرضية العدم وتكون السلسلة مستقرة، فإذا كانت المحسوبة أصغر من الجدولية نقبل فرضية العدم وتكون السلسلة غير مستقرة ونستمر بأخذ الفروق بين بيانات السلسلة إلى أن تستقر، وعدد الفروق يحدد درجة تكامل السلسلة الزمنية. والسؤال المطروح كيف يتم اختيار عدد الفجوات المتباطئة (p) أو طول الفجوة الزمنية؟

يتم ذلك بشكل يوازن بين درجات الحرية ومعالجة مشكلة الارتباط الذاتي، ومن أهم الطرق المستخدمة في هذا المجال معيار المعلومات أكايكي Akaike (AIC) ويتم اختيار عدد الفجوات المتباطئة بالشكل الذي يخفض هذا المعيار للحد الأدنى، وعلى الرغم من وجود معايير أخرى مثل: Hannan-Quinn، Schwarz (SIC)، Likelihood (LR) Ratio إلا أن معيار أكايكي أكثرهم دقة (المصباح، 2006).

ويعاب على هذا الاختبار أنه يفترض أن السلسلة الزمنية متولدة بواسطة عملية الانحدار الذاتي (AR) Autoregressive، ويواجه مشكلة الارتباط التسلسلي بعملية تصحيح معلمية من خلال إضافة حدود الفروق المتباطئة، وكذلك فإن نتائجه غير دقيقة عند صغر حجم العينة.

3-7-1-2- اختبار فيلبس - بيرون (Phillips and Perron (PP):

يقوم اختبار فيلبس - بيرون على افتراض أكثر عمومية من اختبار ADF وهو أن السلسلة الزمنية متولدة بواسطة عملية المتوسط المتحرك المتكامل ذو الانحدار الذاتي (ARIMA)، ويعالج مشكلة الارتباط التسلسلي بعملية تصحيح لا معلمية، وفي في هذا الاختبار تكون معادلة النموذج المقدر (بوجود قاطع واتجاه):

$$\Delta Y_t = a_0 + a_1 t + a_2 Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (2)$$

وباستخدام نفس الخطوات في الاختبار السابق ADF يتم إجراء اختبار فيلبس - بيرون. ويرى العديد من الإحصائيين أن اختبار PP أفضل وأدق من اختبار ADF وخصوصاً عند صغر حجم العينة، وعند حدوث تضارب أو عدم انسجام بين نتائج كلا الاختبارين فإن الأفضل الاعتماد على نتائج اختبار PP (العبدلي، 2007، صفحة 20).

وبعد أن يتم اختبار استقرار السلسلة الزمنية ودرجة تكاملها لكل متغير من متغيرات البحث على جدا، ننتقل للخطوة التالية وهي اختبار التكامل المشترك للسلاسل الزمنية للمتغيرات مع بعضها ومدى وجود علاقة طويلة الأجل بينها.

3-7-2- التكامل المشترك (Co-integrating):

يشير انجل وجرانجر (Engle & Granger, 1987) إلى إمكانية توليد مزيج خطي يتصف بالسكون من السلاسل الزمنية غير الساكنة للمتغيرات وبالتالي فإن الانحدار بين المتغيرات لا يكون زائفاً. ويستلزم إجراء اختبار التكامل المشترك متعدد المتغيرات أن تكون السلاسل الزمنية للمتغيرات متكاملة من نفس الرتبة، وبالتالي فإن الهدف من إجراء اختبار جذر الوحدة هو تحديد رتبة التكامل لكل متغير من المتغيرات حتى يمكن تطبيق اختبار التكامل المشترك بين هذه المتغيرات (الشوريجي، 2004، صفحة 20) إلا أن البعض يرى أن شرط تساوي السلاسل الزمنية للمتغيرات في درجة التكامل قد لا ينطبق وإنما يشترط أن تكون

درجة تكامل المتغير التابع لا تتجاوز أي من المتغيرات المستقلة (عبد الرزاق و الجبوري، 2012، صفحة 154).

وعلى الرغم من وجود عدة اختبارات لاختبار التكامل المشترك مثل: اختبار انجل وجرانجر (Engle – Granger Test)، واختبار ديرين – واتسون (CRDW Test) إلا أن اختبار جوهانسن – جيسلس (Johansen – Juselius Test) يتفوق على الاختبارين السابقين في أنه يصلح للعينات صغيرة الحجم وكذلك في حالة الانحدار المتعدد (أكثر من متغير مستقل) (العبدلي، 2007، صفحة 24)، ولذلك سيتم اعتماد هذا الاختبار في بحثنا.

3-7-2-1- اختبار جوهانسن – جيسلس (Johansen – Juselius Test):

يقترح جوهانسن (Johansen, 1991) وجوهانسن جيسلس (Johansen & Juselius, 1990) كتابة نموذج انحدار ذاتي متجه (VAR) على النحو التالي:

$$\Delta Y_t = \Pi Y_{t-1} + \sum_{i=1}^{p-1} \Gamma_i \Delta Y_{t-i} + \phi D_t + \varepsilon_t \quad (3)$$

وبغض النظر عن دلالات هذا النموذج فإن ما يهمنا من هذا النموذج هو (r) رتبة المصفوفة Π (عدد متجهات التكامل المشترك⁹)، إن المصفوفة Π تحتوي على معلومات عن العلاقة طويلة الأجل، والمصفوفة $\alpha\beta$ حيث تمثل α سرعة التكيف للمعاملات و β مصفوفة معاملات العلاقة طويلة الأجل. ويقوم هذا الاختبار على خمسة خيارات (افتراضات) أساسية:

1. المتغيرات (البيانات) في المستوى لا تملك اتجاه عام ومعادلة التكامل المشترك (ومعادلة الانحدار الذاتي المتجه VAR) لا تملك قاطع أو اتجاه.

⁹ متجهة التكامل المشترك تعني أنه على الرغم من وجود انحرافات (نبضات) للمتغيرات في الأجل القصير، إلا أن العلاقة بين المتغيرات متجهة لوضع التوازن في الأجل الطويل (عطيه، 2005، صفحة 671).

2. المتغيرات (البيانات) في المستوى لا تملك اتجاه عام ومعادلة التكامل المشترك تملك قاطع فقط (لا يوجد اتجاه)، ومعادلة VAR لا تملك قاطع.
3. المتغيرات (البيانات) في المستوى تملك اتجاه عام خطي ولكن معادلة التكامل المشترك (ومعادلة VAR) تملك قاطع فقط (لا يوجد اتجاه).
4. المتغيرات (البيانات) في المستوى تملك اتجاه عام خطي ومعادلة التكامل المشترك تملك قاطع واتجاه عام خطي، ومعادلة VAR لا تملك قاطع.
5. المتغيرات (البيانات) في المستوى تملك اتجاه عام تربيعي (الشكل قطع مكافئ) ولكن معادلة التكامل المشترك تملك قاطع واتجاه عام خطي، ومعادلة VAR تملك قاطع. وعلى الرغم من وجود هذه الافتراضات الخمسة إلا أن عملية تحديد الخيار الأمثل تتطلب اختبارات إحصائية قياسية موسعة¹⁰، وإعادة إجراء الاختبار عدة مرات وبافتراضات مختلفة، وقد وجد الباحث بعد إجراء هذه الاختبارات بافتراضات مختلفة ضرورة الاعتماد في البحث على الفرض الثالث في اختبار فرضيات البحث. أن جوهانسن وجيليسس يقترحان اختبارين لتحديد عدد متجهات التكامل المشترك (r) وهما:

3-7-2-1-1- اختبار الإمكانية العظمى The lambda-max test:

ويحسب من خلال الصيغة التالية:

$$\lambda_{max}(r, r + 1) = -T \ln(1 - \hat{\lambda}_{r+1}) \quad (4)$$

حيث:

T: عدد المشاهدات.

$\hat{\lambda}_{r+1}$: الجذور المميزة Eigenvalues المقدرة للمصفوفة II.

ويختبر هذا الاختبار فرضية العدم القائلة بأن عدد متجهات التكامل المشترك يساوي (r) مقابل الفرضية البديلة القائلة بأن عدد متجهات التكامل المشترك يساوي (r+1).

¹⁰ بسبب صعوبة تحديد الخيار الأفضل فإن معظم الدراسات العربية والانجليزية تجري الاختبار وفق الفرضية الثالثة فقط، على الرغم من أن جوهانسن بيّن عدة خطوات للتحقق من مدى وجود قاطع واتجاه عام وهي: تخفيض رتبة الانحدار، اختبار إحصاءات رتبة التكامل المشترك، اختبار تخفيض درجة الاتجاه، اختبار عدم وجود اتجاه في المكونات الثابتة الاتجاه، اختبار سكون الاتجاه. (Johansen S. R., 1994)

3-7-2-1-2-اختبار الأثر The trace test:

ويحسب من خلال الصيغة التالية:

$$\lambda_{trace}(r) = -T \sum_{i=r+1}^n \ln(1 - \hat{\lambda}_{r+1}) \quad (5)$$

ويختبر هذا الاختبار فرضية عدم القائلة بأن عدد متجهات التكامل المشترك الفريدة (المميزة) تقل أو تساوي (r).

ووجود متجهات للتكامل المشترك يعني وجود علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات موضوع البحث. إلا أن اختبار التكامل المشترك يختبر وجود العلاقة طويلة الأجل، وبعد التحقق من وجود العلاقة طويلة الأجل باستخدام اختبار جوهانسن لا بد لنا من تقدير معادلة التكامل المشترك وذلك من خلال نموذج تصحيح الخطأ.

3-7-2-2-نموذج تصحيح الخطأ الموجه Vector Error Correction

:Model (VECM)

بعد أن نقوم باختبار وجود علاقة طويلة الأجل Long-run Relationship بين متغيرات البحث باستخدام اختبار جوهانسن - جيسلس للتكامل المشترك، لا بد من تقدير معادلة التكامل المشترك بين متغيرات البحث، ويتم ذلك باستخدام نموذج تصحيح الخطأ الموجه VECM وتأخذ صيغة نموذج تصحيح الخطأ بعين الاعتبار العلاقة طويلة الأجل والقصيرة الأجل¹¹. فإذا افترضنا أنه لدينا متغيران فقط X_t متغير مستقل و Y_t متغير تابع وقدرنا العلاقة بينهما (عطيه، 2005، الصفحات 687-688):

$$Y_t = \hat{a}_0 + \hat{a}_1 X_t + \varepsilon_t \quad (6)$$

$$\varepsilon_t = ECT_{t-1} = Y_t - \hat{a}_0 - \hat{a}_1 X_t \quad (7) \text{ وبالتالي فإن:}$$

¹¹ العلاقة الطويلة الأجل باحتوائها على متغيرات ذات فجوات زمنية، والعلاقة قصيرة الأجل بإدراج فروق السلاسل الزمنية التي تعبر عن التغير بين القيم من سنة لأخرى (عطيه، 2005، صفحة 687).

وتسمى المعادلة رقم (7) حد تصحيح الخطأ وبعد إضافة القيم السابقة للمتغير التابع كمتغيرات تفسيرية (أي أن المتغير يتأثر بقيمه السابقة وبقيم المتغير الأخر) وبالتالي تصبح معادلتني نموذج تصحيح الخطأ الموجه VECM على النحو التالي (Mishra, 2012, p. 130)

$$\Delta X_t = a_0 + \sum_{i=1}^m a_i \Delta X_{t-i} + \sum_{j=1}^n a_j \Delta Y_{t-j} + \lambda_1 ECT_{t-1}^1 + z_t^1 \quad (8)$$

$$\Delta Y_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^m \beta_i \Delta Y_{t-i} + \sum_{j=1}^n \beta_j \Delta X_{t-j} + \lambda_2 ECT_{t-1}^2 + z_t^2 \quad (9)$$

حيث m, n : عدد الفجوات الزمنية. λ : رقم الفجوة .

Δ : الفرق. z_t : الضجة البيضاء White noise.

$\sum_{j=1}^{n,m} a, \beta_j \Delta X, y_{t-j}$: التغير القصير الأجل.

$\lambda(Y_t - \hat{a}_0 - \hat{a}_1 X_t)_{t-j}$: التغير الطويل الأجل.

λ : معامل سرعة التعديل Speed of Adjustment (معامل حد تصحيح الخطأ) وهو يشير إلى مقدار التغير في المتغير التابع نتيجة لانحراف قيمة المتغير المستقل في الأجل القصير عن قيمته التوازنية في الأجل الطويل بمقدار وحدة واحدة ويتوقع أن يكون هذا المعامل سالباً. ونرصد هذا المعامل ومعنويته الإحصائية للتحقق من العلاقة في الأجل الطويل بين المتغيرات. ونكون أمام الحالات التالية:

- إذا كان λ_1 فقط سالب ومعنوي، فإن العلاقة السببية الطويلة الأجل تحديداً أحادية الاتجاه من Y إلى X ، مما يعني أن المتغير Y يؤثر في المتغير X ولكن ليس العكس. أما إذا كانت قيمة هذا المعامل موجبة فإن ذلك يجعل هذا المعامل غير قابل للتفسير أي أنه بدون أي معنى إحصائي.
- أما إذا كان λ_2 فقط سالب ومعنوي، فإن العلاقة السببية الطويلة الأجل تحديداً أحادية الاتجاه من X إلى Y ، مما يعني أن المتغير X يؤثر في المتغير Y ولكن ليس العكس. أما إذا كانت قيمة هذا المعامل موجبة فإن ذلك يجعل هذا المعامل غير قابل للتفسير أي أنه بدون أي معنى إحصائي.

- أما إذا كان كل من معاملات حد تصحيح الخطأ (λ_1, λ_2) في كلا المعادلتين سالبة ومعنوية، فالعلاقة السببية الطويلة الأجل تحديداً ثنائية الاتجاه (تبادلية).

ويشترط لتقدير نموذج تصحيح الخطأ الموجه أن يكون بين المتغيرات تكامل مشترك وفقاً لاختبار جوهانسن السابق.

3-7-2-3- معادلة متجه التكامل المشترك:

بعد أن نقوم من خلال نموذج تصحيح الخطأ الموجه باختبار العلاقة الطويلة والقصيرة الأجل بين المتغيرات، نكتب معادلة متجه التكامل بين المتغيرات وذلك بالاعتماد على المعادلة رقم (6) وذلك كما يلي:

$$Y_t = \hat{a}_0 + \hat{a}_1 X_t \quad (10)$$

وفي حال وجود اتجاه عام في معادلة التكامل المشترك تكون المعادلة كما يلي:

$$Y_t = \hat{a}_0 + \hat{a}_1 T + \hat{a}_2 X_t \quad (11)$$

حيث T: تشير إلى عامل الزمن (الاتجاه العام Trend).

3-7-2-4- اختبار جرانجر للسببية Granger Causality Test:

بعد أن نقوم بالتحقق من وجود العلاقة طويلة الأجل بين متغيرات البحث وتقديرها، لابد من التحقق من العلاقة الآنية الديناميكية (العلاقة قصيرة الأجل Short-run Relationship) للتعرف على ماهية هذه العلاقة هل هي تبادلية (باتجاهين) أو أنها أحادية (باتجاه واحد) وإذا كانت أحادية أي متغير هو المؤثر وأيها هو المتأثر بالمتغير الآخر. يتم ذلك من خلال اختبار جرانجر للسببية (Granger, 1988) ويعتمد هذا الاختبار على نموذج تصحيح الخطأ المتجه VECM السابق، ويختبر مدى المعنوية الإحصائية لمعاملتي الأجل القصير a_j ، β_j في المعادلتين رقم (8) ورقم (9)، ونكون أمام الحالات التالية:

- a_j فقط معنوي، وبالتالي يوجد علاقة سببية قصيرة الأجل تحديداً أحادية الاتجاه، والمتغير Y يسبب المتغير X في الأجل القصير.
- β_j فقط معنوي، وبالتالي يوجد علاقة سببية قصيرة الأجل تحديداً أحادية الاتجاه، والمتغير X يسبب المتغير Y في الأجل القصير.

• a_j, β_j معنويان، وبالتالي يوجد علاقة سببية قصيرة الأجل تحديداً تبادلية، وكل متغير يسبب الآخر في الأجل القصير.

ولا يشترط لإجراء الاختبار السابق وجود تكامل مشترك بين المتغيرات (العلاقة طويلة الأجل)، وإنما يتم إجراء هذا الاختبار للتحقق من وجود العلاقة قصيرة الأجل واتجاهها بغض النظر عن وجود العلاقة طويلة الأجل. وتتطابق نتائج الاختبار السابق مع نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ الموجه في حال كانت معادلة التكامل المشترك لا تتضمن اتجاه عام Trend أما في حال وجود الاتجاه العام في معادلة التكامل المشترك قد تختلف النتائج بينهما.

3-7-2-5- تحليل التباين Variance Decomposition والاستجابة النبضية

(الفورية) Impulse Response:

يستخدم تحليل التباين لوصف السلوك الحركي للنموذج، ويتم من خلاله قياس تأثير الصدمات على متغيرات النموذج عبر الزمن، وذلك عن طريق تقسيم تباين الخطأ بين المتغيرات بما يبين أثر الصدمات غير المتبئ بها على كل متغير من متغيرات النموذج (حمود، 2011، صفحة 183)، ورغم أن نماذج VAR بشكل عام تقوم على افتراض أساسي وهو عدم وجود ارتباط تسلسلي بين الأخطاء العشوائية، فإن هذا لا يمنع وجود تأثير مترامن للأخطاء في متغيرات النموذج، ولتلافي هذه المشكلة يتم الاعتماد على توزيع تشولسكي Cholesky والذي يعتمد على إعادة ترتيب متغيرات النموذج من أجل استقصاء حساسية النتائج (بركة، 2014، صفحة 74).

