

## تأثير المحددات الاقتصادية على إصدار الصكوك الإسلامية

د. سامح عبد المقصود محمد أبو الذهب	د. شريف إسماعيل الحلبي	د. هبه الله أحمد سليمان
مدرس إدارة الأعمال كلية التجارة جامعة كفر الشيخ جمهورية مصر العربية	مدرس المحاسبة كلية الإدارة الجامعة العربية المفتوحة دولة الكويت	مدرس الاقتصاد كلية إدارة الأعمال جامعة سيناء جمهورية مصر العربية

### الملخص

أصبحت الصكوك أداة مالية إسلامية متزايدة الأهمية في كل من الدول الإسلامية وغير الإسلامية. كما أصبحت أيضاً أداة مهمة لجمع التمويل بفعالية وكفاءة من حيث تخصيص الموارد وتعبئتها في أسواق رأس المال الدولية. حيث شهد سوق الصكوك الإسلامية في السنوات الأخيرة مكانة متنامية، وقد كان سوق الصكوك مدفوعاً باهتمام كبير من مختلف الجهات المصدرة ذات السيادة وشبه السيادة والشركات في استغلال الصكوك لجمع الأموال، وأصبح سوق الصكوك في السنوات القليلة الماضية القطاع الأسرع نمواً في صناعة الخدمات المالية الإسلامية، خاصة في أعقاب الأزمة المالية العالمية حيث ظهرت عدة بلدان جديدة في سوق الصكوك العالمية مثل المملكة المتحدة وهونج كونج ولوكسمبورغ والسنغال وجنوب أفريقيا، وبلغ إجمالي قيمة إصدار الصكوك العالمية 979 مليار دولار خلال الفترة 2001-2017. وتعد ماليزيا مركز سوق الصكوك إلى حد كبير.

تهدف هذه الدراسة إلى قياس أثر المحددات الاقتصادية والمتمثلة في الانفتاح التجاري، معدل التضخم، وأسعار الصرف، وحجم الاقتصاد وحجم النظام المصرفي، وكذلك مرحلة تطور الدولة، بالإضافة إلى دراسة أثر مؤشرات الحكمة المؤسسية على قيم إصدار الصكوك. وكذلك دراسة أثر مؤشر الثقافة من خلال نموذج هوفستد على تطور إصدار الصكوك. وقد اعتمدت الدراسة على بيانات 277 مؤسسة مالية وجهات حكومية تقع في دول مجلس التعاون الخليجي بالإضافة إلى ماليزيا وتركيا باستخدام تحليل الانحدار. وتوصلت الدراسة إلى أن حجم الاقتصاد بالإضافة إلى معدل التضخم وحجم النظام المصرفي وكذلك مرحلة تطور الدولة لهم تأثير إيجابي على نمو سوق الصكوك. كما توصلت الدراسة لعدم وجود علاقة معنوية بين إصدار الصكوك ومعدلات سعر الصرف. وبالنسبة لتأثير متغيرات حوكمة الدول وجدت الدراسة علاقة إيجابية بين إصدار الصكوك وبين مقياس سيادة القانون، وعدم وجود علاقة معنوية لباقي المؤشرات. وأخيراً توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين إصدار الصكوك ومؤشر الثقافة اعتماداً على متغيرين، وهما «مؤشر عدم اليقين» و«مؤشر التوجه المستقبلي طويل الأجل» وعدم وجود علاقة معنوية لباقي مؤشرات الثقافة. وتوصي الدراسة بضرورة اهتمام الدول الراغبة في زيادة إصدارها من الصكوك العمل على تدعيم ثقافة التخطيط المستقبلي طويل الأجل وتقليل ثقافة عدم اليقين من أجل جذب أكبر عدد ممكن من المستثمرين في سوق الصكوك.

الكلمات المفتاحية: الصكوك، السندات الإسلامية، السندات، المحددات الاقتصادية، مؤشرات الحكمة المؤسسية، الثقافة والبنوك الإسلامية، تحليل الانحدار.

### المقدمة

شهد سوق السندات الإسلامية في السنوات الأخيرة نمواً غير مسبوق، حيث شهد سوق الصكوك العالمية مكانة متنامية كانت ذات أهمية كبيرة للمستثمرين المسلمين وغيرهم، وبرزت السندات الإسلامية ليس فقط كفرص استثمارية جذابة، ولكن أيضاً كمصادر لجمع أموال الشركات والصناديق السيادية. حيث كان سوق الصكوك مدفوعاً باهتمام كبير

\* تم استلام البحث في يناير 2020، وقبل للنشر في يونيو 2020، وتم نشره في سبتمبر 2022.

من مختلف الجهات المصدرة ذات السيادة وشبه السيادة والشركات في استغلال سوق الصكوك لجمع الأموال، وبالتالي تعد الصكوك أداة مالية للميزانية العمومية مدعومة بأصول مادية (Rezaei, 2013: 261). وأصبح سوق الصكوك في السنوات القليلة الماضية القطاع الأسرع نمواً في صناعة الخدمات المالية الإسلامية، خاصة في أعقاب الأزمة المالية العالمية حيث ظهرت عدة بلدان جديدة في سوق الصكوك العالمية مثل المملكة المتحدة وهونج كونج ولوكسمبورغ والسنغال وجنوب أفريقيا ولا تزال هناك بلدان أخرى في طور الإعداد لإصدار الصكوك لأول مرة في المستقبل القريب بما في ذلك كينيا وموريتانيا والمغرب ومالطا وتونس وغيرها، وتعد ماليزيا مركز سوق الصكوك إلى حد كبير (Smaoui & Khawaja, 2016).

بلغ إجمالي قيمة إصدار الصكوك العالمية 979 مليار دولار خلال الفترة 2001-2017. ويمثل عام 2012 عام الذروة في إجمالي إصدار الصكوك وكان ذلك مدفوعاً بالصكوك المحلية والتي بلغت 117 مليار دولار، وتمثل نسبة إجمالي إصدار الصكوك المحلية إلى إجمالي الصكوك العالمية 77.6% خلال الفترة 2001-2017. بينما بلغ إجمالي إصدار الصكوك الدولية 219 مليار دولار خلال نفس الفترة، ويمثل عام 2017 عام الذروة حيث بلغ إجمالي إصدار الصكوك 37 مليار دولار وكان ذلك مدفوعاً بإصدار حكومة المملكة العربية السعودية 9 مليار دولار صكوك سيادية، كذلك إصدار مؤسسة دبي للاستثمار صكوك شبه سيادية بقيمة مليار دولار، كذلك إصدار 150 مليون دولار من قبل مؤسسة التمويل الأفريقية ومقرها نيجيريا (IIFM, 2018: 24-25). وقد كانت الصكوك من ضمن الأدوات المالية التي وفرت للحكومات والشركات السيولة حيث بلغ إجمالي قيمة الصكوك السيادية العالمية 440 مليار دولار خلال الفترة 2001-2017 بنسبة 55% من إجمالي الصكوك العالمية خلال الفترة 2001-2017 مما يعني أن أكثر من نصف إصدار السندات يعد سندات سيادية لتوفير التمويل للحكومات. حيث ارتفع إجمالي إصدار الصكوك السيادية من 11 مليار دولار عام 2001 إلى 87 مليار دولار عام 2012 ثم انخفض إلى 35 مليار عام 2015 ثم عاود الارتفاع ليصل إلى 62 مليار دولار عام 2017. ويُعد الاتجاه في الإصدارات السيادية العالمية أمر مشجع، لأنه يدل على أن سوق الصكوك لديه قاعدة قوية لا تتزعزع في مواجهة الصدمات الاقتصادية. وتمثل صكوك الشركات 27% من الصكوك العالمية، والصكوك شبه السيادية 12.6% من الصكوك العالمية.

وحسب التوزيع الجغرافي لإصدار الصكوك على المستوى الدولي خلال الفترة 2001-2017 تمثل دول مجلس التعاون الخليجي 59.5%. وتعد الإمارات الرائدة بنسبة 29%، يليها السعودية 17.8%، ثم قطر 5.2%، البحرين 4.76%، الكويت 1.52%، عمان 1.18%. وتمثل قارة آسيا 34.6%. وتعد ماليزيا الرائدة بنسبة 24.8% يليها إندونيسيا 6.16% ثم هونج كونج وباكستان 1.64% لكل منهما وسنغافورة 0.32% واليابان 0.09%، والصين 0.04%. وتمثل أوروبا 5.58% حيث تعد تركيا الرائدة بنسبة 4.08%، أمريكا والمملكة المتحدة 0.62% لكل منهما ولوكسمبورج 0.13%، كازاخستان 0.04%، ألمانيا 0.09%، وفرنسا 0.0005%. وتمثل أفريقيا 0.4% تمتلك جنوب أفريقيا 0.23%، السودان 0.06%، نيجيريا 0.07%. مما يعني أن إصدار الصكوك لم يقتصر على الدول العربية والإسلامية بل تجاوزها.

وبالنسبة للتوزيع الجغرافي لإصدار الصكوك على المستوى المحلي تعد قارة آسيا الرائدة في الإصدار بنسبة 82.9% وتعد ماليزيا الرائدة بنسبة 73.39%، إندونيسيا 6.49%، باكستان 1.62%، ثم بروناي، سنغافورة، إيران، بنجلاديش، سيرلانكا. وتمثل دول مجلس التعاون الخليجي 12.9% وتعد السعودية الرائدة 7.40%، البحرين 2.27%، قطر 1.90%، الإمارات 1.09%، الكويت والأردن 0.04% لكل منهما، اليمن 0.03%. وتمثل أفريقيا 2.8%، تعد السودان الرائدة بنسبة 2.56%، نيجيريا السنغال 0.06% لكل منهما، توجو 0.03%، جامبيا 0.02%. والدول الأوروبية 1.43% وكانت من نصيب تركيا (IIFM, 2018: 41-46).

وقد أكدت قاعدة بيانات (2015) Thomson Reuters Zawya أن الصكوك أصبحت أداة مالية إسلامية متزايدة الأهمية في كل من الدول الإسلامية وغير الإسلامية. كما أصبحت الصكوك أيضاً أداة مهمة لجمع التمويل بفعالية وكفاءة من حيث تخصيص الموارد وتعبئتها في أسواق رأس المال الدولية. وعلى الرغم من أن هناك تطورات حديثة فيما يتعلق بتنوع أسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي فقد توصلت دراسة (2018) Grassa and Miniaoui إلى أن دوافع الشركات التي تصدر الصكوك ظلت غير مستكشفة إلى حد كبير. ومع ذلك هناك دراسات محدودة تبحث في تأثير التغيرات في متغيرات الاقتصاد الكلي على أسواق الأسهم والسندات والصكوك الإسلامية في الدول الإسلامية (2012) Ahmad. N. et al., والتي تطلب مزيداً من الأبحاث في هذا المجال وتحفزنا على إجراء هذا البحث.

وفي حين ركزت مجموعة كبيرة من الأدبيات على محددات تطور سوق السندات، إلا أنه يوجد ندرة في الدراسات التي حاولت مناقشة محددات تطور سوق السندات الإسلامية (سوق الصكوك). بينما ركزت معظم الأبحاث الأخرى على الإطار النظري للصكوك. وبالتالي من المهم التحقيق في العوامل التي تدفع النمو السريع لسوق الصكوك في جميع أنحاء العالم. تحاول هذه الدراسة تحديد تأثير عوامل الاقتصاد الكلي على إصدار الصكوك في الدول الثماني المصدر للصكوك بشكل رئيس وهي: المملكة العربية السعودية، والكويت، والإمارات العربية المتحدة، وعمان والبحرين، وقطر، وماليزيا وتركيا. وعلى وجه الخصوص، سنحاول دراسة تأثير كل من: (1) العوامل الاقتصادية الكلية، (2) النظام المالي (3) البيئة المؤسسية (4) أبعاد الثقافة على تطوير سوق الصكوك. وذلك خلال الفترة 2011-2017 باستخدام تحليل الانحدار وباستخدام بيانات لحوالي 277 مؤسسة مالية وجهات حكومية.

## خطة الدراسة

يقسم البحث إلى ثمانية أجزاء كما يلي: الجزء الثاني يتضمن فروض الدراسة، ويتضمن الجزء الثالث تعريف الصكوك وأنواعها ودورها في تمويل النمو الاقتصادي، الفرق بينها وبين السندات التقليدية وثقافة النظام الرأسمالي والصكوك الإسلامية، ثم يتضمن الجزء الرابع الدراسات السابقة التي تناولت موضوع الصكوك في الأدبيات العربية والانجليزية، يتضمن الجزء الخامس النموذج القياسي للبحث وكذلك عرض فروض الدراسة، في الجزء السادس يتم عرض منهجية البحث، وصف النموذج المستخدم. كما يتلو ذلك التحليل الإحصائي وأهم النتائج بالجزء السابع وأخيرًا بالجزء الثامن يتم عرض خاتمة البحث بما تتضمنها من تلخيص أهم النتائج وحدود البحث بالإضافة إلى عرض بعض التوصيات والتي تمثل نقاط بحث مستقبلية.

## فروض الدراسة

تحاول الدراسة اختبار مدى صحة الفروض التالية:

- 1- هناك علاقة إيجابية بين المحددات الاقتصادية ونمو سوق الصكوك.
- 2- تلعب مؤشرات الجودة المؤسسية دور هام في نمو سوق الصكوك.
- 3- مؤشرات الثقافة لها تأثير إيجابي على نمو سوق الصكوك.

## الإطار النظري للصكوك الإسلامية

مفهوم الصكوك وأنواعها

تعرف الصكوك لغة كما ورد في لسان العرب<sup>(1)</sup> أن معنى كلمة الصكوك جمع (صك) وهي كلمة فارسية معربة، وتعني شهادة، أو وثيقة، أو مستند. كذلك تعرف الصكوك اصطلاحًا كما أكد (المطلق، 2013) أن المعنى الاصطلاحي للصكوك يقصد به ما يلي: الصك عند أهل الاختصاص من القانونيين والاقتصاديين قريب من معناه اللغوي؛ حيث يطلق على الوثيقة التي تتضمن إثباتاً لحق من الحقوق، كما يطلق على الكتاب الذي يكتب فيه وقائع الدعوى وما يتعلق بها من الإقرارات. الصكوك عبارة عن أوراق مالية تثبت لصاحبها حقًا شائعًا في ملكية المال المراد تقليبه في مشروع تجاري من أجل الحصول على الأرباح. وتعد الصكوك من أفضل وسائل التمويل الاقتصادي المتفقة مع الشريعة الإسلامية والتي يقصد منها تنمية الاقتصاد الإسلامي من ناحية وتحقيق أرباح كبيرة من ناحية أخرى.

