

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

Motaseem Abdullah Alzyout, Montaser Abdullah Alzyout, Dalia Ibrahim Mustafa

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

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>

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

معتمصم عبدالله الزبوت، منتصر عبدالله الزبوت، 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 سلبى ومهم إحصائياً على الحجم الكلي لإصدارات الصكوك. بالإضافة لما سبق، فقد أوضحت النتائج أن إصدارات القطاع العام تسبب نسبة الانتماء الممنوح 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.



© 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

تعدّ الصكوك الإسلامية إحدى أهم الأدوات المالية الإسلامية التي كانت نتاج جهود الساعين إلى تطوير الصيرفة الإسلامية وتخليص الناس من أوهان الربا وويلاته، حيث شكلت هذه الأداة خيارًا مهمًا للراغبين في الاستثمار أو التمويل وفق الشريعة الإسلامية الغراء، ومنذ دخولها حيز التطبيق لعبت دورها الهام في شتى مجالات التنمية الاقتصادية والاجتماعية؛ فهي بما تملكه من خصائص مؤهلة للركون إليها في تمويل المشروعات الاستثمارية ومشروعات البنية التحتية والتنموية بالإضافة إلى معالجتها العجز في الموازنة العامة، ومن جانب آخر فقد برز دورها الاجتماعي في أشكالها التي ظهرت مؤخرًا والمتثلة 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 لتقصي العوامل التي تؤثر بها وعليها بُغية معرفة السبيل إلى تطويرها وتفعيلها.

وللتطور المالي أهمية بالغة؛ فهو يعمل على تحقيق النمو المستدام والمتوازن، ويزيد من الفرص التمويلية بتعبئته للمدخرات الخاملة، كما أنّه يعمل على تسهيل المعاملات وجذب الاستثمارات الأجنبية، ويعزز الشفافية وممارسة الحوكمة وإدارة المخاطر. ولهذا فإنّ معرفة أثر التطور المالي على إصدارات الصكوك مهم بغية معرفة الطرق الموصلة إلى تطوير قطاع الصكوك وزيادة حجم إصداراتها، وذلك باستخدام بعض مقاييس التطور المالي.

أولاً: إشكالية الدراسة

تتمثل 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 وإصدارات 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 وإصدارات 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. ويفرغ 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.

ويفرغ 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

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

خامساً: 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، والانفتاح التجاري، والجودة المؤسسية على تطور سوق الصكوك الإسلامية. وقد توصلت الدراسة إلى وجود أثر سلبى للجودة المؤسسية على تطور سوق الصكوك، كما توصلت إلى وجود أثر إيجابى لكل من التضخم والنمو الاقتصادي والانفتاح التجاري على تطور سوق الصكوك.

ودراسة (Smaouil, 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 المتمثل 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، والتشريعات 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 والانفتاح التجاري) وتطور سوق الصكوك كما توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية مهمة إحصائياً لمعدل 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.

ودراسة (العربي، 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 المالىزية وبيان الدور الذي تلعبه في تمويل الاقتصاد المالىزي. ودراسة (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 حلت الدراسة أثر كل من: عوامل الاقتصاد الكلي (مثل: حجم الاقتصاد، والتضخم، ونسبة الفائدة، وغيرها)، والأزمة المالية العالمية، والنظام المالي المتمثل 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 إيجابى لكل من حجم الاقتصاد وتطور سوق السندات والنتائج المحلي الاجمالي على تطور سوق الصكوك الإسلامية، ووجود أثر سلبى 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 والعشوائية وذلك لاختبار أثر مؤشرات الاقتصاد الكلي، والقطاع المالي، والبيئة المؤسسية على تطور سوق الصكوك في مجلس التعاون الخليجي، وقد توصلت الدراسة إلى وجود أثر إيجابى ومهم إحصائياً للنتائج المحلي الاجمالي، والواردات النفطية وتطور سوق السندات وحجم القطاع المصرفي 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 سلبى لمعدل الفائدة والأزمة المالية العالمية 2008 على تطور سوق الصكوك.