أما الاستجابة النبضية (الفورية) فهي طريقة أخرى للتعرف على السلوك الحركي للنموذج إذ ترصد تأثير الصدمات Shocks التي تتعرض لها المتغيرات عبر الزمن، ويتم قياس أثر الصدمة بطريقتين (الجنابي، 2012، صفحة 65): الأولى قياس أثر الصدمة بمقدار انحراف معياري واحد، والثانية قياس أثر الصدمة بمقدار وحدة واحدة، وسنعمد على الطريقة الأولى بالبحث (الصدمة بمقدار انحراف معياري واحد)، ونشير إلى أنه عندما تكون المتغيرات مستقرة ومتكاملة فإنها تكون في حالة توازن في فترة زمنية معينة وأن أي صدمة تحدث لأحد المتغيرات ستعمل على التأثير على وضعية التوازن ثم لا تلبث أن يتلاشى

تأثير هذه الصدمة وتعود المتغيرات لحالة التوازن شريطة عدم حدوث أي صدمة أخرى في نفس الوقت (حمود، 2011، صفحة 183).

ونشير ختاماً إلى أننا سنعتمد على البرنامج الإحصائي Eviews في إجراء الاختبارات السابقة، وقمنا بعرض هذا الاختبارات كمنهجية نظرية لإجراء هذه الاختبارات على أن برنامج Eviews يقدمها بشكل قوالب جاهزة.

3-9 - خلاصة الفصل الثالث:

بعد أن بيّنا في الفصل الأول الإطار العام للبحث، واستعرضنا في الفصل الثاني أدبيات البحث والأدبيات النظرية والدراسات المرجعية، عالجتنا في هذا الفصل منهج البحث والإجراءات المتبعة فيه وقد بيّنا في هذا الفصل: فرضيات البحث وذلك بفرضيتين تربط بين متغيرات البحث، مجتمع البحث وهو بيانات عن ماليزيا خلال الفترة 2006-2014، متغيرات البحث وكيفية قياسها وهي عشر متغيرات، بيانات البحث ومصادرها، ثم ذكرنا النموذج النظري المقترح، وأخيراً أسلوب تحليل البيانات باستخدام اختبار جذر الوحدة Unit Root Test وذلك اعتماداً على اختباري ديكي - فولر الموسع (ADF) Augmented Dickey-Fuller وفيليبس - بيرون (PP) Phillips and Perron وذلك من أجل التأكد من استقرار (سكون) السلاسل الزمنية ومعرفة درجة تكاملها.

وكذلك اختبار التكامل المشترك Co-integrating Test وذلك للتحقق من وجود ارتباط وتكامل مشترك في الأجل الطويل بين متغيرات البحث من خلال تحديد عدد متجهات التكامل باستخدام جوهانسون وجسليوس Johanson & Juselius من خلال اختباري: الإمكانية العظمى The lambda-max test والأثر The trace test.

ثم نقوم بتقدير هذه العلاقة الطويلة الأجل بين المتغيرات (في حال وجودها) باستخدام نموذج تصحيح الخطأ VECM.

وكذلك اختبار جرانجر للسببية Granger Causality باستخدام نموذج تصحيح الخطأ المتجه VECM وذلك لاختبار العلاقة قصيرة الأجل وتحديد اتجاه العلاقة السببية بين المتغيرات.

وختاماً أشرنا إلى أننا سنعتمد على البرنامج الإحصائي Eviews 7.2 في إجراء الاختبارات السابقة، وكذلك اعتمادنا على الصيغة اللوغاريتمية لبعض المتغيرات في صياغة معادلة الانحدار المقدر.

الفصل الرابع

نتائج البحث ومناقشتها

4-1- مقدمة الفصل:

بعد أن قمنا بالفصل السابق بتحديد فرضيات البحث ومتغيراته والمنهج المتبع في تحليل البيانات، نقوم في هذا الفصل بتحليل البيانات واختبار هذه الفرضيات وصياغة نتائج البحث وناقش النتائج التي سيتم التوصل إليها.

وسيشمل هذا الفصل عدة نقاط، الأولى تحليل البيانات، حيث ندرس أولاً متغيرات البحث وذلك من خلال توصيف متغيرات البحث، ومصفوفة معاملات الارتباط بين المتغيرات. وثانياً نحلل السلاسل الزمنية للمتغيرات وفق منهج التكامل، وذلك من خلال اختبارات جذر الوحدة للتحقق من استقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات ونحدد المتغيرات الواجب إدخالها في النموذج (المتغيرات المتكاملة من الدرجة الأولى)، ثم نحلل التكامل المشترك بين المتغيرات ونختبر الفرضيات وفق المراحل التالية: نختبر التكامل المشترك باستخدام اختبار جوهانسن، نقدّر نموذج تصحيح الخطأ الموجه VECM، نكتب معادلة متجه التكامل المشترك في الأجل الطويل، نختبر السببية بين المتغيرات، نحلل التباين والاستجابة النبضية (الفورية).

وفي النقطة الثانية نعرض نتائج اختبار الفرضيات التي تم التوصل إليها، وفي النقطة الثالثة والأخيرة نناقش هذه النتائج التي تم التوصل إليها.

وختاماً نلخص ما ورد في هذا الفصل في خاتمة الفصل.

4-2- تحليل البيانات:

قبل البدء بتحليل البيانات لابد من دراسة السلاسل الزمنية لمتغيرات البحث للحصول على أفضل نتائج تتسجم مع النظرية الاقتصادية والتحليل القياسي، ثم نحلل المتغيرات وفق منهج التكامل المشترك، وذلك كما يلي:

4-2-1- دراسة السلاسل الزمنية لمتغيرات البحث¹²:

في البداية لابد من معرفة سلوك المتغيرات خلال فترة البحث، وسيتم ذلك من خلال: توصيف متغيرات البحث، ومصفوفة معاملات الارتباط. وذلك كما يلي:

4-2-1-1- توصيف متغيرات البحث (Descriptive Statistics):

ويشمل توصيف متغيرات البحث مقاييس النزعة المركزية (الوسط الحسابي والوسيط)، ومقاييس التشتت (الانحراف المعياري والمدى)، ومقاييس الالتواء Skewness والتفرطح Kurtosis، واختبار Jarque-Bera للتحقق ما إذا كان المتغير يخضع للتوزيع الطبيعي. ويبين الجدول رقم (1) توصيف متغيرات البحث:

الجدول رقم 1 توصيف متغيرات البحث

INF	U	BD	LGFCF	LMC	FPI	LTS	LMF	LIMFS	LGDP	EG	
0.66	3.20	-8.84	3.72	6.83	1.22	4.02	5.21	3.10	5.14	1.28	الوسط الحسابي
0.58	3.10	-7.78	3.67	6.84	3.71	4.01	5.26	3.13	5.13	2.55	الوسيط
2.80	4.10	6.42	4.09	7.26	48.04	4.13	5.74	3.84	5.39	6.00	القيمة العظمى
-0.10	2.70	-25.36	3.32	6.27	-53.61	3.87	4.53	2.16	4.93	-7.90	القيمة الصغرى
0.56	0.31	7.56	0.22	0.29	20.13	0.07	0.38	0.51	0.12	3.17	الانحراف المعياري
1.73	1.09	-0.27	0.17	-0.26	-0.33	-0.29	-0.19	-0.36	0.18	-1.08	الالتواء
7.25	3.84	2.95	1.76	2.06	3.54	2.38	1.76	2.20	2.02	3.36	التفرطح
45.13	8.17	0.44	2.46	1.71	1.11	1.09	2.51	1.73	1.63	7.14	Jarque-Bera
0.00	0.02	0.80	0.29	0.42	0.57	0.58	0.29	0.42	0.44	0.03	P-value
36	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36	عدد المشاهدات

المصدر: إعداد الباحث باستخدام برنامج Eviews.

ملاحظة: الخلايا باللون الغامق تشير إلى سلبية الاختبار.

من خلال الجدول السابق نستنتج ما يلي:

¹² يحتوي الملحق رقم (1) على جدول يبين السلاسل الزمنية لمتغيرات البحث خلال فترة الدراسة.

1. يبلغ معدل النمو بالمتوسط /1.28% في كل ربع خلال فترة الدراسة وبالتالي /5.12% سنوياً، وبانحراف معياري /3.17/، وتتراوح قيمته بين /-7.9% و /6%، ويشير اختبار Jarque-Bera إلى أن متغير النمو الاقتصادي لا يخضع للتوزيع الطبيعي على عكس بقية متغيرات الدراسة التي تخضع للتوزيع الطبيعي ويعود ذلك لارتفاع معامل التفرطح والالتواء إذ بلغا /3.36/ و /-1.08/ على التوالي.

2. يبلغ متوسط الناتج المحلي الإجمالي في كل ربع خلال فترة الدراسة /170.72 = e^{5.14}/ بليون رنجت ماليزي. وبلغ الانحراف المعياري /0.12/، ومعامل التفرطح والالتواء بلغا /2.02/ و /0.18/ على التوالي، كما أنه يخضع للتوزيع الطبيعي وهي مؤشرات جيدة جداً إحصائياً.

3. تشير النتائج إلى سلبية معامل التفرطح لمتغيرات FPI,U,INF حيث أنها أكبر من 3.

4. تشير النتائج إلى سلبية اختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات U,INF حيث أنهما لا يخضعان للتوزيع الطبيعي.

من خلال توصيف متغيرات البحث نستنتج أنه: بالمقارنة بين متغيري النمو الاقتصادي ولوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي فإن متغير لوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي يملك مؤشرات إحصائية أفضل من متغير النمو الاقتصادي، وبالتحديد مؤشرات الالتواء باقترابه من الصفر، والتفرطح بانخفاضه تحت /3/، والخضوع للتوزيع الطبيعي (أهم نقطة)، وبالتالي يجب الاعتماد على لوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي كوكيل عن النمو الاقتصادي، كما أن سلبية الاختبارات بالنسبة لمتغيرات FPI,INF,U يقدم مؤشراً أولاً على ضرورة استبعاد متغيرات EG,FPI,U,INF من الدراسة.

4-2-1-2- مصفوفة معاملات الارتباط (Correlation Matrix):

بعد أن وصّفنا متغيرات البحث، وحددنا أي المتغير الذي يجب أن يكون وكيل عن النمو الاقتصادي (الناتج المحلي الإجمالي)، نبيّن في الجدول رقم (2) مصفوفة معاملات الارتباط بين متغيرات البحث:

الجدول رقم 2 مصفوفة معاملات الارتباط

INF	U	BD	LGFCF	LMC	FPI	LTS	LMF	LIMFS	LGDP	
-0.04	-0.61	-0.24	0.96	0.87	-0.06	-0.35	0.96	0.96	1.00	LGDP
0.09	-0.50	-0.22	0.93	0.82	-0.01	-0.36	0.97	1.00	0.96	LIMFS
-0.01	-0.61	-0.19	0.95	0.92	0.12	-0.28	1.00	0.97	0.96	LMF
-0.26	-0.05	0.57	-0.21	-0.13	0.10	1.00	-0.28	-0.36	-0.35	LTS
0.02	-0.15	0.20	-0.03	0.23	1.00	0.10	0.12	-0.01	-0.06	FPI
-0.11	-0.73	-0.08	0.88	1.00	0.23	-0.13	0.92	0.82	0.87	LMC
-0.08	-0.65	-0.09	1.00	0.88	-0.03	-0.21	0.95	0.93	0.96	LGFCF
0.04	0.08	1.00	-0.09	-0.08	0.20	0.57	-0.19	-0.22	-0.24	BD
0.36	1.00	0.08	-0.65	-0.73	-0.15	-0.05	-0.61	-0.50	-0.61	U
1.00	0.36	0.04	-0.08	-0.11	0.02	-0.26	-0.01	0.09	-0.04	INF

المصدر: إعداد الباحث باستخدام برنامج Eviews.

ملاحظة: نحكم بوجود ارتباط إذا كان معامل الارتباط بالقيمة المطلقة أكبر أو يساوي 0.50، وتعتبر العلاقة إيجابية (طردية) إذا كان معامل الارتباط أكبر من الصفر وسلبية (عكسية) إذا كان أصغر من الصفر، وتعتبر الخلايا المعبئة باللون الغامق على ارتفاع معامل الارتباط.

من خلال الجدول السابق نستنتج ما يلي:

1. من خلال معاملات ارتباط الناتج المحلي الإجمالي (السطر أو العمود الأول):

نلاحظ وجود علاقة ارتباط إيجابية (طردية) قوية نسبياً بين الناتج المحلي الإجمالي وكلاً من الصناديق بشقيها الإسلامية والتقليدية والقيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في السوق المالية وإجمالي التكوين الرأسمالي الثابت، وكذلك وجود علاقة ارتباط سلبية (عكسية) قوية نسبياً بين الناتج المحلي الإجمالي ومعدل البطالة، أما العلاقة مع إجمالي الادخار وصافي المحفظة الأجنبية وعجز الموازنة ومعدل التضخم على التوالي فكانت ضعيفة.

2. من خلال معاملات ارتباط متغير صناديق الاستثمار الإسلامية (السطر أو العمود

الثاني): نلاحظ وجود علاقة ارتباط طردية قوية نسبياً بين صناديق الاستثمار الإسلامية وكلاً من الناتج المحلي الإجمالي والصناديق التقليدية والقيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في السوق المالية وإجمالي التكوين الرأسمالي الثابت، وكذلك وجود علاقة ارتباط عكسية قوية نسبياً بين صناديق الاستثمار الإسلامية

ومعدل البطالة، أما العلاقة مع إجمالي الادخار وصافي المحفظة الأجنبية وعجز الموازنة ومعدل التضخم على التوالي فكانت ضعيفة.

3. من خلال معاملات ارتباط متغير صناديق الاستثمار التقليدية (السطر أو العمود الثالث): نلاحظ وجود علاقة ارتباط طردية قوية نسبياً بين صناديق الاستثمار التقليدية وكلاً من الناتج المحلي الإجمالي والصناديق الإسلامية والقيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في السوق المالية وإجمالي التكوين الرأسمالي الثابت، وكذلك وجود علاقة ارتباط عكسية قوية نسبياً بين صناديق الاستثمار الإسلامية ومعدل البطالة، أما العلاقة مع إجمالي الادخار وصافي المحفظة الأجنبية وعجز الموازنة ومعدل التضخم على التوالي فكانت ضعيفة.

4. يوجد علاقة ارتباط طردية قوية جداً بين لوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي وكلاً من صناديق الاستثمار الإسلامية والتقليدية حيث بلغ معامل الارتباط $0.96/$ في كل منهما على التوالي.

5. يوجد علاقة ارتباط طردية قوية جداً بين صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية حيث بلغ معامل الارتباط $0.97/$.

6. لا يوجد علاقة بين الادخار أو عجز الموازنة وأي متغير آخر عدا وجود علاقة طردية بينهما.

7. لا يوجد علاقة ارتباط بين معدل التضخم وأي متغير آخر.

أن مصفوفة معاملات الارتباط تقدم مؤشراً أولياً عن الارتباط بين المتغيرات، وتفترض هذه المصفوفة أن التغير في المتغير التفسيري يؤثر تأثيراً مباشراً وفورياً في المتغير التابع، ولكن في الظواهر الاقتصادية يحتاج الأمر لفترة زمنية (الفجوة الزمنية المتباطئة) قد تكون طويلة لكي تمارس المتغيرات التفسيرية آثارها كاملة في المتغير التابع (عطيه، 2005، صفحة 519). وبالتالي لا بد لنا من اختبار العلاقة الطويلة والقصيرة الأجل آخذين بعين الاعتبار الفجوات الزمنية وتحليل السلاسل الزمنية، وكما بيّنا في منهج البحث في الفصل الثالث سنقوم في البداية باختبار استقرار وتكامل كل متغير على حدا باستخدام اختبارات جذر الوحدة، ثم إيجاد التكامل المشترك بين المتغيرات (العلاقة طويلة الأجل) باستخدام اختبار جوهانسن، وإذا وجدنا علاقة بين المتغيرات نتحقق من

اتجاه العلاقة السببية في الأجل الطويل (تحديد المتغير المستقل والمتغير التابع) ومدى وجود العلاقة قصيرة الأجل بين المتغيرات باستخدام نموذج تصحيح الخطأ المقيّد VECM، ثم نقوم بتقدير معادلة التكامل المشترك وتحديد سرعة وفترة التعديل بين الأجلين القصير والطويل، ثم نختبر اتجاه العلاقة قصيرة الأجل باستخدام اختبار جرانجر للسببية، ثم نحلل التباين والاستجابة الفورية بين متغيرات البحث، وأخيراً نناقش النتائج التي سنتوصل إليها.

أن مصفوفة معاملات الارتباط تقدم مؤشراً عن المتغيرات الواجب استبعادها من النموذج النظري المقترح، وهي تلك المتغيرات التي لا ترتبط مع الناتج المحلي الإجمالي أي متغيرات LTS, FPI, BD, INF .