ويشير (باوني، 2016) إلى أن الصكوك عبارة أوراق مالية تصدر عن مؤسسات مالية شرعية تلتزم بأحكام الشريعة حيث تقوم بتقسيم رأس مال المشروع إلى حصص متساوية تمثل ملكية شائعة في رأس مال المشروع وتعلن الاكتتاب الموجه للجمهور حيث يتم تسديد قيمة الصك وبعد صاحبه مالًا لحصة شائعة يستحق الربح وتحتمل الخسارة بنسبة قيمة الصك حيث يقابل الصك السهم وقد تكون الصكوك تمثل رأس مال أصل مالي كالأعمال أو المنافع أو الخدمات في أي مشروع استثماري تسعى المؤسسات المالية لتحقيقه وتحتاج إلى تمويل أو سيولة نقدية متجهة نحو التصكيك وإصدار

(1) ابن منظور، لسان العرب، بيروت: دار إحياء التراث، ط3

الأوراق المالية وفق أحكام الشريعة لتمويل المشاريع الاستثمارية سواء كانت الجهات التي تسعى للتمويل حكومية أو خاصة حيث تستخدم الصكوك كأوراق مالية بديلة عن الأوراق التجارية والمالية في البنوك التقليدية.

وتعرف الصكوك وفقاً لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية (الإيوفي) في المعيار الشرعي رقم (17) بالصكوك الاستثمارية تمييزاً لها عن الأسهم وسندات القرض بأنها «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» (هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية، 2015: 467). ويعني ذلك أن الصكوك أوراق مالية مدعومة بالأصول التي توفر لحاملها ملكية في الأصل الأساسي، ويتم استثمار الأموال من قبل الجهات المصدرة بمعدل مشاركة في الأرباح المتفق عليها مسبقاً، وبالتالي تجنب أي معاملة قائمة على الفائدة (Smaoui & Khawaja, 2016: 4) وكذلك يتحملون الخسارة بنسبة ما يملكه كل منهم من صكوك (هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية، 2015: 467)، كما أن الصك قابل للتداول في البورصة (قنطقي، 2015: 437)، كما أن طرفاً عقد الإصدار هما مصدر الصكوك والمكتتبون فيها (هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية، 2015: 472).

وهناك بعض الاعتبارات المهمة حول الصكوك لتكون ضماناً متوافقاً مع أحكام الشريعة الإسلامية. أولاً ينبغي نقل ملكية الأصول الأساسية إلى حاملي الصكوك، حيث لا يمكن للمصدر الاستمرار في امتلاك الأصول بمجرد إصدار الصكوك. ثانياً، يجب أن تمثل الصكوك أصولاً خالية من أي التزامات، ويعني ذلك أن الأصول الأساسية لا يمكن أن تمثل الذمم المدينة أو الديون. وأيضاً في حالة عجز أرباح المصدر عن تحقيق العوائد المتوقعة، لا يجوز تقديم قروض لحاملي الصكوك. وأخيراً، في وقت الإصدار، لا يمكن أن يكون هناك تعهد يسمح للمصدر بإعادة شراء الأصول الأساسية بالسعر الاسمي. وتكون طريقة إعادة الشراء المقبولة هي إعادة الشراء بالقيمة السوقية (Smaoui & Khawaja, 2016) أو بالسعر الذي يرتضيه حامل الصك ومصدره حين الاسترداد (هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية، 2015: 480)، وقد صنّف (Safari et al., 2014) الصكوك على أساس هيكلها إلى الأنواع الرئيسية التالية:

**صكوك مشاركة:** عقد المشاركة هو ترتيب شراكة بين طرفين (أو أكثر)، حيث يساهم كل شريك في رأس مال الشركة في صورة مساهمات نقدية أو مساهمات عينية. يشترك شركاء المشاركة في أرباح المشاركة بنسب متفق عليها مسبقاً ويتقاسمون خسائر المشاركة بما يتناسب مع استثماراتهم الأولية في رأس المال. وتعرف بأنها وثائق متساوية القيمة (أوراق مالية على أساس الأسهم) تصدر لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع، أو تمويل نشاط على أساس المشاركة، ويصبح المشروع ملكاً لحامل الصكوك (الرشيد وعزي، 2018). ويتحمل حاملو الصكوك الملكية في المشروع بناءً على ملكية كل منهم. وبالتالي فإن المشتريين هم أساساً شركاء في المشروع. ويتم تقاسم الأرباح والخسائر كما هو الحال في عقد المشاركة ويمكن استخدام صكوك المشاركة في تمويل المشاريع ذات الإيراد مثل محطات الكهرباء والموانئ والمطارات وغيرها.

**صكوك مرابحة:** يشار إليها أيضاً باسم صكوك «الخصم». والمرابحة هي نوع من عمليات البيع حيث يتم الإعلان عن تكلفة البضائع وكذلك ربح البيع مقدماً لكلا الطرفين. ويتم تحديد سعر الشراء وسعر البيع وهامش الربح بوضوح في وقت الاتفاق. وفي صكوك المرابحة، من المتوقع أن يكون المبلغ المرتجع في وقت انتهاء العقد أعلى من المبلغ الأصلي، ولكن لم يتم تحديده صراحةً في وقت مبكر. وتعتبر صكوك المرابحة أداة مناسبة لتمويل شراء الأصول ومستلزمات الإنتاج من آلات ومعدات ووسائل نقل.

**صكوك إجارة:** تستند إلى مبدأ عقود التأجير الإسلامي. حيث تتطلب عقود الإيجار القائمة على تمويل الإجارة نقل الملكية من المؤجر إلى المستأجر. يفترض أن يكون لدى المستأجر ملكية الأصل خلال فترة الإيجار. ويكون المستأجر مسئولاً فقط عن خسارة الأصول المؤجرة بسبب الإهمال ولكن ليس عن أي خسائر أخرى، خاصة المتعلقة بملكية الأصل. وبالنسبة لصكوك الإجارة يمكن أن يطلق عليها أوراق مالية ذات «عائد ثابت»، حيث أن الحائزين يتلقون مدفوعات إيجار دورية لملكية الأصول الأساسية، كما هو الحال مع المؤجر الذي يتلقى مدفوعات الإجارة. ويتم إصدار هذه الشهادات على الأصول المستقلة المحددة في الميزانية. ويمكن أن تكون الأصول أي أصول ثابتة يتم تأجيرها مثل الطائرات والأرض والسفن (Said & Grassa, 2013).

**صكوك مضاربة:** المضاربة هي علاقة تعاقدية بين طرفين، أحدهما يقدم رأس المال والآخر يمد العمل بالمهارة. ويمنح كل طرف حصة من الأرباح على النحو المحدد في وقت الاستثمار. ونظرًا لأن رأس المال مقدم من طرف واحد فقط هنا، فإن خطر الخسارة يتحمله بالكامل أيضًا. وبالنسبة لصكوك المضاربة، يمكن اعتبارها أدوات ذات عائد متغير. يحدد العقد نسبة مشاركة الأرباح بدلاً من مبلغ معين، وبالتالي فإن العائدات إلى أصحابها تخضع للعوائد التي حققها المصدر. وهي صالحة للأعمال الاستثمارية المتوقعة ربحها، فتمول الأصول والمواد الخام وتصلح في مجالات التصنيع والمقاولات وغيرها (عربيات، 2018).

**صكوك استصناع:** هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكًا لحاملي الصكوك. وفي اتفاقية البيع بالاستصناع، يُطلب من الصانع تصنيع سلعة محددة للمشتري. ويتم تحديد سعر ومواصفات البضائع مقدمًا. وفي حالة صكوك الاستصناع، يتم استخدام الأموال لأغراض التصنيع، مثل السلع أو المباني وما إلى ذلك. ويتم سداد المدفوعات لصاحب التسجيل من خلال أقساط بقيمة متفق عليها مسبقًا. تتضمن الدفعة الأخيرة مبلغًا إضافيًا بناءً على القيمة السوقية للعنصر المصنَّع.

**صكوك سلم:** تهدف إلى توفير التمويل للمشاريع التي يتم فيها سداد المدفوعات قبل المعاملة. بمعنى بيع سلعة مؤجلة التسليم بثمن معجل، والسلعة هي من قبيل الديون العينية لأنها موصوفة في ذمة البائع. لذلك تعتبر هذه الصكوك غير قابلة للبيع أو للتداول في حالة إصدار الصك من قبل البائع أو المشتري، بل يُحتفظ بها حتى تاريخ الاستحقاق (قنطقجي، 2015: 440). وتعد هذه العقود قابلة للتطبيق على نطاق واسع في صناعات الزراعة والتعدين، حيث تقوم المؤسسة المالية بالدفع مقدمًا لشراء الأصول، والتي من المفترض أن يزودها البائع في تاريخ متفق عليه مسبقًا. وبالنسبة للدفع مقدمًا تحدد الأطراف المتعاقدة تاريخًا مستقبليًا لتوريد السلع ذات الكمية والنوعية المحددة (Smaoui & Khawaja, 2016: 7).

### المزايا الاقتصادية للصكوك

- تشير (الحنيطي، 2015) إلى أن عملية التصكيك توفر عدة مزايا اقتصادية يمكن إجمالها بما يلي:
- تساعد عمليات التصكيك في المواءمة بين مصادر الأموال واستخداماتها بما يساهم في تقليل مخاطر عدم التماثل بين آجال الموارد واستخداماتها.
  - يزيد التصكيك من قدرة المنشأة على زيادة نشاطها دون الحاجة إلى زيادة رأسمالها.
  - توفر عمليات التصكيك فرصًا استثمارية متنوعة للأفراد والمؤسسات والحكومات بصورة تمكنهم من إدارة سيولتهم بصورة مربحة.
  - تساعد عمليات التصكيك في نمو الناتج المحلي الإجمالي دون الحاجة إلى استثمارات إضافية. وتزيد عمليات التصكيك من درجة تعميق السوق المالية.
  - لا تتعامل بالدين، وإنما تشجع وتحفز على تداول أدوات الملكية بشكل واسع وتستحدث من الصيغ الاستثمارية، كل ما يخدم عملية التبادل الحقيقي للسلع والخدمات، الذي يؤدي إلى ربط الاقتصاد الحقيقي بالاقتصاد المالي.
  - الحد من التضخم، وذلك عن طريق مساهمة هذه الأدوات في إتاحة السيولة والتمويل طويل الأجل لإيجاد فرص استثمارية جديدة.
  - تقدم قناة جيدة للمستثمرين الذين يريدون استثمار فائض أموالهم، ويرغبون في الوقت نفسه أن يستردوا أموالهم بسهولة عندما يحتاجون إليها؛ لأن المفروض في هذه الصكوك أن تكون لها سوق ثانوية تباع فيها وتُشترى.
  - مسابرة التغيرات الدولية الحاصلة في سوق التمويل بغرض إرضاء المستثمر المحلي بدلاً عن انتقاله لاستهلاك هذه الخدمات في الخارج.
  - إتاحة فرص لسداد عجز الموازنة العامة للدولة بتوفيره موارد حقيقية غير مؤثرة سلبيًا على المستوى العام للأسعار بما يمكنها من تمويل مشروعات التنمية الأساسية بصورة غير مكلفة.
  - تنوع صكوك الاستثمار وتعددتها، فهناك أنواع قائمة على التبرعات والبر والإحسان، وأساليب للتمويل قائمة

- على المشاركات (الصكوك الخيرية والصكوك الاستثمارية) وهذا يتيح فرصاً ومجالات أكثر لتمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة.
- تقوم الصكوك الاستثمارية على أساس دراسات الجدوى من الناحية الاقتصادية، وعلى أساس الحلال من الناحية الشرعية، وهذا يعني أن المشروعات عند دراستها تخضع للأولويات الإسلامية من ضروريات وتحسينات، مما يحقق تخصيصاً أمثل للموارد.
  - تسهم الصكوك في القضاء على مشكلة البطالة، وزيادة مستوى التشغيل وتشغيل الأموال المعطلة، كون هذه الصكوك تحقق رغبات المستثمرين والمدخرين على حد سواء.

### الصكوك مقابل السندات

تُصنف الصكوك والسندات كأوراق مالية ذات دخل ثابت، وتصدر إلى حد كبير لنفس المجموعة من الأغراض، وتستخدم كلاهما لتمويل طويل الأجل. ومع ذلك فإنه هناك اختلافات في هياكلها وآلياتها (Al-Raeai & Abdul Rahman, 2018: 246). أولاً، الصك يمثل حصة ملكية في صافي أصول الشركات، في حين أن السند يمثل ديناً في ذمة الشركة التي تصدره، ولا يتعلق بأصول الشركة. ثانياً، حامل السند لا يتأثر بنتيجة أعمال الشركات، ولا بمركزها المالي لأن مالكة يستحق القيمة الاسمية للسند مضاعفاً إليها الفوائد وليس له صلة بالأصول المالية للشركة، بخلاف مالك الصك، فإنه يتأثر بنتيجة أعمال الشركة أو المشروع ويشارك في تحمل المخاطر. ثالثاً، يعتبر الصك دليل على نقل الملكية في عمليتي البيع والشراء بينما السند ليس له علاقة بالملكية بل بالمبلغ المدفوع. رابعاً، نشرة إصدار الصك تتضمن القواعد الشرعية وعلى مستخدم حصيلة الإصدار مراعاة الضوابط الشرعية وإذا خالفها يتحمل المسؤولية بينما السند لا تتضمن نشرة الإصدار الضوابط الشرعية. (قنطقجي، 2015: 448) وبالتالي مُصدر السندات التقليدية ليس مطلوباً منه إرجاع أكثر من المبلغ الأساسي والفائدة المتفق عليها مهما كانت الأرباح التي قد تكون حصل عليها. لذا فإن حاملي السندات ليس لديهم الحق في البحث عن حصة في الأرباح تتجاوز الفائدة (Hanefah et al., 2013:108).

