



The Impact of Financial Development on the Volume of Islamic Sukuk Issuances

Motasem Abdullah Alzyout, Montaser Abdullah Alzyout, Dalia Ibrahim Mustafa

Department of Foundations of Religion, School of Shari'a, The University of Jordan., Jordan.

Abstract

This study aims to show the impact of financial development on the volume of Sukuk issuances in nine countries (Malaysia, Indonesia, Turkey, Pakistan, Saudi Arabia, UAE, Bahrain, Qatar, and Oman) during the period (2005-2016). The study used Hausman test of fixed/random effects model to examine the impact of financial depth, efficiency, and stability in financial institutions and markets on the volume of Sukuk issuances. The study also conducted a Granger causality test to determine the direction of causality between dependent and independent variables. The results showed that financial depth, efficiency and stability have a statistically significant effect on public sector sukuk issuances and the total sukuk issuances. Moreover, financial depth and stability do not show an effect on private sector issuances. Furthermore, the results revealed that the market capitalization has a negative significant effect on the total volume of sukuk issuances. Additionally, there is a unidirectional causal relationship between public sector issuances and the credit to the private sector, which indicates that the public sector determines the private sector's share of available sources of funds.

Keywords: Financial development, sukuk, financial depth, financial efficiency, financial stability.

أثر التطور المالي في حجم إصدارات الصكوك الإسلامية

معتصم عبد الله الزبيوت، منتصر عبد الله الزبيوت، داليا إبراهيم مصطفى

قسم أصول الدين، كلية الشريعة، الجامعة الأردنية، الأردن.

ملخص

هدفت الدراسة إلى بيان أثر التطور المالي على حجم إصدارات الصكوك الإسلامية؛ حيث يغطي نطاق الدراسة 9 دول وهي: (ماليزيا، أندونيسيا، تركيا، باكستان، السعودية، الإمارات العربية، البحرين، قطر، عُمان)، خلال الفترة الزمنية الواقعة بين 2005-2016. وقد استخدمت الدراسة اختبار (Hausman) في اختيار نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed effect) أو العشوائية (Random effect) وذلك لاختبار أثر كل من: (العمق المالي والكفاءة المالية والاستقرار المالي) في المؤسسات والأسواق المالية على حجم إصدارات الصكوك، كما أجرت الدراسة اختبار السببية (Granger causality) لتحديد اتجاه السببية بين المتغيرات المستقلة والمتغيرات التابعة، وقد توصلت الدراسة إلى جملة من النتائج، أبرزها: وجود أثر ذو دلالة إحصائية مهمة لكل من: العمق المالي والكفاءة المالية والاستقرار المالي على إصدارات المجموع الكلي لإصدارات الصكوك، وكذلك الأثر على إصدارات القطاع العام. وفي المقابل بينت نتائج الدراسة عدم وجود أثر للعمق والاستقرار المالي على إصدارات القطاع الخاص. كما أظهرت النتائج أن القيمة السوقية للسوق المالي ذات أثر سلبي و مهم إحصائياً على الحجم الكلي لإصدارات الصكوك. بالإضافة لما سبق، فقد أوضحت النتائج أن إصدارات القطاع العام تسبب نسبة الائتمان المنحو للقطاع الخاص وليس العكس، مما يشير إلى أن القطاع العام هو الذي يحدد نصيب القطاع الخاص من مصادر الأموال المتاحة.

الكلمات الدالة: التطور المالي، الصكوك الإسلامية، العمق المالي، الاستقرار المالي، الكفاءة المالية.

Received: 26/1/2020

Revised: 1/12/2020

Accepted: 14/10/2020

Published: 1/9/2021

Citation: Alzyout, M. A., Alzyout, M. A., & Mustafa, D. I. (2021). The Impact of Financial Development on the Volume of Islamic Sukuk Issuances. *Dirasat: Shari'a and Law Sciences*, 48(3), 52-67. Retrieved from <https://dsr.ju.edu.jo/djournals/index.php/Law/article/view/2113>



© 2021 DSR Publishers/ The University of Jordan.

This article is an open access article distributed under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution (CC BY-NC) license <https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>

المقدمة

تعد الصكوك الإسلامية إحدى أهم الأدوات المالية الإسلامية التي كانت نتاج جهود الساعين إلى تطوير الصيرفة الإسلامية وتخلص الناس من أوهان الربا وobiاته، حيث شكلت هذه الأداة خياراً مهماً للراغبين في الاستثمار أو التمويل وفق الشريعة الإسلامية الغراء، ومنذ دخولها حيز التطبيق لعبت دورها الهام في شتى مجالات التنمية الاقتصادية والاجتماعية؛ ففي بما تملكه من خصائص مؤهلةً لركرن إليها في تمويل المشروعات الاستثمارية ومشروعات البنية التحتية والتنمية بالإضافة إلى معالجتها العجز في الميزانية العامة، ومن جانب آخر فقد بز دورها الاجتماعية في أشكالها التي ظهرت مؤخرًا والمتمثلة بالصكوك الخضراء والصكوك الوقفية والصكوك الاجتماعية ولا يخفى على عين الناظر أهمية هذه الأشكال التي لازم ظهورها الحاجة إليها. ولعل الصكوك الإسلامية بما تشكله من أهمية وانتشار واسع تجاوز حدود الدول الإسلامية دفع الباحثين لتقسيم العوامل التي تؤثر بها وعليها بغية معرفة السبيل إلى تطويرها وتفعيلها.

وللتطور المالي أهمية بالغة؛ فهو يعمل على تحقيق النمو المستدام والمتوازن، ويزيد من الفرص التمويلية بتعبيتها للمدخرات الخامدة، كما أنه يعمل على تسهيل المعاملات وذوبان الأ荆بة، ويعزز الشفافية وممارسة الحكومة وإدارة المخاطر. ولهذا فإن معرفة أثر التطور المالي على إصدارات الصكوك مهم بغية معرفة الطرق الموصولة إلى تطوير قطاع الصكوك وزيادة حجم إصداراتها، وذلك باستخدام بعض مقاييس التطور المالي.

أولاً: إشكالية الدراسة

تمثل مشكلة الدراسة في الإجابة عن السؤال الرئيسي التالي: هل يؤثر التطور المالي في حجم إصدارات الصكوك الإسلامية في الدول عينة الدراسة؟ ويتفرع عن هذا السؤال التساؤلات التالية:

- ما حقيقة المفاهيم والمصطلحات التالية: التطور المالي، والصكوك الإسلامية، والعمق المالي، والاستقرار المالي، والكفاءة المالية؟
- ما أثر كل من (العمق المالي، والاستقرار المالي، والكفاءة المالية) على حجم إصدارات القطاع العام واصدارات القطاع الخاص ومجموعهما معاً؟
- ما أثر التطور المالي في المؤسسات المالية على حجم إصدارات القطاع العام واصدارات القطاع الخاص ومجموعهما معاً.
- ما أثر التطور المالي في الأسواق المالية على حجم إصدارات القطاع العام واصدارات القطاع الخاص ومجموعهما معاً؟

ثانياً: أهداف الدراسة

تسعى الدراسة إلى تحقيق جملة من الأهداف تتلخص فيما يلي:

- تحليل أثر التطور المالي على حجم إصدارات الصكوك الإسلامية في الدول عينة الدراسة.
- معرفة حقيقة المصطلحات والمفاهيم التالية: التطور المالي، والصكوك الإسلامية، والعمق المالي، والاستقرار المالي، والكفاءة المالية.
- تحليل أثر كل من (العمق المالي، والاستقرار المالي، والكفاءة المالية) على حجم إصدارات القطاع العام واصدارات القطاع الخاص ومجموعهما معاً.
- تحليل أثر التطور المالي في المؤسسات المالية على حجم إصدارات القطاع العام واصدارات القطاع الخاص ومجموعهما معاً.
- تحليل أثر التطور المالي في الأسواق المالية على حجم إصدارات القطاع العام واصدارات القطاع الخاص ومجموعهما معاً.

ثالثاً: فرضيات الدراسة

تفترض الدراسة الفرضيات العدمية التالية:

- لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لكل من (العمق المالي، والاستقرار المالي، والكفاءة المالية) في حجم الكلي لإصدارات الصكوك.
- ويتفرع عنها فرضيتين:
 - الأولى: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لكل من (العمق المالي، والاستقرار المالي، والكفاءة المالية) في إصدارات القطاع العام.
 - والثانية: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لكل من (العمق المالي، والاستقرار المالي، والكفاءة المالية) في إصدارات القطاع الخاص.
- لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتطور المالي في المؤسسات المالية والحجم الكلي لإصدارات الصكوك. ويفترع عنها فرضيتين:
 - الأولى: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتطور المالي في المؤسسات المالية على إصدارات القطاع العام.
 - والثانية: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتطور المالي في المؤسسات المالية على إصدارات القطاع الخاص.
- لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتطور المالي في الأسواق المالية على الحجم الكلي لإصدارات الصكوك.

ويفترع عنها فرضيتين:

- الأولى: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التطور المالي في الأسواق المالية وإصدارات القطاع العام.
- الثانية: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التطور المالي في الأسواق المالية وإصدارات القطاع الخاص.