من خلال دراسة متغيرات البحث حصلنا على المؤشرات الأولية التالية:

☒ من خلال توصيف المتغيرات تبين: ضرورة استبعاد متغيرات EG, FPI, U, INF

بسبب سلبية اختبارات التوزيع الطبيعي والتفرطح، وكذلك ضرورة اعتمادنا على لوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي كوكيل عن النمو الاقتصادي.

☒ من خلال مصفوفة معاملات الارتباط تبين: ضرورة استبعاد متغيرات

LTS, FPI, BD, INF من النموذج المقترح لعدم وجود علاقة ارتباط بينها وبين متغير لوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي.

وللتحقق من ذلك لابد من إجراء اختبار جذر الوحدة للتحقق من استقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة، فإذا كان المتغير مستقرًا في المستوى (لا يملك جذر وحدة) فإن ذلك يعني أن ثابت المتوسط والتباين وبالتالي فإن التغيرات التي تحدث في المتغير سرعان ما تتلاشى ويعود المتغير إلى وضعية التوازن حول المتوسط، بمعنى آخر أنه لا يؤثر أو يتأثر في المتغيرات الأخرى داخل النموذج ولذلك ينبغي استبعاده، وسيتم التحقق من ذلك في اختبارات جذر الوحدة لاحقاً.

4-2-2-2- تحليل السلاسل الزمنية لمتغيرات البحث باستخدام منهج التكامل:

بعد أن قمنا بدراسة متغيرات البحث، نقوم بتحليل السلاسل الزمنية للمتغيرات وذلك للتحقق من استقرارها من خلال اختبارات جذر الوحدة، ثم نختبر التكامل المشترك بين المتغيرات، ونقدر نموذج تصحيح الخطأ الموجه، ونقدر معادلة التكامل المشترك، ونجري اختبار جرانجر للسببية، وأخيراً نحلل التباين والاستجابة الفورية، وذلك كما يلي:

4-2-2-2-1- اختبار جذر الوحدة Unit Root Test:

لا بد لنا في بداية اختبار التكامل المشترك من اختبار استقرار السلاسل الزمنية، حيث أن استقرار السلسلة الزمنية للمتغير يعني ثبات المتوسط وثبات التباين حول المتوسط، أي استقرار قيمة المتغير في الأجل الطويل وأن التذبذبات في قيم المتغير ليست ذات معنى إحصائي أو اقتصادي، أي أن المتغير يأخذ توجهاً معين خلال الزمن ولا ينحرف عنه. وعند حدوث أي تغير في الأجل القصير لا يلبث أن يعود المتغير للتوازن حول الوسط الحسابي في الأجل الطويل.

في الفصل السابق بينا الأساس النظري لاختبارات جذر الوحدة ووجدنا أن هنالك اختبارين أساسيين هما: اختبار ديكي-فولر الموسع ADF، واختبار فيلبس-بيرون PP، وبيننا أن هذين الاختبارين يفترضان ثلاثة خيارات: بوجود قاطع فقط Intercept، بوجود قاطع واتجاه Trend، وبدون قاطع أو اتجاه None. وسنعمد على الخيارين بوجود قاطع فقط، وبوجود قاطع واتجاه، ونستبعد الخيار بعدم وجود قاطع أو اتجاه.

وعلى الرغم من وجود عدة اختبارات لجذر الوحدة منها ADF, PP, KPSS, DF إلا أننا سنعمد على الاختبارين التاليين:

4-2-2-2-1- اختبار ديكي-فولر الموسع ADF:

يعتمد هذا الاختبار على المعادلة رقم (3) الواردة في الفصل الثالث، ويبين الجدول رقم (3) نتائج اختبار ADF لجذر الوحدة:

الجدول رقم 3 نتائج اختبار ADF لجذر الوحدة

المتغير	الاختبار في	الإحصائية	ADF	
			قاطع فقط	قاطع واتجاه
درجة التكامل				
EG	المستوى	t-Stat	-3.87	-3.88
		**P-value	0.01	0.03
LGDP	المستوى	t-Stat	0.64	-1.49
		**P-value	0.99	0.81
	الفرق الأول	t-Stat	-3.73	-3.92
		**P-value	0.01	0.03
LIMFS	المستوى	t-Stat	-1.70	-3.45
		**P-value	0.42	0.06
	الفرق الأول	t-Stat	-4.14	-4.37
		**P-value	0.00	0.01
LMF	المستوى	t-Stat	-1.47	-3.22
		**P-value	0.54	0.10
	الفرق الأول	t-Stat	-3.68	-3.74
		**P-value	0.01	0.03
LTS	المستوى	t-Stat	-2.93	-3.79
		**P-value	0.0547	0.03
	الفرق الأول	t-Stat	-3.07	
		**P-value	0.04	
FPI	المستوى	t-Stat	-4.65	-4.58
		**P-value	0.00	0.00
LMC	المستوى	t-Stat	-1.641186	-3.06243
		**P-value	0.45	0.13
	الفرق الأول	t-Stat	-4.009513	-3.936776
		**P-value	0.00	0.02
LGFCF	المستوى	t-Stat	0.72207	-3.474679
		**P-value	0.99	0.06
	الفرق الأول	t-Stat	-1.821439	-3.502097
		**P-value	0.36	0.06
	الفرق الثاني	t-Stat	-3.647014	-3.546303
		**P-value	0.01	0.05
BD	المستوى	t-Stat	-2.067637	-1.665151
		**P-value	0.26	0.74
	الفرق الأول	t-Stat	-12.68724	-12.70209
		**P-value	0.00	0.00
U	المستوى	t-Stat	-2.963358	-4.147246
		**P-value	0.0484	0.02
INF	المستوى	t-Stat	-5.558564	-4.531117
		**P-value	0.00	0.01

المصدر: إعداد الباحث باستخدام برنامج Eviews.

** القيم النظرية MacKinnon (1996) one-sided p-values ومستوى الدلالة المعتمد للمقارنة (0.05).

ملاحظة: تم تحديد فترات الإبطاء أوتوماتيكياً وفق معيار المعلومات أكايكي (AIC) بالنسبة لاختبار ADF.

من خلال الجدول السابق نستنتج ما يلي:

1. أن متغيرات EG,FPI,U,INF مستقرة (لا تملك جذر وحدة) في المستوى، وبالتالي فهي متكاملة من الدرجة صفر.
2. أن متغيرات LGDP,LIMFS,LMF,LMC,BD غير مستقرة (تملك جذر وحدة) في المستوى، وتستقر عند أخذ الفروق الأولى، وبالتالي فهي متكاملة من الدرجة الأولى.
3. أن متغير LGFCF غير مستقر (يملك جذر وحدة) في المستوى وعند أخذ الفروق الأولى، وتستقر عند أخذ الفروق الثانية، وبالتالي فهو متكامل من الدرجة الثانية.
4. أن القرار بالنسبة لمتغير LTS غير حاسم، حيث تبين أنه مستقر في المستوى بوجود قاطع واتجاه، ومستقر في الفروق الأولى في حال وجود قاطع فقط.
5. أن نتائج اختبار ADF تدعم ما ذكرناه عند دراسة متغيرات الدراسة، وتحديداً توصيف المتغيرات بضرورة استبعاد متغيرات EG,FPI,U,INF طالما أنها مستقرة.

4-2-2-1-2- اختبار فيلبس-بيرون PP:

يعتمد هذا الاختبار على المعادلة رقم (4) الواردة في الفصل الثالث، ويبين الجدول رقم (4) نتائج اختبار PP لجذر الوحدة:

الجدول رقم 4 نتائج اختبار PP لجذر الوحدة

المتغير	الاختبار في	الإحصائية	PP	
			قاطع فقط	قاطع واتجاه
EG	المستوى	Adj. t-Stat	-8.52	-8.80
		**P-value	0.00	0.00
LGDP	المستوى	Adj. t-Stat	0.05	-3.39
		**P-value	0.96	0.07
	الفرق الأول	Adj. t-Stat	-8.09	-8.65
		**P-value	0.00	0.00
LIMFS	المستوى	Adj. t-Stat	-1.58	-1.75
		**P-value	0.48	0.71
	الفرق الأول	Adj. t-Stat	-4.34	-4.80
		**P-value	0.00	0.00
LMF	المستوى	Adj. t-Stat	-1.36	-1.91
		**P-value	0.59	0.63
	الفرق الأول	Adj. t-Stat	-3.64	-3.70
		**P-value	0.01	0.04
LTS	المستوى	Adj. t-Stat	-4.68	-7.15
		**P-value	0.00	0.00
FPI	المستوى	Adj. t-Stat	-4.67	-4.59
		**P-value	0.00	0.00
LMC	المستوى	Adj. t-Stat	-1.16204	-2.17086
		**P-value	0.68	0.49
	الفرق الأول	Adj. t-Stat	-3.996622	-3.921882
		**P-value	0.00	0.02
LGFCF	المستوى	Adj. t-Stat	-0.975873	-2.940285
		**P-value	0.75	0.16
	الفرق الأول	Adj. t-Stat	-10.94794	-11.35409
		**P-value	0.00	0.00
BD	المستوى	Adj. t-Stat	-5.963988	-6.246244
		**P-value	0.00	0.00
U	المستوى	Adj. t-Stat	-3.015287	-3.364839
		**P-value	0.04	0.07
	الفرق الأول	Adj. t-Stat		-13.84063
		**P-value		0.00
INF	المستوى	Adj. t-Stat	-5.557428	-5.466502
		**P-value	0.00	0.00

المصدر: إعداد الباحث باستخدام برنامج Eviews.

** القيم النظرية MacKinnon (1996) one-sided p-values ومستوى الدلالة المعتمد للمقارنة (0.05).

ملاحظة: تم اعتماد فترات الإبطاء وفق معيار Bartlett Kernel، وعرض نطاق ترددي يتحدد أوتوماتيكياً باستخدام Newey-West.

من خلال الجدول السابق نستنتج ما يلي:

1. أن متغيرات EG, LTS, FPI, BD, INF مستقرة (لا تملك جذر وحدة) في المستوى، وبالتالي فهي متكاملة من الدرجة صفر.
2. أن متغيرات $LGDP, LIMFS, LMF, LMC, LGFCF$ غير مستقرة (تملك جذر وحدة) في المستوى، وتستقر عند أخذ الفروق الأولى، وبالتالي فهي متكاملة من الدرجة الأولى.
3. أن القرار بالنسبة لمتغير U غير حاسم، حيث تبين استقرار المتغير في المستوى بوجود قاطع فقط، واستقراره في الفروق الأولى بوجود قاطع واتجاه. بالمقارنة بين نتائج اختبار PP و ADF نجد ما يلي:

1. أن النتائج متماثلة لمتغيرات $EG, LGDP, LIMFS, LMF, FPI, LMC, INF$.
2. في متغير لوغاريتم إجمالي الادخار كان القرار غير حاسم في اختبار ADF وفي اختبار PP متكامل من الدرجة صفر.
3. أن متغير لوغاريتم إجمالي التكوين الرأسمالي الثابت كان في اختبار ADF متكامل من الدرجة الثانية وفي اختبار PP متكامل من الدرجة الأولى.
4. أن متغير عجز الموازنة كان في اختبار ADF متكامل من الدرجة الأولى وفي اختبار PP متكامل من الدرجة صفر.
5. أن متغير معدل البطالة كان متكامل من الدرجة صفر في اختبار ADF وفي اختبار PP القرار غير حاسم.

وكما أشرنا في منهج البحث في الفصل الثالث بأنه عند وجود تناقض بين نتائج PP و ADF يتم الاعتماد على نتائج اختبار PP ، واستناداً لنتائج دراسة متغيرات البحث، فأنا نخلص إلى أن:

1. استبعاد متغيرات EG, LTS, FPI, BD, U, INF من النموذج النظري المقترح في المعادلة رقم (0) نظراً لأنها أما لا تخضع للتوزيع الطبيعي (متغير معدل البطالة) أو مستقرة في المستوى (LTS, FPI, BD) أو كلاهما (EG, INF).

2. أن المتغيرات LGDP, LIMFS, LMF, LMC, LGFCF مستقرة في الفروق الأولى، وهذه النتائج تتسجم مع النظرية القياسية التي تفترض أن أغلب المتغيرات الاقتصادية الكلية تكون غير مستقرة في المستوى وتستقر عند الفرق الأول (العبدلي، 2007، صفحة 21). وسيتم إدخال هذه المتغيرات في النموذج النظري المقترح في المعادلة رقم (0)، وبالتالي يمكننا كتابة معادلة النموذج بالمعادلة التالية:

$$LGDP = C_1 + C_2 * LIMFS + C_3 * LMF + C_4 * LMC + C_5 * LGFCF + \varepsilon_t \quad (12)$$

وسيتيم من خلال هذا النموذج دراسة التكامل المشترك واختبار الفرضيات.

4-2-2-2- تحديد فترات الإبطاء الأنسب للنموذج Lag Length Criteria:

نظراً لحساسية اختبار التكامل المشترك باستخدام اختبار جوهانسن لعدد (أو طول) فترة الإبطاء، فلا بد لنا قبل الشروع بإجراء اختبار التكامل المشترك، من تحديد فترة الإبطاء الأمثل للنموذج ويعتمد ذلك على نموذج الارتباط الذاتي غير المقيد (UVAR)، ونفترض أن عدد فترات الإبطاء الأقصى ثلاث فترات إبطاء، يبين الجدول التالي النتائج الإحصائية لفترات الإبطاء المختلفة:

الجدول رقم 5 فترات الإبطاء في النموذج

HQ	SC	AIC	FPE	LR	LogL	Lag
-9.848588	-9.698136	-9.92488	3.37E-11	NA	168.7605	0
-16.7125	-15.8098	-17.17026	2.45E-14	236.5343	313.3093	1
-17.58802*	-15.93305*	-18.42723	7.80e-15*	60.98673*	359.0493	2
-17.50751	-15.10029	-18.72818*	7.89E-15	30.87379	389.015	3

المصدر: إعداد الباحث باستخدام برنامج Eviews.

يلاحظ من خلال الجدول السابق أن عدد فترات الإبطاء الأمثل وفق لكافة المعايير (المذكورة في منهج البحث في الفصل الثالث) يساوي فترتين باستثناء اختبار أكايكي AIC الذي يبين أن عدد فترات الإبطاء يساوي ثلاث فترات، وسيتم على ما حصلنا عليه وفقاً لأغلب المعايير بوجود فترتي إبطاء

4-2-2-3- اختبار التكامل المشترك Co-integrating Test:

كما بيّنا في منهج البحث في الفصل الثالث بأنه وعلى الرغم من تعدد اختبارات التكامل المشترك إلا أننا سنعتمد على الاختبار المقدم من جوهانسن في عام 1991، وذلك لتحديد عدد متجهات التكامل المشترك (r) التي تمثل رتبة المصفوفة Π في المعادلة رقم (5) كما أسلفنا في منهج البحث. وذلك باستخدام اختباري الأثر (المعادلة رقم (7)) والإمكانية العظمى (المعادلة رقم (6))، وبافتراض أن المتغيرات في المستوى تملك اتجاه عام خطي ولكن معادلة التكامل المشترك (ومعادلة VAR) تملك قاطع فقط وعدم وجود اتجاه عام (الافتراض الثالث) نجري اختبار جوهانسن للتكامل المشترك بوجود فترتي إبطاء، وبيّن الجدول التالي نتائج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك:

الجدول رقم 6 نتائج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك

القرار	اختبار الأثر Trace Test				
	P-value	القيمة الحرجة	إحصائية الأثر	الجزور المميزة	وجود قاطع وعدم وجود اتجاه عام
	Prob.**	Critical Value 0.05	Trace Statistic	Eigenvalue	Hypothesized No. of CE(s)
يوجد متجه للتكامل المشترك	0.04	69.81889	70.69519	0.663951	None*
	0.4635	47.85613	34.70876	0.413159	At most 1
	0.63	29.79707	17.11969	0.276864	At most 2
	0.6456	15.49471	6.422461	0.172586	At most 3
	0.6796	3.841466	0.170614	0.005157	At most 4
القرار	اختبار الإمكانية العظمى The lambda-max Test				
	P-value	القيمة الحرجة	إحصائية الأثر	الجزور المميزة	وجود قاطع وعدم وجود اتجاه عام
	Prob.**	Critical Value 0.05	Trace Statistic	Eigenvalue	Hypothesized No. of CE(s)
يوجد متجه للتكامل المشترك	0.03	33.87687	35.98642	0.663951	None*
	0.5296	27.58434	17.58907	0.413159	At most 1
	0.68	21.13162	10.69723	0.276864	At most 2
	0.5811	14.2646	6.251847	0.172586	At most 3
	0.6796	3.841466	0.170614	0.005157	At most 4

المصدر: إعداد الباحث باستخدام برنامج Eviews.

** القيم النظرية p-values (1999) MacKinnon-Haug-Michelis. ومستوى الدلالة المعتمد للمقارنة (0.05).

* رفض فرضية العدم.

ملاحظة: تنص فرضية العدم في None: عدم وجود متجهات للتكامل، وبالتالي رفضها يوجد متجه وحيد للتكامل المشترك. وتنص فرضية العدم في At most 1: وجود متجه واحد للتكامل، وبالتالي رفضها يوجد متجهين للتكامل المشترك. وهكذا حتى اختبار المتجهات المتبقية.