وتعتبر الصكوك من أفضل وسائل اجتذاب المدخرات الحقيقية وتجميع الأموال اللازمة لتمويل مشروعات البنية التحتية ذات الجدوى الاقتصادية والاجتماعية وتستخدم في مشروعات استثمارية في كافة مجالات التنمية. كما أن الصكوك بمختلف الصيغ الإسلامية يمكن أن تستخدم أيضاً لتعبئة ودائع قصيرة الأجل بهدف تطوير وتمويل تلك المشروعات. وتتم هذه العملية من خلال إجراء عملية (التسديد أو التوريق) أي تحويل الأصول الملموسة للحكومات مثل المطارات، والطرق والمباني والمستشفيات إلى وحدات في الصك وعرضها في السوق لجذب المدخرات لتمويل هذه المشروعات طويلة الأجل (قنطقجي، 2015، 450-452).

وفي دراسة (Ariff & Safari, 2012) والتي تبحث بشكل تجريبي هل الصكوك هي نفسها السندات التقليدية. من خلال ما إذا كان العائد على استحقاق الصكوك والسندات التقليدية بنفس تصنيف الجودة يعطي العائد نفسه للمستثمرين، وهل يوجد علاقة سببية بين الصكوك والسندات؟ فقد توصلت نتائج الدراسة إلى أنه يوجد اختلاف كبير في عائد الصكوك مقابل عائد السندات، علاوة على ذلك لا يوجد علاقة سببية بين عائدين هذين النوعين من الأوراق المالية. كذلك أوضحت دراسة (Afahar, 2013) أنه يوجد اختلافات جوهرية في العائد بين الصكوك والسندات التقليدية. وتعتمد السندات التقليدية على أداة الدين بينما يعتمد تمويل الصكوك على طريقة حقوق الملكية.

### الضوابط المنظمة للتعامل بالصكوك:

- يوضح (معاودة، 2015) أنه هناك ثلاثة ضوابط أساسية للتعامل بالصكوك هي:
- الضابط الأول: أن مستند الصكوك قائم على أساس عقد من العقود المشروعة التي تقوم على أركان وشروط معتبرة فقهاً وقانوناً.
  - الضابط الثاني: أن الصكوك بما تحمله من قيمة مالية تلقي بظلال المسؤولية وتحمل التبعات المتعلقة بإصدارها على جميع أطراف العقد.
  - الضابط الثالث: أن قابلية الصكوك للتداول تُلزم أطراف العقد بالكيفيات الملائمة لانتقالها من يدٍ إلى يد، أو التصرف فيها بما لا يتعارض مع قواعد البيع وقواعد الملكية وأحكام الديون المحددة في فقه الشريعة الإسلامية.

## دور الصكوك في تمويل الاقتصاد

يؤكد (حكيمه، وإلهام، 2017) على أن الصكوك من أهم أدوات الصناعة المالية الإسلامية بالنظر لدورها الفعال في تمويل الاقتصاد الحديث كما يلي:

- دور الصكوك الإسلامية في تجميع وحشد الموارد المالية: تتميز الصكوك الإسلامية بقدرتها على تجميع وتعبئة المدخرات من مختلف الفئات وذلك لتنوع آجالها ما بين قصير ومتوسط وطويل، وتنوع فئاتها من حيث قيمتها المالية، وتنوع أغراضها، وكذا تنوعها من حيث طريقة الحصول على العائد، ومن حيث سيولتها المستمدة من إمكانية تداولها في السوق الثانوية من عدمه، إضافة إلى تلك المميزات تتمتع الصكوك الإسلامية بعدم تعرضها لمخاطر سعر الفائدة، لأنها لا تتعامل به أصلاً، كما أن الصكوك الإسلامية لا تتعرض لمخاطر التضخم، بل تتأثر بالتضخم إيجابياً، لأن هذه الصكوك تمثل أصولاً حقيقية في شكل أعيان وخدمات ترتفع أسعارها بارتفاع المستوى العام للأسعار مما يؤدي إلى ارتفاع عائدات الصكوك لتلك الأصول.
- دور الصكوك في تمويل المشاريع الاستثمارية: إن التركيز على المصادر الداخلية لتوفير الموارد المالية وربطها باستخدامات تنموية حقيقية يعتبر خياراً أمثل خاصة بالنسبة للدول النامية. وقد تكون الصكوك الإسلامية من بين الوسائل الفعالة في هذا المجال، لأنها قادرة على تحقيق الغرضين معاً وهما تعبئة الموارد وضمان توجيهها إلى مجالات استثمارية حقيقية، إذ أن التحدي الكبير والرئيس في مجال الصناعة المالية الإسلامية لا يكمن فقط في قدرة الابتكارات المالية على تعبئة الموارد المالية، وإنما في طريقة استخدام هذه الموارد، بحيث تقرب بين تلك الموارد وبين الهدف التنموي المنشود منها، وعليه فكفاءة استخدام الموارد المالية التي تم جمعها عن طريق الصكوك الإسلامية توازي قدرتها على تعبئة هذه الموارد.
- دور الصكوك الإسلامية في تمويل مشاريع البنى التحتية والتنمية: الصكوك الإسلامية أداة يمكن استغلالها لتمويل مشاريع البنى التحتية والمشاريع الضخمة التي تتطلب إقامتها رؤوس أموال كبيرة، وهي بذلك تحقق فوائد لكل من المصدر والمستثمر، فالصكوك الإسلامية تلي احتياجات الدول في تمويل مشاريع البنية التحتية والمشاريع الحيوية بدلاً من الاعتماد على سندات الخزينة والدين العام.

## ثقافة النظام الرأسمالي والصكوك الإسلامية

يقول (رضوان، 2012) لقد انتهى الفكر المالي في النظام الرأسمالي إلى أن التمويل بالدين Debt Financing هو أحد الخصائص الجوهرية للنظام الرأسمالي وهو ما ذكره Dong Noland عن منسكي Minsky أحد قادة الفكر الاقتصادي المعاصر. لكن منسكي استشعر خطر التوسع في عمليات الإقراض والاقتراض والتي تفتت في المجتمع الرأسمالي من مرحلة لأخرى. ويؤكد حقيقة أن الأزمات التي يتعرض لها النظام الرأسمالي وما يترتب عليها من مضار لا تؤخذ في الاعتبار، فما أن يتأكد المقرضون والمستقرضون من احتواء الآثار التي تمخض عنها عدم استقرار ما يترقبونه من فوائض أو أرباح، إلا وتبع ذلك استئناف البنوك وأصحاب الأعمال لعمليات التمويل بالدين والتوسع في النشاط الإقراضي. وأكد منسكي ذلك في موضع آخر بقوله: «إن الرأسمالية يلازمها عدم الاستقرار، فكل أزمة يتم احتواؤها بنجاح، تشجع على المزيد من المخاطرة بالمضاربة والمزيد من مخاطر الإقراض والاقتراض».

وعلى الجانب الآخر لهذه الصورة الفكرية لواقع النظام الرأسمالي المملئ بالأزمات والمخاطر تأتي الصكوك الإسلامية التي يؤكد (حسانين، 2012) أنها (استجابة خلاقة في مجال العمل المصرفي الإسلامي، نظرًا لما تمثله من استيعاب التطور في سوق الخدمات المصرفية، الذي شهد تغيرات نوعية عديدة، ويعتبر ظهور «المصرفية الشاملة» أبرز الانعكاسات التي أفرزتها حدة المنافسة في الأسواق المصرفية، والتي خرج بها الجهاز المصرفي من إطار العمل التقليدي المعتمد على عمليات الإيداع والقروض المصرفية إلى دور أوسع وأشمل يستجيب للتغيرات في العمل المصرفي، فكان التحرك في أنشطة هذه المصارف نحو تغليب أدوات الاقتصاد الحقيقي، وانعكس ذلك في جانب الأصول في الأنشطة التمويلية طويلة الأجل، والقيام بأعمال الصيرفة الاستثمارية والمساهمة في المشروعات الجديدة، والتوسع في عمليات التأجير للأصول الإنتاجية وغيرها من نشاطات الاستثمار المختلفة مثل إنشاء والمساهمة في شركات الاستثمار المؤسسي، وشركات رأس مال المخاطر، وتكوين محافظ استثمارية للعملاء. كما كان من أهم التطورات المالية المعاصرة بروز ظاهرة «التوريق» أي تحويل الأصول

الجامدة والقروض والديون إلى أوراق مالية (أسهم، صكوك، سندات) وتسييلها في بورصات الأوراق المالية، وذلك في اتجاه لتقليل حجم أرصدة القروض والأصول غير السائلة وتخفيض المخاطر وتوفير السيولة الملائمة، واقتناص الفرص الاستثمارية.

## الدراسات السابقة

على الرغم من ظهور الصكوك في مختلف الأسواق على مستوى العالم، إلا إنه هناك دراسات محدودة للغاية حول المحددات الاقتصادية والمؤسسية لتطوير ونمو سوق الصكوك. ومن بين هذه الدراسات التي تناولت هذا الموضوع دراسة (Hussainey et al., 2017) والتي تهدف إلى توضيح تأثير الكفاءة على أداء البنوك الإسلامية بالتطبيق على 151 مصرفاً إسلامياً خلال الفترة من يناير 2013 إلى ديسمبر 2013، حيث تعرف الكفاءة بأنها نسبة التكلفة إلى الدخل. وقد وجدت الدراسة أن المستويات الأعلى لكفاءة البنوك الإسلامية ترتبط ارتباطاً إيجابياً بأداء البنوك والذي يقاس بعائد الأصول، وتظهر الدراسة أن أبعاد هوفستد للثقافة Hofstede Culture Dimensions، مسافة السلطة Power Distance، الفردية Individualism، تجنب عدم اليقين Uncertainty Avoidance، وطبيعة النظام المصرفي لهم تأثير إيجابي على أداء البنوك الإسلامية.

وتحاول دراسة (Naifar et al., 2017) توضيح ما إذا كانت السندات الإسلامية (الصكوك) مختلفة عن السندات التقليدية من خلال دراسة تأثير عدم اليقين بالنسبة للمؤشرات الاقتصادية الإقليمية والعالمية على السندات التقليدية والصكوك باستخدام نموذج الانحدار الكمي خلال الفترة 2010-2014 بالتطبيق على ماليزيا وتظهر النتائج الاستقلال (عدم وجود علاقة) بين عوائد الصكوك وعوامل عدم اليقين للمتغيرات الاقتصادية الإقليمية والعالمية، بينما يظهر وجود علاقة سببية بين سوق السندات وعوامل عدم اليقين. مما يوضح أن الصكوك مختلفة عن السندات في التحرك مع عوامل عدم اليقين الإقليمية والعالمية وأن الصكوك والسندات مكملان لبعضهما البعض وليس بديلان.

وتهدف دراسة (Smaoui et al., 2017) إلى دراسة تأثير التطور المالي على أسواق الصكوك بالتطبيق على 11 دولة خلال الفترة الزمنية 1995-2015 وتوصلت الدراسة إلى أن الصكوك والسندات والأسهم مكملين لبعضهما البعض، وأن الأزمة المالية العالمية 2008 كان لها تأثير إيجابي على تطور سوق الصكوك حيث تمكنت الصكوك وأدوات التمويل الإسلامي بشكل عام من مقاومة الانكماش الاقتصادي نسبياً مقارنة بالأدوات التقليدية. كذلك حجم الاقتصاد والانفتاح التجاري لهما تأثير إيجابي على تطور سوق الصكوك، بينما النظام المصرفي المتطور يعد عائقاً أمام تطور سوق الصكوك.

بينما تهدف دراسة (Khudari, 2017) إلى دراسة تأثير عوامل الاقتصاد الكلي والعوامل المالية على إصدار الصكوك السيادية وصكوك الشركات والصكوك الدولية في معظم الدول المصدرة للصكوك خلال الفترة 2011-2015. تشير النتائج إلى عدم وجود دليل على أن عوامل الاقتصاد الكلي تؤثر على الصكوك السيادية وصكوك الشركات، بينما هناك دليل واضح على أن عوامل الاقتصاد الكلي تؤثر على الصكوك الدولية، بينما العوامل المالية تلعب دوراً مهماً في تعزيز تطوير الأنواع المختلفة للصكوك (السيادية والشركات والدولية).

وقام (Smaoui & Khawaja, 2016) بدراسة المحددات الهيكلية والمالية والتنموية والمؤسسية والاقتصادية لتطور سوق الصكوك لعدد 13 دولة خلال الفترة 2001-2013، باستخدام النموذج القياسي GMM وقد وجد أن المحددات الهيكلية والتمثلية في الحجم الاقتصادي لها تأثير معنوي وإيجابي على نمو سوق الصكوك، بينما الانفتاح التجاري يبدو إنه لا يلعب دوراً أساسياً في تطوير الصكوك، وبالمثل ليس للقانون العام والشريعة الإسلامية وحجم الخدمات المصرفية الإسلامية أي تأثير كبير على تطور سوق الصكوك. بينما عدد السكان المسلمين له تأثير إيجابي ومعنوي من الناحية الإحصائية على نمو سوق الصكوك وهذا يعني أن ارتفاع نسبة المسلمين في بلد ما يؤدي لارتفاع الطلب على الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية وبالتالي تطور أسرع لسوق الصكوك. وبالنسبة للمرحلة التنموية للاقتصاد وتأثيرها على تطور سوق الصكوك، فقد وجدت الدراسة أن نصيب الفرد من الناتج المحلي لا يرتبط بشكل كبير بتطور سوق الصكوك، بينما مؤشر سلامة بيئة الاستثمار له تأثير إيجابي ومعنوي على نمو سوق الصكوك حيث إنه كلما كانت بيئة الاستثمار أكثر أماناً في بلد ما كلما زادت سرعة تطور سوق الصكوك، بينما كان لمؤشر سيادة القانون تأثير معنوي وسالب على تطور سوق



الصكوك وتعد هذه النتيجة مخالفة للنظرية الاقتصادية. وبالنسبة لنتائج تنظيم وإدارة القطاع المالي وجدت الدراسة تأثير إيجابي ومعنوي لمعامل الفساد وهذا يعني إنه كلما انخفض مستوى الفساد في النظام السياسي كلما زاد تطور سوق الصكوك، وبالنسبة للعوامل الاقتصادية على المستوى الكلي فقد وجدت الدراسة أن ارتفاع التضخم المرتبط بعدم استقرار الاقتصاد الكلي وأحيانا التخلف عن سداد الديون الحكومية يعيق تطور أسواق الصكوك. وبالنسبة للتقلبات في أسعار الصرف فقد وجدت الدراسة أن له تأثير إيجابي ولكن غير معنوي من الناحية الإحصائية.