أما دراسة (Ahmad, et al., 2012) فقد سعت إلى بيان أثر الاقتصاد الكلي على إصدارات الصكوك في ماليزيا خلال الفترة الزمنية الواقعة بين (1996-2011) باستخدام (Vector autoregressive models) وذلك لاختبار أثر كل من: مؤشر أسعار المنتج (PPI)، والتضخم، والنتائج المحلي الاجمالي، على إصدارات الصكوك، كما اختبرت الدراسة العلاقة السببية بين هذه المتغيرات وإصدارات الصكوك باستخدام اختبار (Granger causality) وقد توصلت الدراسة إلى أن الصكوك تسبب النتائج المحلي الاجمالي، 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 الى واقع الصكوك وحجم إصداراتها في أسواق المال، بالإضافة الى 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 أثرها؛ وهي التطور المالي بمقاييسه المختلفة وأخذاً بالاعتبار مكونات النظام المالي، وهذا لم يكن محطاً اهتمام الباحثين السابقين؛ حيث لم يعثر الباحثون حسب المعلومات المتوافرة لديهم -باللغتين العربية والانجليزية- على دراسة علمية تبين أثر هذه العوامل على إصدارات الصكوك، ومن هنا كانت هذه الدراسة محاولةً لتغطية هذا النقص وبناء أساس 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) بأن النظام المالي: مجموعة من المؤسسات والأسواق المالية التي تمكن الأفراد والشركات والحكومات من تمويل أنشطتها واستثمار مدخراتها. فهذا التعريف يشير إلى مكونات النظام المالي، بالإضافة إلى الوظيفة الأساسية للنظام المالي. فأنما مكونات النظام المالي فهي بالنسبة لهذا التعريف ثلاثة مكونات هي: المؤسسات المالية، والأسواق المالية، وفئة المتعاملين من أفراد وشركات وحكومات. وأما 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 التعاريف: تعريف (Svirydzenka, 2016, p:5) الذي عرّف التطور المالي على أنه: مزيج من العمق والكفاءة المالية وإمكانية الوصول للخدمات المالية. كما عرّفه (Choong & Chan, 2011, p: 2018) بأنه: التحسن في نوعية وكمية وكفاءة خدمات الوساطة المالية. بينما عرّفه تقرير التطور المالي (The Financial Development Report, 2012, p:3) بأنه: العوامل والسياسات والمؤسسات التي تقود إلى أسواق ووساطة مالية فعالة، إضافةً لتعميق وتوسيع الوصول لرأس المال والخدمات المالية. ونلاحظ من التعريفات السابقة أن بعضها يركز على خصائص النظام المالي المتطور وبعضها يركز على العوامل التي تؤدي إلى نظام مالي متطور، 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 تميز النظام المالي الذي يعمل على نحو جيد عما سواه من الأنظمة المالية الأخرى، وهذه الخصائص هي: العمق والكفاءة والاستقرار وإمكانية الوصول، حيث يتم قياس هذه الخصائص الأربع للمكونات الرئيسيين للنظام المالي وهما المؤسسات المالية والأسواق المالية¹. حيث يرى (Svirydzenka, 2016, p:5) أن العمق المالي (financial depth): هو حجم المؤسسات والأسواق المالية وسيولتهما، أما بالنسبة للكفاءة المالية (financial efficiency) فإن (Svirydzenka, 2016, p:5) يرى أنها: قدرة المؤسسات المالية على تقديم الخدمات المالية بتكاليف 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 والأسواق المالية وأنظمة الدفع. وأما بالنسبة --فيرى (Svirydzenka, 2016, p:5) أنها: قدرة الأفراد والشركات على الوصول إلى الخدمات المالية.

المطلب الثاني: الصكوك الإسلامية

تعدّ المملكة الأردنية الهاشمية أول من قدّم فكرة سندات المقارضة حيث برزت فكرتها في أثناء إعداد مشروع قانون البنك الإسلامي الأردني، وذلك ليستخدمها البنك في تمويل مشاريعه الكبرى (زعتري، 2010، ص:12)، ثم انتقلت إلى حيز التطبيق في أول إصدار لها في ماليزيا عام 1990م، إلا أن 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 وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله".