رابعاً: منهجية الدراسة

أبنت الدراسة المنهج الاستقرائي والوصفي في بناء الإطار النظري، وذلك باستقراء وتبع ما يتعلق بالتطور المالي والصكوك الإسلامية من مسائل ووصفها كما هي في الواقع، كما ابنت الدراسة المنهج التجاري في تحليل أثر التطور المالي على حجم إصدارات الصكوك على عينة من الدول المصدرة باستخدام أساليب الاقتصاد القياسي الملائمة لاختبار الفرضيات، كما ابنت الدراسة المنهج المقارن في بيان الأثر المترتب للتطور المالي على اصدارات القطاع العام والقطاع الخاص

خامسًا: الدراسات السابقة

هناك العديد من الدراسات التي تناولت العوامل التي تؤثر على حجم إصدارات الصكوك الإسلامية، ومن هذه الدراسات:

دراسة (Zanudin, et al., 2019) التي تبحث في محددات تطور سوق الصكوك الإسلامية في 17 دولة خلال الفترة الزمنية بين (2009-2018)، حيث استخدمت الدراسة نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed effect) لاختبار أثر كل من النمو الاقتصادي، والتضخم، والافتتاح التجاري، والجودة المؤسسية على تطور سوق الصكوك الإسلامية. وقد توصلت الدراسة إلى وجود أثر سلبي للجودة المؤسسية على تطور سوق الصكوك، كما توصلت إلى وجود أثر إيجابي لكل من التضخم والنمو الاقتصادي والافتتاح التجاري على تطور سوق الصكوك.

دراسة (Smaoui, Khawaja, 2016) التي هدفت إلى بيان محددات تطور سوق الصكوك الإسلامية، وقد شملت عينة الدراسة 13 دولة خلال الفترة الزمنية (2001-2013)، حيث استخدمت منهجية العزوم المعممة (GMM) لتحليل أثر كل من: الاقتصاد والاقتصاد الكلي متمثل بـ (حجم الاقتصاد، وأسعار الفائدة، والتقلب في أسعار الصرف، ومستوى الدخل الفردي)، والنظام المالي ويتمثل بـ (حجم البنوك الإسلامية، حجم النظام المصرفي، تطور سوق السندات)، والبيئة المؤسسية، والتشریعات والقوانين، وعدد السكان المسلمين، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية مهمة إحصائياً لكل من: حجم الاقتصاد، ونسبة السكان المسلمين، وعدم وجود علاقة بين (تطور سوق السندات والافتتاح التجاري) وتطور سوق الصكوك كما توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية مهمة إحصائياً ل معدل أسعار الفائدة على تطور سوق الصكوك الإسلامية؛ لأن تكلفة الفرصة البديلة للاستثمار في الصكوك تساوي سعر الفائدة السائد وهذا يعني أن انخفاض سعر الفائدة سيقلل من تكلفة الفرصة البديلة للاستثمار في الصكوك وهذا يعزز الاستثمار فيها.

دراسة (العرابي، 2016) التي هدفت إلى بيان مدى مساهمة الصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد، وذلك من خلال التعريف بالصكوك الإسلامية كأداة تمويلية وعرض واقعها في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية وبيان الدور الذي تلعبه في تمويل الاقتصاد الماليزي.

دراسة (Said, Grassa, 2013) التي هدفت إلى بيان محددات تطور سوق الصكوك الإسلامية، وذلك باستخدام عينة شملت 10 دول ضمن الفترة الزمنية الواقعة بين (2003-2012)، حيث حللت الدراسة أثر كل من: عوامل الاقتصاد الكلي (مثل: حجم الاقتصاد، والتضخم، ونسبة الفائدة، وأزمة المالية العالمية، والنظام المالي متمثل بـ (حجم البنوك الإسلامية والتقليدية، وحجم سوق السندات، والتصنيف الائتماني للدولة)، والبيئة المؤسسية، والأصل القانوني، وعوامل الدين والمجتمع، على تطور سوق الصكوك، وتوصلت الدراسة إلى جملة من النتائج أبرزها: وجود أثر إيجابي لكل من حجم الاقتصاد وتطور سوق السندات والناتج المحلي الإجمالي على تطور سوق الصكوك الإسلامية، وجود أثر سلبي للأزمات المالية العالمية على تطور سوق الصكوك حيث شهدت إصداراتها تراجعاً في تلك الفترات.

كما هدفت دراسة (Grassa, Gazdar, 2012) إلى البحث في محددات تطور سوق الصكوك الإسلامية في دول مجلس التعاون الخليجي ضمن الفترة الزمنية (2000-2010) وقد استخدمت الدراسة اختبار (Hausman) في اختيار نموذج التأثيرات الثابتة والعشوانية وذلك لاختبار أثر مؤشرات الاقتصاد الكلي، والقطاع المالي، والبيئة المؤسسية على تتطور سوق الصكوك في مجلس التعاون الخليجي، وقد توصلت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي مهم إحصائياً للناتج المحلي الإجمالي، والواردات النفطية وتطور سوق السندات وحجم القطاع المالي على تطور سوق الصكوك وكذلك الأمر فيما يتعلق بأحداث 11 سبتمبر؛ حيث شكلت هذه الأحداث نقطة تحول في السياسة الاقتصادية لحكومات مجلس التعاون الخليجي التي فضلت استثمار العوائد النفطية في سوقها المحلي بدلاً من استثمارها في الأسواق الأمريكية والأوروبية، كما توصلت الدراسة إلى وجود أثر سلبي لمعدل الفائدة والأزمة المالية العالمية 2008 على تطور سوق الصكوك.

أما دراسة (Ahmad, et al., 2012) فقد سعت إلى بيان أثر الاقتصاد الكلي على اصدارات الصكوك في ماليزيا خلال الفترة الزمنية الواقعة بين (1996-2011) باستخدام (Vector autoregressive models) وذلك لاختبار أثر كل من: مؤشر أسعار المنتج (PPI)، والتضخم، والناتج المحلي الإجمالي، على إصدارات الصكوك، كما اختبرت الدراسة العلاقة السببية بين هذه المتغيرات وإصدارات الصكوك باستخدام اختبار (Granger) وقد توصلت الدراسة إلى أن الصكوك تسبب الناتج المحلي الإجمالي، مما يعني أن على صانعي القرار أخذ ذلك بعين الاعتبار وذلك بإعطاء أهمية أكبر للصكوك الإسلامية سواء في ماليزيا أو غيرها.

بالإضافة إلى دراسة (الجورية، 2009) التي هدفت إلى استعراض التأصيل الفقهي لصكوك الاستثمار، وبيان أهمية الضوابط الشرعية في دور كل من أنواعها في تحقيق التنمية بما يناسب مجال تطبيقه. والتعرض إلى واقع الصكوك وحجم اصداراتها في أسواق المال، بالإضافة إلى الرؤية

المستقبلية لها، ثم رصد دورها التنموي من حيث أهميتها الاقتصادية والمالية وتأثيرها على الاقتصاد الجزئي والمحلي والعالمي. ما تمتاز به الدراسة عن الدراسات السابقة

جاءت هذه الدراسة استكمالاً للجهود البحثية السابقة التي سعت إلى بيان العوامل المؤثرة على إصدارات الصكوك الإسلامية، إلا أن هذه الدراسة تميزت عما سبقها في العوامل التي تدرس أثراها؛ وهي التطور المالي بمقاييسه المختلفة وأخذنا بالاعتبار مكونات النظام المالي، وهذا لم يكن محظاً اهتمام الباحثين السابقين؛ حيث لم يعثر الباحثون حسب المعلومات المتاحة لديهم -باللغتين العربية والإنجليزية - على دراسة علمية تبين أثر هذه العوامل على إصدارات الصكوك، ومن هنا كانت هذه الدراسة محاولة لتغطية هذا النقص وبناء أساساً تنطلق منه الأبحاث الأخرى، في سبيل تحديد المسار الذي يحقق النمو والتطور في سوق الصكوك.

المبحث الأول: الإطار النظري

المطلب الأول: التطور المالي

أولاً: مفهوم النظام المالي

1. مفهومه لغة يرى (Hartmann et al, 2003, p:8) بأنّ النظام المالي: مجموعة من المؤسسات والأسوق المالية التي تمكّن الأفراد والشركات والحكومات من تمويل أنشطتها واستثمار مدخلاتها. فهذا التعريف يشير إلى مكونات النظام المالي، بالإضافة إلى الوظيفة الأساسية للنظام المالي. فأماماً مكونات النظام المالي فهي بالنسبة لهذا التعريف ثلاثة مكونات هي: المؤسسات المالية، والأسوق المالية، وفئة المتعاملين من أفراد وشركات وحكومات. وأماماً بالنسبة للوظيفة الأساسية للنظام المالي فهي: أنه يعمل كقناة لنقل الأموال بين المدخرين والمستثمرين.