كذلك اهتمت دراسة (Azmat et al., 2014) بتحليل العوامل المؤثرة على اختيار الجهة المصدرة للسندات الإسلامية (الصكوك) مقارنة بالسندات التقليدية، من خلال عينة مكونة من 456 شركة في ماليزيا تصدر صكوك إسلامية خلال الفترة الزمنية 2002-2010 ووجدوا أن ارتفاع نسبة الدين طويل الأجل للشركات يزيد من ميلهم إلى إصدار الصكوك.

وتوضح دراسة (Godlewski et al., 2014) رد فعل السوق على أسهم الشركة بعد إصدار الصكوك بالتطبيق على 131 صك من ثماني دول خلال الفترة 2006-2013، ووجدوا أن صكوك الإجارة لها رد فعل إيجابي على سعر أسهم الشركة المصدرة في البورصة.

وفي دراسة أخرى عن الصكوك عمل كل من (Zaheer and Wijnbergen, 2013) على تحديد الأسباب التي أدت إلى التخلف عن الالتزام بالسداد في أعقاب الأزمة المالية العالمية 2007 وتوضح الدراسة إلى إنه يمكن إرجاع المشكلات إلى البنود والهياكل التي جعلت الصكوك أشبه بالسندات التقليدية، وكذلك لم يكن لدى حاملي الصكوك أصول أساسية في ملكيتهم حيث إنه لم تنتقل ملكية الأصول إلى حاملي الصكوك. وتوضح الدراسة أن الالتزام الصارم بمبادئ الشريعة سيكون له تأثير كبير على إعادة الهيكلة لان الامتثال لأحكام الشريعة ينطوي على تخصيص واضح لحقوق الملكية وبالتالي في الصكوك المتوافقة مع الشريعة الإسلامية سيحصل المستثمرون على الملكية الكاملة للضمان في حالة عدم القدرة على السداد.

وقام (Said & Grassa, 2013) بشرح العوامل الاقتصادية المؤثرة على إصدار الصكوك بالتطبيق على 10 دول (مجلس التعاون الخليجي) خلال الفترة الزمنية 2003-2012 بتطبيق طريقة المربعات الصغرى بالتأثيرات الثابتة والعشوائية، OLS Fixed, Random Effect، ووجدوا أن حجم الاقتصاد، ونصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، وكذلك الانفتاح التجاري لهم تأثير إيجابي ومعنوي إحصائياً على تطور سوق الصكوك. بينما السكان والتضخم والتصنيف الائتماني للدولة ليس لهما تأثير على تطور سوق الصكوك. ووجدوا أن سعر الفائدة، وحجم البنوك (النظام المصرفي) لهما تأثير سالب ولكن غير معنوي، بينما حجم سوق السندات كان له تأثير إيجابي ومعنوي على تطور الصكوك مما يوضح أن الصكوك والسندات مكملين لبعضهما البعض وليس بديلان. وقد وجدوا أيضاً أن القانون له تأثير إيجابي ومعنوي على تطور سوق الصكوك وكذلك قانون الشريعة مما يدعم أن الشريعة هي المصدر الأساس للتمويل الإسلامي وكذلك نسبة المسلمين لها تأثير إيجابي ومعنوي إحصائياً.

كما قام (Ahmad & Muda, 2013) بدراسة تأثير التعرض لمخاطر سعر الصرف في 7 دول خلال الفترة الزمنية من 1970-2010. ووجدت الدراسة انه يجب على الدول المصدرة للصكوك إعادة تقييم مؤشراتهما المالية مثل العمق المالي والانفتاح المالي لتعزيز التجارة بين الأعضاء. وان استقرار ومرونة أنظمة سعر الصرف أمر هام لتعزيز التجارة وإصدار الصكوك عبر الحدود لذلك يجب أن تحقق سياسات سعر الصرف توازناً بين السياسة النقدية المحلية والقدرة التنافسية الدولية.

قام (Bhattacharyay, 2013) بتحليل محددات تطور سوق السندات في الاقتصادات الآسيوية بالتطبيق على 10 دول خلال الفترة الزمنية 1998-2008 من خلال دراسة العلاقة بين إصدار السندات وبعض العوامل الاقتصادية والمالية. وتشير النتائج إلى أن حجم الاقتصاد، ومرحلة النمو الاقتصادي، والانفتاح الاقتصادي، وتقلب سعر الصرف، وحجم القطاع المصرفي، وتقلب سعر الفائدة، جميعها محددات رئيسة لتطور سوق السندات.

وفي دراسة (Ahmad et al., 2012) كان الهدف هو دراسة تأثير العوامل الاقتصادية على إصدار الصكوك في ماليزيا خلال الفترة الزمنية 1996-2011 باستخدام النموذج القياسي Vector Autoregressive Models (VAR). وتوصلت

الدراسة إلى وجود علاقة سببية بين الصكوك والنمو الاقتصادي، أي إن تطور الصكوك يسبب زيادة في الناتج المحلي الإجمالي، وبالتالي يجب على متخذي القرار تصميم سياسات جديدة لتطوير سوق رأس المال الإسلامي. وأن التضخم له تأثير إيجابي على تطور سوق الصكوك في الأجل القصير.

وبالنسبة لـ (Rafisah & Ahmed, 2011) فقد قاما بدراسة تأثير الظروف الاقتصادية والسوقية على إصدار السندات الإسلامية والتقليدية في سوق رأس المال الماليزي خلال الفترة 1990-2009 باستخدام نموذج الانحدار الخطي للمربعات الصغرى OLS ووجدوا أن النمو الاقتصادي واستقرار سعر الصرف يدعم نمو كل من السندات الإسلامية والسندات التقليدية.

وقد قام (Adelegan & Radzewicz, 2009) بدراسة محددات تطور سوق السندات في 23 دولة من دول جنوب صحراء أفريقيا خلال الفترة 1990-2008. ووجدت الدراسة أن الادخار يعد عائق رئيس أمام تنمية أسواق السندات المحلية، حيث يؤدي انخفاض المدخرات إلى انخفاض الوساطة المالية من قبل البنوك مما يؤثر سلباً على سوق السندات. ولتطوير سوق السندات لابد من تطوير هيكل الاقتصاد وتعزيز بيئة الاستثمار وتطوير القانون والنظام وزيادة حجم القطاع المصرفي وزيادة مستوى التنمية الاقتصادية.

وتهدف دراسة (Sole, 2008) إلى تقديم دراسة حالة حول كيفية تطوير الأسواق المالية في الكويت، وتوصلت الدراسة إلى أن الكويت بحاجة إلى تعميق أسواقها المالية من أجل توسيع نطاق فرص التمويل للقطاع الخاص، وينبغي أن يكون الارتقاء بالنظام المالي في البلاد أحد المكونات الرئيسية في الاستراتيجية العامة للسلطات لتنوع الاقتصاد الكويتي بعيداً عن الأنشطة النفطية. علاوة على ذلك ينبغي على السلطات أن تسعى لتعزيز البنية التشريعية والمؤسسية لدعم وتطوير أسواق السندات والصكوك.

وقد بحث كل من (Eichengreen & Luengnaruemitchai, 2004) محددات تطور سوق السندات في 41 دولة نامية ومتقدمة خلال الفترة 1990-2001 مع التركيز على آسيا للوصول إلى أسباب التطور البطء للسندات الآسيوية وتوصلت الدراسة إلى أن حجم الدولة الأكبر والمؤسسات الأقوى وأسعار الصرف الأقل تقلباً والقطاعات المصرفية الأكثر تنافسية تعزز تطور سوق السندات، وتشير الدراسة إلى أن الخصائص الهيكلية وسياسات الاقتصاد الكلي والسياسات المالية مسؤولة بالكامل عن الاختلافات في تطور سوق السندات بين آسيا وبقية العالم وبمجرد التحكم في هذه السياسات سينعكس ذلك على تطور سوق السندات.

قامت دراسته (Ahamd & Radzi, 2011) بدراسة أثر الظروف الاقتصادية على إصدار الصكوك والسندات بالتطبيق على السوق الماليزي وقد توصلت الدراسة إلى أن أهم المتغيرات ذات التأثير على الصكوك هي أسعار الصرف والسيولة السوقية ومتوسط دخل الفرد.

**يختلف البحث الحالي عن الدراسات السابقة التي أجريت من حيث أن الدراسة الحالية تحاول تقدير تأثير كل من الانفتاح الاقتصادي للدولة والتضخم ومعدلات أسعار الصرف وحجم النظام المصرفي ومرحلة تطور الدولة وحجم الاقتصاد على تطور سوق الصكوك، وذلك خلال الفترة الزمنية 2011-2017. وكذلك تقوم الدراسة الحالية بقياس أثر مؤشرات الحوكمة للدولة على تطور سوق الصكوك بالإضافة إلى دراسته أثر متغير الثقافة كمتغير وسيط في العلاقة بين المؤشرات الاقتصادية وتطور إصدار سوق الصكوك. مما يوضح أن الدراسة الحالية تختلف عن الدراسات السابقة من حيث المتغيرات المستخدمة والفترة الزمنية. كذلك نلاحظ من الدراسات السابقة ندرة في عدد الدراسات التي تناولت المحددات الاقتصادية ومؤشرات الحوكمة بشكل قياسي مما يتطلب مزيداً من البحث.**

## النموذج القياسي وفروض البحث

وفقاً للنظرية الاقتصادية، يتوقع أن تكون العلاقات فيما بين المتغيرات كما يلي: حجم الاقتصاد يقاس بالناتج المحلي الإجمالي بمعدلات تعادل القوة الشرائية (GDP, PPP) يتوقع أن يكون له تأثير إيجابي على نمو سوق الصكوك، حيث إنه عندما يكون حجم الاقتصاد صغيراً فلن تكون هناك حوافز لإصدار الصكوك في السوق المحلية لأنها لن تجذب

الشركات متعددة الجنسيات والمستثمرين الأجانب. وبالتالي سيتناسب إصدار الصكوك طرديا مع حجم الاقتصاد (الناج المحلي الإجمالي)، ومن الدراسات التي وجدت علاقة معنوية وإيجابية بين الناتج المحلي الإجمالي والصكوك، دراسة Samao (2017) و Khawaja & ui، ودراسة (2013) Said & Grassa، (2011) Rafisah & Ahmed. كذلك وجدت الدراسات التالية علاقة إيجابية بين الناتج المحلي وسوق السندات (2013) Bhattacharyay، (2010) Cherif & Gazdar، (2008) Yartey. كما أكدت دراسه (2011) Ahmad & Radzi النتيجة السابقة من خلال وجود علاقة إيجابية بين حجم الاقتصاد و تطور إصدار الصكوك. وقد توصلت دراسه (2012) Ahmad et al.، إلى وجود علاقة إيجابية بين تطور سوق الصكوك وبين حجم الاقتصاد من خلال التطبيق على السوق الماليزي. في ضوء ذلك يتمثل الفرض الأول للدراسه في:

**الفرض الأول: هناك علاقة إيجابية بين حجم الاقتصاد ونمو سوق الصكوك.**

كذلك مرحلة تطور الدولة لها تأثير إيجابي على نمو سوق الصكوك والتي تقاس بنصيب الفرد من الدخل بمعدلات تعادل القوة الشرائية (GDP Per Capita) حيث أن الاقتصاديات التي تقع في فئات الدخل المرتفعة تميل إلى أن تكون أكثر استقرارًا في المؤسسات المالية والظروف الاقتصادية والتي تساهم في تطوير الأسواق المالية. ويفترض أن ارتفاع مستويات دخل الفرد ستؤدي إلى زيادة الطلب على أنشطة التمويل وبالتالي زيادة الحاجة إلى إصدار الصكوك. أظهرت نتائج دراسة (2016) Samaoui & Khawaja علاقة سلبية ولكن غير معنوية التأثير على سوق الصكوك، بينما أظهرت نتائج دراسة (2013) Said & Grassa علاقة إيجابية معنوية التأثير على سوق الصكوك. وبالنسبة لمعدل سعر الصرف يتوقع أن سعر الصرف المستقر يكون أكثر ملائمة لتطوير سوق الصكوك، حيث إنه كلما زاد تقلب سعر الصرف في بلد ما انخفض تطور سوق الصكوك لديها، وذلك لأن ارتفاع تقلبات العملة يخلق عدم يقين بشأن القيمة الحقيقية للصكوك، وبالتالي يخلق عقبة أمام تطور سوق الصكوك. وبالتالي يتوقع أن يكون التأثير إيجابي أو سلبي وذلك يتوقف على استقرار أو تقلب أسعار الصرف. وقد وجدت دراسة (2016) Samaoui & Khawaja علاقة إيجابية ولكن غير معنوية إحصائيًا، ووجدت دراسة (2013) Ahmed & Muda، ودراسة (2011) Rafisah & Ahmed أن استقرار أسعار الصرف يؤدي إلى زيادة نمو سوق الصكوك، كذلك دراسه (2011) Ahmad & Radzi أكدت وجود علاقة إيجابية بين أسعار الصرف و تطور إصدار الصكوك بالتطبيق على ماليزيا. وقد وجدت الدراسات التالية علاقة معنوية وسلبية التأثير لسعر الصرف على تطور سوق السندات (2013) Bhattacharyay، (2009) Adelegan & Radzewicz-bak، (2013) Mu, et al.

**الفرض الثاني: هناك علاقة إيجابية بين تطور الدولة ونمو سوق الصكوك**

**الفرض الثالث: هناك علاقة إيجابية بين معدلات سعر الصرف ونمو سوق الصكوك**

وبالنسبة لمعدل التضخم يتوقع وجود علاقة عكسية بين التضخم وتطور سوق الصكوك، حيث أن البيئة الاقتصادية المستقرة تكون مناسبة أكثر لتطور سوق الصكوك. ولكن من الجدير بالذكر أن الصكوك المتوافقة مع الشريعة الإسلامية تكون أقل عرضة للتضخم مقارنة بالسندات التقليدية، وذلك لأن التضخم يزيد من سعر السوق للأصول الإنتاجية وبالتالي يدعم الأصول بشكل إيجابي (2018) Al-Raeai et al.، أظهرت نتائج دراسة Said & Grasa (2013) إنه لا يوجد تأثير للتضخم على تطور سوق الصكوك. وبالنسبة للانفتاح التجاري والذي يقاس بنسبة إجمالي الواردات بالإضافة إلى الصادرات كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي فيتوقع وجود علاقة إيجابية بين الانفتاح التجاري وتطور سوق الصكوك حيث إن الانفتاح التجاري يشير إلى المستوى الاقتصادي الذي تكون فيه الدول ويسمح لها بالتبادل التجاري مع باقي الدول، ومع زيادة الانفتاح الاقتصادي تنخفض القيود على الأسواق المالية، وبالتالي زيادة الانفتاح الاقتصادي تؤدي إلى سهولة تدفق التمويل الخارجي من المستثمرين الأجانب مما سيؤدي ذلك إلى تحسين تطور سوق الصكوك. وقد وجدت العديد من الدراسات علاقة معنوية وإيجابية بين الانفتاح التجاري وتطور سوق السندات ومنها (2001) Rajan & Zingales، (2004) Eichengreen & Luengnaruemitchai، (2013) Bhattacharyay. ووجدت دراسة (2016) Samaoui & Khawaj علاقة سلبية ولكن غير معنوية بين نسبة الصادرات من الناتج المحلي والصكوك.