ثانياً: أنواع هياكل الصكوك

إنَّ التنوع في الصيغ التمويلية الإسلامية كان سبباً في تنوع هياكل الصكوك الإسلامية وذلك؛ لأنَّ هذه الهياكل تعتمد في بناءها على تلك الصيغ²، وهذا ما جعل الصكوك الإسلامية أكثر شمولاً واستيعاباً للنشاطات الاستثمارية المختلفة، وبذلك فهي تؤكد وتعزز الشمولية والتنوع في التمويل الإسلامي.

وفيما يلي بيان مختصر لأنواع هذه الهياكل، التي ورد ذكرها في المعيار الشرعي رقم (17) الصادر عن (AAOIFI)³:

- صكوك ملكية الموجودات المؤجرة: وهي أن يقوم مالك العين المؤجرة بتصكيك 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 مُصدرها مالك للعين الموجودة: يصدرها بغرض إجارة منافعها واستيفاء أجرها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك.
 - أن يكون مُصدرها مستأجر للعين الموجودة (مالك للمنفعة): وذلك أن يقوم مصدرها بإعادة تأجير المنفعة واستيفاء أجرها 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 التطبيب 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 التطبيب من مستشفى معلوم الاوصاف غير معين، حيث يتم إصدار الصكوك بغرض تقديم هذه الخدمة ويتم استيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها وتصبح هذه الخدمة مملوكة لحملة الصكوك.
- صكوك المرابحة
- صكوك السلم، والاستصناع
- صكوك المشاركة، وهي أنواع:
 - صكوك الشركة
 - وصكوك المضاربة
 - وصكوك الوكالة بالاستثمار
- صكوك المزارعة، وصكوك المساقاة، وصكوك المغارسة

ثالثاً: أهمية الصكوك الإسلامية لمكونات النظام المالي

أثبتت الصكوك الإسلامية - وبالأخص تلك المدعومة بالأصول- صمودها في وجه الأزمات المالية وقلة حالات التعثر فيها (مصطفى، 2016، ص: 10) وهذا يعني أنَّ إحدى فوائد الصكوك الإسلامية أنَّها تساهم في استقرار النظام المالي للدولة المصدرة. ولا يُفهم من هذا أنَّ أثر الصكوك وأهميتها تنحصر في النظام المالي، بل إنَّ آثار الصكوك تتعدى 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، وتُسهم في القضاء على مشكلة البطالة والأموال المعطلة، وتعمل على معالجة العجز في الموازنة العامة وحل مشكلة المديونية. إلَّا أنَّ هذه الدراسة اقتصرَت على أهمية الصكوك الإسلامية لمكونات النظام المالي

² وَرَدَ في قانون الصكوك الإسلامية الأردني المادة رقم (8) العقود الشرعية التي تُبنى عليها هياكل 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 عدة، منها:

- أن عملية التصكيك تساعد المؤسسات المالية المصدرة لها على الموازنة ما بين مصادر التمويل واستخداماتها ((صالح، 2008) والمشار إليه في (رفيق، خير الدين، 2012، ص: 247)) كأن تقوم المؤسسة المالية بإصدار صكوك لعشر سنوات لغاية الاستثمار في مشروع أجله عشر سنوات.
- تعد الصكوك الإسلامية مصدراً لتمويل طويل الأجل للمؤسسات المالية وبالأخص الإسلامية منها التي يرى (دوّابه، 2012، ص: 67) أن مواردها المالية - أي المؤسسات المالية الإسلامية - اتسمت غالباً بأنها قصيرة الأجل مما أعاق تحقيقها لأهدافها الاستثمارية طويلة الأجل وهذا ما أدى إلى توجيهها إلى الاستثمار قصير الأجل.
- تساعد الصكوك الإسلامية المؤسسات المالية على تمويل أصولها بالإضافة إلى تحويل أصولها غير السائلة إلى أصول سائلة في صورة نقدية يُمكنها توظيفها مرة أخرى مما يؤدي إلى توسيع حجم الأعمال (عمر، 2009، ص: 6)، كأن تقوم المؤسسة المالية بتصكيك أصولها القائمة وتحويلها إلى نقد.