ثانياً: مفهوم التطور المالي

تعددت تعريفات التطور المالي بين الباحثين، ومن هذه التعريفات: تعريف (Svirydzenka,2016, p:5) الذي عرف التطور المالي على أنه: مزيج من العمق والكفاءة المالية وإمكانية الوصول للخدمات المالية. كما عرفه (Choong & Chan,2011, p: 2018) بأنه: التحسّن في نوعية وكفاءة وكفاءة خدمات الوساطة المالية. بينما عرفه تقرير التطور المالي (The Financial Development Report, 2012, p:3) بأنه: العوامل والسياسات والمؤسسات التي تقود إلى أسواق ووساطة مالية فعالة، إضافةً لتعزيز توسيع الوصول لرأسمال والخدمات المالية. ونلاحظ من التعريفات السابقة أن بعضها يركز على خصائص النظام المالي المتطور وبعضها يركز على العوامل التي تؤدي إلى نظام مالي متتطور، وعليه فإن الدراسة تقترح التعريف التالي: (العوامل والسياسات التي تقود إلى نظام مالي يتميز بالعمق والكفاءة والاستقرار المالي وإمكانية الوصول للخدمات المالية)، حيث يجمع التعريف بين خصائص النظام المالي والعوامل التي تعزز إمكانية الوصول إلى هذه الخصائص.

ثالثاً: مقاييس التطور المالي

يتم تصنيف مقاييس التطور المالي بناءً على الخصائص التي تُميّز النظام المالي الذي يعمل على نحو جيد عمّا سواه من الأنظمة المالية الأخرى، وهذه الخصائص هي: العمق والكفاءة والاستقرار وإمكانية الوصول، حيث يتم قياس هذه الخصائص الأربع للمكونين الرئيسيين للنظام المالي وهما المؤسسات المالية والأسوق المالية.¹ حيث يرى (Svirydzenka, 2016, p:5) أن العمق المالي (financial depth): هو حجم المؤسسات والأسوق المالية وسيولة، أما بالنسبة للكفاءة المالية (financial efficiency) فإن (Svirydzenka, 2016, p:5) يرى أنها: قدرة المؤسسات المالية على تقديم الخدمات المالية بتكليف منخفضة وإيرادات مستدامة، كما أنها تعكس مستوى نشاط أسواق رأس المال. ويرى (Le, et al,p:2) أن الاستقرار المالي (financial stability): هو قدرة النظام المالي على امتصاص الصدمات دون التسبب في انهيار المؤسسات المالية والأسوق المالية وأنظمها الدفع. وأماماً بالنسبة —فيري (Svirydzenka, 2016, p:5) أنها: قدرة الأفراد والشركات على الوصول إلى الخدمات المالية.

المطلب الثاني: الصكوك الإسلامية

تُعدُّ المملكة الأردنية الهاشمية أول من قدم فكرة سندات المقارضة حيث بُرِزَت فكرتها في أثناء إعداد مشروع قانون البنك الإسلامي الأردني، وذلك لاستخدامها البنك في تمويل مشاريعه الكبرى (زعترى, 2010, ص:12)، ثم انتقلت إلى حيز التطبيق في أول إصدار لها في ماليزيا عام 1990م، إلا أنَّ تطورها بلغ ذروته في القرن الحالي (مصطفى, 2016, ص: 6) حيث بلغ إجمالي إصداراتها عالمياً في نهاية 2018م حسب التقرير السنوي للصكوك الصادر عن السوق المالية الإسلامية الدولية (IIFM) ما مقداره (1,101,502 Millions)، وهذا ما يؤكد أهميتها وتطورها المستمر.

¹ <https://www.worldbank.org/en/publication/gfdr/gfdr-2016/background/financial-development>

أولاً: مفهوم الصكوك الإسلامية

وَرَدَ تعريف الصكوك الإسلامية في المعيار الشرعي رقم (17) الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI) على أنها: "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك ووقف باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله".

ثانياً: أنواع هيأكل الصكوك

إن التنوع في الصيغ التمويلية الإسلامية كان سبباً في تنوع هيأكل الصكوك الإسلامية وذلك؛ لأن هذه الهيأكل تعتمد في بناءها على تلك الصيغ²، وهذا ما جعل الصكوك الإسلامية أكثر شمولاً واستيعاباً للنشاطات الاستثمارية المختلفة، وبذلك في تؤكد وتعزز الشمولية والتنوع في التمويل الإسلامي.

وفيما يلي بيانٌ مختصرٌ لأنواع هذه الهيأكل، التي ورد ذكرها في المعيار الشرعي رقم (17) الصادر عن (AAOIFI):³

- صكوك ملكية الموجودات المؤجرة: وهي أن يقوم مالك العين المؤجرة بتصكيم العين بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك.
- صكوك ملكية المنافع، وهي أنواع:
 - صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة، وهي نوعان:
 - أن يكون مصدرها مالك لليعن الموجودة: يصدرها بغرض إجارة منافعها واستيفاء أجراها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك.
 - أن يكون مصدرها مستأجر للعين الموجودة (مالك للمنفعة): وذلك أن يقوم مصدرها بإعادة تأجير المنفعة واستيفاء أجراها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك.
 - صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة: يتم إصدارها بغرض تأجير أعيان موصوفة في الذمة وتصبح منفعة هذه العين مملوكة لحملة الصكوك.
 - صكوك ملكية الخدمات من طرف معين: وذلك كمنفعة التطبيق من مستشفى معين حيث يتم إصدار الصكوك بغرض تقديم هذه الخدمة ويتم استيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها وتصبح هذه الخدمة مملوكة لحملة الصكوك.
 - صكوك ملكية الخدمات من طرف موصوف في الذمة: وذلك كمنفعة التطبيق من مستشفى معلوم الأوصاف غير معين، حيث يتم إصدار الصكوك بغرض تقديم هذه الخدمة ويتم استيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها وتصبح هذه الخدمة مملوكة لحملة الصكوك.
- صكوك المراجحة
- صكوك السَّلْم، والإستصناع
- صكوك المشاركة، وهي أنواع:
 - صكوك الشركة
 - وصكوك المضاربة
 - وصكوك الوكالة بالاستثمار
 - صكوك المزارعة، وصكوك المسافة، وصكوك المغارسة

ثالثاً: أهمية الصكوك الإسلامية لمكونات النظام المالي

أثبتت الصكوك الإسلامية - وبالخصوص تلك المدعومة بالأصول - صمودها في وجه الأزمات المالية وقلة حالات التغير فيها (مصطفى، 2016، ص: 10) وهذا يعني أن إحدى فوائد الصكوك الإسلامية أنها تساهم في استقرار النظام المالي للدولة المصدرة. ولا يُفهم من هذا أنَّ الصكوك وأهميتها تنحصر في النظام المالي، بل إنَّ آثار الصكوك تتدنى إلى الاقتصاد الكلي حيث يرى رفيق، وخير الدين، (2012)، ص: 253 وما بعدها) أنَّ الصكوك الإسلامية تساهم في تحقيق التنمية الاقتصادية، وتعمل على تحقيق التوزيع العادل للثروة، وُتُسَمِّ في القضاء على مشكلة البطالة والأموال المعطلة، وتعمل على معالجة العجز في الموازنة العامة وحل مشكلة المديونية. إلا أنَّ هذه الدراسة اقتصرت على أهمية الصكوك الإسلامية لمكونات النظام المالي

² وَرَدَ في قانون الصكوك الإسلامية الأردني المادة رقم (8) العقود الشرعية التي تُبَنَى عليها هيأكل الصكوك الإسلامية.

³ للاستزادة حول هذا الموضوع، يراجع المعايير الشرعية ص 468، وما بعدها.

لأنها مرتبطة بموضوع الدراسة وفيما يلي بيان لهذه الأهمية بالنسبة لكل مكون من هذه المكونات.

1. أهمية الصكوك للمؤسسات المالية:

تظهر أهمية الصكوك الإسلامية للمؤسسات المالية من خلال أمور عده، منها:

- أن عملية التصكيم تساعد المؤسسات المالية المصدرة لها على المواجهة ما بين مصادر التمويل واستخداماتها (صالح، 2008) والمشار إليه في (رفيق، خير الدين، 2012، ص: 247) لأن تقوم المؤسسة المالية بإصدار صكوك لعشر سنوات لغاية الاستثمار في مشروع أجله عشر سنوات.
- تعد الصكوك الإسلامية مصدرًا لتمويل طويل الأجل للمؤسسات المالية وبالأخص الإسلامية منها التي يرى (دوابه، 2012، ص: 67) أن مواردها المالية –أي المؤسسات المالية الإسلامية- اتسمت غالباً بأنها قصيرة الأجل مما أعاد تحقيقها لأهدافها الاستثمارية طولية الأجل وهذا ما أدى إلى توجهها إلى الاستثمار قصير الأجل.
- تساعد الصكوك الإسلامية المؤسسات المالية على تمويل أصولها بالإضافة إلى تحويل أصولها غير السائلة إلى أصول سائلة في صورة نقدية يمكنها توظيفها مرة أخرى مما يؤدي إلى توسيع حجم الأعمال (عمر، 2009، ص: 6)، لأن تقوم المؤسسة المالية بتصكيم أصولها القائمة وتحويلها إلى نقود.