**الفرض الرابع: هناك علاقة سلبية بين معدلات التضخم ونمو سوق الصكوك**

**الفرض الخامس: هناك علاقة إيجابية بين الانفتاح التجاري ونمو سوق الصكوك**

بالنسبة لحجم النظام المصرفي مقياس بحجم الائتمان المحلي المقدم من القطاع المالي لمختلف القطاعات كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، ويعد محددًا لتطور سوق السندات بالدولة، قد يكون التأثير إيجابيًا أو سلبًا فإذا وجدت علاقة إيجابية بين سوق السندات وسوق الصكوك نستنتج من ذلك أن السوقين مكملين لبعضهما البعض. وإذا وجدت علاقة سلبية نستنتج من ذلك أن سوق الصكوك بديل لسوق السندات. وقد جرت دراسة (Samaoui & Khawaja (2016) علاقة سلبية غير معنوية التأثير مما يعني أن الصكوك والسندات بديلان لبعضهما البعض، بينما أظهرت نتائج دراسة (Said & Grassa (2013)، وكذلك أظهرت دراسة (Naifar et al., (2017) وجود علاقة إيجابية معنوية التأثير على تطور سوق الصكوك مما يعني أن الصكوك والسندات مكملان لبعضهما البعض وليس بديلان.

### الفرض السادس: هناك علاقة إيجابية/سلبية بين حجم النظام المصرفي ونمو سوق الصكوك

وفيما يتعلق بمؤشرات الجودة المؤسسية فيشير مقياس سيادة القانون Rule of Law إلى مدى ثقة الوكلاء في قواعد المجتمع والالتزام بها، بما في ذلك جودة إنفاذ العقود وحقوق الملكية، والسياسات وكذلك الجريمة والعنف، وبالتالي يوضح المقياس تقييم لقوة ونزاهة النظام القانوني والالتزام الشعبي بالقانون، ويتوقع أن يكون التأثير إيجابيًا على نمو وتطور سوق الصكوك. أظهرت نتائج دراسة (Samaoui & Khawaja (2016) علاقة سلبية معنوية التأثير ويتفق بذلك مع دراسة (Adelegan & Radzewick-Bak (2009) بالتطبيق على سوق السندات، بينما أظهرت نتائج دراسة (Said & Grassa (2013) علاقة إيجابية معنوية التأثير على تطور سوق الصكوك.

وبالنسبة لمؤشر السيطرة على الفساد فيوضح الفساد داخل النظام السياسي ويرتبط ارتفاع مستوى الفساد والذي يقوض تطبيق القانون سلبًا على تطوير سوق الصكوك، وبالتالي كلما ارتفعت قيمة المؤشر كان التأثير إيجابيًا على تطور سوق الصكوك. وقد أظهرت نتائج دراسة (Samaoui & Khawaja (2016) علاقة إيجابية معنوية التأثير بين إصدار الصكوك وبين معدلات الفساد المنخفضة، وكذلك دراسة (Said & Grassa (2013).

ويوضح مؤشر الجودة التنظيمية قدرة الحكومة على توفير سياسات وأنظمة سليمة تمكن وتشجع تنمية القطاع الخاص، ويتوقع وجود علاقة إيجابية بين الجودة التنظيمية وتطور سوق الصكوك، وقد أظهرت نتائج دراسة (Said & Grassa (2013) عدم وجود تأثير لمؤشر الجودة التنظيمية على تطور سوق الصكوك.

وبالنسبة لمؤشر فاعلية الحكومة Government Effectiveness والذي يوضح فاعلية وجودة صياغة السياسات وتنفيذها ومصداقية الحكومة في الالتزام بهذه السياسات، فيتوقع أن يكون التأثير إيجابيًا على تطور سوق الصكوك.

وبالنسبة لمؤشر الاستقرار السياسي وغياب العنف Political Stability والذي يقيس احتمال عدم الاستقرار السياسي أو العنف بدوافع سياسية، بما في ذلك الإرهاب. وكلما ارتفعت القيمة دل ذلك على الاستقرار السياسي، يتوقع وجود علاقة إيجابية بين الاستقرار السياسي ونمو سوق الصكوك.

وبالنسبة لمؤشر المسؤولية والمشاركة Voice and Accountability والذي يعبر عن مدى قدرة مواطني الدولة على المشاركة في اختيار حكومتهم، فضلًا عن حرية التعبير، وكلما ارتفعت قيمة المؤشر دل ذلك على تمتع المواطنين بمزيد من الحرية مما يتوقع معه وجود تأثيرًا إيجابيًا على سوق الصكوك.

### الفرض السابع: هناك علاقة إيجابية بين زيادة مؤشرات الجودة المؤسسية ونمو سوق الصكوك

يندرج من هذا الفرض ستة فروض فرعية اعتمادًا على المؤشرات الستة لقياس الجودة المؤسسية للحكومات وهي:

- فرض فرعي 1: هناك علاقة إيجابية بين زيادة سيادة القانون ونمو سوق الصكوك.
- فرض فرعي 2: هناك علاقة إيجابية بين زيادة السيطرة على الفساد ونمو سوق الصكوك.
- فرض فرعي 3: هناك علاقة إيجابية بين زيادة الجودة التنظيمية للحكومات ونمو سوق الصكوك.
- فرض فرعي 4: هناك علاقة إيجابية بين فاعلية الحكومة ونمو سوق الصكوك.
- فرض فرعي 5: هناك علاقة إيجابية بين الاستقرار السياسي ونمو سوق الصكوك.
- فرض فرعي 6: هناك علاقة إيجابية بين زيادة المشاركة وإحساس المسؤولية ونمو سوق الصكوك.

## منهجية البحث

## جدول رقم (1) مصدر المتغيرات واختصارها

المتغيرات	الاختصار	مصدر الحصول على البيانات
المتغير التابع		
قيمة الصكوك بالدولار	SUKUK	IIFM Sukuk report, <a href="https://www.iifm.net/sukuk-reports">https://www.iifm.net/sukuk-reports</a>
المتغيرات المستقلة		
إجمالي الصادرات والواردات (% من الناتج المحلي الإجمالي)	IE	World bank database / <a href="https://data.worldbank.org">https://data.worldbank.org</a>
الانتماء المحلي المقدم من القطاع المصرفي (% من الناتج المحلي الإجمالي)	DC	World bank database ( <a href="https://data.worldbank.org">https://data.worldbank.org</a> )
نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي	GDP	World bank database <a href="https://data.worldbank.org">https://data.worldbank.org</a>
الناتج المحلي الإجمالي مقاس بمعدلات تعادل القوة الشرائية	GDP/PPP	World bank database <a href="https://data.worldbank.org">https://data.worldbank.org</a>
التضخم مقاس بمؤشر أسعار المستهلكين CPI	INF	World bank database <a href="https://data.worldbank.org">https://data.worldbank.org</a>
سعر الصرف (العملة المحلية بالنسبة للدولار)	EX.R	World bank database <a href="https://data.worldbank.org">https://data.worldbank.org</a>
مؤشرات الحوكمة		
المساءلة والمحاسبة	VA	Worldwide Governance Indicators project / <a href="https://info.worldbank.org/governance/wgi">https://info.worldbank.org/governance/wgi</a>
الاستقرار السياسي	PS	Worldwide Governance Indicators project / <a href="https://info.worldbank.org/governance/wgi">https://info.worldbank.org/governance/wgi</a>
فاعلية الحكومة	GE	Worldwide Governance Indicators project / <a href="https://info.worldbank.org/governance/wgi">https://info.worldbank.org/governance/wgi</a>
الجودة التنظيمية للحكومة	RQ	Worldwide Governance Indicators project / <a href="https://info.worldbank.org/governance/wgi">https://info.worldbank.org/governance/wgi</a>
نفاذ القانون	RL	Worldwide Governance Indicators project / <a href="https://info.worldbank.org/governance/wgi">https://info.worldbank.org/governance/wgi</a>
التحكم في الفساد	CC	Worldwide Governance Indicators project / <a href="https://info.worldbank.org/governance/wgi">https://info.worldbank.org/governance/wgi</a>
المتغيرات الحاكمة		
طبيعة الإصدار (محلي/ دولي)، متغير صوري، يأخذ قيمة 1 إذا أصدرت الدولة صكوك دولية وقيمة 0 إذا كان الإصدار غير ذلك (محلي)	D/I	IIFM Sukuk report <a href="https://www.iifm.net/sukuk-reports/">https://www.iifm.net/sukuk-reports/</a>
طبيعة المصدر للصكوك (حكومة/ خاص)، متغير وهمي يأخذ قيمة 1 إذا كان مصدر الصكوك حكومة، وقيمة 0 إذا كان غير ذلك (خاص)	P/G	IIFM Sukuk report <a href="https://www.iifm.net/sukuk-reports/">https://www.iifm.net/sukuk-reports/</a>
متغيرات الثقافة بالاعتماد على نموذج هوفستيد		
قوة السلطة (يحدد أعلى مستوى من مستوى السلطة)	PD	Hofstede (1980, 2001, 2010)
الفردية (يحدد أعلى مستوى من الفردية)	INDIV	Hofstede (1980, 2001, 2010)
التوجه الذكوري (يحدد أعلى مستوى للتوجه الذكوري)	MASC	Hofstede (1980, 2001, 2010)
تجنب عدم اليقين (يحدد أعلى مستوى لتجنب عدم اليقين)	UA	Hofstede (1980, 2001, 2010)
التوجه طويل الأجل (يحدد أعلى مستوى للتوجه طويل الأجل)	LTO	(Hofstede (1980, 2001, 2010)

من أجل فحص ودراسه العلاقة بين المتغيرات والمحددات الاقتصادية وإصدار الصكوك، تم استخدام عدة من قواعد بيانات لجمع متغيرات الدراسة، حيث تم تجميع البيانات الخاصة بالمؤشرات الاقتصادية مثل التضخم وأسعار الصرف والانفتاح التجاري من قاعده بيانات البنك الدولي World Bank Database، وتم استخدام قاعده بيانات مشروع مؤشرات الحوكمة العالمية Worldwide Governance Indicators Project Database. وبيانات قيم الصكوك من IIFM Sukuk Report. وتمثل عينه البحث الحالي في 207 مؤسسه ماليه خاصه و70 جهة ومؤسسة حكومية. وتم استخدام سلسله زمنية لمتغيرات الدراسة خلال الفترة 2011-2017، وسبب اختيار هذه الفترة هو توفر بيانات السلسله الزمنية لمقياس قيمة الصكوك وفقاً لبيانات تقرير السوق المالية الإسلامية الدولية خلال هذه الفترة. وتضم الدراسة 8 دول (الإمارات، السعودية، قطر، البحرين، ماليزيا، تركيا، عمان، الكويت). وسبب الاختصار على هذه الدول هو توفر بيانات قيمة الصكوك وفقاً لتقرير الصكوك. ويوضح جدول (1) وصف متغيرات الدراسة، إضافة لتعريف كل متغير ومصدر الحصول على البيانات الخاصة به. وقد تم تطبيق نموذج تحليل الانحدار للمربعات الصغرى OLS بالتطبيق على برنامج SPSS.

## نماذج البحث

### النموذج (1): أثر الانفتاح

الاقتصادي للدولة، والتضخم، ومعدلات أسعار الصرف، وحجم النظام المصرفي، ومرحلة تطور الدولة، وحجم الاقتصاد على إصدار الصكوك.

$$SUKUK_{it} = \beta_0 + \beta_1 IE_{it} + \beta_2 INF + \beta_3 EX.R_{it} + \beta_4 DC_{it} + \beta_5 GDP_{it} + \beta_6 GDP.PPP_{it} + \beta_7 DI + \beta_8 P/G + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

جدول رقم (2)  
عدد إصدارات الصكوك للدول محل الدراسة

السنوات	عدد الإصدارات حسب السنوات	%	الدولة	عدد المؤسسات التي أصدرت صكوك	%
2017	42	15.1625%	ماليزيا	114	41.1552%
2016	37	13.3574%	الإمارات	58	20.9386%
2015	26	9.3863%	السعودية	56	20.2166%
2014	51	18.4116%	تركيا	18	6.4982%
2013	43	15.5235%	قطر	13	4.6931%
2012	49	17.6895%	البحرين	9	3.2491%
2011	29	10.4693%	الكويت	6	2.1661%
Total	277	100%	عمان	3	1.083%
			الإجمالي	277	100%

جدول رقم (3)  
التحليل الوصفي للمتغيرات

Variables	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
SUKUK	277	116.00	15755.00	1000.07	1665.812
LOG.SUKUK	277	2.06	4.20	2.7861	37388.
IMP/EXPOR	277	46.82	191.88	124.99	38.27310
GDP.PER	277	5660.47	309677.18	79596.58	64629.73
LOG.GDP.PER	277	3.75	5.49	4.7606	36574.
DOMES.C	246	1.77	147.77	101.891	41.16161
GDP.PPP	277	5.13	1.89	8.6346	4.61868
EXCH.R	277	28.	4.30	3.3361	93115.
INFLA	269	07.	8.89	2.8007	1.77858
POWER.D	250	80.00	104.00	90.9440	11.97742
INDIVI	250	26.00	38.00	32.5280	5.98871
MASCU	250	50.00	53.00	51.6320	1.49718
UA	250	36.00	68.00	53.4080	15.96990
LTO	250	23.00	41.00	31.2080	8.98307
VOISE	250	-1.910-	340.-	-0.9323	578675.
POLITICAL	162	050.	1.220	0.44846	351903.
GOVER	246	03.	1.51	0.8365	42207.
REGUIL	250	00.	1.11	0.5690	31584.
LAW	250	05.	96.	0.4606	21039.
CORRUP	218	030.	1.280	0.49688	460021.
DOMES/INTER	277	00.	1.00	0.4440	49776.
GOVER.PRIV	277	00.	1.00	0.2527	43535.