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 المحرمة شرعاً كالسندات (رفيق، خير الدين، 2012، ص: 250).
- تزيد عملية التصكيك من درجة عمق السوق المالي من خلال تنوع المعروض من الأوراق المالية المتاحة للمستثمرين (خباطي، 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 وعينها

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 تتوفر كامل البيانات اللازمة لإجراء اختبار الفرضيات للدول المُنْتَغية.

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%
عُمان	0.48%

ثانيًا: متغيرات الدراسة

لغايات 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 إصدارات الصكوك الإسلامية لكل دولة (i) ولكل سنة (t) مقسومًا على GDP. وسيتمز له في هذه الدراسة بـ (Sukuk).
- المتغيرات المستقلة: تم تقسيم المتغيرات المستقلة إلى ثلاث 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، وسيتمز له في هذه الدراسة بـ (Cap).
 - الائتمان المحلي الممنوح للقطاع الخاص (Domestic Credit to Private Sector): الذي يقيس العمق المالي في المؤسسات المالية، حيث يشير إلى قيمة الائتمان المحلي الممنوح من قبل المؤسسات المالية للقطاع الخاص وذلك كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي GDP، وسيتمز 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، وسيتمز 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)، وسيتمز 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، وسيتمز 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 المصرفي لبلد ما، ويقاس بـ (العائد على الأصول + (حقوق الملكية/الأصول)) / (الانحراف المعياري للعائد على الأصول)، وهو نسبة جاهزة في التقارير، وسيتمز له في هذه الدراسة بـ (Z).

المطلب الثاني: منهجية الدراسة

لاختبار أثر التطور المالي على حجم إصدارات الصكوك الإسلامية تم استخدام تحليل الانحدار الخطي المتعدد (Multiple Regression)، كما قمنا باستخدام اختبار هوسمان (Hausman test) لاختبار 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

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

⁴ مصدر تعريف هذه المتغيرات هو البنك الدولي.

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

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

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

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

$$\ln\left(\frac{sukuk_{it}}{GDP_{it}}\right) = c_4 + \alpha_5 \ln\left(\frac{CAP_{it}}{GDP_{it}}\right) + c_6 \ln(turn_{it}) + c_7 \ln(Vol_{it}) + e_{it} \dots \langle 5 \rangle$$

تم احتساب اللوغاريتم الطبيعي لكل متغيرات الدراسة، حيث تشير (i) إلى الدول (i= 1...9)، و (t) إلى الزمن (t= 2005-2016)، أما $\left(\frac{sukuk_{it}}{GDP_{it}}\right)$ فتتمثل نسبة الإصدارات الكلية للصكوك السنوي من إجمالي الناتج المحلي للدولة i خلال العام t، وتمثل $\left(\frac{CR_{it}}{GDP_{it}}\right)$ نسبة الائتمان الممنوح 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 $(\alpha_3, \alpha_2, \alpha_1, \alpha_0)$: معاملات المتغيرات المستقلة للنموذج رقم (1)، و (Vol_{it}) تمثل التقلب في أسعار الأسهم، و (Z_{it}) هي Z-score، كما تشير $(\beta_3, \beta_2, \beta_1, \beta_0)$ إلى معاملات المتغيرات المستقلة للنموذج رقم (2)، و $(turn_{it})$: معدل الدوران في السوق المالي، و (ROE_{it}) : العائد على حقوق الملكية، و $(\gamma_3, \gamma_2, \gamma_1, \gamma_0)$: معاملات المتغيرات المستقلة للنموذج رقم (3)، تشير (c_3, c_2, c_1, c_0) و (c_7, c_6, c_5, c_4) إلى معاملات المتغيرات المستقلة للنموذجين 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، وتظهر النتائج كما في الجدول (2).

الجدول (2): الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

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

المصدر: من إعداد الباحثين

تظهر النتائج السابقة أن البيانات الخاصة بجميع المتغيرات لا تتبع التوزيع الطبيعي؛ وذلك لأن قيمة الالتواء لجميع المتغيرات لا تساوي (صفر) حيث إن قيمة الالتواء للتوزيع الطبيعي يجب أن تساوي (صفر)، ويعزز ذلك أن قيم التفرطح لجميع المتغيرات لا تساوي (3) حيث أن قيمة التفرطح

للتوزيع الطبيعي يجب أن تساوي (3)، (الزبيدي، وسلامة، 2014، ص53).