2. أهمية الصكوك بالنسبة للأسواق المالية:

تظهر أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة للأسواق المالية من خلال:

- أن الصكوك الإسلامية تعمل على زيادة عدد المتعاملين في سوق الأوراق المالية؛ وذلك من خلال جذب أموال الفئة غير الراغبة بالاستثمار بالأدوات المالية المحورة شرعاً كالسندات (رفيق، خير الدين، 2012، ص: 250).
- تزيد عملية التصكيم من درجة عمق السوق المالي من خلال تنوع المعرض من الأوراق المالية المتاحة للمستثمرين (خاطي، 2012، ص: 73).
- تعمل الصكوك على تنمية الطلب على السيولة النقدية في السوق المالي وذلك من خلال أن توفر أداة مالية جديدة تشكل حافزاً/ أمام الجهات الراغبة بالتمويل لإصدار المزيد من الصكوك مما يزيد من حجم السيولة النقدية في السوق المالي (رفيق، خير الدين، 2012، ص: 250).

المبحث الثاني: التحليل الكمي واختبار الفرضيات

المطلب الأول: مجتمع ومتغيرات الدراسة

أولاً: مجتمع الدراسة وعينتها

تم تحديد عينة الدراسة بناءً على التقرير الصادر عن السوق المالية الإسلامية (IIMF) لعام (2018) الذي يشير إلى حجم إصدارات كل دولة من الدول المصدرة كنسبة مئوية من إجمالي الإصدارات حيث اعتمدت الدراسة الدول التي تنطبق عليها الشروط التالية:

1. أكبر حجم إصدارات للصكوك (أكثر من 45%).

2. أن توفر كامل البيانات اللازمة لإجراء اختبار الفرضيات للدولة المعنية.

وعليه شملت عينة الدراسة (9) دول حيث يظهر الجدول (1) حجم إصداراتها نسبةً إلى المجموع الكلي لإصدارات الصكوك. وستكون هذه الدول هي محل الدراسة خلال الفترة (2005-2016).

الجدول (1): الدول محل الدراسة وحصتها من الإصدارات العالمية لغاية (2018)

الدولة	حصتها من إجمالي الإصدارات العالمية
ماليزيا	60.84%
السعودية	10.70%
اندونيسيا	7.22%
الامارات العربية	7.21%
البحرين	2.80%
قطر	2.60%
تركيا	2.49%
باكستان	1.46%
عمان	0.48%

ثانياً: متغيرات الدراسة

لغایات جمع البيانات المتعلقة بمتغيرات الدراسة تم الرجوع إلى كل من: تقارير البنك الدولي (WB)، وتقرير الصكوك الإسلامية السنوي الصادر عن السوق المالي الإسلامي الدولي (IIFM)، وفيما يلي بيان لهذه المتغيرات:

• المتغير التابع:

يتمثل المتغير التابع في هذه الدراسة بحجم اصدارات الصكوك الإسلامية لكل دولة (i) وكل سنة (t) مقسوماً على GDP. وسيرمز له في هذه الدراسة بـ (Sukuk).

• المتغيرات المستقلة:

تم تقسيم المتغيرات المستقلة إلى ثلاثة مجموعات بناءً على خصائص مكونات النظام المالي (الأسواق المالية، والمؤسسات المالية) على النحو التالي⁽⁴⁾:

أ. مقاييس العمق المالي (Financial Depth)، وهي:

▪ القيمة السوقية للسوق المالي (Stock Market Capitalization): الذي يقيس العمق المالي في الأسواق المالية، حيث يشير إلى القيمة الإجمالية لجميع الأسهم المدرجة في سوق الأوراق المالية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي GDP، وسيرمز له في هذه الدراسة بـ (Cap).

▪ الائتمان المحلي المنوх للقطاع الخاص (Domestic Credit to Private Sector): الذي يقيس العمق المالي في المؤسسات المالية، حيث يشير إلى قيمة الائتمان المحلي المنوх من قبل المؤسسات المالية للقطاع الخاص وذلك كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي GDP، وسيرمز له في هذه الدراسة بـ (Cr).

ب. مقاييس الكفاءة المالية (Financial Efficiency)، وهي:

▪ معدل الدوران في السوق المالي (Stock Market Turnover Ratio): الذي يقيس الكفاءة المالية في السوق المالي، ويقاس بنسبة القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة في السوق المالي على القيمة السوقية للسوق، وسيرمز له في هذه الدراسة بـ (Turn).

▪ العائد على حقوق الملكية (Bank Return on Equity): الذي يقيس الكفاءة المالية في المؤسسات المالية، ويقاس بقسمة صافي الدخل على حقوق الملكية (NI/ROE)، وسيرمز له في هذه الدراسة بـ (ROE).

ت. مقاييس الاستقرار المالي (Financial Stability)، وهي:

▪ التقلب في أسعار الأسهم (Stock price volatility): الذي يقيس الاستقرار المالي في الأسواق المالية، ويشير إلى معدل التقلب في مؤشر البورصة الوطني خلال 360 يوم، وسيرمز له في هذه الدراسة بـ (Vol).

▪ زي-سكور (Bank Z-score): الذي يقيس الاستقرار المالي في المؤسسات المالية، حيث يشير إلى احتمالية عدم السداد في النظام المصرفى لبلد ما، ويقاس بـ ((العائد على الأصول + حقوق الملكية/الأصول) / (الانحراف المعياري للعائد على الأصول))، وهو نسبة جاهزة في التقارير، وسيرمز له في هذه الدراسة بـ (Z).

المطلب الثاني: منهجية الدراسة

لاختبار أثر التطور المالي على حجم إصدارات الصكوك الإسلامية تم استخدام تحليل الانحدار الخطى المتعدد (Multiple Regression)، كما قمنا باستخدام اختبار هوسمان (Hausman test) لاختيار نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed effects) أو نموذج التأثيرات العشوائية (Random effects)، وذلك بالاعتماد على مستوى المعنوية (Probability) الخاصة بـ (Chi-square).

وقد تم إجراء الاختبار بداية على كافة إصدارات الصكوك، ومن ثم إعادة الاختبار بعد تقسيم المشاهدات إلى محفظتين: المحفظة الأولى خاصة بإصدارات القطاع العام، والمحفظة الثانية خاصة بإصدارات القطاع الخاص. ولتحديد اتجاه السببية بين المتغيرات التابعة والمتغيرات المستقلة تم استخدام اختبار (Granger Causality test) حيث تم الاعتماد على قيمة الاحتمالية (probability) للحكم على نتائج اختبار السببية.

أولاً: النماذج القياسية

لغایات اختبار فرضيات الدراسة تم إعداد وتطوير خمسة نماذج وفيما يلي تفصيلها:

⁴ مصدر تعرف هذه المتغيرات هو البنك الدولي.

$$\ln\left(\frac{sukuk_{it}}{GDP_{it}}\right) = \alpha_0 + \alpha_1 \ln\left(\frac{CR_{it}}{GDP_{it}}\right) + \alpha_2 \ln\left(\frac{CAP_{it}}{GDP_{it}}\right) + e_{it} \dots (1)$$

$$\ln\left(\frac{sukuk_{it}}{GDP_{it}}\right) = \beta_0 + \beta_1 \ln(Vol_{it}) + \beta_2 \ln(Z_{it}) + e_{it} \dots (2)$$

$$\ln\left(\frac{sukuk_{it}}{GDP_{it}}\right) = \gamma_0 + \gamma_1 \ln(turn_{it}) + \gamma_2 \ln(ROE_{it}) + e_{it} \dots (3)$$

$$\ln\left(\frac{sukuk_{it}}{GDP_{it}}\right) = c_0 + c_1 \ln\left(\frac{CR_{it}}{GDP_{it}}\right) + c_2 \ln(ROE_{it}) + c_3 \ln(Z_{it}) + e_{it} \dots (4)$$

$$\ln\left(\frac{sukuk_{it}}{GDP_{it}}\right) = c_4 + c_5 \ln\left(\frac{CAP_{it}}{GDP_{it}}\right) + c_6 \ln(turn_{it}) + c_7 \ln(Vol_{it}) + e_{it} \dots (5)$$

تم احتساب اللوغاريتم الطبيعي لكل متغيرات الدراسة، حيث تشير (i) إلى الدول (1...9)، و(t) إلى الزمن (t= 2005-2016) ، أما $\left(\frac{sukuk_{it}}{GDP_{it}}\right)$ فتمثل نسبة الإصدارات الكلية للصكوك السنوي من إجمالي الناتج المحلي للدولة t خلال العام t، وتمثل $\left(\frac{CR_{it}}{GDP_{it}}\right)$ نسبة الائتمان المنحى للقطاع الخاص من إجمالي الناتج المحلي، و $\left(\frac{CAP_{it}}{GDP_{it}}\right)$ هي نسبة القيمة السوقية للسوق المالي من إجمالي الناتج المحلي و $(\alpha_0, \alpha_1, \alpha_2, \alpha_3)$: معاملات المتغيرات المستقلة للنموذج رقم (1)، و (Vol_{it}) تمثل التقلب في أسعار الأسهم، و (Z_{it}) هي Z-score، كما تشير $(\beta_0, \beta_1, \beta_2)$ إلى معاملات المتغيرات المستقلة للنموذج رقم (2)، و $(turn_{it})$: معدل الدوران في السوق المالي، و (ROE_{it}) : العائد على حقوق الملكية، و (y_3, y_2, y_1, y_0) : معاملات المتغيرات المستقلة للنموذج رقم (3)، تشير $(c_0, c_1, c_2, c_3, c_4, c_5, c_6, c_7)$ إلى معاملات المتغيرات المستقلة للنموذج الرابع والخامس، بالإضافة إلى أن (e_{it}) هي خطأ الانحدار للنموذج حيثما وردت.