من خلال الجدول السابق نستنتج ما يلي: يوجد متجه وحيد للتكامل المشترك للمتغيرات في النموذج السابق، وعلى الرغم من أن الجدول السابق بيّن وجود تكامل مشترك (علاقة طويلة الأجل) بين المتغيرات إلا أنه لم يحدد طبيعة هذه العلاقة، ولتحديد ذلك لا بد من تقدير نموذج تصحيح الخطأ الموجه VECM.

4-2-2-4- نموذج تصحيح الخطأ الموجه VECM:

سنقوم بتقدير نموذج تصحيح الخطأ الموجه وسنحكم على طبيعة العلاقة في الأجل الطويل من خلال الإشارة السالبة والمعنوية لمعامل تصحيح الخطأ ECT. وبالاعتماد على المعادلتين رقم (11) ورقم (12) وبوجود فترتي إبطاء يبين الجدول التالي نموذج تصحيح الخطأ الموجه للنموذج واختباراته الإحصائية:

الجدول رقم 7 نموذج تصحيح الخطأ للنموذج

نموذج VECM المقدر						
Wald test joint significance		P-value	t-Statistic	Std.Error	Coefficient	المتغير التابع D(LGDP)
P-value	Chi-stat					
		0.01	-3.00	0.17	-0.51	ECT
0.13	4.08	0.08	-1.85	0.19	-0.36	D(LGDP(-1))
		0.16	-1.46	0.18	-0.26	D(LGDP(-2))
0.07	5.38	0.12	-1.64	0.07	-0.11	D(LIMFS(-1))
		0.14	-1.54	0.11	-0.16	D(LIMFS(-2))
0.02	7.99	0.01	2.72	0.15	0.42	D(LMF(-1))
		0.79	0.27	0.13	0.03	D(LMF(-2))
0.07	5.25	0.08	-1.81	0.11	-0.20	D(LCM(-1))
		0.21	1.30	0.07	0.08	D(LCM(-2))
0.01	10.42	0.25	1.19	0.08	0.09	D(LGFCF(-1))
		0.00	3.23	0.07	0.24	D(LGFCF(-2))
		0.01	2.85	0.00	0.01	C
الاختبارات الإحصائية** لنموذج VECM						
0.87	R-squared	معامل التحديد				
0.80	Adj.R-squared	معامل التحديد المعدل				
0.01	S.E	الخطأ المعياري للانحدار				
12.79	F-stat	معنوية النموذج المقدر				
0.00	P-value					
-5.36	Akaike	مقياس المعلومات				
-4.82	Schwarz					
-5.18	Hannan-Quinn					
2.11	DW	معامل ديرين واتسن				
2.98	J-B	اختبار التوزيع الطبيعي للبقايا				
0.22	P-value					
4.58	Chi-stat	اختبار الارتباط التسلسلي للبقايا				
0.10	P-value					
0.83	Chi-stat	اختبار تجانس التباين للبقايا				
0.66	P-value					
ضمن الحدود	CUSUM	الاستقرار الهيكلي لمعاملات النموذج				

المصدر: إعداد الباحث باستخدام برنامج Eviews.

** اختبار التوزيع الطبيعي وفق اختبار Jarque-Bera، اختبار الارتباط التسلسلي وفق اختبار Breusch-Godfrey Serial، اختبار تجانس التباين وفق اختبار ARCH، اختبار الاستقرار الهيكلي وفق اختبار CUSUM، وسيتم الاعتماد على هذه الاختبارات في كل فرضية نختبرها حتى نهاية البحث.
ملاحظة: الخلايا باللون الغامق تشير إلى سلبية أو عدم معنوية الاختبار المقابل.

من خلال الجدول السابق نستنتج ما يلي:

1. تشير النتائج إلى أن جودة النموذج المقدر وذلك من خلال نتائج الاختبارات الإحصائية المطبقة لاسيما ارتفاع معامل التحديد ومعنوية النموذج ككل، وكذلك اختبارات التوزيع الطبيعي والارتباط التسلسلي وتجانس التباين للبواقي، وكذلك الاستقرار الهيكلي لمعاملات النموذج المقدر.

2. أن معلمة حد تصحيح الخطأ ECT (معامل سرعة التعديل) سالبة ومعنوية وهذا يدل على وجود علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات يحدد طبيعتها (سلبية أو طردية) من خلال معادلة التكامل المشترك، وأن أي تغير قصير الأجل في أحد المتغيرات التفسيرية لا بد وأن يؤثر بالنموذج ويدفعه نحو التوازن Equilibrium في الأجل الطويل بسرعة تعديل تبلغ 51%.

3. يشير اختبار Wald¹³ في الجدول رقم (7) إلى عدم معنوية معاملات العلاقة القصيرة الأجل بين متغير لوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي وكلاً من قيمه السابقة ولوغاريتم صافي أصول صناديق الاستثمار الإسلامية ولوغاريتم القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في السوق المالية، وهذا يعكس عدم وجود علاقة قصيرة الأجل، في حين أن المعلمات للعلاقة قصيرة الأجل بين لوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي وكلاً من لوغاريتم صافي أصول الصناديق التقليدية ولوغاريتم إجمالي التكوين الرأسمالي الثابت فقد كانت معنوية، وهذا يعكس وجود علاقة قصيرة الأجل، ومن الملاحظ أن هذه العلاقة القصيرة الأجل طردية يدل على ذلك القيم الموجبة لمعاملات الأجل القصير حيث بلغتا /0.42/ و /0.24/ لمتغيري لوغاريتم صافي أصول الصناديق التقليدية ولوغاريتم إجمالي التكوين الرأسمالي الثابت على التوالي، وهذا ما سيتم توضيحه عند تحليل التباين والاستجابة الفورية لاحقاً.

¹³ يستخدم اختبار Wald لاختبار المعنوية الإحصائية لأكثر من معلمة إحصائية معاً joint، وتنص فرضية العدم في هذا الاختبار على أن كلا المعلمتين تساوي الصفر.

4-2-2-5- معادلة متجه التكامل المشترك:

بيّنا من خلال اختبار جوهانسن وجود متجه واحد للتكامل المشترك بين المتغيرات، كما بيّنا من خلال نموذج تصحيح الخطأ الموجه وجود علاقة طويلة الأجل بين متغيرات البحث، وذلك من خلال القيمة السالبة والمعنوية لمعلمة حد تصحيح الخطأ ECT، تبيّن المعادلة رقم (13) معادلة متجه التكامل المشترك بين المتغيرات:

$LGDP = 3.35 + 0.28 * LIMFS - 0.35 * LMF + 0.29 * LMC + 0.2 * LGFCF$ (13)				
S.E	(0.05)	(0.11)	(0.06)	(0.06)

من خلال المعادلة السابقة نستنتج:

1. أن زيادة صافي أصول صناديق الاستثمار الإسلامية بنسبة 1% تؤدي لزيادة الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 0.28% بخطأ معياري قدره /0.05/.
2. أن زيادة صافي أصول صناديق الاستثمار التقليدية بنسبة 1% تؤدي لانخفاض الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 0.35% بخطأ معياري قدره /0.11/.
3. أن زيادة القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في السوق المالية بنسبة 1% تؤدي إلى زيادة الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 0.29% بخطأ معياري قدره /0.06/.
4. أن زيادة إجمالي التكوين الرأسمالي الثابت بنسبة 1% تؤدي إلى زيادة الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 0.2% بخطأ معياري قدره /0.06/.

وقد بيّنا من خلال نموذج تصحيح الخطأ الموجة VECM أن معامل سرعة التعديل بلغ 51%، وبيّن الجدول التالي سرعة وفترة التعديل بين الأجل القصير والطويل:

الجدول رقم 8 التعديل بين الأجل القصير والطويل

-0.51	معامل سرعة التعديل في معادلة التكامل
0.01	P-value
1.96	الفترة اللازمة للتعديل

المصدر: إعداد الباحث باستخدام برنامج Eviews.

ملاحظة: تم احتساب فترة التعديل من خلال الصيغة التالية: فترة التعديل = $\frac{-1}{\text{معامل سرعة التعديل}}$.

من خلال الجدول السابق نستنتج أن الفترة اللازمة لتعديل أي تغير في أحد المتغيرات التفسيرية في الأجل القصير يحتاج 1.96 ربع ليحدث آثاره في المتغير التابع في الأجل الطويل، حوالي ربعين أو نصف عام.

4-2-2-6- اختبار جرانجر للسببية Granger Causality Test:

دلّت نتائج نموذج تصحيح الخطأ الموجه VECM (المعروضة في الجدول رقم (7)) وجود علاقة بين المتغيرات في الأجل الطويل، كما بيّنت وجود علاقات قصيرة الأجل بين لوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي وكلاً من صافي أصول صناديق الاستثمار التقليدية وإجمالي التكوين الرأسمالي الثابت، وللتأكد من اتجاه العلاقة الآنية الديناميكية (العلاقة قصيرة الأجل Short-run Relationship) والتعرف على ماهية هذه العلاقة، هل هي تبادلية (باتجاهين) أو أنها أحادية (باتجاه واحد) وإذا كانت أحادية أي متغير هو المؤثر وأيها هو المتأثر بالمتغير الآخر لابد من إجراء اختبار جرانجر للسببية، وبيّن الجدول التالي نتائج اختبار جرانجر للسببية:

الجدول رقم 9 نتائج اختبار جرانجر للسببية

العلاقة التبادلية	القرار		P-value	F-Stat	اتجاه العلاقة	فرضية العدم Null Hypothesis
	العلاقة أحادية الاتجاه	الفرضية العدمية*				
لا توجد	لا توجد علاقة سببية	قبول	0.0596	3.11377	LGDP ← LIMFS	LIMFS does not Granger Cause LGDP
	لا توجد علاقة سببية	قبول	0.1262	2.22497	LIMFS ← LGDP	LGDP does not Granger Cause LIMFS
لا توجد	توجد علاقة سببية	رفض	0.0004	10.3352	LGDP ← LMF	LMF does not Granger Cause LGDP
	لا توجد علاقة سببية	قبول	0.1998	1.70312	LMF ← LGDP	LGDP does not Granger Cause LMF
لا توجد	لا توجد علاقة سببية	قبول	0.088	2.64617	LGDP ← LMC	LMC does not Granger Cause LGDP
	لا توجد علاقة سببية	قبول	0.2847	1.31228	LMC ← LGDP	LGDP does not Granger Cause LMC
توجد	توجد علاقة سببية	رفض	0.00003	15.1726	LGDP ← LGFCF	LGFCF does not Granger Cause LGDP
	توجد علاقة سببية	رفض	0.000004	19.6622	LGFCF ← LGDP	LGDP does not Granger Cause LGFCF

المصدر: إعداد الباحث باستخدام برنامج Eviews.

* مستوى الدلالة المعتمد للمقارنة (0.05).

من خلال الجدول السابق نستنتج ما يلي:

1. تدعم نتائج اختبار جرانجر للسببية النتائج التي توصلنا لها عند تقدير معادلة VECM، حيث بيّنت النتائج وجود علاقة سببية (أحادية أو تبادلية) بين لوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي وكلاً من صافي أصول صناديق الاستثمار التقليدية وإجمالي التكوين الرأسمالي الثابت، وكذلك عدم وجود علاقة سببية (أحادية أو تبادلية) بين لوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي وكلاً من صافي أصول صناديق الاستثمار

الإسلامية والقيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في السوق المالية، وذلك في الأجل القصير.

2. توجد علاقة سببية قصيرة الأجل (أحادية الاتجاه فقط) بين لوغاريتم صافي أصول صناديق الاستثمار التقليدية (LMF) ولوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي، وأن صافي أصول صناديق الاستثمار التقليدية تسبب (تؤثر في) الناتج المحلي الإجمالي في الأجل القصير.

3. توجد علاقة سببية قصيرة الأجل (تبادلية) بين لوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي ولوغاريتم إجمالي التكوين الرأسمالي الثابت، وأن كل منهما يسبب الآخر في الأجل القصير.

4-2-2-7- تحليل التباين والاستجابة النبضية (الفورية):

بعد أن تعرفنا على العلاقة القصيرة والطويلة الأجل، لابد لنا من تحليل التباين بين المتغيرات ومعرفة مدى الاستجابة النبضية (الفورية) بينها وذلك لشرح السلوك الحركي للنموذج، وذلك كما يلي:

4-2-2-7-1- تحليل التباين Variance Decomposition:

حيث يعكس تحليل التباين أي المتغيرات لها قدرة تفسيرية أكبر في تفسير التباين في المتغير التابع (لوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي) كما أنه يبيّن الصدمات التي تعود للقيم السابقة للمتغير نفسه (التابع) والصدمات التي تعود للمتغيرات الأخرى، ويبيّن الجدول التالي تحليل التباين Variance Decomposition للمتغير التابع (لوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي) وذلك خلال الفترة الممتدة من 1-10 أرباع:

الجدول رقم 10 تحليل التباين

Variance Decomposition of LGDP:						
LGFCF	LMC	LMF	LIMFS	LGDP	S.E.	Period
0	0	0	0	100	0.014432	1
10.96289	5.233289	19.94213	2.14674	61.71495	0.020192	2
23.20811	2.699879	28.79312	8.374615	36.92428	0.028381	3
17.51773	2.684406	31.87884	13.90543	34.01359	0.032934	4
12.63294	2.024424	28.28115	10.05752	47.00397	0.038783	5
11.14501	3.858851	31.97564	9.16747	43.85303	0.044223	6
12.07505	3.702268	34.87036	8.36928	40.98304	0.048696	7
10.94133	3.342737	37.33893	7.556745	40.82026	0.051284	8
9.613327	2.941604	36.3803	7.169306	43.89546	0.054735	9
9.330354	3.022788	38.07388	6.772978	42.8	0.057737	10

المصدر: إعداد الباحث باستخدام برنامج Eviews.

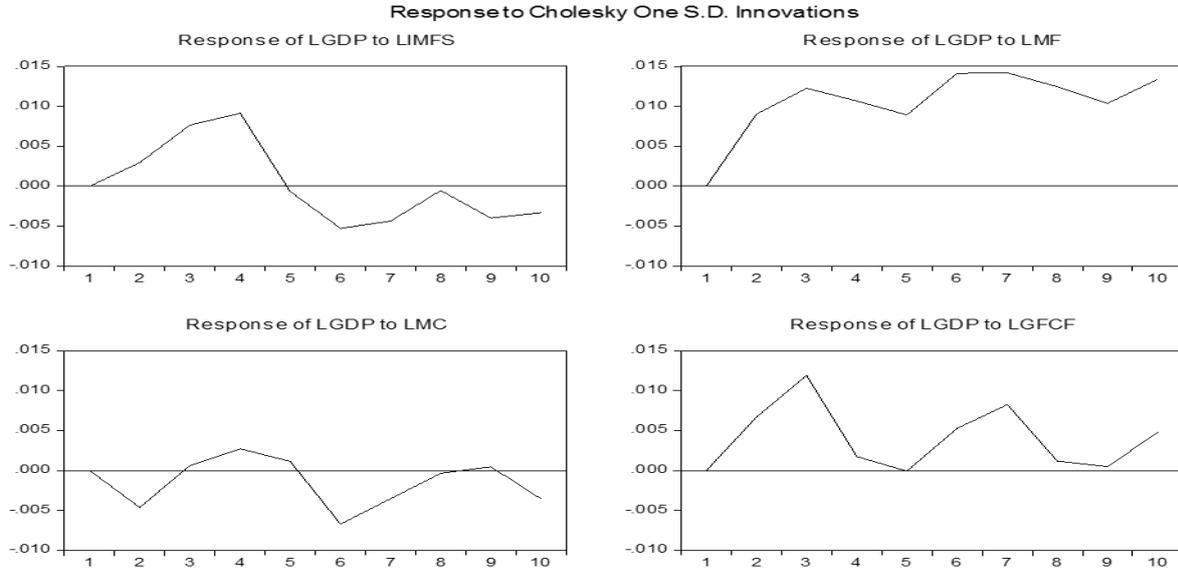
يلاحظ من خلال الجدول السابق أن صدمة بمقدار خطأ معياري واحد وبعد عشرة أرباع للمتغير لوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي تفسر 42.8% منها بصدمات المتغير نفسه، ثم يفسر منها 38.07% بصدمات المتغير لوغاريتم صافي أصول صناديق الاستثمار التقليدية، ثم 9.33% يفسر بصدمات لوغاريتم إجمالي التكوين الرأسمالي الثابت، وهذا ما يعكس ويؤكد العلاقة القصيرة الأجل بين متغير لوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي وكلاً من متغير لوغاريتم صافي أصول صناديق الاستثمار التقليدية ومتغير لوغاريتم إجمالي التكوين الرأسمالي الثابت التي عكسها نموذج تصحيح الخطأ الموجه VECM واختبار جرانجر للسببية، أما الصدمات في متغير لوغاريتم الصناديق الإسلامية ومتغير القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في السوق المالية فيفسران 6.77% و 3.02% على التوالي.

وقد بيّنا في الملحق رقم (2) الأشكال البيانية لتحليل التباين بين متغيرات النموذج.

4-2-2-7-2- الاستجابة النبضية (الفورية) Impulse Response:

أن الطريقة الثانية لتوضيح السلوك الحركي للنموذج هي الاستجابة الفورية، وتعكس الاستجابة الفورية مدى استجابة المتغير التابع لصدمات التي تحدث للمتغيرات التفسيرية في الأجل القصير وبيّن الشكل التالي الاستجابة النبضية (الفورية) Impulse Response بين متغيرات النموذج خلال عشرة أرباع:

الشكل رقم 3 الاستجابة النبضية (الفورية)



المصدر: إعداد الباحث باستخدام برنامج Eviews.