ثانيًا: الارتباط بين المتغيرات

فُمنّا 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

نُلاحظ من خلال الجدول السابق أنّ الارتباط بين المتغيرات يتراوح بين (0.66) و (-0.50) وهذا يعني عدم وجود علاقة تامة بين أيّ من المتغيرات السابقة.

ثالثًا: الارتباط العالي للمتغيرات المستقلة (Multicollinearity)

يُمثّل الجدول (4) اختبار الارتباط العالي للمتغيرات المستقلة وتدلّ النتائج على عدم وجود ارتباط عالٍ بين المتغيرات المستقلة: لأنّ (Variance Inflation Factor (VIF لكل 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

ثالثًا: 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		0.05		Z
	(0.50)		(1.47)		
0.002		-0.005			TURN
(0.60)		(-2.22)			
		**			
	-0.01	0.002			ROE
	(-0.92)	(0.13)			
19.92	0.00	2.49	4.03	22.19	معنوية F
***		*	**	***	
0.71	-0.001	0.03	0.9	0.71	Adjusted-R ²
FE	FE	RE	RE	FE	Hausman test

• 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	المعامل الثابت
(0.93)	(-2.64)	(-6.70)	(-4.93)	(-1.87)	(-3.67)	(-5.57)	(-3.21)	(-2.78)	(-5.47)	
	**	***	***	*	***	***	***	***	***	
	0.27			-0.27		-1.73			-1.12	CR
	(1.13)			(-0.63)		(-3.21)			(-1.62)	

0.58				0.48	-1.44				-0.91	CAP
(3.03)				(1.43)	(-3.25)				(-1.72)	
***					***				*	
-1.03			-0.63		0.41			-0.30		Vol
(-3.22)			(-2.18)		(0.78)			(-0.59)		
***			**							
	1.46		1.58			2.39		2.42		Z
	(2.56)		(3.33)			(1.74)		(2.00)		
	**		***			*		**		

القطاع الخاص					القطاع العام					TURN
0.09		0.00			-0.23		-0.60			
(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 F
***	**		***		***	***	**	***	***	
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 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

1. نتائج النموذج الأول

تشير النتائج إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية 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، والائتمان الممنوح للقطاع الخاص، وقد أظهرت النتائج أن القيمة الإجمالية للأسهم المدرجة في سوق الأوراق المالية ذات أثر سلبي ومهم إحصائياً على الحجم الكلي لإصدارات الصكوك؛ أي أن القيمة الإجمالية للأسهم المدرجة في سوق الأوراق المالية إذا زادت بنسبة (1%) فإن حجم إصدارات الصكوك سيقبل 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 إصدارها. وأما بالنسبة للائتمان الممنوح للقطاع الخاص لم يكن له أثر على حجم إصدارات الصكوك.

وعند الفصل بين إصدارات القطاع 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، وبما أن العمق المالي يشير إلى تراكم الأصول المالية بوتيرة أسرع من الثروة والناتج غير المالي (show, 1973 نقلاً عن: Bakang, 2013, p:9) وأنه يشير إلى قدرة المؤسسات المالية على نحو عام على تعبئة مواردها المالية وزيادة الأصول المالية لديها (Nzotta & Okereke, 2009, p:56): فإن 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 الائتمان 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 الائتمان 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 تسبب 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 هياكلها 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 ومهم إحصائياً على الحجم الكلي لإصدارات الصكوك؛ أي أن التقلب في أسعار