المطلب الثالث: عرض النتائج وتحليلها

أولاً: الإحصاء الوصفي

قمنا بإجراء مجموعة من الاختبارات الإحصائية على المتغيرات المستخدمة في نماذج الدراسة، وتبين النتائج كما في الجدول (2).

الجدول (2): الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

زي-سكور (Z-score)	معدل الدوران في السوق المالي (Turn)	العائد على حقوق الملكية (ROE)	التقلب في أسعار الأسهم (Vol)	الائتمان المنحى للقطاع الخاص (Cr)	القيمة الإجمالية للأسهم (Cap)	الصكوك (Sukuk)	
2.67	3.43	2.63	12.8	3.96	4.00	-4.67	الوسط
2.79	3.45	2.74	2.84	3.97	4.07	-4.70	الوسط
3.45	5.73	3.69	3.83	4.86	5.51	-1.07	القيمة العليا
1.38	-0.18	-5.70	1.95	2.73	2.81	-8.90	القيمة الدنيا
0.52	1.34	1.06	0.46	0.55	0.66	1.67	الاتحراف المعياري
-0.80	-0.77	-6.08	-0.01	-0.29	0.19	-0.17	الالتواء
2.87	3.60	46.55	2.14	2.50	2.32	0.81	التفرط
87	87	87	87	87	87	87	المشاهدات

المصدر: من إعداد الباحثين

تبين النتائج السابقة أن البيانات الخاصة بجميع المتغيرات لا تتبع التوزيع الطبيعي؛ وذلك لأنَّ قيمة الالتواء لجميع المتغيرات لا تساوي (صفر)، حيث إنَّ قيمة الالتواء للتوزيع الطبيعي يجب أن تساوي (صفر)، ويعزز ذلك أنَّ قيمة التفرط لجميع المتغيرات لا تساوي (3) حيث أنَّ قيمة التفرط

للتوزيع الطبيعي يجب أن تساوي (3)، (الزيبيدي، وسلامة، 2014، ص 53).

ثانياً: الارتباط بين المتغيرات

قمنا بحساب معامل الارتباط بين متغيرات الدراسة للتأكد من سلامتها، وكانت النتائج كما هو ظاهر في الجدول (3):

الجدول (3): الارتباط بين المتغيرات

Z -score	TURN	ROE	Vol	CR	CAP	SUKUK	
						1	SUKUK
					1	0.30	CAP
				1	0.66	0.39	CR
			1	-0.30	-0.22	-0.50	Vol
		1	0.06	-0.02	0.03	-0.06	ROE
	1	0.02	0.61	-0.06	-0.07	-0.40	TURN
1	-0.11	-0.05	-0.19	0.42	0.47	0.25	Z -score

المصدر: من إعداد الباحثين

نلاحظ من خلال الجدول السابق أن الارتباط بين المتغيرات يتراوح بين (0.06) و (-0.50) وهذا يعني عدم وجود علاقة تامة بين أيٍ من المتغيرات السابقة.

ثالثاً: الارتباط العالي للمتغيرات المستقلة (Multicollinearity)

يُمثل الجدول (4) اختبار الارتباط العالي للمتغيرات المستقلة وتدلُّ النتائج على عدم وجود ارتباط عالٍ بين المتغيرات المستقلة؛ لأنَّ (Variance Inflation Factor) VIF لكلٍّ متغير من المتغيرات المستقلة أقل من (5).

الجدول (4): نتائج اختبار (Variance Inflation Factor)

نموذج 5	نموذج 4	نموذج 3	نموذج 2	نموذج 1	
	1.00			1.03	CR
1.22				1.03	CAP
1.62			1.09		Vol
	1.01		1.09		Z
1.48		1.04			TURN
	1.01	1.04			ROE

المصدر: من إعداد الباحثين

ثالثاً: نتائج اختبار الفرضيات

يُعرض الجدولان (6) و(7) نتائج نماذج اختبار فرضيات الدراسة الرئيسية والفرعية وفيما يلي بيان لهذه النتائج:

الجدول (6): نتائج نماذج اختبار الفرضيات الرئيسية

نموذج 5	نموذج 4	نموذج 3	نموذج 2	نموذج 1	
87	89	89	88	88	عدد المشاهدات
-13.43	-7.46	-4.45	-4.87	-13.26	المعامل الثابت
(-4.45)	(-3.66)	(-10.33)	(-6.56)	(-5.27)	
	-0.23			-0.34	CR
	(-1.03)			(-0.78)	

نموذج 5	نموذج 4	نموذج 3	نموذج 2	نموذج 1	
-1.04				-0.70	CAP
(-3.15)				(-2.22)	
***				**	
0.004			-0.03	Vol	
(0.22)			(-2.22)		
			**		
	0.03 (0.50)		0.05 (1.47)	Z	
0.002			-0.005		
(0.60)			(-2.22)		
			**	ROE	
	-0.01 (-0.92)		0.002 (0.13)		
19.92	0.00		2.49		
***			*	F معنوية	
0.71	-0.001		0.03		
FE	FE		RE		
			RE	Adjusted-R ²	Hausman test
			FE		

يمثل الجدول نتائج اختبار الفرضيات وفق نماذج التأثيرات الثابتة (Fixed effects) أو نماذج التأثيرات العشوائية (Random effects)، بناءً على نتائج (Hausman test).

- تشير الأرقام بين الأقواس إلى قيم (T-test).
- تشير (***، **، *) إلى درجة الدلالة الإحصائية عند مستوى (1، 5، 10)٪ على التوالي.

المصدر: من إعداد الباحثين

الجدول (7): نتائج نماذج اختبار الفرضيات الفرعية

القطاع الخاص					القطاع العام					
5b	4b	3b	2b	1b	5a	4a	3a	2a	1a	
71	71	71	71	73	76	72	72	77	75	عدد المشاهدات
1.89	-7.33	-5.83	-8.01	-3.91	-17.43	-25.64	-3.00	-10.33	-22.19	
(0.93)	(-2.64)	(-6.70)	(-4.93)	(-1.87)	(-3.67)	(-5.57)	(-3.21)	(-2.78)	(-5.47)	
	***	***	***	*	***	***	***	***	***	المعامل الثابت
	0.27 (1.13)			-0.27 (-0.63)		-1.73 (-3.21)			-1.12 (-1.62)	
0.58 (3.03) ***				0.48 (1.43)	-1.44 (-3.25)				-0.91 (-1.72) *	
-1.03 (-3.22) ***			-0.63 (-2.18) **		0.41 (0.78)			-0.30 (-0.59)		Vol
	1.46 (2.56) **		1.58 (3.33) ***		2.39 (1.74) *			2.42 (2.00) **		

القطاع الخاص						القطاع العام					TURN
0.09		0.00			-0.23		-0.60				TURN
(0.76)		(0.02)			(-1.04)		(-3.04)	***			
0.07	0.06				-0.06	-0.04					ROE
(0.79)	(0.58)				(-0.43)	(-0.27)					
5.24	3.24	0.19	9.13	1.41	12.28	12.03	4.84	10.83	13.67		معنوية
***	**		***		***	***	**	***	***		
0.15	0.09	-0.02	0.19	0.01	0.62	0.63	0.10	0.56	0.63		Adjusted-R2
RE	RE	RE	RE	RE	FE	FE	RE	FE	FE		Hausman test

يمثل الجدول نتائج اختبار الفرضيات وفق نماذج التأثيرات الفايطة (Fixed effects) أو نماذج التأثيرات العشوائية (Random effects). بناءً على نتائج (Hausman test).
• تشير الأرقام بين الأقواس إلى قيم (T-test).
• تشير (**, ***, *) إلى درجة الدلالة الإحصائية عند مستوى (10%, 5%, 1%) على التوالي.
• المصدر: من إعداد الباحثين

1. نتائج النموذج الأول

تشير النتائج إلى وجود علاقة ذات دلالة احصائية مهمة بين العمق المالي وحجم إصدارات الصكوك، حيث يتمثل العمق المالي في هذه الدراسة في كل من القيمة الإجمالية للأسهم المدرجة في سوق الأوراق المالية، والاتساع الممنوح للقطاع الخاص، وقد أظهرت النتائج أن القيمة الإجمالية للأسهم المدرجة في سوق الأوراق المالية ذات أثر سلبي و مهم إحصائياً على الحجم الكلي لإصدارات الصكوك؛ أي أن القيمة الإجمالية للأسهم المدرجة في سوق الأوراق المالية إذا زادت بنسبة (1%) فإن حجم إصدارات الصكوك سيقل بنسبة (0.70%): لأن الزيادة في القيمة الإجمالية للأسهم المدرجة في سوق الأوراق المالية يدفع الشركات إلى تمويل أنشطتها الاستثمارية من خلال إصدار الأسهم نظراً إلى ارتفاع قيمتها، كما أن الزيادة في هذه القيمة تعمل على زيادة تكلفة الفرصة البديلة للاستثمار في الصكوك مما يقلل من نسبة الاستثمار فيها وبالتالي حجم إصداراتها. وأما بالنسبة للاتساع الممنوح للقطاع الخاص لم يكن له أثر على حجم إصدارات الصكوك.