النموذج (2): أثر مؤشرات الجودة المؤسسية للحكومات على إصدار الصكوك

$$SUKUK_{it} = \beta_0 + \beta_1 RL_{it} + \beta_2 VA + \beta_3 PS_{it} + \beta_4 GE_{it} + \beta_5 RQ_{it} + \beta_6 CC_{it} + \beta_7 DI + \beta_8 P/G + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

### التحليل والنتائج

يوضح جدول رقم (2) عينة البحث من خلال عرض المؤسسات سواء كانت خاصة أو حكومية والتي قامت بإصدار الصكوك في كل دولة على حدة وكذلك في كل عام. يتضح من الجدول أن عدد الإصدارات للصكوك

خلال فترة الدراسة (2011-2017) هي 277 إصدار. بالنسبة لتحليل عدد الإصدارات حسب الدول، يتضح من الجدول أن ماليزيا هي صاحبة أكبر إصدار للصكوك من خلال 114 مؤسسه للصكوك خلال الـ 7 سنوات محل الدراسة بنسبه 41% من حجم العينة وهذا يتفق مع الإحصائيات العالمية والتي تضع ماليزيا دائما في مقدمة الدول المصدرة للصكوك تليها الإمارات بـ 58 إصدار وبنسبة 20.9% ثم السعودية بـ 56 إصدار للصكوك لمؤسساتها وبنسبه 20%. وتأتي الكويت في المرتبة الأخيرة بعدد 6 مؤسسات أصدرت صكوك وبنسبه 2% ثم عمان بعدد 3 إصدارات وبنسبه تقترب من 1%. وبالنسبة لتحليل إصدار الصكوك حسب السنوات الـ 7 محل الدراسة، فيتضح من الجدول أن عام 2014 يمثل أعلى سنه مالىه تم فيها إصدار صكوك بعدد 51 إصدار وبنسبه 18.4% ثم 2012 بـ 49 إصدار وبنسبه 17.6% ثم يليه عام 2017 بإصدار 42 مؤسسة في حين يعتبر عام 2011 من أقل الأعوام إصدارًا للصكوك بعدد 29 وبنسبه 10.5% وهذا يمكن

تبريره بالربيع العربي والذي زاد من التحفظ والاستثمار في اغلب دول الخليج وشمال أفريقيا بصورة عامة.

يظهر الجدول رقم (3) بيانات التحليل الوصفي لنموذج البحث الحالي. يتضح من الجدول أن متوسط قيمه إصدار الصكوك للدول محل الدراسة هي 2.78. بينما متوسط مساهمة القطاع المصرفي التقليدي 101.9 مما يعني زيادة الاعتماد على القطاع المصرفي التقليدي. ونلاحظ ارتفاع متوسط الناتج المحلي الإجمالي حيث كانت القيمة 8.6 وكذلك متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي وذلك لأن الدول محل الدراسة من فئة الدخل المرتفع، والمتوسط مرتفع الدخل. وكذلك نلاحظ ارتفاع متوسط مؤشرات الثقافة مما يعني زيادة الاهتمام بأبعاد الثقافة التنظيمية داخل المؤسسات، بينما نلاحظ الوسط الحسابي لمؤشرات الجودة المؤسسية - حيث إنها تأخذ أرقام من 2.5- مما يعني أنها ضعيفة و2.5 مما يعني أنها قوية، وبالنظر

جدول رقم (4)  
تحليل الارتباط بين المتغيرات

	SUKUK	IM.EX	GDP	D.CRED	GDP.PPP	EX.R	INFL	DOM.I	GOV.P
SUKUK	1	*-0.148	*0.139	**0.181	*0.132	0.069	0.010	0.098	**0.441
IM.EX		1	0.081	**0.531	**0.808	*0.122	**0.621	0.034	*-0.123
GDP			1	**0.279	0.071	**0.680	**0.289	**0.320	*-0.146
D.CRED				1	**0.492	*0.175	-0.047	**0.328	-0.114
GDP.PPP					1	**0.259	**0.555	*-0.139	0.040
EX.R						1	**0.209	-0.115	**0.225
INFL							1	-0.083	*0.155
DOM.I								1	0.015
GOV.P									1

\*, \*\*, \*\*\* تعني المعنوية عند 10%، 5%، 1% على الترتيب.

إلى البيانات نجد أن بعضها يقترب من 0.5 وبعضها يتجاوزه مما يعني أن الدول محل الدراسة تظهر مستوى معقول من الجودة المؤسسية ولكن ما زال ينبغي على هذه الدول العمل على تحسين وزيادة قيمة مؤشرات الجودة المؤسسية وبشكل خاص مؤشر المسالة والمحاسبة حيث أنه يحمل إشارة سالبة.

يوضح الجدول رقم (4) تحليل الارتباط والذي يوضح العلاقة بين قيم إصدار الصكوك وبين المتغيرات الاقتصادية الأساسية بالبحث وفقاً للنموذج رقم (1). يتضح من الجدول وجود علاقة سلبية بين إصدار الصكوك وبين إجمالي الصادرات والواردات للدول والذي يقيس نسبة الانفتاح الاقتصادي للدول بدرجة معنوية 10%، كذلك يوضح التحليل وجود علاقة معنوية سلبية بين إصدار الصكوك وبين وحجم النظام المصرفي والذي يقاس بحجم الائتمان المصرفي بدرجة معنوية 5%، في المقابل يوضح تحليل الارتباط وجود علاقة إيجابية بين إصدار الصكوك ونصيب الفرد من الدخل GDP بدرجة معنوية 10%، وكذلك علاقة إيجابية مع الناتج المحلي GDP PPP بدرجة معنوية 10%، في حين لم نجد وفقاً لهذا التحليل أي علاقة معنوية بين إصدار الصكوك وأسعار الصرف. بالنسبة للمتغيرات الحاكمة، وفقاً للتحليل هناك علاقة معنوية بدرجة 5% بين إصدار الصكوك وبين نوع الإصدار إذا كان من الحكومة نفسها أو إذا كان من مؤسسه قطاع خاص في حين لا توجد علاقة بين إصدار الصكوك وطبيعة الإصدار سواء إصدار محلي أو دولي.

تحليل الانحدار للنموذج (1): تأثير المحددات الاقتصادية على قيم إصدار الصكوك:

يوضح الجدول رقم (5) تحليل الانحدار والذي يوضح أثر المحددات الاقتصادية على إصدار الصكوك من خلال اختبار نموذج البحث رقم (1). أن النموذج المقترح يفسر 0.447% من المتغير التابع وهو إصدار الصكوك بما يوضح وجود متغيرات أخرى لها دور في تفسير نمو إصدار الصكوك غير المتغيرات المقترحة. وكذلك توصلت الدراسة كما هو مبين في

جدول رقم (5)

تحليل الانحدار للنموذج (1):

أثر المحددات الاقتصادية على قيم الصكوك المصدرة

Model	Unstandardized Coeficients		Standardized Coefficients	T	Sig
	B	Std. Error	Beta		
IM.EX	14615.142	2693.797	15.648	5.425	***0.000
INFLA	257.124	90.595	0.439	2.838	**0.005
EXCH.RATE	-43.157	223.464	-0.077	-0.193	0.847
D.CREDIT	15.228	6.197	0.862	2.457	*0.015
GD-PER	1338.859	465.295	3.294	2.877	**0.004
GDP.PPP	6.152E-9	0.000	3.103	4.870	***0.000
DOM.INTER	-188.332	224.615	-0.065	-0.838	0.403
GOV.PRI	1372.593	224.046	0.356	6.126	***0.000
Model Summary					
Adjusted R square			0.447		
F			22.361		
Sig			0.000		

\*\*\*, \*\*, \*\*\* تعني المعنوية عند 10%، 5%، 1% على الترتيب.

تحليل الانحدار إلى وجود علاقة إيجابية بين إصدار الصكوك وحجم الاقتصاد والذي يقاس بالناتج المحلي بمعدلات القوة الشرائية وذلك بدرجة معنوية 1%. حيث يعكس أن حجم الاقتصاد بالدول محل الدراسة يحفز المستثمر للاستثمار بتلك الأسواق ويزيد الثقة في الصكوك المصدرة بها. وتتفق نتائج الدراسة الحالية مع العديد من الدراسات السابقة والتي توصلت لنفس نتيجة البحث الحالي مثل دراسة (Said & Grassa 2013) ودراسة (Samaoui & Khawaja 2016). ووفقاً لما سبق تم قبول الفرض الأول للبحث.

كذلك نلاحظ وجود علاقة معنوية بدرجة 5% بين إصدار الصكوك ومرحلة تطور الدولة والمقاسة بنصيب الفرد من

الدخل بما يعنى قبول الفرض الثاني للدراسة. حيث أن الأسواق التي تتميز بارتفاع معدلات الدخل تتجه إلى أن تكون أكثر استقراراً في المؤسسات المالية والتي تساهم في تطوير الأسواق المالية بما يؤدي إلى زيادة الطلب على أنشطة التمويل، وبالتالي زيادة الحاجة إلى إصدار الصكوك. وبالرجوع إلى عينه البحث نجد أن 6 دول تقع في منطقه الخليج العربي والتي تتميز بأنها دول غنية بالبتروول وتتميز كذلك بارتفاع معدلات الدخل مقارنة بالمعدلات العالمية بما يؤكد العلاقة الإيجابية بين معدلات الدخل المرتفعة والتوجه للاستثمار في الصكوك. وتتفق نتيجة البحث مع عدد كبير من الدراسات السابقة التي توصلت لنفس النتيجة مثل دراسة (Samaoui & Khawaja (2016) وكذلك دراسة (Rafisah & Ahmed (2013) بالإضافة إلى دراسة (Said & Grassa (2013)

وكذلك يتضح من الجدول عدم وجود علاقة معنوية بين إصدار الصكوك ومعدلات أسعار الصرف بما يعنى رفض الفرض الثالث للبحث. وتتعارض تلك النتيجة مع الدراسات السابقة التي قاست العلاقة بين المتغيرين ووجدت أما علاقة إيجابية مثل دراسة (Rafisah & Ahmed (2011) وكذلك دارسه (Ahmed & Muda (2013) أو وجدت علاقة سلبية بين المتغيرين مثل دراسة (Adelegan & Radzewicz-bak (2009) ودراسة (Bhattacharyay (2013). ويمكن تبرير تلك النتيجة بثبات أسعار الصرف في اغلب دول البحث الحالي خاصة دول مجلس التعاون والتي تطبق سياسة سعر الصرف الثابت بما لا يكون له تأثير على سوق الصكوك ونمو حركته.

بالنسبة للعلاقة بين إصدار الصكوك ومؤشر التضخم، وجدت الدراسة علاقة إيجابية بين المتغيرين عند درجه معنوية 5%. تعكس تلك النتيجة أنه مع ارتفاع معدلات التضخم بالدول يؤدي ذلك إلى نمو سوق الصكوك. وتتفق تلك النتيجة مع دراسة (Al-Raeai et al., (2018). ويمكن تبرير تلك النتيجة في إقبال المستثمر الأجنبي على الاستثمار بسوق الصكوك في الدول ذات المعدلات التضخمية العالية لان ذلك من شأنه زيادة القيم السوقية للأصول الإنتاجية للصكوك المستثمر فيها. وفي ضوء تلك النتيجة يتم رفض الفرض الرابع للبحث.

وكذلك وفقاً للتحليل نجد وجود علاقة إيجابية بين إصدار الصكوك وقيمة الصادرات والواردات للدول بدرجه معنوية 1%. ويعكس ذلك أهميه ارتفاع صافي صادرات وواردات الدول في التأثير على جذب الاستثمار في الصكوك في تلك الدول حيث تعكس حركه الصادرات والواردات حجم النشاط الاقتصادي بتلك الدول بما يعكس مدى جدوى الاستثمار في الصكوك المصدرة. وبالتالي زيادة الانفتاح الاقتصادي مع الدول والسوق العالمي تؤدي إلى تدفق التمويل الخارجي من المستثمرين سواء المحليين أو الأجانب مما سيؤدي إلى تحسين تطور وزيادة سوق الصكوك. وتتفق نتائج البحث الحالي مع الدراسات السابقة والتي وجدت علاقة معنوية وإيجابية بين الانفتاح التجاري وتطور سوق السندات ومنها (Rajan & Zingales (2001)، (Eichengreen & Luengnaruemitchai, (2004). وفي ضوء ذلك تم قبول الفرض الخامس للبحث.

كذلك هناك علاقة إيجابية بدرجه معنوية 10% بين إصدار الصكوك وحجم النظام المصرفي والمقاس بحجم الائتمان المالي المقدم وبالتالي تم قبول الفرض السادس. وتتفق نتائج البحث الحالي مع عدد من الدراسات السابقة والتي أكدت وجود علاقة إيجابية بين المتغيرين مثل دراسة (Said & Grassa (2013) وكذلك دراسة (Naifar et al., (2017). ويتضح من ذلك أن سوق السندات وسوق الصكوك مكملين لبعضهما البعض وأن سوق الصكوك في الدول محل الدراسة لم يصل بعد لأن يكون بديل لسوق السندات.

وبالنسبة للمتغيرات الحاكمة، يوضح التحليل وجود علاقة إيجابية ذات دلالة معنوية 1% للصكوك الحكومية بما يعكس ثقة المستثمر في حكومات تلك الدول والإقبال على الاستثمار في الصكوك المصدرة منها مقارنة بالصكوك المصدرة من قبل جهات أو مؤسسات خاصة. كذلك لم تجد الدراسة أي علاقة معنوية بين إصدار الصكوك ونوع الإصدار سواء كان محلي أو دولي.