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

وعند الفصل بين إصدارات القطاعين العام والخاص نجد أنَّ الاستقرار المالي ذو أثر مهم إحصائيًا على حجم إصدارات الصكوك سواء بالفصل بين القطاعين أو بدونه، إلَّا أنَّه لوحظ أنَّ التقلب في أسعار الأسهم لم يكن له أثر إحصائي على حجم إصدارات القطاع العام بينما كان له أثر سلبي مهم على حجم إصدارات القطاع الخاص، لأنَّ التقلب في أسعار الأسهم يرجع أحيانًا إلى عوامل متعلقة بالشركات كأن تعاني من ضعف في الأداء أو حالة من عدم الاستقرار فإنَّ هذا يُجِد من قدرتها على إصدار الصكوك أو أي أداة مالية أخرى، ومن ناحية أخرى فإنَّ التقلب في أسعار الأسهم يزعزع ثقة المستثمرين في الاستثمار في الأدوات المالية التي يطرحها القطاع الخاص إلَّا أنَّ ثقتهم في القطاع العام لا تتأثر بذات المستوى الذي تتأثر فيه ثقتهم في القطاع الخاص نظرًا إلى اعتبارهم القطاع العام مناحًا آمنًا للاستثمار.

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

3. نتائج النموذج الثالث:

يختبر النموذج الثالث العلاقة بين الكفاءة المالية والحجم الكلي لإصدارات الصكوك ووفقًا لنتائج الاختبار فإن القوة التفسيرية للنموذج هي (0.03) وأن معنوية هذا النموذج غير مهمة إحصائيًا، كما تشير النتائج إلى أنَّ معدل دوران الأسهم ذو أثر سلبي مهم إحصائيًا على الحجم الكلي لإصدارات الصكوك؛ لأنَّ معدل دوران الأسهم يعكس درجة السيولة للسهم، وارتفاعه يعني تقليص مخاطر الاستثمار في الأسهم وبالتالي سيكون هذا خيارًا جيدًا 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 أنَّ الكفاءة المالية ذات دلالة إحصائية مهمة على إصدارات القطاع العام، على خلاف إصدارات القطاع الخاص؛ وهذا يعني أنَّ تأثير الكفاءة المالية على الحجم الكلي لإصدارات الصكوك سببه إصدارات القطاع العام.

4. نتائج النموذج الرابع

تشير نتائج الاختبار إلى أنَّ القوة التفسيرية للنموذج هي تقريبًا (صفر) وهذا يعني أنَّ 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 أنَّ معنوية هذا النموذج غير مهمة إحصائيًا وهذا يعني قبول الفرضية العدمية ورفض الفرضية البديلة؛ أي أنَّ التطور المالي في المؤسسات المالية لا يؤثر في الحجم الكلي لإصدارات الصكوك.

وعند الفصل بين القطاعين نجد أنَّ التطور المالي في المؤسسات المالية ذو دلالة إحصائية مهمة على إصدارات كلا القطاعين؛ لأنَّ بعض متغيرات النموذج كانت متعكسة الاتجاه في تأثيرها على إصدارات الصكوك بعد إجراء الفصل؛ فالانتماء الممنوح للقطاع الخاص ذو أثر سلبي ومهم على إصدارات القطاع العام وإيجابي وغير مهم على إصدارات القطاع الخاص؛ لأنَّ الزيادة في الانتماء الممنوح للقطاع الخاص يقلل من النسبة الكلية لمصادر الأموال المتاحة أمام القطاع العام ويزيد من نصيب القطاع الخاص من هذه الأموال وفقًا لما يعرف بأثر المزاحمة (Crowding out effect) وهذا يعني أنَّ الأدوات المالية الصادرة عن القطاع العام ستقل نسبيًا بزيادة الانتماء الممنوح 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 أنَّ (z-score) ذو أثر إيجابي ومهم إحصائيًا على إصدارات القطاع العام وذو 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 أنَّ معنوية النموذج ذات دلالة إحصائية مهمة وذلك عند مستوى (1%)، وهذا يعني رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة؛ أي أنَّ الاستقرار المالي يؤثر في الحجم الكلي لإصدارات الصكوك، كما تشير النتائج إلى أنَّ القيمة الاجمالية للأسهم المدرجة ذات أثر

سليبي 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 الاجمالية للأسهم المدرجة أصبحت ذات أثر سليبي ومهم إحصائياً على إصدارات القطاع العام وإيجابي ومهم احصائياً على إصدارات القطاع الخاص؛ لأنَّ 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 فإنَّ زيادة القيمة السوقية للأسهم قد تكون نتيجة قيام الشركات بزيادة الأرباح الموزعة مما يؤدي إلى انخفاض الأرباح المحتجزة والمتاحة للاستثمار (Westen, 1987، نقلا عن: مشكور، وصادق، 2018، ص: 230) وهذا يعني لجوؤها للأدوات المالية لتتمكن 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 تبين لنا وجود علاقة سببية بينها.