وعند الفصل بين إصدارات القطاعين العام والخاص نجد أن العمق المالي ذو أثر مهم إحصائياً على حجم إصدارات القطاع العام دون إصدارات القطاع الخاص؛ وذلك أن الحاجة التمويلية لا تكاد تنفك عن القطاع العام، فيما أن العمق المالي يشير إلى تراكم الأصول المالية بوتيرة أسرع من الثروة والنتائج غير المالي (Bakang, 2013, p:9) show نacula عن: 1973, Okereke, 2009, p:56) وأنه يشير إلى قدرة المؤسسات المالية على نحو عام على تعبيئة مواردها المالية وزيادة الأصول المالية لديها (Nzotta & Bakang, 2013, p:9) وأن هذا سيدفع الحكومات إلى تفضيل التمويل الداخلي بدلاً عن الخارجي وذلك عن طريق إصدار الأدوات المالية المناسبة نظراً إلى توفر الجهة القادرة على التمويل، ولما يشكله التمويل الداخلي من أهمية على الاقتصاد الداخلي، وبما أن الصكوك الإسلامية إحدى الأدوات المالية المتاحة أمام الحكومات فإن حجم إصداراتها سيزيد.

بينما لم يكن للعمق المالي أثر على إصدارات الصكوك من قبل القطاع الخاص وذلك لأن العمق المالي يعكس نسبة الاتساع الممنوح للقطاع الخاص فلو زادت هذه النسبة فهذا لا يعني بالضرورة نقصان إصدارات الصكوك من قبل هذا القطاع لأن اللجوء إلى الصكوك الإسلامية لا ينحصر في الحصول على الاتساع فقط، فقد يلجأ إليها لغايات الاستثمار.

2. نتائج النموذج الثاني:

تشير النتائج إلى وجود أثر ذو دلالة إحصائية مهمة للاستقرار المالي على الحجم الكلي لإصدارات الصكوك، وهذا يعني رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة؛ أي أن الاستقرار المالي يؤثر في الحجم الكلي لإصدارات الصكوك؛ وبما أن الاستقرار المالي يشير إلى الانخفاض في المخاطر النظامية – التي تصيب الاقتصاد ككل، فإن هذا يجعل الأدوات المالية – بما فيها الصكوك الإسلامية – أكثر استقراراً وأقل تذبذباً في عوائدها وقيمتها وهذا يوفر مناخاً جذاباً للاستثمار في هذه الأدوات. إلا أن الصكوك الإسلامية أكثر تأثراً بالاستقرار المالي؛ لأنها تعتمد في بعض هيئاتها على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة، وبالتالي فإن الاستقرار في العوائد – الذي يساهم الاستقرار المالي في تحقيقه – يقلل من مخاوف المستثمرين من الاستثمار في الصكوك الإسلامية.

كما تشير النتائج إلى أن التقلب في أسعار الأسهم ذو أثر سلبي و مهم إحصائياً على الحجم الكلي لإصدارات الصكوك؛ أي أن التقلب في أسعار

الأسهم إذا زادت بنسبة (1%) فإن حجم إصدارات الصكوك سيقل بمقدار (-0.03%) وذلك لأن التقلب في أسعار الأسهم يرجع لعوامل عدّة منها العوامل الاقتصادية بما فيها معدل الفائدة والتضخم وسعر العملة، حيث تتأثر الأسواق المالية بالوضع الاقتصادي العام، فإذا كان الاقتصاد مستقراً ومتنعاً بمعدلات عالية من الناتج المحلي الإجمالي فإن ذلك يتضمن أداء أفضل للشركات وبالتالي نشاط أكبر في السوق المالي (سوق أبو ظبي للأوراق المالية، 2015، ص: 6)، فإذا كانت الشركات تتمتع بالاستقرار فإنها ستحاول التوسيع في أنشطتها الاستثمارية مما يعني الزيادة في حاجتها إلى التمويل، وبما أن الصكوك الإسلامية إحدى أدوات التمويل فإن الطلب عليها سيزيد وبالتالي زيادة حجم إصدارات الصكوك.

وعند الفصل بين إصدارات القطاعين العام والخاص نجد أن الاستقرار المالي ذو أثر مهم إحصائياً على حجم إصدارات الصكوك سواء بالفصل بين القطاعين أو بدونه، إلا أنه لوحظ أن التقلب في أسعار الأسهم لم يكن له أثر إحصائي على حجم إصدارات القطاع العام بينما كان له أثر سلبي على حجم إصدارات القطاع الخاص، لأن التقلب في أسعار الأسهم يرجع أحياناً إلى عوامل متعلقة بالشركات كأن تعاني من ضعف في الأداء أو حالة من عدم الاستقرار فإن هذا يُحدِّد من قدرتها على إصدار الصكوك أو أي أداة مالية أخرى، ومن ناحية أخرى فإن التقلب في أسعار الأسهم يزعزع ثقة المستثمرين في الأدوات المالية التي يطّرّحها القطاع الخاص إلا أن ثقّم في القطاع العام لا تتأثر بذات المستوى الذي تتأثر فيه ثقّم في القطاع الخاص نظراً إلى اعتبارهم القطاع العام مناخاً آمناً للاستثمار.

ومن ناحية أخرى تظهر نتائج الفصل بين القطاعين وجود أثر إيجابي ومهم إحصائياً لـ (Bank z-score) على إصدارات القطاعين العام والخاص؛ لأن (z-score) يشير إلى احتمالية التخلف عن السداد في النظام المالي لبلد ما، وبالتالي فإن زيادة هذا المؤشر سيدفع أصحاب رؤوس الأموال إلى تفضيل الاستثمار في الأدوات المالية المختلفة وغير ذلك من أنواع الاستثمار بدلاً من الاحتفاظ بها كوديعة استثمارية لدى النظام المالي.

3. نتائج النموذج الثالث:

يخبر النموذج الثالث العلاقة بين الكفاءة المالية والحجم الكلي لإصدارات الصكوك ووفقاً لنتائج الاختبار فإن القوة التفسيرية للنموذج هي (0.03) وأن معنوية هذا النموذج غير مهمة إحصائياً، كما تشير النتائج إلى أن معدل دوران الأسهم ذو أثر سلبي مهم إحصائياً على الحجم الكلي لإصدارات الصكوك؛ لأن معدل دوران الأسهم يعكس درجة السيولة للسهم، وارتفاعه يعني تقليل مخاطر الاستثمار في الأسهم وبالتالي سيكون هذا خياراً جيداً أمام المستثمرين وسيفضلونه على غيره من الأدوات المالية مما يقلل نسبة الاستثمار في الصكوك (وبالتالي حجم إصداراتها)، ومن جانب آخر فإن ارتفاع القيمة السوقية للسهم الناجمة عن ارتفاع معدل الدوران سيدفع الشركات للجوء إلى الأسهم في حال حاجتها للسيولة.

وعند الفصل بين القطاعين نجد أن الكفاءة المالية ذات دلالة إحصائية مهمة على إصدارات القطاع العام، على خلاف إصدارات القطاع الخاص؛ وهذا يعني أن تأثير الكفاءة المالية على الحجم الكلي لإصدارات الصكوك سببه إصدارات القطاع العام.

4. نتائج النموذج الرابع:

تشير نتائج الاختبار إلى أن القوة التفسيرية للنموذج هي تقريباً (صفر) وهذا يعني أن التغيرات التي تحدث في المتغير التابع (حجم إصدارات الصكوك) لم يتم تفسيرها من قبل المتغيرات المستقلة التي تم اعتمادها في النموذج، كما تشير النتائج إلى أن معنوية هذا النموذج غير مهمة إحصائياً وهذا يعني قبول الفرضية العدّمية ورفض الفرضية البديلة؛ أي أن التطور المالي في المؤسسات المالية لا يؤثّر في الحجم الكلي لإصدارات الصكوك.

وعند الفصل بين القطاعين نجد أن التطور المالي في المؤسسات المالية ذو دلالة إحصائية مهمة على إصدارات كلا القطاعين؛ لأن بعض متغيرات النموذج كانت متعاكسة الاتجاه في تأثيرها على إصدارات الصكوك بعد إجراء الفصل؛ فالاتّهان المنحو للقطاع الخاص ذو أثر سلبي مهم على إصدارات القطاع العام وإيجابي وغير مهم على إصدارات القطاع الخاص؛ لأن الزيادة في الاتّهان المنحو للقطاع الخاص يقلل من النسبة الكلية لمصادر الأموال المتاحة أمام القطاع العام ويزيد من نصيب القطاع الخاص من هذه الأموال وفقاً لما يُعرف بأثر المزاحمة (Crowding out effect) وهذا يعني أن الأدوات المالية الصادرة عن القطاع العام ستقل نسبياً بزيادة الاتّهان المنحو للقطاع الخاص على خلاف القطاع الخاص، وكذلك الحال بالنسبة لمعدل العائد على حقوق الملكية حيث كان ذو أثر سلبي وغير مهم على إصدارات القطاع العام وإيجابي وغير مهم على إصدارات القطاع الخاص.