#### تحليل الانحدار للنموذج (2): أثر محددات الحوكمة العالمية على قيم إصدار الصكوك

يوضح الجدول رقم (6) نتائج النموذج الثاني للبحث والذي من خلاله يتم قياس أثر مؤشرات الحوكمة للدول على قيم إصدار الصكوك. من خلال قياس الحوكمة بـ 6 متغيرات يتضح من التحليل وجود علاقة إيجابية ذات دلالة معنوية بدرجه 10% بين إصدار الصكوك وبين متغير سيادة القانون في الدول محل الدراسة في حين يظهر البحث عدم



وجود علاقة ذات دلالية بين إصدار الصكوك والمتغيرات المتبقية لمؤشر الحوكمة. وتعكس تلك النتائج مدى أهميه سيادة القانون في جذب الاستثمار لسوق الصكوك. كما يعكس ذلك ثقة المستثمرين في مدى التزام تلك الدول بالسياسات الرشيدة لأداره أعمالها ونزاهة القانون بالإضافة إلى التزام الشركات والحكومات بالقانون. وتتفق نتائج تلك الدراسة مع نتائج بعض الدراسات السابقة التي توصلت لنفس النتيجة مثل دراسة (Said & Grassa (2013). وبالتالي يتم قبول الفرض الفرعي الأول للفرض السابع للبحث.

وعلى الرغم من وجود علاقة إيجابية بين سيادة القانون وإصدار الصكوك إلا أن البحث لم يجد أي دلالة معنوية ذات أهمية بين إصدار الصكوك والمتغيرات الأخرى للحكومة مثل: السيطرة على الفساد والتي تؤكدتها عدد من الدراسات السابقة التي توصلت لعلاقة إيجابية بينها وبين إصدار الصكوك مثل دراسة (Smaoui & Khawaja (2016، كذلك العلاقة مع الجودة التنظيمية للحكومة والتي أكدتها دراسة (Said & Grassa (2013. أيضا لم تجد الدراسة الحالية أي علاقة معنوية بين الصكوك ومؤشر فاعليه الحكومة على الرغم من العلاقة الوثيقة بين فاعليه ومصداقية الحكومات في الالتزام بسياستها وبين انجذاب المستثمرين لسوق الصكوك، كذلك لم يجد البحث أي علاقة بين الاستقرار السياسي وغياب العنف وبين سوق الصكوك ويمكن تبرير تلك النتيجة بالاستقرار الذي تعيشه الدول الثمانية وغياب صور العنف بصوره كبيره، وأخيراً لم يجد البحث علاقة ذات دلالة جوهرية بين إصدار الصكوك ومؤشر المسؤولية والمشاركة حيث أن 6 دول من عينه البحث تتميز بالنظام الملكي بما يعكس انعدام دور المواطن في المشاركة في اختيار الحكام والحكومات. وبالتالي تم رفض خمس فروض فرعيه للفرض السابع للبحث.

تحليل إضافي لنموذج البحث (3): أثر الثقافة باستخدام نموذج هوفستد علي قيم إصدار الصكوك Robustness Test

$$SUKUK_{it} = \beta_0 + \beta_1 PD_{it} + \beta_2 INDIV_{it} + \beta_3 MASC_{it} + \beta_4 UA_{it} + \beta_5 LTO_{it} + \beta_6 DI + \beta_7 P/G + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

بالإضافة إلى الفروض السابقة قام الباحثين بإجراء اختبار إضافي Robustness Test من خلال اختبار أثر متغير الثقافة كمتغير وسيط على قيمة الصكوك المصدره. وقد تم قياس الثقافة من خلال تبني نموذج هوفستيد للثقافة والذي يتضمن خمس أبعاد. مع التأكيد على قله الدراسات التي قامت بقياس أثر هذا المتغير على قيمة إصدار الصكوك. حيث تعد الثقافة Culture أحد أهم الأبعاد التي قد تؤثر على فعالية المنظمة (Halkos & Tzeremes, 2011) وقد حدد Hofstede et al., (2011) خمسة أبعاد للثقافات الوطنية. أولاً، مؤشر مسافة السلطة Power Distance ويدل على مدى توجيه أصحاب العمل ومستوى المرونة في التنظيم. ثانياً، العمل الفردي Individualism وفي المقابل له Collectivism العمل الجماعي مما يعني الميل للعمل كفريق جماعي. ثالثاً، Masculinity مما يعني الميل نحو الإنجاز والثقة والتعويض للنجاح، وتعتمد الثقافة الإشرافية الموجهة نحو الذكورة على تحديد صارم للأهداف والمبادئ التوجيهية التي لا جدال فيها. ورابعاً، يعبر مؤشر تجنب عدم اليقين Avoidance Uncertainty إلى أي مدى تتجنب تلك الشركة المخاطر وعدم اليقين. وأخيراً، مؤشر التوجه المستقبلي طويل الأجل Long Term Orientation (Hussainey et al., 2017: 7-8).

#### جدول رقم (6)

تحليل الانحدار لنموذج البحث (2):

أثر مؤشرات الحوكمة المؤسسية على قيم إصدار الصكوك

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	.Sig
	B	Std. Error	Beta		
DOM.INTER	0.091	0.054	0.022	1.674	*0.095
GOV.PRI	0.389	0.048	0.070	8.133	***0.000
VOICE	-0.057	0.090	-0.022	-0.634	0.527
P.STABI	0.242	0.167	0.045	1.450	0.148
GOVER	-0.190	0.152	-0.063	-1.248	0.213
REGUIL	-0.144	0.214	-0.033	-0.673	0.501
LAW	0.559	0.256	0.100	2.184	*0.030
CORRUP	-0.155	0.138	-0.035	-1.125	0.262
<b>Model Summary</b>					
Adjusted R square			0.985		
F			203.80		
Sig			0.000		

وقد أظهرت الأدبيات اهتماماً متزايداً بالثقافة وتأثيرها على كفاءة الأداء وأنه ينبغي على الشركات التي تسعى لتحقيق الكفاءة في الأداء في البلدان ذات الثقافات الوطنية المختلفة أن تأخذ أبعاد الثقافة في الاعتبار (Carretta et al 2015; Halkos & Tzeremes 2011; Pagell et al., 2005). وقد وجد Halkos & Tzeremes 2011 أن قيم تجنب عدم اليقين لها تأثير إيجابي مباشر على أداء البنوك متعددة الجنسيات، كذلك وجدت دراسة Hus-sainey et al., (2017) تأثير إيجابي لمؤشر مسافة

جدول رقم (7)  
تحليل الانحدار لنموذج البحث رقم (3)  
تأثير الثقافة على قيم إصدار الصكوك

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	.Sig
	B	Std. Error	Beta		
DOM.INTER	-288.893	148.957	-0.104	-1.939	*0.053
GOV.PRI	1296.057	163.826	0.334	7.911	***0.000
UA	47.387	16.250	1.656	2.916	**0.004
LTO	86.009	29.705	1.709	2.895	**0.004
<b>Model Summary</b>					
Adjusted R square			0.464		
F			84.006		
Sig			0.000		

إصدار الصكوك بتلك الدول. بالإضافة إلى ما سبق توصلت الدراسة أيضا إلى أن إصدار الصكوك بصفه عامه يكون أكثر تأثراً وحساسية إلى متغيرات عدم التأكد واليقين العالمية. ويوجد دراسة مشابهة أيضا في نفس المجال قام بها Naifar et al., (2017) لمعرفة أثر متغيرات عدم التأكد الإقليمية والعالمية سواء المالية أو الاقتصادية على حركة الصكوك وقد توصلت الدراسة إلى الاستقلالية بين عوائد الصكوك وسياسة عدم التأكد سواء الإقليمية أو العالمية.

في ضوء ما سبق، يتوقع الباحثين وجود علاقة إيجابية بين إصدار الصكوك وبين مؤشر الثقافة وبالأخص التوجه المستقبلي طويل الأجل بالإضافة إلى مؤشر تجنب عدم اليقين. ووفقا للجدول رقم (7) والذي يوضح إلى أي مدى تؤثر الثقافة على قيمة إصدار الصكوك، فقد توصل التحليل إلى وجود علاقة إيجابية بين إصدار الصكوك وبين مؤشرين للثقافة وهما عدم اليقين والتوجه طويل الأجل بدرجة معنوية 5% لكلا المؤشرين. وتتفق تلك النتائج مع عدد من الدراسات السابقة (2011) Halkos & Tzeremes بالإضافة إلى Aziz et al., (2019) في حين تعارضت نتائج تلك الدراسة مع بعض الدراسات السابقة والتي توصلت إلى وجود علاقة سلبية بين إصدار الصكوك ومؤشرات الثقافة (2016) Naifar & Hammoudeh. وفي ضوء تلك النتائج يتضح ضرورة اهتمام الدول الراغبة في زيادة إصدارها من الصكوك العمل على تدعيم ثقافة التخطيط المستقبلي طويل الأجل وتقليل ثقافة عدم اليقين من أجل جذب أكبر عدد ممكن من المستثمرين في سوق الصكوك.

جدول رقم (8)  
ملخص نتائج النماذج

المتغيرات الاقتصادية	نموذج (1) المتغيرات الاقتصادية	نموذج (2) المتغيرات الاقتصادية	نموذج (3) المتغيرات الاقتصادية
IM.EX	√(+)	√(+)	√(+)
INFLA	√(+)	√(+)	√(+)
EXCH.RATE	(-)	(-)	(-)
D.CREDIT	√(+)	√(+)	√(+)
GD-PER	√(+)	√(+)	√(+)
GDP.PPP	√(+)	√(+)	√(+)
DOM.INTER	√(+)	√(+)	√(+)
GOV.PRI	√(+)	√(+)	√(+)
VOICE	(-)	(-)	(-)
P.STABI	(+)	(+)	(+)
GOVER	(-)	(-)	(-)
REGUIL	(-)	(-)	(-)
LAW	√(+)	√(+)	√(+)
CORRUP	(-)	(-)	(-)
UA	√(+)	√(+)	√(+)
LTO	√(+)	√(+)	√(+)

√ تشير إلى المعنوية الإحصائية، (-)، (+) توضح تأثير المتغير سلبى أم إيجابى على قيمة الصكوك

السلطة Power Distance، الفردية Individualism، وتجنب عدم اليقين على أداء البنوك الإسلامية.

وقد توصلت دراسة Aziz et al., (2019) على سبيل المثال، إلى أن قيم الثقافة من خلال الاعتماد على مستوى الثقة بالدولة له علاقة إيجابية على قيمة إصدار الصكوك. كذلك توصلت دراسة (2016) Maghyereh & Awartani إلى أن قيم الصكوك المصدرة تتأثر بصورة كبيرة بظروف السوق ومتغيرات الدول ومن تلك المتغيرات ثقافة تلك المجتمعات. وبالتطبيق على دول مجلس التعاون توصلت دراسة Naifar & Hammoudeh (2016) إلى أن ثقافة عدم اليقين لها تأثير سلبى على

## النتائج والتوصيات

### النتائج

تم تلخيص نتائج النماذج في جدول رقم (8)، وتتمثل النقاط الرئيسة

كالتالي:

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين إصدار الصكوك وحجم الاقتصاد. حيث يعكس أن حجم الاقتصاد بالدول محل الدراسة يحفز المستثمر للاستثمار بتلك الأسواق ويزيد الثقة في الصكوك المصدرة بها.

وجود علاقة معنوية إيجابية بين إصدار الصكوك ومرحلة تطور الدولة. حيث أن الأسواق التي تتميز بارتفاع معدلات الدخل تتجه إلى أن تكون أكثر استقرارا في المؤسسات المالية والتي تساهم في تطوير الأسواق المالية بما يؤدي إلى زيادة الطلب على أنشطة التمويل وبالتالي زيادة الحاجة إلى إصدار الصكوك.

وجود علاقة سلبية غير معنوية بين إصدار الصكوك ومعدلات أسعار الصرف. ويمكن تبرير تلك النتيجة بثبات أسعار الصرف في أغلب

دول البحث الحالي خاصة دول مجلس التعاون والتي تطبق سياسة سعر الصرف الثابت بما لا يكون له تأثير على سوق الصكوك ونمو حركته.

علاقة إيجابية بين التضخم وإصدار الصكوك. ويمكن تبرير تلك النتيجة في إقبال المستثمر الأجنبي على الاستثمار بسوق الصكوك في الدول ذات المعدلات التضخمية العالية لأن ذلك من شأنه زيادة القيم السوقية للأصول الإنتاجية للصكوك المستثمر فيها.

علاقة إيجابية بين إصدار الصكوك وقيمة الصادرات والواردات للدول. ويعكس ذلك أهمية ارتفاع صافي صادرات وواردات الدول في التأثير على جذب الاستثمار في الصكوك في تلك الدول حيث تعكس حركه الصادرات والواردات حجم النشاط الاقتصادي بتلك الدول بما يعكس مدى جدوى الاستثمار في الصكوك المصدرة. وبالتالي زيادة الانفتاح الاقتصادي مع الدول والسوق العالمي تؤدي إلى تدفق التمويل الخارجي من المستثمرين سواء المحليين أو الأجانب مما سيؤدي إلى تحسين تطور سوق الصكوك.

علاقة إيجابية بين إصدار الصكوك وحجم النظام المصرفي. ويتضح من ذلك أن سوق السندات وسوق الصكوك مكملين لبعضهما البعض وأن سوق الصكوك في الدول محل الدراسة لم يصل بعد لأن يكون بديل لسوق السندات. وبالنسبة للمتغيرات الحاكمة، يوضح التحليل وجود علاقة إيجابية للصكوك الحكومية بما يعكس ثقة المستثمر في حكومات تلك الدول والإقبال على الاستثمار في الصكوك المصدرة منها مقارنة بالصكوك المصدرة من قبل جهات أو مؤسسات خاصة.

بالنسبة لنتائج النموذج (2) مؤشرات الحوكمة، نلاحظ وجود علاقة إيجابية معنوية بين إصدار الصكوك وبين متغير سيادة القانون في الدول محل الدراسة في حين يظهر البحث عدم وجود علاقة ذات دلالية بين إصدار الصكوك والمتغيرات المتبقية لمؤشر الحوكمة. وتعكس تلك النتائج مدى أهمية سيادة القانون في جذب الاستثمار لسوق الصكوك. كما يعكس ذلك ثقة المستثمرين في مدى التزام تلك الدول بالسياسات الرشيدة لإداره أعمالها ونزاهة القانون بالإضافة إلى التزام الشركات والحكومات بالقانون.

وبالنسبة لنتائج النموذج (3) مؤشرات الثقافة، وجود علاقة إيجابية معنوية بين إصدار الصكوك وبين مؤشرين للثقافة، وهما عدم اليقين والتوجه طويل الأجل.