يلاحظ من الشكل السابق ما يلي:

1. أن الاستجابة الفورية لمتغير لوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي للتغير في متغير لوغاريتم الصناديق الإسلامية تكون إيجابية (طردية) في الفترات الأولى ثم لا تلبث أن تتحول إلى سلبية (بعد الربع الثالث)، وبالتالي فإن هذه الاستجابات المتناقضة (زيادة تارة ونقصان تارة أخرى) تفسر عدم وجود علاقة قصيرة الأجل بين المتغيرين كما بين اختبار جرانجر للسببية ونموذج تصحيح الخطأ الموجه، وينطبق الأمر على العلاقة بين متغير لوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي و متغير لوغاريتم القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في السوق المالية.

2. أن الاستجابة الفورية لمتغير لوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي للتغير في متغير لوغاريتم الصناديق التقليدية تكون إيجابية (طردية) في معظم الفترات وفي بعضها سلبية (عكسية) وذلك على الرغم من التقلبات التي تحدث، أن هذه الاستجابة تفسر وجود علاقة قصيرة الأجل طردية بين المتغيرين كما بين اختبار جرانجر للسببية ونموذج تصحيح الخطأ الموجه، وينطبق الأمر على العلاقة بين متغير لوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي و متغير لوغاريتم إجمالي التكوين الرأسمالي الثابت.

4-3- نتائج البحث واختبار الفرضيات:

من خلال تحليل البيانات يمكننا أن نصيغ النتائج التي توصلنا لها كما يلي:

1. من خلال دراسة بيانات السلاسل الزمنية لمتغيرات البحث أن متغيرات EG,U,INF

لا تخضع للتوزيع الطبيعي وبالتالي ينبغي استبعادها من التحليل.

2. وفقاً لاختبار جذر الوحدة (وخصوصاً اختبار فيليبس بيرون) فإن متغيرات

EG,LTS,FPI,BD,U,INF مستقرة في المستوى، وبالتالي ينبغي استبعادها من

اختبار التكامل المشترك المعتمد (جوهانسن)، كما بيّن اختبار جذر الوحدة ضرورة

تشميل متغيرات LGDP,LIMFS,LMF,LMC,LGFCF في التحليل.

3. بيّنت نتائج تحليل التكامل المشترك، وجود علاقة طردية طويلة الأجل بين نمو

القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في السوق المالية والناجح المحلي الإجمالي،

وأن زيادة القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في السوق المالية بنسبة 1%

تؤدي إلى زيادة الناجح المحلي الإجمالي بنسبة 0.29%، بسرعة تعديل في كل ربع

تبلغ 51%، وخلال فترة تبلغ 1.96 ربع. وعلى الرغم من وجود هذه العلاقة الطويلة

الأجل بيّنت نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ الموجه VECM ونتائج اختبار

جرانجر للسببية عدم وجود علاقة قصيرة الأجل بين المتغيرين.

4. بيّنت نتائج تحليل التكامل المشترك، وجود علاقة طردية طويلة الأجل بين نمو

إجمالي التكوين الرأسمالي الثابت والناجح المحلي الإجمالي، وأن زيادة إجمالي

التكوين الرأسمالي الثابت بنسبة 1% تؤدي إلى زيادة الناجح المحلي الإجمالي بنسبة

0.2%، بسرعة تعديل في كل ربع تبلغ 51%، وخلال فترة تبلغ 1.96 ربع. وبيّنت

نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ الموجه VECM ونتائج اختبار جرانجر للسببية

وجود علاقة تبادلية طردية قصيرة الأجل بين المتغيرين.

وفيما يتعلق باختبار فرضيات البحث، فقد بيّنت النتائج ما يلي:

4-3-1- نتائج اختبار الفرضية الأولى:

نصت الفرضية الأولى في فرضية العدم على أنه لا يوجد تأثير لإجمالي قيمة صافي أصول صناديق الاستثمار التقليدية في الناتج المحلي الإجمالي (كوكيل عن النمو الاقتصادي). أما الفرضية البديلة يوجد تأثير لإجمالي قيمة صافي أصول صناديق الاستثمار التقليدية في الناتج المحلي الإجمالي (كوكيل عن النمو الاقتصادي). وفي حال قبول الفرضية البديلة نكون أمام الخيارات التالية:

- يوجد تأثير إيجابي لإجمالي قيمة صافي أصول صناديق الاستثمار التقليدية في الناتج المحلي الإجمالي (كوكيل عن النمو الاقتصادي).
- يوجد تأثير سلبي لإجمالي قيمة صافي أصول صناديق الاستثمار التقليدية في الناتج المحلي الإجمالي (كوكيل عن النمو الاقتصادي).

واستناداً للاختبارات السابقة يمكننا أن نلخص نتيجة اختبار الفرضية الأولى بما يلي:

1. رفض فرضية العدم للفرضية الأولى التي نصت على عدم وجود تأثير لإجمالي قيمة صافي أصول صناديق الاستثمار التقليدية في الناتج المحلي الإجمالي (كوكيل عن النمو الاقتصادي).

2. قبول الفرضية البديلة للفرضية الأولى، والتي نصت على وجود تأثير لإجمالي قيمة صافي أصول صناديق الاستثمار التقليدية في الناتج المحلي الإجمالي (كوكيل عن النمو الاقتصادي).

3. يوجد تأثير سلبي (علاقة عكسية) لإجمالي قيمة صافي أصول صناديق الاستثمار التقليدية في الناتج المحلي الإجمالي (كوكيل عن النمو الاقتصادي)، وأن زيادة صافي أصول صناديق الاستثمار التقليدية بنسبة 1% تؤدي في الأجل الطويل لانخفاض الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 0.35%، بسرعة تعديل في كل ربع تبلغ 51%، وخلال فترة تبلغ 1.96 ربع. وبيّنت نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ الموجه VECM ونتائج اختبار جرانجر للسببية وجود علاقة أحادية الاتجاه طردية قصيرة الأجل بين المتغيرين، وأن إجمالي قيمة صافي أصول صناديق الاستثمار التقليدية تؤثر في (تسبب) الناتج المحلي الإجمالي (كوكيل عن النمو الاقتصادي).

4-3-2- نتائج اختبار الفرضية الثانية:

نصت الفرضية الثانية في فرضية عدم على أنه لا يوجد تأثير لإجمالي قيمة صافي أصول صناديق الاستثمار الإسلامية في الناتج المحلي الإجمالي (كوكيل عن النمو الاقتصادي). أما الفرضية البديلة يوجد تأثير لإجمالي قيمة صافي أصول صناديق الاستثمار الإسلامية في الناتج المحلي الإجمالي (كوكيل عن النمو الاقتصادي). وفي حال قبول الفرضية البديلة نكون أمام الخيارات التالية:

- يوجد تأثير إيجابي لإجمالي قيمة صافي أصول صناديق الاستثمار الإسلامية في الناتج المحلي الإجمالي (كوكيل عن النمو الاقتصادي).
- يوجد تأثير سلبي لإجمالي قيمة صافي أصول صناديق الاستثمار الإسلامية في الناتج المحلي الإجمالي (كوكيل عن النمو الاقتصادي).

واستناداً للاختبارات السابقة يمكننا أن نلخص نتيجة اختبار الفرضية الثانية بما يلي:

1. رفض فرضية عدم للفرضية الثانية التي نصت على عدم وجود تأثير لإجمالي قيمة صافي أصول صناديق الاستثمار الإسلامية في الناتج المحلي الإجمالي (كوكيل عن النمو الاقتصادي).

2. قبول الفرضية البديلة للفرضية الثانية، والتي نصت على وجود تأثير لإجمالي قيمة صافي أصول صناديق الاستثمار الإسلامية في الناتج المحلي الإجمالي (كوكيل عن النمو الاقتصادي).

3. يوجد تأثير إيجابي (علاقة طردية) لإجمالي قيمة صافي أصول صناديق الاستثمار الإسلامية في الناتج المحلي الإجمالي (كوكيل عن النمو الاقتصادي)، وأن زيادة صافي أصول صناديق الاستثمار الإسلامية بنسبة 1% تؤدي في الأجل الطويل لزيادة الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 0.28%، بسرعة تعديل في كل ربع تبلغ 51%، وخلال فترة تبلغ 1.96 ربع. وعلى الرغم من وجود علاقة طويلة الأجل بين المتغيرين إلا أن نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ الموجه VECM ونتائج اختبار جرانجر للسببية بينت عدم وجود علاقة (أحادية أو تبادلية) قصيرة الأجل بينهما.

وستتم مناقشة النتائج التي توصلنا إليها وتفسيرها اقتصادياً.

4-4- مناقشة نتائج البحث وتفسيرها:

تفترض النظرية الاقتصادية أن صناديق الاستثمار بشكل عام تلعب دور في تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار، ولكن من خلال نتائج البحث تبين أن دور صناديق الاستثمار في تعبئة المدخرات غير واضح حيث أننا استبعدنا متغير إجمالي الادخار من البحث بسبب استقراره هذا المتغير، ووجدنا أن صناديق الاستثمار تمارس تأثيرها في الناتج المحلي الإجمالي من خلال تنشيط السوق المالية وزيادة إجمالي التكوين الرأسمالي الثابت، بمعنى أن صناديق الاستثمار تمارس دورها في نمو الناتج المحلي الإجمالي من خلال قدرتها على تحقيق التراكم الرأسمالي وتوجيه الاستثمار.

إن النتائج التي تم التوصل إليها يمكن قبولها إحصائياً وفقاً للاختبارات القياسية التي تم تطبيقها، إلا أن نتائج اختبار جذر الوحدة بينت استقرار بعض المتغيرات في المستوى وبالتالي ثبات المتوسط والتباين حيث تم استبعاد هذه المتغيرات (وخصوصاً إجمالي الادخار) التي تلعب دوراً حاسماً في اكتشاف مدى مساهمة صناديق الاستثمار في تحقيق النمو الاقتصادي من النموذج النظري المقترح، وهذا يتعارض مع ما تفترضه النظرية الاقتصادية والتأسيس النظري للبحث، حيث بينا ضمن الإطار النظري في الفصل الثاني أن صناديق الاستثمار بشكل عام تلعب دوراً في تعبئة المدخرات نظراً لما تقدمه للمدخر من مزايا الإدارة المحترفة وتخفيض الجهد والتكاليف، ومن ثم تقوم بإعادة حقنها في الاقتصاد مما يساهم من خلال زيادة الاستثمار وتوجيهه نحو رفع معدلات النمو الاقتصادي، كما أنه من خلال مقارنة تأثير نمو صناديق الاستثمار الإسلامية والتقليدية في الناتج المحلي الإجمالي، وجدنا أن تأثير نمو صناديق الاستثمار الإسلامية في نمو الناتج المحلي الإجمالي إيجابي على عكس التأثير السلبي لنمو صناديق الاستثمار التقليدية في الناتج المحلي الإجمالي، وهذا الدور السلبي لصناديق الاستثمار التقليدية في الناتج المحلي الإجمالي أيضاً يخالف ما تفرضه النظرية الاقتصادية والتأسيس النظري للبحث، وعند حدوث تعارض بين النتائج الإحصائية والنظرية الاقتصادية فأن الأولوية لما تفرضه النظرية الاقتصادية، وهو وجود تأثير إيجابي لصناديق الاستثمار التقليدية في الناتج المحلي الإجمالي.

أن النتائج التي تم التوصل إليها ضمن حدود البحث المكانية (مملكة ماليزيا) يمكن تفسيره بما يلي:

1. تطور العمل المصرفي الإسلامي في ماليزيا مقارنة بالعمل المصرفي التقليدي، حيث بيّن تقرير صادر عن هيئة الأوراق المالية الماليزية (Securities Commission Malaysia, 2014, p. 33) أن نسبة سوق رأس المال الإسلامي إلى إجمالي سوق رأس المال في ماليزيا بلغ في عام 2013 حوالي /56.4%، وبالتالي فإن دور صناديق الاستثمار الإسلامية في التكوين الرأسمالي الثابت أكبر من دور الصناديق التقليدية.

2. أن ضوابط الاستثمار في الصناديق الإسلامية أكبر من الصناديق التقليدية، حيث تتميز الصناديق الإسلامية بوجود هيئات الرقابة الشرعية التي تحدد طبيعة الاستثمار في هذه الصناديق بشكل يركز بشكل أكبر على قطاعات الاقتصاد الحقيقي التي تتوافق مع المبادئ الشرعية.

3. طبيعة المحفظة الاستثمارية في كلا النوعين من الصناديق، حيث أن محفظة صناديق الاستثمار الإسلامية يغلب عليها الأسهم والسلع والاستثمار العقاري، في حين أن محفظة الصناديق التقليدية يغلب عليها أدوات الدين كالسندات والمشتقات المالية وغيرها من الأدوات التي يعد التعامل بها محرماً شرعاً، بمعنى آخر أن محفظة صناديق الاستثمار الإسلامية تمثل اقتصاداً حقيقياً بعكس الصناديق التقليدية التي تمثل في جزء منها اقتصاداً وهمياً، وهذا التأثير يبدو جلياً من خلال تأثير صناديق الاستثمار الإسلامية في زيادة التكوين الرأسمالي الثابت بشكل أكبر من التأثير الذي تمارسه الصناديق التقليدية.

في دراسة فرقاني ومولياني (Furqani & Mulyany, 2009) تبين وجود علاقة تكامل مشترك ثنائية الاتجاه بين التكوين الرأسمالي الثابت والبنوك الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة الممتدة 1997-2005، وتوصلت دراسة عبده وعزمي عمر (Abduh & Azmi, 2012) إلى نفس النتائج في اندونيسيا من خلال بيانات ربعية خلال الفترة الممتدة من 2003-2010 وذلك وفقاً لنظرية الطلب التالي لروبينسون (Robinson's demand-following)، والإسقاط على بحثنا يمكننا أن نعتبر أن نمو صناديق الاستثمار الإسلامية كصيغة تمويلية إسلامية يحفز نمو التكوين الرأسمالي الثابت أي زيادة الاستثمار وبالتالي الطلب الكلي مما ينعكس إيجاباً في النمو الاقتصادي.

أن استثمار صناديق الاستثمار الإسلامية في الأسهم يؤثر في سوق السندات، وهذا ما ينعكس في نمو أسواق الأسهم بشكل أكبر من نمو أسواق السندات، حيث أن العامل الحاسم في تطور السندات في نظام مصرفي تقليدي هو معدل الفائدة، أما في دولة تعتمد على صيغ التمويل الإسلامية بشكل رئيسي فإن نمو عائد الأسهم هو العامل الحاسم في تطور سوق السندات ويشكل أكبر من معدل الفائدة، ويدعم ذلك دراسة أمير (Ameer, 2007) وذلك من خلال بيانات ربعية خلال الفترة الممتدة 1995-2004 عن أسواق إصدار الأسهم والسندات في سوقين آسيويين ناشئين ماليزيا وكوريا الجنوبية، فقد أشارت النتائج أن هناك علاقة ذات اتجاهين بين التغيرات في أسعار الفائدة وإصدار السندات في حالة كوريا الجنوبية، بينما عوائد الأسهم أثرت بشكل كبير على إصدار السندات (بدلاً من إصدار الأسهم) في ماليزيا.

وبالخلاصة يمكننا القول بأن العامل الحاسم لتأثير نمو صناديق الاستثمار الإسلامية في النمو الاقتصادي هو تأثيرها في نمو التكوين الرأسمالي الثابت الذي يعني مزيد من الطاقات الإنتاجية وتوظيف الموارد بما ينعكس إيجاباً في الناتج المحلي الإجمالي وبالتالي معدل النمو الاقتصادي.

4-5 - خاتمة الفصل:

حاولنا من خلال هذا الفصل اختبار فرضيات البحث وناقشنا نتائج اختبار هذه الفرضيات، وقد شمل هذا الفصل عدة نقاط، الأولى تحليل البيانات، حيث درسنا أولاً متغيرات البحث وذلك من خلال توصيف متغيرات البحث، ومصنوفة معاملات الارتباط بين المتغيرات. وثانياً حللنا السلاسل الزمنية للمتغيرات وفق منهج التكامل، وذلك من خلال اختبارات جذر الوحدة للتحقق من استقرارية السلاسل الزمنية للمتغيرات وحددنا المتغيرات الواجب إدخالها في النموذج (المتغيرات المتكاملة من الدرجة الأولى) وقد تبين أن المتغيرات الواجب إدخالها في النموذج هي: لوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي، ولوغاريتم صافي أصول صناديق الاستثمار الإسلامية، ولوغاريتم صافي أصول صناديق الاستثمار التقليدية، ولوغاريتم القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في السوق المالية، ولوغاريتم إجمالي التكوين الرأسمالي الثابت. ثم حللنا التكامل المشترك بين المتغيرات وفق المراحل التالية: اخترنا التكامل المشترك باستخدام اختبار جوهانسن وتبين وجود متجه واحد للتكامل المشترك، وقدّرنا نموذج تصحيح الخطأ الموجه VECM، ثم معادلة متجه التكامل المشترك في الأجل الطويل، وبيّنت نتائج اختبار السببية بين المتغيرات عدم وجود علاقة سببية بين الصناديق الإسلامية والناتج المحلي الإجمالي بينما وجدنا أن الصناديق التقليدية تسبب الناتج المحلي الإجمالي وليس العكس وذلك في الأجل القصير، ثم حللنا التباين والاستجابة النبضية (الفورية).