الجدول (5): نتائج اختبار السببية

النتيجة	F-Statistics	اتجاه السببية
يسبب	*32.6	Cr Sukuk →
يسبب	2.49 *	Cr Sukuk ←
يسبب	5.05 ***	CAP Sukuk ←
يسبب	3.46 **	Vol Sukuk →
يسبب	3.54 **	Vol Sukuk ←
يسبب	2.24 *	ROE Sukuk →
يسبب	3.78 **	Cr GSukuk ←
يسبب	9.71 ***	GSukuk CAP ←
يسبب	3.11 **	Vol GSukuk →
يسبب	7.48 ***	Vol GSukuk ←
يسبب	3.05 **	ROE GSukuk ←
يسبب	2.58 *	Cr PSukuk →
يسبب	2.25 *	CAP PSukuk ←
يسبب	3.46 **	Vol PSukuk →
يسبب	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 الاجمالية 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 واللدان يلعبان دوراً مهماً في القيمة الاجمالية 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 الممنوح 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 (2005-2016م) وذلك لما يشكّله النظام المالي من مخزن للموارد المالية الضرورية لتمويل مختلف النشاطات الاقتصادية ولما 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 للعمق المالي أثر إحصائي علمها.
2. عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية للانتماء للمنح للقطاع الخاص على الحجم الكلي لإصدارات الصكوك وكذلك الأمر بالنسبة لإصدارات القطاع العام والخاص.
3. وجود أثر سلبى ومهم إحصائياً للقيمة السوقية للسوق المالي على الحجم الكلي لإصدارات الصكوك، كما أنّ هناك علاقة ذات أثر سلبى 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 سلبى 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 إيجابى 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 سلبى ومهم إحصائياً بين معدل دوران الأسهم والحجم الكلي للإصدارات الصكوك وكذلك الأمر بالنسبة لإصدارات القطاع العام.
9. عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد على حقوق الملكية والحجم الكلي للإصدارات 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 سببية تبادلية غير مهمة إحصائياً بين الانتماء للمنح للقطاع الخاص والحجم الكلي لإصدارات الصكوك.
13. وجود علاقة سببية أحادية مهمة إحصائياً بين القيمة السوقية للسوق المالي والحجم الكلي لإصدارات الصكوك وكذلك الأمر بالنسبة لإصدارات كلا القطاعين العام والخاص.
14. وجود علاقة سببية ثنائية 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 يعتمدوها الباحثون نظراً إلى ضيق نطاق البحث وكثرة هذه المقاييس وصعوبة الإلمام 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 الجَد 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.
- الزبيدي، 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), 70-27.
- خباطي، ع. ح. (2012). دور التصكيك في تحقيق كفاءة الأسواق المالية الإسلامية: دراسة حالة سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا. رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة العربي بن مهيدي، الجزائر.
- دوابة، أشرف. (2006). دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية. (ط1). القاهرة: دار السلام للنشر والتوزيع.
- رفيق، ش. وخير الدين، م. (2012). *الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشروعات التنمية الاقتصادية*. في *الملتقى الدولي حول: مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي*. الجزائر: جامعة قلمة.
- زعتري، ع. (2010). *الصكوك تعريفها 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.
- العراقي، 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 وتداولها، مؤتمر مجمع الفقه الاسلامي، الدورة التاسعة عشر، الشارقة، الامارات العربية المتحدة*, 30-26 إبريل 2009م
- قانون الصكوك الإسلامية. (2012). المادة رقم (8). المملكة الأردنية الهاشمية.
- مشكور، س. (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*, 1(50), 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) لصكوك 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.