### التوصيات

- 1- ضرورة الاستمرار في زيادة معدلات النمو الاقتصادي ونصيب الفرد من الدخل لما له من تأثير إيجابي على نمو وتطور سوق الصكوك.
- 2- العمل على زيادة الانفتاح الاقتصادي مع الدول والسوق العالمي، وذلك لأنها تؤدي إلى تدفق التمويل الخارجي من المستثمرين سواء المحليين أو الأجانب مما سيؤدي إلى تحسين وتطور سوق الصكوك.
- 3- ضرورة العمل على سيادة القانون لما له من تأثير إيجابي على جذب الاستثمار لسوق الصكوك، وكذلك زيادة قيمة مؤشرات الحوكمة الأخرى مثل: السيطرة على الفساد، والجودة التنظيمية للحكومة، وفاعلية الحكومة، والاستقرار السياسي لما لهم من تأثير إيجابي على تحسين بيئة الاستثمار وجذب العديد من المستثمرين.
- 4- كذلك توصي الدراسة بضرورة اهتمام الدول الراغبة في زيادة إصدارها من الصكوك العمل على تدعيم ثقافة التخطيط المستقبلي طويل الأجل وتقليل ثقافة عدم اليقين من أجل جذب أكبر عدد ممكن من المستثمرين في سوق الصكوك.

### الخلاصة

في ضوء تزايد إصدار الصكوك في العديد من الأسواق المالية تزايدت ضرورة دراسة وفحص الأسباب والمحددات التي من شأنها جذب تلك الاستثمارات سواء كانت متعلقة بمتغيرات المؤسسات نفسها مثل الربحية أو حجم الشركة أو متغيرات مرتبطة بالحوكمة مثل متغيرات مجلس الإدارة أو المتغيرات الاقتصادية للدول. Macro-economic Factors، في ضوء ذلك هدفت هذه الدراسة إلى فحص ودراسة أثر المتغيرات الاقتصادية ومتغيرات الحوكمة الخاصة بالدول بالإضافة

إلى أثر الثقافة على قيم إصدار الصكوك، بالتطبيق على 277 مؤسسة في 8 دول أغلبها يقع بالخليج العربي بالإضافة إلى تركيا وماليزيا للفترة من 2011 إلى 2017. وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين إصدار الصكوك والمتغيرات الاقتصادية مثل التضخم وحجم الاقتصاد وحجم النظام المصرفي. وبالنسبة لأثر مؤشرات الحوكمة المؤسسية للدول وأثرها على الصكوك، فقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية مع سيادة القانون. وأخيراً، توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين قيم إصدار الصكوك ومتغير الثقافة بصورة عامة ومع مؤشرين للثقافة بصورة خاصة وهما عدم اليقين والتوجه المستقبلي أو التخطيط الإستراتيجي طويل الأجل للدول.

وبالرغم من النتائج القيمة للبحث إلا إنها لا تخلو من عدد من القيود لعل أهمها: عدم وجود أي دلالة معنوية ذات أهمية بين إصدار الصكوك والعديد من متغيرات الحوكمة مثل: السيطرة على الفساد والتي تؤكد عدد من الدراسات السابقة التي توصلت لعلاقة إيجابية بينها وبين إصدار الصكوك مثل دراسة (Smaoui & Khawaja (2016). كذلك العلاقة مع الجودة التنظيمية للحكومة والتي أكدتها دراسة (Said & Grassa (2013). أيضاً لم تجد الدراسة الحالية أي علاقة معنوية بين الصكوك ومؤشر فاعليه الحكومة على الرغم من العلاقة الوثيقة بين فاعليه ومصداقية الحكومات في الالتزام بسياساتها وبين انجذاب المستثمرين لسوق الصكوك.

## المراجع

### أولاً - مراجع باللغة العربية:

- ابن منظور. لسان العرب. بيروت: دار إحياء التراث، ط3.
- الحنيطي، هناء محمد هلال. (2015). «دور الصكوك الإسلامية في التنمية الاقتصادية». الجامعة الأردنية: عمادة البحث العلمي (العلوم الإدارية)، عدد 2، مجلد: 42، ص: 553-565.
- الرشيد، سالمي. وعزي، هاجر. (2018). «دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشاريع الاستثمارية»، مؤتمر جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، ص: 466-476.
- المطلق، عبد الله بن محمد بن عبد الرحمن. (2013). «الصكوك»، مجلة البحوث الإسلامية، الرئاسة العامة للبحوث والإفتاء عدد 100، ص: 345-382.
- باوني، محمد. (2016). «الجوانب النظرية والتطبيقية للصكوك الإسلامية»، مجلة العلوم الإنسانية، ع: 46، المجلد أ ص: 97-107.
- حسانين، فياض عبد المنعم. (2012). أهمية ودور الصكوك الإسلامية في تمويل الموازنة العامة. مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، ص: 1-32.
- حليبي، حكيم؛ وإلهام، مواسة. (2017). «الصكوك الإسلامية كخيار تمويلي للاقتصاد الجزائري في ظل أزمة البترول الحالية بين معوقات وحوافز التطبيق»، مجلة دراسات جامعة عمارثليجي الأغواط، الجزائر، ع: 52، ص: 163-178.
- رضوان، سمير عبد الحميد. (2012). صكوك السندات . مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، ص: 1-31.
- عربيات، وائل محمد. (2018). «تمويل مشاريع الطاقة في الأردن من خلال صكوك التمويل الإسلامي»، مجلة علوم الشريعة والقانون، عدد 1، مجلد: 45، ص: 353-366.
- قنطقي، سامر. (2015). صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية. مجموعة دار أبي الفداء العالمية للنشر والتوزيع والترجمة.
- معايدة، محمد نوح علي. (2015). «الصكوك الاستثمارية ضوابطها وآلية تداولها: دراسة فقهية»، المجلة العلمية لجامعة الملك فيصل (العلوم الإنسانية والإدارية)، ع: 2، المجلد: 16 ص: 67-86.
- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية. (2015). المعايير الشرعية. المنامة، البحرين.

### ثانياً - مراجع باللغة الأجنبية:

- Adelegan, J. and Radzewicz, B. (2009). **What Determines Bond Market Development in sub-Saharan Africa?**, IMF Working Paper, WP/09/213.
- Afshar, T. (2013). "Compare and Contrast Sukuk (Islamic Bonds) with Conventional Bonds: Are They Compatible?", **Journal of Global Business Management**, Vol. 9, No.1.
- Ahmad. N. and Muda, M. (2013). "Exchange Rate Pass-through Estimates for Sukuk Issuing Countries", **Procedia Economics and Finance**, 7, 134-139.
- Ahmad. N. et al. (2012). "Economic Forces and the Sukuk Market", **Procedia Social and Behavioral Sciences**, 65, 127-133.
- Al-Raeai, A. and Abdul Rahman. (2018). The Role of Political Risk and Financial Development Factors on Sukuk Market Development of Gulf Cooperation Council (GCC) Countries", **Asian Journal of Finance& Accounting**, Vol. 10, No. 1.
- Al-Raeai A et al. (2018). The Role of Macroeconomic Factors on Sukuk Market Development of Gulf Cooperation Council (GCC) Countries, **International Journal of Economics and Financial**, Issues, 8 (3), 333-339.

- Ariff, M. and Safari, M. (2012). "Are Sukuk Securities the Same as Conventional Bonds?", **Afro Euro asian studies**, Vol. 1, Issue 1, 101-125.
- Aziz, S. et al. (2019). **Does Trust Level Matter in Sukuk Issuance?**, Available at <https://ssrn.com/abstract=3396690> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3396690>
- Azmat, S. et al. (2013). "Issuer's Choice of Islamic Bond Type", **Pacific-Basin Finance Journal**, 28 DOI:10.1016/j.pacfin.2013.08.008.
- Bhattacharyay, B. (2013). "Determinants of Bond Market Development in Asia", **Journal of Asian Economics**, 24. 124–137
- Carretta, A. et al. (2015). "Don't Stand So Close to Me: The Role of Supervisory Style in Banking Stability", **Journal of Banking & Finance**, 52, 180-188.
- Cherif, M. and Gazdar, K. (2010). "Macroeconomic and Institutional Determinants of Stock Market Development in MENA Region: New Results from a Panel Data Analysis", **International Journal of Banking and Finance**, 7(1), 1-21.
- Eichengreen, B. and Luengnaruemitchai, P. (2004). **Why Doesn't Asia Have Bigger Bond Markets?**, NBER Working Paper No. 10576.
- Godlewski C. et al. (2014). **Do the Type of Sukuk and Choice of Shari'a Scholar Matter?**, BOFIT Discussion Papers.
- Grassa, R. and Miniaoui, H. (2018). "Corporate Choice between Conventional Bond and Sukuk Issuance Evidence from GCC Countries", **Research in International Business and Finance**, Vol. 45, October, 454-466.
- Halkos, G. and Tzeremes, N. (2011). "Modelling the Effect of National Culture on Multinational Banks' Performance: A Conditional Robust Nonparametric Frontier Analysis", **Economic Modelling**, 28, 515–525.
- Hanefah, M. et al. (2013). "Sukuk: Globak Issues and Challenges", **Journal of Legal, Ethical and Regulatory Issues**, Vol. 16, No.1.
- Hussainey, K. et al. (2017). "The Impact of Efficiency on Islamic Banks Performance: A Cross-couna try Study", **10<sup>th</sup> International Conference on Islamic Economics and Finance (ICIEF): Institutional Aspects of Economics, Monetary and Financial Reforms**; 23-24 March 2015, Doha, Qatar.
- International Islamic Financial Market. (2018). **A Comperhensive Study of the Global Sukuk Market**, labuan IBFC, Malaysia.
- Khudari M. (2017). "The Role of Economic and Financial Factors in Enhancing Sukuk Market Cross-sectional Study, **International Journal of Industrial Management (IJIM)**, ISSN (Print): 2289-9286; e-ISSN: 0127-564x; Vol. 3.
- Maghyereh, A. and Awartani, B. (2016). "Dynamic Transmissions between Sukuk and Bond Mark ets", **Research in International Business and Finance**, 38, 246-261.
- Mu, Y. et al. (2013). "Bond Markets in Africa", **Review of Development Finance**, 3 (3), 121-135.
- Naifar, N. and Hammoudeh, S. (2016). "Do Global Financial Distress and Uncertainties Impact GCC and Global Sukuk Return Dynamics?" **Pacific-Basin Finance Journal**, Vol. 39, September, 57-69.
- Naifar, N. et al. (2016). «Dependence Structure between Sukuk and Stock Market Conditions: An Empirical Analysis with Archimedean Copulas", **Journal of International Financial Markets, Int stitutions, and Money**, 44, 148-165.
- Naifar N. et al. (2017). "Do Regional and Global Uncertainty Factors Affect Differently the Conventional Bonds and Sukuk? New evidence", **Pacific-Basin Finance Journal**, 41, 65-74.
- Pagell, M. et al. (2005). T"he Importance of National Culture in Operations Management Research", **International Journal of Operations and Production Management**, 25 (4), 371-394.

- Rafisah R. and Ahmad W. (2011). "Sustainability of Sukuk and Conventional Bond during Financial Crisis: Malaysia's Capital Market", **Global Economy and Finance Journal**, Vol. 4. No. 2. 33-45.
- Rajan, R. and Zingales, L. (2001). "Financial Systems, Industrial Structure and Growth", **Oxford Review of Economic Policy**, 17 (4), 467-482.
- Rezaei, Z. (2013). "Sukuk: An Islamic Financial Instrument", **Management and Administrative Sciences Review**, Vol. 2, issue 3, 261-267.
- Safari, M. et al. (2014). **Sukuk Securities: New Ways of Debt Contracting**. Singapore: John Wiley & Sons.
- Said A. and 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**, Vol. 3, No. 5, 251-267.
- Smaoui H. and Khawaja M. (2017). "The Determinants of Sukuk Market Development", **Emerging Markets Finance and Trade**, 53:7, 1501-1518, DOI: 10.1080/1540496X.2016.1224175.
- Smaoui H. et al. (2017). "Sukuk, Banking System and Financial Markets: Rivals Or complements?", **Economics Letters**, <http://dx.doi.org/10.1016/j.econlet.2017.09.014>.
- Sole, J. (2008). "Prospects and Challenges for Developing Corporate Sukuk and Bond Markets Lessons from a Kuwait Case Study", **International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management**, Vol. 1, No. 1, 20-30.
- Yartey, C. (2008). **The Determinants of Stock Market Development in Emerging Economies: Is South Africa Different?**. International Monetary Fund. Working Papers, 8 (32), 1.
- Zaheer S. and Wijnbergen V. (2013). **Sukuk Defaults: On Distress Resolution in Islamic Finance**, Tinbergen Institute Discussion Paper, No. 13087/VI/DSF57.

## The Impact of Macroeconomic Factors On Issuing Sukuk

**DR. Hebatallah A. Soliman**

Assistant Professor of Economic,  
Faculty of Business Administration  
Sinai University, Egypt  
heba.ahmed@su.edu.eg

**DR. Sherif El-Elhalaby**

Assistant Professor of Accounting  
Faculty of Business Administration  
Arab Open University, Kuwait  
sismail@aou.edu.kw

**DR. Sameh Mohamed Aboul-Dahab**

Assistant Professor of Business Administration  
Faculty of Commerce  
Kafrelsheikh University, Egypt  
sameh2030@yahoo.com

### ABSTRACT

This study seeks to measure the effect of macroeconomic factors which are Inflation; GDP; Exchange Rate; Openness, and Domestic Credit in addition to the impact of corporate governance of country based on Worldwide Governance Indicators (WGI) on the value of issued Sukuk. The study also seeks to measure the impact of culture based on Hofstede model on the value of issued Sukuk. This study uses data for 277 different institutions and governments across 8 countries which are UAE; KSA; Qatar; Malaysia; Oman; Bahrain; Turkey and Kuwait for period between 2011 and 2017. As far as we know, this is one of the original and updated studies that investigate these relationships. Consistent with our predictions related to the impact of macro factors on issuing Sukuk.

the empirical results indicate a positive association with Domestic Credit; Inflation and GDP and find no association with exchange rate. Concerning with the impact of Governance Indicators; we find a positive impact for rule of law and insignificant for other variables. Our analysis also shows a positive impact for culture based on long term orientation and uncertainty avoidance on the value of issued Sukuk. This study adds value for how macroeconomic factors work as a motivator or constrained for issuing Sukuk in different markets

**Keywords:** *Sukuk; Bonds, Islamic Bonds, Macroeconomic Factors; Inflation; GDP; Exchange Rate; Domestic Credit; Worldwide Governance Indicators and Culture.*