وفي النقطة الثانية عرضنا نتائج اختبار الفرضيات حيث تبين وجود علاقة طردية طويلة الأجل بين الصناديق الإسلامية والناتج المحلي الإجمالي وعلاقة عكسية بين الصناديق التقليدية والناتج المحلي الإجمالي، وفسرنا في النقطة الثالثة والأخيرة هذه النتائج التي تم التوصل إليها. وسنلخص خلاصة اختبار الفرضيات ونضع التوصيات المناسبة والآفاق والدراسات المستقبلية الممكنة، وذلك في الفصل الخامس والأخير من هذا البحث.

الفصل الخامس

الخاتمة

5-1- خلاصة النتائج:

توصلنا من خلال هذا البحث إلى النتائج التالية:

1. أن متغيرات النمو الاقتصادي ومعدل التضخم ومعدل البطالة في ماليزيا لا تخضع للتوزيع الطبيعي.
2. أن متغيرات النمو الاقتصادي ولوغاريتم إجمالي الادخار وصافي أصول المحفظة الأجنبية وعجز الموازنة ومعدل البطالة ومعدل التضخم مستقرة في المستوى ولا تملك جذر للوحدة.
3. يوجد تأثير إيجابي (علاقة طردية طويلة الأجل) لنمو القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في السوق المالية (Market Capitalization (Market CAP) في الناتج المحلي الإجمالي.
4. يوجد تأثير إيجابي (علاقة طردية طويلة الأجل) لنمو إجمالي التكوين الرأسمالي الثابت Gross Fixed Capital Formation في الناتج المحلي الإجمالي، ويوجد علاقة سببية تبادلية قصيرة الأجل بين المتغيرين.
5. يوجد تأثير سلبي (علاقة عكسية طويلة الأجل) لنمو صافي قيمة أصول صناديق التقليدية NAV في الناتج المحلي الإجمالي، على الرغم من أن الصناديق التقليدية تؤثر طردياً في الناتج المحلي الإجمالي في الأجل القصير.
6. يوجد تأثير إيجابي (علاقة طردية طويلة الأجل) لنمو صافي قيمة أصول صناديق الإسلامية NAV في الناتج المحلي الإجمالي، على الرغم من عدم وجود علاقة سببية بين الصناديق الإسلامية والناتج المحلي الإجمالي في الأجل القصير.

5-2-2- التوصيات والمقترحات:

سنقسم التوصيات والمقترحات إلى: توصيات عامة، وتوصيات خاصة بسورية، وذلك على النحو التالي:

5-2-1- توصيات ومقترحات عامة:

1. من الملاحظ من خلال نتائج البحث (التي توصلنا لها في الفصل الرابع) أن صناديق الاستثمار تلعب دور هام في التراكم الرأسمالي من خلال التكوين الرأسمالي الثابت، وبالتالي فهي تساعد على خلق طاقات إنتاجية جديدة وزيادة الناتج المحلي الإجمالي وتحقيق النمو الاقتصادي.

2. تلعب سوق الأسهم دوراً حاسماً في تحقيق النمو الاقتصادي، وبالتالي لا بد من تنشيط أسواق الأسهم بما يحقق النمو الاقتصادي.

3. على الرغم من أن صناديق الاستثمار تلعب دوراً في تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار، إلا أن دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تحقيق النمو الاقتصادي أكبر، حيث أنها تستثمر في قطاعات الاقتصاد الحقيقي، وبالتالي لا بد من التركيز عليها كصيغة تمويل إسلامية تساهم بشكل واضح في النمو الاقتصادي.

4. أن الصناديق الإسلامية تتمتع بتأثير إيجابي في الناتج المحلي الإجمالي على عكس الصناديق التقليدية وبالتالي يمكن أن تلعب دوراً ومساهمة فعالة في ردف الاقتصاد الكلي، بجزء من المدخرات المكتتزة وهذا ما يعيد هذه المدخرات إلى دورة الاقتصاد الكلي ويسهم في تحقيق النمو الاقتصادي، والتنمية بكافة أبعادها السياسية والاقتصادية والاجتماعية.

5-2-2- التوصيات والمقترحات الخاصة بسورية:

على الرغم من الانتشار الواسع لصناعة صناديق الاستثمار عالمياً إلا أنه وحتى تاريخ إعداد هذا البحث لم يتم تشكيل وإدراج أي صندوق في سوق دمشق للأوراق المالية، وذلك على الرغم من إصدار هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية نظام صناديق الاستثمار في 2011/8/18 إلا أنه لم يتم تطبيقه حتى تاريخ إعداد البحث ويرجع الباحث ذلك للأسباب التالية:

- حادثة سوق دمشق للأوراق المالية المحدثة بالمرسوم التشريعي رقم 55 للعام 2006.
- حادثة فكرة البنوك الخاصة والبنوك الإسلامية، وعدم وجود بنوك وشركات الاستثمار.
- محدودية عدد الشركات المساهمة في سورية إذا أن غالبية الشركات هي شركات أشخاص عائلية لا تطرح أسهم للاكتتاب العام ويعود ذلك لأسباب اجتماعية وقانونية واقتصادية وتاريخية وسياسية (زينيني، 2006، صفحة 126).
- الأزمة التي تشهدها سورية منذ عام 2011.

وكما أشرنا سابقاً يوجد في سورية تجربة واحدة فقط مماثلة لفكرة صناديق الاستثمار وهو الصندوق الوطني للاستثمار المحدث بالقانون رقم 2 لعام 2012 برأسمال 2 مليار ليرة سورية، فعلى الرغم من أن الهدف من إحداث الصندوق تحقيق عوائد للمساهمين عن طريق تنويع الاستثمارات المالية إلا أن رأس ماله لم يصدر بشكل أسهم تطرح للاكتتاب العام وإنما من خلال فوائض مؤسسات ومصارف الدولة العامة وصناديق التقاعد، وبالتالي فإن عدم إدراج الصندوق في سوق دمشق للأوراق المالية حسب ما نص القانون كان العائق القانوني الأساس لعدم تغطية رأس مال الصندوق.

ولكي نتمكن من الاستفادة من نتائج البحث لابد بداية من إحداث صناديق الاستثمار بشكل عام وصناديق الاستثمار الإسلامية بشكل خاص ولتحقيق ذلك يوصي الباحث بما يلي:

1. تفعيل وتنشيط سوق دمشق للأوراق المالية من خلال زيادة عدد الشركات المدرجة في السوق، فحتى تاريخ إعداد البحث لا يزال عدد الشركات المدرجة في السوق 24 شركة في معظمها تتركز في قطاع المصارف والتأمين (14 مصرف خاص و6 شركات تأمين) وهنا لابد من تشجيع إدراج شركات من قطاعات التجارة والسياحة والنفط والغاز والتشييد والبناء (الميداني، 2011، صفحة 2)، ويمكن أن يتم ذلك من خلال تشجيع التحول من شركات الأشخاص إلى الشركات المساهمة نظراً لما تحققه عملية التحول من مزايا لمديري شركات الأشخاص أولاً والاقتصاد الوطني ككل ثانياً (الجليلاتي، 2007، الصفحات 7-9) وخصوصاً لناحية الإنتاج الواسع ووفورات الحجم، فعلى الرغم من صدور العديد من القوانين التي تشجع على ذلك وخصوصاً المرسوم رقم 61/ لعام 2007 الخاص بتحويل نوع الشركة وإعادة

تقويم اصولها الثابتة إلا أن عملية التحول لم تتم إلا بشكل محدود ويمكن أن نرجع ذلك إلى:

- إن معظم قطاع الأعمال في سورية وخاصة التجاري لا يتسم بالشفافية ومسك الدفاتر المحاسبية وذلك بهدف التهرب من الضريبة وبالتالي فهو اقتصاد ظل (سوق سوداء)، وعند صدور المرسوم اشترط في مادته الأولى بكافة بنودها على شرط إعادة تقييم أصول الشركة للبدء بإجراءات التحول أو الاندماج، مما يعني ضرورة الإفصاح وإعادة تقييم أصول هذه الشركات بقيمتها الحقيقية وهذا ما يترتب عليه خضوعها للضريبة وهذا ما دفع مالكي الشركات لعدم تطبيق المرسوم خوفاً من خضوعهم للضرائب وتآكل ثرواتهم الغير مشروعة والتي حصلوا عليها من خلال تهربهم من الضرائب.

- إن التحول من الشركات العائلية إلى شركات مساهمة يشترط بالضرورة تطبيق مبدأ فصل الإدارة عن الملكية، وهذا ما يترتب عليه فقدان العائلة للوضع الاجتماعي المتميز بسبب ملكتها للشركة وكذلك سيطرة الغير على إدارة الشركة وإقصاء العائلة عن مكتسبات تحققت بفضل جهود العائلة عبر سنوات طويلة (الجيلاتي، 2007، صفحة 9).

ولذلك ينصح الباحث بإعادة النظر بالقوانين وآلية تطبيقها ومكافحة التهرب الغير مشروع من الضرائب، وجعل قوانين التحول إلزامية وليست اختيارية، وكذلك زيادة الوعي الاقتصادي لدى القطاع العائلي لمزايا التحول وتوفير المناخ الاستثماري اللازم لهذا التحول وعدم الاقتصار على القوانين فقط.

2. إن إنشاء صناديق الاستثمار يسهم أيضاً في زيادة التداول في سوق دمشق للأوراق المالية وذلك باتجاهين: الأول إدراج وثائق الاستثمار للصناديق التي سيتم إنشاؤها على اعتبار أنها شركات استثمارية، والثاني أن محفظة الصندوق تتكون من الأوراق المالية الصادرة عن الشركات الأخرى، وكذلك يسهم الرقابة المستمرة على حركة التداول والتدخل في السوق عندما يكون هناك ضرورة لذلك (مرعي، 2013، صفحة 303).

3. تشجيع وتطوير عمل سوق دمشق للأوراق المالية من خلال تطوير الخبرات والاستفادة من الأساليب الحديثة التي يقدمها الاقتصاد القياسي، وإعادة تأهيل بيوت الخبرة والسمسرة والاستشارات.

4. تشجيع إنشاء شركات وبنوك الاستثمار وذلك من خلال سن القوانين والتشريعات الناظمة لهذه الشركات، ويمكن الاستفادة من قانون شركات الاستثمار الأمريكي الصادر في العام 1940 وتعديلاته¹⁴، وكذلك الاستفادة من تجارب بعض الدول الرائدة ويمكننا الاستفادة من التجربة الماليزية فيما يتعلق بإنشاء الشركات الاستثمارية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

5. تحسين واقع العمل المصرفي في سورية وتشجيع المصارف العامة والخاصة على إحداث صناديق الاستثمار (لاسيما الإسلامية منها)، نظراً لما توفره من مزايا للمستثمر من حيث التنوع والإدارة المحترفة، ومزايا للمصرف من حيث عوائد إدارة هذه الصناديق والتحوط من خلالها وتوظيف الفوائض، ومزايا للاقتصاد الوطني ككل من حيث زيادة التكوين الرأسمالي الثابت ورفع معدل النمو الاقتصادي. وهذا يستلزم بالضرورة من المصارف العامة والخاصة العديد من المتطلبات الفنية وإعادة تأهيل الكوادر المتوفرة لديها وبالأخص في مجالات الاستثمار وإدارته (محمد و مرهج، 2011، صفحة 173).

6. عدم الاقتصار في تشجيع وتوجيه الاستثمار عموماً وصناديق الاستثمار خصوصاً على المزايا الضريبية الممنوحة، نظراً لأن ذلك يحرم الخزنة من أوعية ضريبية متاحة من خلال صناديق الاستثمار. وإنما إعادة توجيه الاستثمار عموماً وصناديق الاستثمار خصوصاً نحو قطاعات الإنتاج المادي المولدة لفرص العمل في الزراعة

¹⁴ امتاز القانون بأنه يحدد ويصنف الشركات الاستثمارية، فهو يصف مهامها وأنشطتها، وحجمها والهيكل التنظيمي. كما ينظم المعاملات بين الأشخاص المنتسبين ومتطلبات المحاسبة ومراجعة الحسابات، ويصف كيف يمكن إصدار الأوراق المالية وإعادة شرائها. ويوضح كيف يمكن للشركات الاستثمارية التعامل مع التغيرات في سياساتها الاستثمارية وماذا سيحدث في حالات الغش أو الإخلال بالواجب الائتماني. علاوة على ذلك، يحدد مبادئ توجيهية محددة لأنواع مختلفة من شركات الاستثمار، بما في ذلك صناديق الاستثمار، حيث بين القانون قيوداً على إدارة هذه الشركات منها: أن يكون 75٪ من أعضاء مجلس الإدارة مستقلين (من غير حاملي الأسهم)، ووضع ضوابط على استراتيجياتها الاستثمارية، ونسبة السبولة الواجب الاحتفاظ بها، والكشف عن الوضع المالي وسياسات الاستثمار والأهداف للمستثمرين، والحد من تضارب المصالح وتوجيه الأموال بما يخدم مصلحة مستثمريها. وكذلك حدد آلية عمل صناديق الاستثمار حيث حدد القيود بشأن الإبداعات، ورسوم الإدارة، والإفصاح المالي. وبالتالي فإنه يمتاز بأنه وضع إطار شامل ومتكامل لعمل بنوك وشركات الاستثمار.

والصناعة، حيث أن العقد الماضي وفي ظل سياسات ونهج التحرير الاقتصادي والانتقال لاقتصاد السوق الاجتماعي تم توجيه الاستثمار نحو قطاعات الخدمات والسياحة والعقارات والمصارف والتأمين، مما انعكس سلباً من خلال العجز المضطرد في الميزان التجاري (350 مليار ليرة في 2010)، وتواضع معدلات النمو الحقيقية (2% خلال الفترة 2000-2010)، وارتفاع الأسعار (بمعدل 15% خلال الفترة 2000-2010) وتزايد البطالة (20% خلال الفترة 2000-2010 و30% خلال عام 2011) والفقير (35% من السكان) والمديونية الداخلية (100% من الناتج) وتفاقم عجوزات الموازنات المتتالية (30%)، مع تحقيق وفر في قطع بعض الموازنات نتيجة عدم إنفاق مخصصات الموازنة الاستثمارية (وهذا خلل كبير انعكس بزيادة البطالة) (الحوارني، 2012).

7. يمكن لصناديق سوق النقد والتي تعتمد في محافظتها الاستثمارية على الأوراق المالية قصيرة الأجل المتداولة في سوق النقد وخصوصاً الأوراق المالية الصادرة عن الخزينة أن تساعد الحكومة على تطبيق السياسة النقدية من خلال عمليات السوق المفتوح.

8. الاستفادة من فكرة صناديق الاستثمار ولا سيما صناديق البنية التحتية (والتي تتكون محافظتها الاستثمارية من الأوراق المالية الصادرة عن الشركات العاملة في قطاع البنية التحتية) في إعادة الإعمار، كما أن صناديق الاستثمار المتخصصة وخصوصاً صناديق الاستثمار العقاري (والتي تعتمد في محافظتها الاستثمارية من الأوراق المالية الصادرة عن الشركات العاملة في قطاع البناء والتشييد) يمكنها أن توفر التمويل اللازم لإعادة إعمار سورية بعد الحرب.

1. أن ما تتعرض له سورية من عام 2011 ولغاية إعداد هذا البحث، قد استنزف الرصيد الاقتصادي والاجتماعي المتراكم في العقود السابقة وخلق تحديات سياسية واقتصادية واجتماعية تتطلب من جميع الباحثين إعادة توجيه أفكارهم بما يساعد في إعادة البناء والإعمار اجتماعياً واقتصادياً وسياسياً، وفي هذا الصدد يمكن لصناديق الاستثمار ولا سيما الإسلامية منها أن تلعب دوراً كبيراً الأمر الذي يتطلب توفير البيئة المناسبة لإحداث وتنشيط الصناديق الاستثمار.

5-3- الآفاق والدراسات المستقبلية:

من خلال نتائج البحث والصعوبات التي تعرض لها الباحث، فأنا نقترح على الأخوة الباحثين ما يلي:

1. إعادة تسليط الضوء على فكرة صناديق الاستثمار من منظور كلي وعدم الاقتصار على الدراسات الجزئية لناحية إدارتها وإدائها.
2. أن الباحث واجه صعوبة في صغر حجم العينة التي تم دراستها وذلك بسبب حداثة إنشاء صناديق الاستثمار الإسلامية وعدم توفر البيانات الكافية، ولذلك نقترح إعادة البحث السابق بعد فترة من الزمن وذلك في حال توافر البيانات وإمكانية تكبير حجم العينة.
3. أن الاعتماد على اختبار جوهانسن يتطلب بالضرورة أن تكون المتغيرات متكاملة من الدرجة الأولى، ولذلك تم استبعاد عدد من المتغيرات التي تلعب دور حاسم في نمو صناديق الاستثمار، ويمكن في هذا الصدد الاعتماد على اختبارات إحصائية أحدث من اختبار جوهانسن كنموذج الانحدار الذاتي ذو الفجوات المتباطئة ARDL الذي يساعد على تحليل التكامل المشترك بين المتغيرات المتكاملة من الدرجة الأولى والدرجة صفر.
4. أن فكرة معرفة وجهة صناديق الاستثمار نحو سوق الإصدار أو السوق الثانوية جديرة بالبحث.
5. يمكن الاعتماد على نتائج هذه الدراسة والدراسات الأخرى في دراسة متطلبات إقامة صناديق الاستثمار في سورية والآثار الاقتصادية لإنشائها.