كما تشير نتائج الفصل بين القطاعين إلى أن (z-score) ذو أثر إيجابي ومهم إحصائياً على إصدارات القطاع العام ذو أثر إيجابي وغير مهم على إصدارات القطاع الخاص؛ وقد تم التعرض إلى تفسير هذه النتيجة عند ورودها في النموذج الثاني.

5. نتائج النموذج الخامس:

تشير نتائج الاختبار إلى أن معنوية النموذج ذات دلالة إحصائية مهمة وذلك عند مستوى (1%). وهذا يعني رفض الفرضية العدّمية وقبول الفرضية البديلة؛ أي أن الاستقرار المالي يؤثّر في الحجم الكلي لإصدارات الصكوك، كما تشير النتائج إلى أن القيمة الإجمالية للأسهم المدرجة ذات أثر

سلبي ومهم احصائيا على الحجم الكلي لإصدارات الصكوك وقد تم تفسير هذه النتيجة عند ورودها في النموذج الأول. وعند الفصل بين القطاعين العام والخاص نجد عدم وجود فرق بين تأثير التطور المالي في المؤسسات المالية على إصدارات الصكوك سواء بالفصل أو بدونه، إلا أننا نجد أن القيمة الإجمالية للأسهم المدرجة أصبحت ذات أثر سلبي ومهم احصائيا على إصدارات القطاع العام وإيجابي ومهم احصائيا على إصدارات القطاع الخاص؛ لأن زيادة القيمة السوقية للأسهم ستدفع المستثمرين للاستثمار في الأسهم بدلاً عن الاستثمار في الأدوات الحكومية وهذا سيؤثر سلباً في الأدوات الحكومية بالجملة، ومن ناحية أخرى فإن زيادة القيمة السوقية للأسهم قد تكون نتيجة قيام الشركات بزيادة الأرباح الموزعة مما يؤدي إلى انخفاض الأرباح المحتجزة والمتحركة للاستثمار (Westen, 1987، نقل عن: مشكور، وصادق، 2018، ص: 230) وهذا يعني لجوؤها للأدوات المالية لتمكن من تغطية حاجتها التمويلية للقيام بأنشطتها الاستثمارية.

رابعاً: اختبار السببية (Granger causality test)

قمنا بإجراء اختبار السببية (Granger causality) لتحديد اتجاه السببية بين المتغيرات المستقلة والمتغيرات التابعة وقد تم الاعتماد على قيمة الاحتمالية للحكم على نتائج هذا الاختبار، فإذا كانت قيمة الاحتمالية أقل من 10% فهذا يعني وجود علاقة سببية بصرف النظر عن اتجاهها، والجدول (5) يظهر نتائج الاختبار حيث تم الاقتصار على ذكر المتغيرات التي تبيّن لنا وجود علاقة سببية بينها.

الجدول (5): نتائج اختبار السببية

النتيجة	F-Statistics	اتجاه السببية	
يسكب	*32.6	➡	Cr Sukuk
يسكب	2.49 *	⬅	Cr Sukuk
يسكب	5.05 ***	⬅	CAP Sukuk
يسكب	3.46 **	➡	Vol Sukuk
يسكب	3.54 **	⬅	Vol Sukuk
يسكب	2.24 *	➡	ROE Sukuk
يسكب	3.78 **	⬅	Cr GSukuk
يسكب	9.71 ***	⬅	GSukuk CAP
يسكب	3.11 **	➡	Vol GSukuk
يسكب	7.48 ***	⬅	Vol GSukuk
يسكب	3.05 **	⬅	ROE GSukuk
يسكب	2.58 *	➡	Cr PSukuk
يسكب	2.25 *	⬅	CAP PSukuk
يسكب	3.46 **	➡	Vol PSukuk
يسكب	3.24 **	⬅	Vol PSukuk
تشير (**, ***, *) إلى درجة الدلالة الإحصائية على مستوى (10%, 5%, 1%) على التوالي.			

المصدر: من إعداد الباحثين

تُظهر النتائج السابقة وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه بين الحجم الكلي لإصدارات الصكوك والقيمة الإجمالية للأسهم - وكذلك الأمر بالنسبة لإصدارات القطاعين العام والخاص- لأن الصكوك الإسلامية تتضمن قيام الشركات بأحد نشاطين: إما إصدارها أو الاكتتاب فيها وكلا الأمرين يشيران إلى حجم الشركة ووضعها المالي وللذان يلعبان دوراً مهماً في القيمة الإجمالية للأسهم. كما تشير النتائج إلى وجود علاقة سببية تبادلية بين الحجم الكلي لإصدارات الصكوك والتقلب في أسعار الأسهم - وكذلك الأمر بالنسبة لإصدارات القطاعين العام والخاص- مما يشير إلى إمكانية الاعتماد على مؤشر التقلب في أسعار الأسهم للتنبؤ في المسار المستقبلي للصكوك الإسلامية.

ومن ناحية أخرى فإن إصدارات القطاع العام تسبب نسبة الائتمان المنوح للقطاع الخاص، مما يشير إلى أن القطاع العام هو الذي يحدد نصيب القطاع الخاص من مصادر الأموال المتاحة.

الخاتمة

هدفت الدراسة إلى اختبار أثر التطور المالي على إصدارات الصكوك الإسلامية في 9 دول ضمن الفترة الزمنية (2005-2016) وذلك لما يشكله النظام المالي من مخزن للموارد المالية الضرورية لتمويل مختلف النشاطات الاقتصادية وما يقوم به من تسهيل لإدارة المخاطر من خلال السماح للمدخرين ببناء محافظ استثمارية تحوي أصول متنوعة تقلل من نسبة المخاطر التي قد يتعرض لها المدخرين، الأمر الذي يشجع المستثمرين على الاستثمار في المشروعات المحفوفة بالمخاطر التي تتميز بعوائد عالية كالصكوك.

ويمكن تلخيص أهم نتائج الدراسة والتوصيات كما يلي:

أولاً: النتائج

توصلت الدراسة إلى ما يلي:

1. وجود أثر ذو دلالة إحصائية للعمق المالي على الحجم الكلي لإصدارات الصكوك وكذلك الأمر بالنسبة لإصدارات القطاع العام، أما بالنسبة لإصدارات القطاع الخاص فلم يكن لعمق المالي أثر إحصائي عليها.
2. عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية للاقتئان المنحون للقطاع الخاص على الحجم الكلي لإصدارات الصكوك وكذلك الأمر بالنسبة لإصدارات القطاع العام والخاص.
3. وجود أثر سلبي ومهم إحصائياً لقيمة السوقية للسوق المالي على الحجم الكلي لإصدارات الصكوك، كما أن هناك علاقة ذات أثر سلبي غير مهم إحصائياً بين القيمة السوقية للسوق المالي وإصدارات القطاع العام بينما لم يكن لها أثر إحصائي على إصدارات القطاع الخاص.
4. وجود أثر ذو دلالة إحصائية مهمة للاستقرار المالي على الحجم الكلي لإصدارات الصكوك وكذلك الأمر بالنسبة لإصدارات القطاع العام والخاص.
5. وجود أثر سلبي ومهم إحصائياً للتقلب في أسعار الأسهم على الحجم الكلي لإصدارات الصكوك وكذلك الأمر بالنسبة لإصدارات القطاع الخاص.
6. عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية لزي سكور على الحجم الكلي لإصدارات الصكوك ووجود أثر إيجابي ومهم إحصائياً بين زي سكور وإصدارات القطاع العام والخاص.
7. وجود علاقة ذات دلالة إحصائية غير مهمة بين الكفاءة المالية والحجم الكلي لإصدارات الصكوك، بينما هناك علاقة مهمة إحصائياً بين الكفاءة المالية وإصدارات القطاع العام.
8. وجود علاقة ذات أثر سلبي ومهم إحصائياً بين معدل دوران الأسهم والحجم الكلي لإصدارات الصكوك وكذلك الأمر بالنسبة لإصدارات القطاع العام.
9. عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد على حقوق الملكية والحجم الكلي لإصدارات الصكوك وكذلك الأمر بالنسبة لإصدارات القطاع العام والخاص.
10. عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين التطور المالي في المؤسسات المالية والحجم الكلي لإصدارات الصكوك بينما هناك علاقة مهمة إحصائياً بين التطور المالي في المؤسسات المالية وإصدارات القطاع العام والخاص.
11. وجود علاقة ذات دلالة إحصائية مهمة بين التطور المالي في الأسواق المالية والحجم الكلي لإصدارات الصكوك وكذلك الأمر بالنسبة لإصدارات القطاع العام والخاص.
12. وجود علاقة سلبية تبادلية غير مهمة إحصائياً بين الاقتئان المنحون للقطاع الخاص والحجم الكلي لإصدارات الصكوك.
13. وجود علاقة سلبية أحادية مهمة إحصائياً بين القيمة السوقية للسوق المالي والحجم الكلي لإصدارات الصكوك وكذلك الأمر بالنسبة لإصدارات كلا القطاعين العام والخاص.
14. وجود علاقة سلبية ثانية مهمة إحصائياً بين التقلب في أسعار الأسهم والحجم الكلي لإصدارات الصكوك بالإضافة إلى إصدارات القطاع العام والخاص.