تمت بفضل من الله وجهود الأستاذ المشرف الدكتور سليمان موصلي، وما بدر فيها من خلل وهنات فمن الباحث، وعلى الله قصد السبيل والله أعلم.....

المراجع Reference:

1- المراجع باللغة العربية:

- أحمد خضر. (2011). *صناديق الاستثمار التقليدية و الإسلامية - دراسة مقارنة بالتطبيق على سوق مصر للأوراق المالية -* دمشق: رسالة ماجستير منشورة، جامعة دمشق.
- أشرف محمد دوابة. (2004). *صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق*. القاهرة: دار السلام للطباعة والنشر.
- أكرم الحوراني. (13، 1، 2012). *السياسة النقدية في سورية بين مطرقة الأزمة وسندان المركزي*. جريدة تشرين.
- آلاء بركة. (2014). *محددات وطرق قياس إنتاجية العمل في سورية-دراسة قياسية. أطروحة أعدت لنيل درجة الدكتوراه في الاقتصاد*. دمشق: جامعة دمشق.
- السيد الصيفي. (2011). *تأثير الأزمة المالية العالمية على أداء صناديق الاستثمار الإسلامية و التقليدية مقيساً بنموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM ونظرية تسعير المراجعة APT*. المؤتمر الدولي الثامن للاقتصاد والتمويل الإسلامي. الدوحة، قطر.
- رامي محمد، و منذر مرهج. (2011). *متطلبات إنشاء صناديق الاستثمار في المصرف التجاري السوري*. مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية - سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، 33(3)، الصفحات 161-175.
- رمزي زكي. (أكتوبر، 1998). *الاقتصاد السياسي للبطالة*. العدد 226. الكويت.
- صالح العلي. (2008). *المؤسسات المالية الإسلامية*. دمشق: دار النوادر.
- عابد العبدلي. (2007). *محددات الطلب على واردات المملكة العربية السعودية في إطار التكامل المشترك وتصحيح الخطأ*. مجلة مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، 32.
- عبد الرحمن مرعي. (2013). *دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية في سورية (دراسة ميدانية)*. مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، 3، الصفحات 279-307.
- عبد الرحيم بوادقجي، و محمد خالد الحريري. (2005). *الاقتصاد الكلي*. دمشق: منشورات جامعة دمشق.
- عبد الستار أبو غدة. (2005). *صناديق الاستثمار الإسلامية - دراسة فقهية تأصيلية موسعة - المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر المؤسسات المالية الإسلامية، معالم الواقع وأفاق المستقبل*. جامعة الإمارات العربية المتحدة.
- عبد القادر عطيه. (2005). *الحديث في الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق*. الاسكندرية: الدار الجامعية للنشر.
- عدنان سليمان، و سليمان موصلي. (2014). *الأسواق المالية*. دمشق: منشورات جامعة دمشق.
- عصام خوري، و موسى الغريير. (2003). *التخطيط الاقتصادي*. دمشق: منشورات جامعة دمشق.

- علي كنعان. (2007). *مبادئ الأسواق المالية*. دمشق: منشورات جامعة دمشق.
- عماد الدين المصباح. (تشرين الأول، 2006). محددات التضخم في سورية خلال الفترة 1970-2004. *مجلة العلوم الاجتماعية*، 34(4)، الصفحات 45-71.
- فريدة زيني. (2006). صناديق الاستثمار ودورها في تفعيل استخدام المدخرات - تجربة جمهورية مصر العربية وإمكانية تطبيقها في سورية - أطروحة أعدت لنيل درجة الماجستير في إدارة الأعمال. دمشق: جامعة دمشق.
- كنعان عبد الرزاق، و أنسام الجبوري. (2012). دراسة مقارنة في طرائق تقدير انحدار التكامل المشترك مع تطبيق عملي. *المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية*، 10(32)، الصفحات 151-172.
- مجدي الشوربجي. (2004). أثر الصدمات الاقتصادية الخارجية على الصادرات المصرية. مؤتمر العلوم الإدارية الثاني-مواجهة التحديات في عصر العولمة (الصفحات 1-30). جامعة الملك فهد للبترول والمعادن.
- محمد الجليلاتي. (2007). متطلبات تحويل الشركات العائلية إلى شركات مساهمة عامة. *جمعية العلوم الاقتصادية السورية*. دمشق.
- محمد أيمن عزت الميداني. (2011). تطور أسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية. *جمعية العلوم الاقتصادية السورية*. دمشق.
- محمد خالد الحريري، و ليلى الجزائري. (2012). *الاقتصاد الكلي*. دمشق: منشورات جامعة دمشق.
- محمد خالد المهديني، و خالد شحادة الخطيب. (2011). *المالية العامة*. دمشق: منشورات جامعة دمشق.
- محمد نضال الشعار. (2005). *أسس العمل المصرفي*. حلب: دار الجندي للطباعة والنشر.
- منيس أسعد عبد الملك. (1965). *اقتصاديات المالية العامة*. القاهرة: دار المعارف.
- نبيل مهدي الجنابي. (2012). نماذج السياسات النقدية والمالية: مع تطبيق معادلة (St. Louis) على الاقتصاد العراقي للمدة 2003-2011. *مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية*، 22(8)، الصفحات 49-76.
- نزيه عبد المقصود محمد مبروك. (2006). *صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي*. الاسكندرية: دار الفكر الجامعي.
- نوال محمود حمود. (2011). استخدام منهج التكامل المشترك لبيان أثر المتغيرات النقدية والحقيقية في التضخم. *مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية*، 4(7)، الصفحات 179-189.

2- المراجع باللغة الإنجليزية:

Abderrezak, F. (2008). *The performance of Islamic equity funds: A comparison to conventional, Islamic and ethical benchmarks*. A thesis submitted to the Department of Finance of the University of Maastricht in partial fulfillment of the requirements for the degree of Master of International Business – Finance.

- Abduh, M., & Azmi Omar, M. (2012). Islamic banking and economic growth: the Indonesian experience. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 5(1), pp. 35-47.
- Abdullah, F., Hassan, T., & Mohamad, S. (2007). Investigation of performance of Malaysian Islamic unit trust funds: Comparison with conventional unit trust funds. *Managerial Finance*, 33(2), pp. 142-153.
- Ahmad, M., & Haron, R. (2006). The performance of Islamic and conventional unit trust funds in Malaysia. *Conference proceedings international forum on Islamic Economic, Finance and Business for Young Scholars* (pp. 121-142). Langkawi, Malaysia: Organized by Faculty of Business Management, Universiti Teknologi MARA, Shah Alam, Malaysia and Islamic Development Bank, Jeddah, 18-20 April.
- Alfaro, L., Kalemli-Ozcan, S., & Volosovych, V. (2005). *Why doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? An Empirical Investigation*. NBER Working Paper, No. 11901.
- Ali, R., Naseem, M., & Rehman, R. (2010). *Performance Evaluation of Mutual Funds*. Social Science Research Network online Publication 10 May, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1837103>.
- Allen, M., & Caruana, J. (2008). *Sovereign Wealth Funds - A Work Agenda*. International Monetary Fund (IMF): DC.
- ALRASHIDI, F. (2013). *Comparison of the performance of Islamic mutual funds vs. ethical and conventional mutual funds*. Doctoral dissertation, Durham University, UK: Available at Durham E-Theses Online: <http://etheses.dur.ac.uk/7340/>.
- Ameer, R. (2007). What moves the primary stock and bond markets? Influence of macroeconomic factors on bond and equity issues in Malaysia and Korea. *ASIAN ACADEMY of MANAGEMENT JOURNAL of ACCOUNTING and FINANCE*, 3(1), pp. 93-116.
- Arafa, K., Adil, M., Farook, S., & Glow, D. (2014). *Global Islamic Asset Management Report*. Thomson Reuters.

- Ashraf, D. (2013). *Genesis of Differential Performance between Shari'Ah Compliant Equity Indices and Conventional Indices*. In 20th Annual Conference of the Multinational Finance Society June.
- Ashraf, D. (2013). Performance evaluation of Islamic mutual funds relative to conventional funds: empirical evidence from Saudi Arabia. 2, pp. 105-121.
- Badawi, A. (2003). Private Capital Formation and Public Investment in Sudan: Testing the Substitutability and Complementarity Hypotheses in a Growth Framework. *Journal of International Development*, 15(6), pp. 783-799.
- Balcerzak, A. P., & Żurek, M. (2011). Foreign Direct Investment and Unemployment: VAR Analysis for Poland in the Years 1995-2009. *European Research Studies Journal*, 14(1), pp. 3-14.
- Barber, B., Odean, T., & Zheng, L. (2000). *The Behavior of Mutual Fund Investors*. Unpublished working paper.
- Barro, R. J. (1995, MAY). *Inflation and Economic Growth* (14 ed., Vol. 1). NBER Working Papers, 5326.
- Barro, R. J., & Sala-i-Martin, X. (2004). *Economic Growth*. London: Massachusetts Institute of Technology.
- Bashir, M. S., & Nawang, W. R. (2011). Islamic and Conventional Unit Trusts in Malaysia: A Performance Comparison. *Journal of Islamic Economics, Banking and Finance*, 7(4), pp. 9-24.
- Bauer, R., Koedijk, K., & Otten, R. (2002, March 7). International evidence on ethical mutual fund performance and investment style. *Journal of Banking & Finance*, 29(7), pp. 1751-1767.
- Blanchard, O. (2000). *The Economics of Unemployment. Shocks, Institutions, and Interactions*. London: London School of Economics.
- Carkovic, M., & Levine, R. (2002). *Does Foreign Direct Investment Accelerate Economic Growth?* University of Minnesota, Working Paper.
- Chu, P. K. (2011). Relationship between macroeconomic variables and net asset values (NAV) of equity funds: Cointegration evidence and vector

- error correction model of the Hong Kong Mandatory Provident Funds (MPFs). *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 21(5), pp. 792-810.
- De Mello, L. (1997). Foreign direct investment in developing countries and growth: A selective survey. *The Journal of Development Studies*, 34(1), pp. 1-34.
- Diaconasu, D. E. (2011). The Role Of Mutual Funds In US Economy. *The Annals of the "Stefan cel Mare" University of Suceava. Fascicle of The Faculty of Economics and Public Administration*, 11(2(14)), pp. 239-244.
- Diaw, A., Hassan, S., & Ng Boon Ka, A. (2010, June). Performance of Islamic and conventional exchange traded funds in Malaysia. *International Journal of Islamic Finance*, 2(1), pp. 131-149.
- Dunning, J. H. (1993). *Multinational Enterprises and the Global Economy*. Harlow: Addison-Wesley.
- Durham, J. B. (2003). Foreign Portfolio Investment, Foreign Bank Lending, and Economic Growth. *FRB International Finance Discussion Paper No. 757*.
- Elfakhani, S. M., Hassan, M. K., & Sidani, Y. M. (2007). Chapter16- Islamic mutual funds. In M. K. Hassan, & M. K. Lewis, *Handbook of Islamic Banking* (pp. 256-273). Northampton, Massachusetts, USA: Edward Elgar Publishing, Inc.
- Elfakhani, S., Hassan, M. K., & Sidani, Y. . (2005). Comparative performance of Islamic versus secular mutual funds. *Paper presented at the 12th Economic Research Forum Conference*. Cairo, Egypt: University of New Orleans, USA.
- Elmessearya, M. (2014). Stock Picking and Market Timing of the Egyptian Fund Managers: Evidence from the Financial Crisis. *European Journal of Sustainable Development*, 3(3), pp. 309-322.
- Engle, R. F., & Granger, C. W. (1987). Co-integration and error correction: representation, estimation, and testing. *Econometrica: journal of the Econometric Society*, pp. 251-276.

- Errunza, V. R. (1999). *Foreign portfolio equity investments in economic development*. Available at SSRN 176939.
- Ferdian, I., & Dewi, M. (2007). *The Performance Analysis of Islamic Mutual Funds – A Comparative Study between Indonesia and Malaysia*. Jakarta, Indonesia.: Paper presented at the International Conference on Islamic Capital Markets, 27-29 August 2007.
- Furqani, H., & Mulyany, R. (2009). Islamic banking and economic growth: Empirical evidence from Malaysia. *Journal of Economic Cooperation and Development*, 30(2), pp. 59-74.
- Ghani, E., & Din, M. (2006). *The Impact of Public Investment on Economic Growth in Pakistan*. The Pakistan Development Review.
- Glazer, M. (2010). *Prospectus Disclosure and Delivery Requirements*. Bingham: Bingham McCutchen LLP.
- Goldstein, I., & Razin, A. (2006). An information-based trade-off between foreign direct investment and foreign portfolio investment. *Journal of International Economics*, 70(1), pp. 271-295.
- Granger, C. W. (1988). Some recent development in a concept of causality. *Journal of Econometrics*, 39(1), pp. 199-211.
- Hartono, A. F., Soekarno, S., & Damayanti, S. M. (2013). Indonesian Islamic and Conventional Equity Fund Performance Measurement Using Sharpe, Modified Snail Trail and Morningstar Rating Groundwork. *World Applied Sciences Journal 28 (Economic, Finance and Management Outlooks)*, pp. 52-59.
- Hayat, R., & Kraeussl, R. (2011, January). Risk and return characteristics of Islamic equity funds. *Emerging Markets Review*, 12(2), pp. 189-203.
- Hoepner, A., Rammal, H., & Rezec, M. (2009). *Islamic Mutual Funds' Financial Performance and Investment Style: Evidence from 20 Countries*. Retrieved May 1, 2010, Social Science Research Network (SSRN): <http://ssrn.com/abstract=1475037>.
- http://en.wikipedia.org/wiki/Okun%27s_law. (n.d.). Retrieved 10 30, 2014, from wikipedia.

- <http://www.investopedia.com/terms/o/okunslaw.asp>. (n.d.). Retrieved 10 30, 2014, from investopedia.
- ICI, I. C. (2014). *Mutual Fund Fact Book*. Washington: DC.
- ICI, I. C. (2014). *Mutual Fund Fact Book*. Washington: DC.
- Jabeen, H., & Dars, J. (2014). *Comparison between Islamic and Conventional Mutual Funds in Pakistan*. Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=2495801>.
- Jani, D., & Jain, R. (2013, December). Role of Mutual Funds in Indian Financial System as A Key Resource Mobilizer. *International Monthly Refereed Journal of Research In Management & Technology*, 2(12), pp. 85-91.
- Johansen, S. (1991). Estimation and hypothesis testing of cointegration vectors in Gaussian vector autoregressive models. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, pp. 1551-1580.
- Johansen, S. R. (1994). The role of the constant and linear terms in cointegration analysis of nonstationary variables. *Econometric reviews*, 13(2), pp. 205-229.
- Johansen, S., & Juselius, K. (1990). Maximum likelihood estimation and inference on cointegration—with applications to the demand for money. *Oxford Bulletin of Economics and statistics*, 52(2), pp. 169-210.
- Kassim, S. H., & Kamil, S. (2012). PERFORMANCE OF ISLAMIC UNIT TRUSTS DURING THE 2007 GLOBAL FINANCIAL CRISIS: EVIDENCE FROM MALAYSIA. *Asian Academy of Management Journal*, 17(2), pp. 59 –78.
- Kitov, I., & Kitov, O. (2011). *Employment, unemployment and real economic growth*. Munich Personal RePEc Archive MPRA.
- Klapper, L., Sulla, V., & Vittas, D. (2004). The development of mutual funds around the world. *Emerging Markets Review*, 5(1), pp. 1-38.
- Knotek, E. S. (2007). *How Useful is Okun's Law?* Kansas: Federal Reserve Bank Of Kansas City,DC.

- Levine, L. (2013). *Economic Growth and the Unemployment Rate*. Washington: Congressional Research Service CRS.
- Li, M. (2006). *Inflation and Economic Growth: Threshold Effects and Transmission Mechanisms*. Alberta, Canada: University of Alberta.
- Mahmud, M., & Mirza, N. (2011). *An Evaluation of Mutual Fund Performance in an Emerging Economy: The Case of Pakistan*. Lahore School of Economics, 16, 301-316: Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1836581>.
- Mansor, F. (2012). *INVESTMENT PERFORMANCE OF ISLAMIC VERSUS CONVENTIONAL MUTUAL FUNDS: EVIDENCE FROM MALAYSIA*. Melbourne, Australia: A thesis submitted in total fulfilment of the requirements for the degree of Doctor of Philosophy.
- Mansor, F., & Bhatti, M. I. (2011, March). Risk and return analysis on performance of the Islamic mutual funds: evidence from Malaysia. *Global Economy and Finance Journal*, 4(1), pp. 19-31.
- Mansor, F., Bhatti, I., & Khan, H. (2012). ISLAMIC MUTUAL FUNDS PERFORMANCE: A PANEL ANALYSIS. *SECOND MALAYSIAN POSTGRADUATE CONFERENCE, 7-9 July, Bond University*, (pp. 140-154). Gold Coast, Queensland, Australia.
- Marzuki, A., & Worthington, A. (2012). Smart Money in Malaysian Islamic and Conventional Equity Funds. Available at SSRN 2132393.
- Marzuki, A., & Worthington, A. C. (2013). Smart Money In Malaysian Islamic and Conventional Equity Funds. *The International Islamic Finance Conference*. Abu Dhabi.
- Merdad, H., & Hassan, M. K. (2011). Performance of Islamic Mutual Funds in Saudi Arabia. *Paper presented at the 8th International Conference on Islamic Economics and Finance*. Doha, Qatar.
- Merdad, H., Hasan, M. K., & Alhenawi, Y. (2010). Islamic versus conventional mutual funds performance in Saudi Arabia: a case study. *Islamic Economics*, 23(2), pp. 157-193.

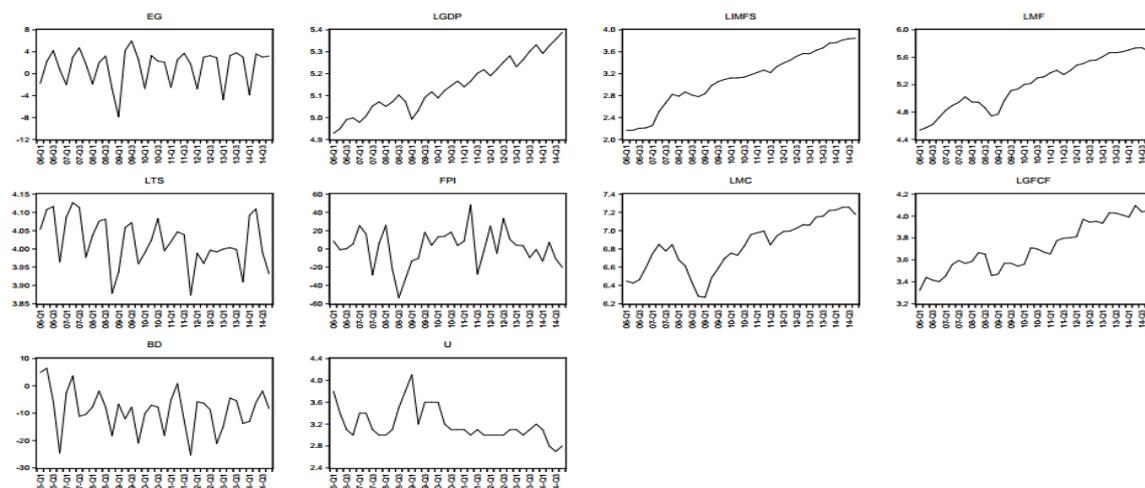
- Mishra, P. K. (2012). The Nexus between Resource Mobilization by Mutual Funds and Economic Growth in India. *Global Business Review*, 13(1), pp. 123-136.
- Nathie, M. (2011). *A Fund Flow Study of Investor Migration between Islamic and Conventional Managed Funds in Malaysia*. Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1934069>.
- Norman, N. B., Almsafir, M. K., & Smadi, A. (2013). Comparative Study of Conventional and Shariah-based Unit Trust Funds Performance of Public Mutual Berhad. *Australian Journal of Basic and Applied Sciences*, 9, pp. 354-363.
- Nunnenkamp, P., & Spatz, J. (2003). *Foreign Direct Investment and Economic Growth in Developing Countries: How Relevant Are Host-country and Industry Characteristics?* Kiel: Kiel Institute for World Economics.
- Rai University. (2012). MUTUAL FUNDS: AN INTRODUCTION. In R. University, *MANAGEMENT OF FINANCIAL SERVICES*. Ranchi, India: Rai University.
- Reddy, K., & Fu, M. (2014). Does Shariah Compliant Stocks Perform Better than the Conventional Stocks? A Comparative Study of Stocks Listed on the Australian Stock Exchange. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 2, pp. 155-170.
- Riccetti, L., Russo, A., & Gallegati, M. (2013). *Unemployment Benefits and Financial Leverage in an Agent Based Macroeconomic Model*. Economics: The Open-Access, Open-Assessment E-Journal, Vol. 7, 2013-42.
- Romer, P. (1993). Idea gaps and object gaps in economic development. *Journal of monetary economics*, 32(3), pp. 543-573.
- Rouwenhorst, K. (2004). *The Origins Of Mutual Funds*. New Haven: Yale University.
- Sarel, M. (1995). *Nonlinear Effects of Inflation on Economic Growth*. IMF Working Paper.
- SEC, S. A. (2000). *AMANA MUTUAL FUNDS TRUST*. WASHINGTON: D.C. 20549.

- Securities Commission Malaysia. (2014). *Capital Markets Malaysia FINANCING THE FUTURE*. Kuala Lumpur: Securities Commission Malaysia.
- Sergii, P. (2009). *Inflation and economic growth: The non-linear relationship. Evidence from CIS countries*. kyiv, Ukraine: (Doctoral dissertation, MA Thesis in Economics, Kyiv School of Economics).
- Shaikh, S. (2012). *Analysis of Islamic Mutual Funds Operations in Pakistan*. Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=2172235>.
- Sigurdsson, J. (2013). *Capital Investment and Equilibrium Unemployment*. CENTRAL BANK OF ICELAND, Working Papers, No.61.
- Tatom, J. A. (1978). *Economic Growth and Unemployment: A Reappraisal of the Conventional View*. St Louis, US: Federal Reserve Bank of St. Louis Review, (October 1978).
- Țotan, L., Popescu, B., & Cristache, S. (2013). The Impact Of Unemployment On Economic Growth In Romania, During The Crisis. *Romanian Statistical Review*, 61(6), pp. 32-40.
- Usmani, M. (1998). *An introduction to islamic finance*. Karachi: Idaratul Ma`arif.
- Young, P. C., & Pedregal, D. J. (1999). Macro-economic relativity: government spending, private investment and unemployment in the USA 1948–1998. *Structural Change and Economic Dynamics*, 10(3), pp. 359-380.
- Zeb, N., Qiang, F., & Sharif, M. S. (2014, APR). FOREIGN DIRECT INVESTMENT AND UNEMPLOYMENT REDUCTION IN PAKISTAN. *International Journal of Economics and Research IJER*, 2, pp. 10-17.

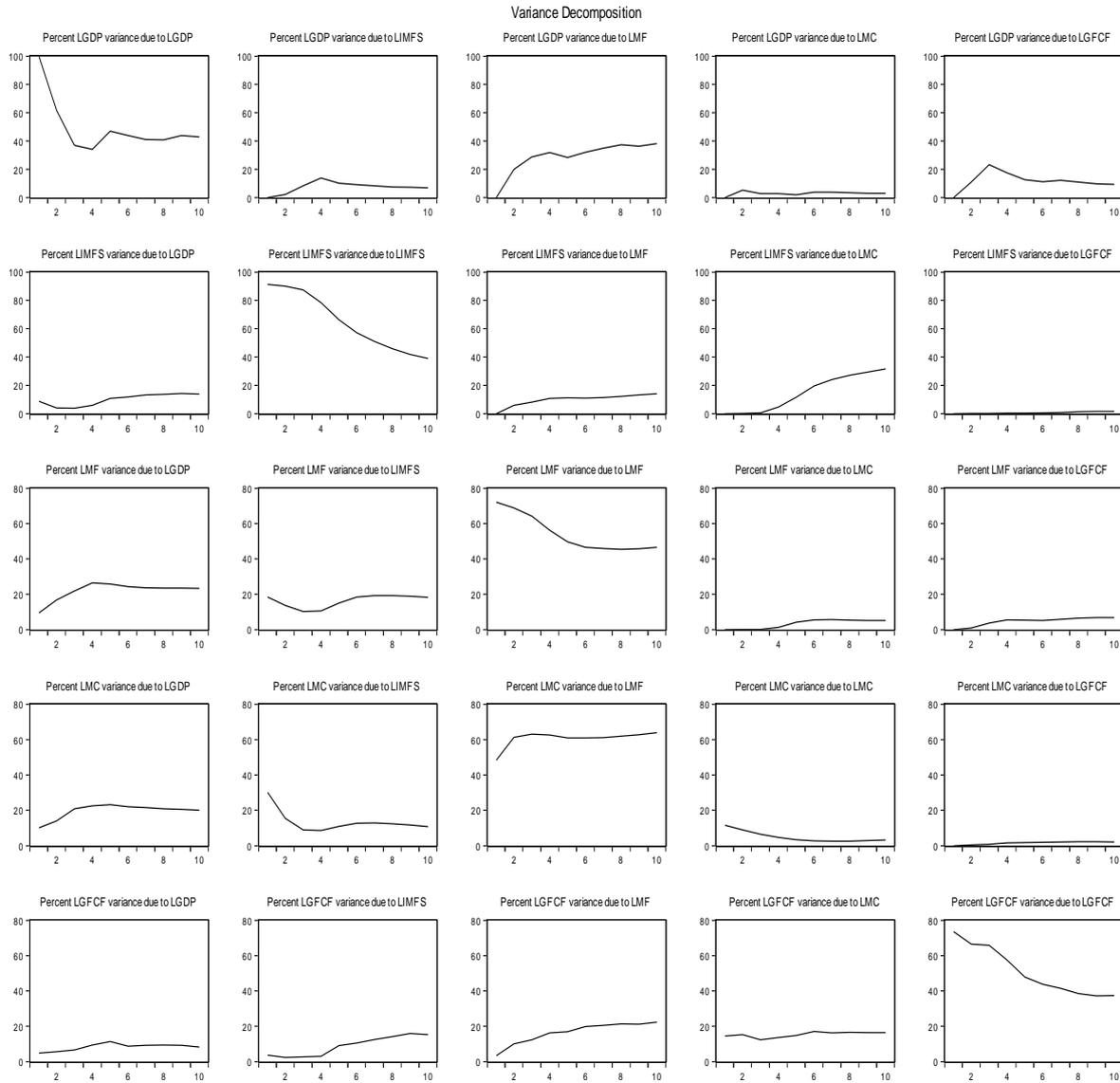
الملحق رقم (1) : السلاسل الزمنية لمتغيرات البحث

INF	U	BD	LGFCF	LMC	FPI	LTS	LIMFS	LMF	LGDP	EG	
0.594648	3.8	4.868	3.321035	6.447662	8.369	4.052637	2.163438	4.534791	4.927152	-1.8	06-Q1
1.083744	3.4	6.416	3.43859	6.423883	-1.04	4.107359	2.169168	4.569989	4.948888	2.2	06-Q2
0	3.1	-5.788	3.414607	6.461694	0.076	4.1164	2.202544	4.61779	4.989888	4.2	06-Q3
-0.09747	3	-24.605	3.400397	6.59549	5.276	3.964046	2.208384	4.721254	4.997287	0.7	06-Q4
0.097561	3.4	-2.63393	3.4536	6.746511	25.561	4.086984	2.251397	4.822199	4.977471	-2	07-Q1
0.194932	3.4	3.608233	3.557175	6.848302	16.169	4.126779	2.506179	4.894438	5.006574	3	07-Q2
0.583658	3.1	-11.1365	3.592479	6.776428	-28.76	4.113591	2.667853	4.939762	5.052283	4.7	07-Q3
1.06383	3	-10.4964	3.566429	6.843913	5.579	3.976668	2.820486	5.018894	5.070218	1.8	07-Q4
1.818182	3	-7.66357	3.584841	6.679261	25.725	4.036486	2.787354	4.944723	5.050766	-1.9	08-Q1
0.093985	3.1	-1.93002	3.66479	6.611362	-22.005	4.07596	2.864313	4.942885	5.070701	2	08-Q2
0.187793	3.5	-7.78821	3.653585	6.437604	-53.607	4.081175	2.808921	4.860122	5.102351	3.2	08-Q3
0.468604	3.8	-18.2124	3.456484	6.279197	-33.305	3.877721	2.779937	4.738984	5.073485	-2.8	08-Q4
2.798507	4.1	-6.65897	3.468026	6.268005	-13.275	3.936169	2.832625	4.768674	4.99148	-7.9	09-Q1
0.181488	3.2	-12.0542	3.567362	6.483063	-10.454	4.058044	2.980974	4.971874	5.032547	4.2	09-Q2
0.724638	3.6	-7.7753	3.569049	6.58366	18.042	4.072065	3.053057	5.113294	5.091023	6	09-Q3
1.438849	3.6	-20.9358	3.54167	6.694319	3.906	3.958792	3.094672	5.133596	5.117107	2.6	09-Q4
0.8	3.6	-10.1827	3.558837	6.753302	12.953	3.989114	3.122012	5.202423	5.089385	-2.7	10-Q1
0.301811	3.2	-7.09904	3.709132	6.730223	13.732	4.023779	3.121704	5.217265	5.122141	3.3	10-Q2
0.702106	3.1	-7.80302	3.698936	6.832177	18.278	4.082576	3.136277	5.296956	5.144618	2.3	10-Q3
0.796813	3.1	-18.1905	3.669921	6.954762	3.505	3.994764	3.179885	5.312062	5.165717	2.1	10-Q4
1.185771	3.1	-5.21477	3.652345	6.975782	8.429773	4.019549	3.219835	5.371638	5.14023	-2.5	11-Q1
0.78125	3	0.824779	3.774485	6.996097	48.03592	4.046362	3.265149	5.409062	5.164557	2.5	11-Q2
0.581395	3.1	-12.7571	3.797191	6.843217	-27.8573	4.038709	3.218716	5.345544	5.201101	3.7	11-Q3
0.385356	3	-25.3621	3.801634	6.942242	-2.46922	3.873012	3.327192	5.400869	5.218045	1.7	11-Q4
0.287908	3	-5.83079	3.810035	6.989942	25.09851	3.988076	3.392661	5.481946	5.190114	-2.8	12-Q1
0.287081	3	-6.28026	3.970084	6.994033	-4.96066	3.959803	3.445756	5.507204	5.219556	3	12-Q2
0.381679	3	-8.76196	3.943696	7.026551	33.33777	3.996033	3.51634	5.550095	5.252169	3.3	12-Q3
0.285171	3.1	-21.0778	3.95059	7.065281	10.38378	3.991536	3.56561	5.558718	5.281232	2.9	12-Q4
0.663507	3.1	-14.9385	3.933452	7.060219	3.916678	3.999173	3.564846	5.607294	5.231606	-4.8	13-Q1
0.47081	3	-4.42255	4.028169	7.148375	3.277146	4.003307	3.625567	5.665925	5.26398	3.3	13-Q2
1.124649	3.1	-5.43879	4.025869	7.156886	-9.46567	3.998164	3.667452	5.667219	5.301268	3.8	13-Q3
0.926784	3.2	-13.7837	4.007878	7.220171	-0.76923	3.909359	3.757052	5.679107	5.331162	3	13-Q4
0.918274	3.1	-12.9857	3.988502	7.226346	-13.397	4.091958	3.763639	5.706801	5.291801	-3.9	14-Q1
0.272975	2.8	-6.06569	4.094894	7.255706	6.9303	4.109102	3.812578	5.733325	5.326798	3.6	14-Q2
0.453721	2.7	-1.8768	4.037121	7.256873	-11.0463	3.989725	3.835725	5.735536	5.355888	3	14-Q3
0.993677	2.8	-8.298	4.050358	7.176628	-20.12	3.931551	3.842887	5.691568	5.387747	3.2	14-Q4

ملاحظة: بيانات FPI, BD مقدره بـ بليون رجت ماليزي.



الملحق رقم (2): تحليل التباين



المصدر: إعداد الباحث باستخدام برنامج Eviews 7.

The role of Islamic mutual funds in achieving economic growth
(A comparative study with conventional mutual funds)

By: Qusai Alsheikha

Supervisor: Dr. Sulaiman Mouselli

Abstract

The study aims to examine the conventional and Islamic investment funds from macroeconomic perspective, and that by comparing the impact of conventional and Islamic investment funds in achieving economic growth, through the link between Islamic and conventional mutual funds and some macroeconomic variables (i.e, Total Savings, Foreign Portfolio Investment, Market Capitalization, Gross Fixed Capital Formation, Budget Deficit, Unemployment Rate, and Inflation Rate). Through quarterly data for Malaysia during the period 2006:1-2014:4, using: unit root tests, Johansen co-integration test, vector error correction model VECM, Granger causality test, variance decomposition and impulse response.

The results of study suggest the existence of positive and significant long-run relationship between Islamic investment funds (IMFS) and GDP (as a proxy for economic growth rate). However, It shows a negative and significant long run relationship between conventional investment funds (MF) and GDP (as a proxy for economic growth). On the short run, the VECM analysis illustrates a short-run relationship, It shows positive and significant short-run relationship between MF and GDP in first lag, but there is no short-run relationship or Granger causality between IMFS and GDP. Moreover, variance decomposition technique shows that shocks to GDP explains approximately 42.8% of the variation of GDP at quarter ten while shocks to MF explains more variations in GDP than any other variable at quarter 10 (38.1%) and shocks to IMFS explains only 6.8% of the variation of GDP at quarter ten.

Keywords: Islamic investment funds, conventional investment funds, the economic growth rate, GDP, unit root tests, Johansen co-integration test, vector error correction model, Granger causality test, variance decomposition and impulse response.

**Ministry of Higher Education
Damascus University
Faculty of economics
Department of economics**



**The role of Islamic mutual funds in
achieving economic growth
(A comparative study with conventional
mutual funds)**

**A dissertation Submitted in Partial Fulfillment of the
Requirements for the Master Degree in
Economics**

**By:
Qusai Alsheikha**

**Supervisor:
Dr. Sulaiman Mouselli**

2015