ثانياً: التوصيات

على ضوء النتائج توصي الدراسة بما يلي:

1. حث الباحثين المختصين على الاهتمام في أثر التطور المالي على حجم إصدارات الصكوك وذلك باختبار هذه العلاقة باستخدام مقاييس أخرى للتطور المالي لم يعتمدتها الباحثون نظراً إلى ضيق نطاق البحث ولكرة هذه المقاييس وصعوبة الإلام بها في دراسة واحدة.
2. حث الباحثين على البحث في العوامل التي تدعم النظام المالي وتساهم في تطويره، لما رأينا له من أثر واضح على حجم إصدارات الصكوك.

3. حث الباحثين على الجدّ في البحث عن العوامل التي تعزز نمو سوق الصكوك الإسلامية لتكون هذه العوامل محط اهتمام من قبل الدول المصدرة وتقوم باستغلالها في تطوير هذا السوق.
4. حث الباحثين المختصين على دراسة أثر الصكوك الإسلامية في التطور المالي بغية تشجيع استخدامها من قبل الدول المختلفة.

المصادر والمراجع

- الجورية، أ. ع. (2009). *صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد*. رسالة ماجستير غير منشورة، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، لبنان.
- الزيبي، ح. وسلامة، ح. (2014). اختبار أثر بعض العوامل المحددة لهيكل رأس المال: دراسة تحليلية للشركات المدرجة في السوق المالية السعودية (2003-2007 م). *مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد والإدارة*، 28(1)، 27-70.
- خاطي، ع. ح. (2012). دور التصنيك في تحقيق كفاءة الأسواق المالية الإسلامية: دراسة حالة سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا. رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة العربي بن مهدي، الجزائر.
- دوابه، أشرف. (2006). *دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية*. (ط1). القاهرة: دار السلام للنشر والتوزيع.
- رفيق، ش. وخيرالدين، م. (2012). *الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشروعات التنمية الاقتصادية في المتنقى الدولي حول: مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي*. الجزائر: جامعة قرطاج.
- زعيري، ع. (2010). *الصكوك تعرفها وأنواعها وأهميتها دورها في التنمية وحجم إصداراتها وتحديات الإصدار، الصكوك الإسلامية: تحديات، تنمية، ممارسات دولية، 18 و 19 يوليو 2010م*. عمان.
- سوق أبو ظبي للأوراق المالية ADX. (2015). *أسباب تقلبات أسعار الأسهم*. أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة.
- عبد الجليل، ت. (2014). *أثر هيكل رأس المال على أداء الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية*. *المجلة الأردنية في إدارة الأعمال*، 10(3)، 390-403.
- العرابي، م. (2016). *دور الصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد ماليزيا نموذجاً*. رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة طاهري محمد، الجزائر.
- عمر، م. (2009). *الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة وتقادها، مؤتمر مجمع الفقه الإسلامي، الدورة التاسعة عشر، الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 26-30 إبريل 2009م*.
- قانون الصكوك الإسلامية. (2012). المادة رقم (8). المملكة الأردنية الهاشمية.
- مشكور، م. (2018). العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم وأثرها في تحديد قيمة الشركة: بحث تطبيقي في عينة من المصارف المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية. *مجلة مركز دراسات الكوفة*، 50(1)، 248-221.
- مصطفى، د. (2016). *اقتصاديات الصكوك الإسلامية: دراسة تحليلية*. رسالة دكتوراه غير منشورة، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن.
- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية. (2015). *المعايير الشرعية: المعيار الشرعي رقم (17) صكوك الاستثمار*. البحرين.

References

- Abdel-Jalil, Tawfiq. (2014). The impact of the capital structure on the performance of Jordanian public shareholding industrial companies. *The Jordanian Journal of Business Administration*, 10(3), 390-403.
- Abu Dhabi Stock Exchange ADX. (2015). *Causes of stock price fluctuations*. Abu Dhabi, United Arab Emirates.
- Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions. (2015). *Shari'a Standards: Shari'a Standard No. (17) for Investment Sukuk*. Bahrain.
- Ahmad, N., Daud, S. N. M., & Kefeli, Z. (2012). Economic forces and the sukuk market. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 65, 127-133.
- Al-Jouriah, O. A. (2009). *Investment instruments and their developmental role in the economy*. Unpublished Master's Thesis, University Institute of Da'wah for Islamic Studies, Lebanon.
- Al-Orabi, Mustafa. (2016). *The role of Islamic sukuk in financing the economy of Malaysia as a model*. Unpublished PhD thesis, Taheri Mohamed University, Algeria.
- Al-Zubaidi, Hamza and Salama, Hussein. (2014). Testing the impact of some determinants of the capital structure: an analytical study of companies listed in the Saudi stock market (2003-2007 AD). *King Abdulaziz University Journal: Economics and Administration*, 28(1), 27-70.
- Bakang, M. N. (2015). Effects of financial deepening on economic growth in Kenya. *International Journal of Business and Commerce*, 4(7), 1-50.
- Choong, C. K., & Chan, S. G. (2011). Financial development and economic growth: A review. *African Journal of Business Management*, 5(6), 2017-2027.

- Dowabeh, A. (2006). *The Role of Financial Markets in Supporting Long-Term Investment in Islamic Banks*. (1st Ed.). Cairo: Dar Al Salam for Publishing and Distribution.
- Grassa, R., & Gazdar, K. (2012, June). The determinants of the development of the Sukuk market in GCC countries. In *International Conference on Islamic Capital Markets*.
- Hartmann, P., Maddaloni, A., & Manganelli, S. (2003), The Euro-area Financial System: Structure, Integration and Policy Initiatives. *Oxford Review of Economic Policy*, 19(1), 180-213.
- International Islamic Financial Market. (2018). *Annual report*. Bahrain.
- Islamic Sukuk Law. (2012). Article No. (8). the Hashemite Kingdom of Jordan.
- Kennedy, P. (1992). *A guide to econometrics*. Cambridge, Massachusetts: MIT Press
- Khabati, A. (2012). *The role of sukuk in achieving the efficiency of Islamic financial markets: A case study of the Islamic securities market in Malaysia*. Unpublished Master's Thesis, Larbi Ibn Mehdi University, Algeria.
- Le, T. H., Chuck, A. T., & Taghizadeh-Hesary, F. (2019). Financial inclusion and its impact on financial efficiency and sustainability: Empirical evidence from Asia. *Borsa Istanbul Review*, 19(4), 310-322.
- Mashkoor, Saud. (2018). The relationship between the policy of dividend distribution and the market value of the stock and its impact on determining the value of the company: An applied research in a sample of banks registered in the Iraqi Stock Exchange. *Kufa Studies Center Journal*, 1(50), 221-248
- Mustafa, Dalia. (2016). *The economics of Islamic sukuk: an analytical study*. Unpublished Ph.D. Thesis, University of Jordan, Amman, Jordan.
- Nzotta, S. M., & Okereke, E. J. (2009). Financial deepening and economic development of Nigeria: An empirical investigation. *African Journal of Accounting, Economics, Finance and Banking Research*, 5(5).
- Omar, M. (2009). Islamic Sukuk and its Contemporary Applications and Circulation, *Conference of the Islamic Fiqh Academy, nineteenth session*, Sharjah, United Arab Emirates, April 26-30, 2009.
- Rafiq, S., & Khair al-Din, M. (2012). Islamic Sukuk as a tool for financing economic development projects. In *The International Forum on: The Ingredients for Achieving Sustainable Development in the Islamic Economy*. Algeria: University of Guelma.
- Said, A., & Grassa, R. (2013). The determinants of sukuk market development: does macroeconomic factors influence the construction of certain structure of sukuk? *Journal of Applied Finance & Banking*, 3(5), 251-267.
- Smaoui, H., & Khawaja, M. (2017). The determinants of Sukuk market development. *Emerging Markets Finance and Trade*, 53(7), 1501-1518.
- Svirydzenka, Katsiaryna (2016). *Introducing a new broad-based index of financial development*, International Monetary Fund.
- The World Economic Forum. (2012). *The Financial Development Report*. USA Inc.
- World Bank. (December/2019). <https://www.worldbank.org/en/publication/gfdr/gfdr2016/background/financial-development>
- Zaatari, Aladdin. (2010). Sukuk definition, types, importance, role in development, *volume of issuance and challenges of issuance, Islamic Sukuk; Challenges, development, international practices*, July 18 and 19, 2010, Amman.
- Zanudin, T. I., Yusuf, N. H. M., Abdoh, W. M. Y. M., Zain, R. S., & Bulot, N. (2019). Determinant of Sukuk Market Development. *International Journal of Undergraduate Research*, 1(2), 1.7.