

## أثر الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي

هبة الله أحمد سليمان\*

### ملخص

تهدف الدراسة إلى محاولة قياس أثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي باستخدام البيانات المقطعية-الزمنية خلال الفترة 2011-2017 بالتطبيق على عينة مكونة من 5 دول وهم (الإمارات، السعودية، قطر، البحرين، ماليزيا)، وذلك من خلال تطبيق اختبارات التكامل المشترك وطريقة المربعات الصغرى المعدلة. وقد توصلت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة تكامل مشترك طويل الأجل بين إصدار الصكوك والنمو الاقتصادي مما يعني أن أسواق الصكوك تلعب دوراً هامياً في تحفيز النمو الاقتصادي على المدى الطويل. مما يتطلب زيادة إصدار الصكوك الإسلامية لدعم النمو الاقتصادي وتهيئة البيئة التشريعية الملائمة لتطوير سوق الصكوك.

## The Impact of Islamic Sukuk on Economic Growth

Hebatallah A. Soliman

### Abstract

This paper is trying to measure and explores the role that Sukuk has on Economic growth, over the period 2011-2017 applied to 5 countries. (UAE, Saudi Arabia, Qatar, Bahrain, Malaysia), through co-integration tests, and FMOLS. The results showed that there is a long-run relationship between the issuance of sukuk and economic growth, which means that the sukuk market plays an important role in stimulating economic growth in the long run. This requires increasing the issuance of Islamic Sukuk to support economic growth and creating an appropriate legislative environment for developing the Sukuk market.

---

\* مدرس اقتصاد - كلية إدارة الأعمال جامعة سيناء - جمهورية مصر العربية،

البريد الإلكتروني: heba.ahmed@su.edu.eg

## 1. المقدمة

شهد العقد الماضي نمواً غير مسبوق في صناعة الخدمات المالية الإسلامية، ولفت التمويل الإسلامي المزيد من الانتباه في السنوات الماضية، حيث تشير العديد من الدراسات إلى أن صناعة التمويل الإسلامي أظهرت مخاطر أقل وأداء أفضل واستقرار أكبر من نظيرتها التقليدية خلال الأزمة المالية العالمية عام 2008، وهم يعززون هذا الأداء إلى المزايا الفريدة للعقود الإسلامية وكذلك التوسع في إصدار الصكوك وشهادات الاستثمار التي تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية كبديل لإصدار الأوراق المالية ذات الدخل الثابت أو السندات القائمة على الفائدة. (Beck et al., 2013; Hasan and Dridi 2010)، ومن الممكن أن يحد التمويل الإسلامي من الأزمات، حيث أن التمويل الإسلامي يمنع بيع الغرر والبيع على المكشوف ويوجد قيود على بيع الدين ويهدف التمويل الإسلامي في الأساس إلى تمويل شراء سلع وخدمات حقيقية وبالتالي من الممكن أن يساعد في حقن مزيد من الانضباط في النظام المصرفي وبالتالي الحد بشكل كبير من عدم الاستقرار المالي. (Chapra, 2008,1) وتعد الصكوك جزء لا يتجزأ من الاقتصاد والتمويل الإسلامي، وتعد مصدر متميز لتمويل الحكومات من خلال إصدار الصكوك السيادية، وكذلك وسيلة للشركات للحصول على تمويل خارجي من خلال إصدار صكوك الشركات. (Wilson, 2006,1) ويمكن للحكومات جذب الاستثمار الأجنبي المباشر من خلال إصدار الصكوك السيادية لتوسيع البنية التحتية، حيث أن هذه المشاريع تكون على المدى الطويل مما يجعل الصكوك وسيلة مناسبة لتمويلها. كذلك يمكن أن تستخدم الصكوك في تمويل مبادرات الطاقة النظيفة من خلال الصكوك الخضراء، حيث تعد صناعة متنامية وقد ارتفع عدد مبادرات الطاقة النظيفة في دول مجلس التعاون الخليجي ويمكن أن تساعد الصكوك الخضراء في تعبئة التمويل المطلوب. (Shaikh, 2015,30-31) وتقوم الشركات المحلية والمتعددة الجنسيات والهيئات السيادية والمؤسسات المالية بإصدار الصكوك، مما يجعل الصكوك مجموعة فرعية أساسية من النظام المالي الدولي. (Khiyar & Galfy, 2014,31)

وتجدر الإشارة إلى أن الدراسات التي تفحص التمويل الإسلامي ونمو العلاقة الاقتصادية، اهتمت بالتمويل الإسلامي الكلي دون تحديد الأثر الخاص بالصكوك. حيث تعد الصكوك من أحد أهم مصادر التمويل في إطار التمويل الإسلامي. وكذلك يوجد العديد من الدراسات اقتصرت على المنهج الوصفي لتوضيح دور الصكوك في التنمية الاقتصادية. بينما الدراسات القياسية التي ركزت على دراسة تأثير الصكوك على التنمية الاقتصادية تعد نادرة، ومن أهم هذه الدراسات Alkhawaja. M., 2019، Smaoui. H & Nechi. S., 2017، Echhsbi.A, Malikov. A, 2017، et. al., 2016. مما يتطلب مزيد من البحث، وبالتالي تساهم هذه الورقة في الأدبيات الموجودة بطرق عديدة ومنها. المساهمة في مجال بحث غير مكتشف نسبياً حول التأثير المحتمل للتمويل الإسلامي المتمثل في الصكوك على النمو الاقتصادي. علاوة على ذلك، تساهم النتائج في فهمنا للفئات التي من خلالها يمكن تحفيز أسواق الصكوك وكذلك تحفيز النمو الاقتصادي. كذلك، تعالج الدراسة العلاقة بين تطوير سوق الصكوك والنمو الاقتصادي باستخدام البيانات المقطعية-الزمنية

خلال الفترة 2011-2017 بتطبيق اختبارات التكامل المشترك في ماليزيا وعدد من دول الخليج العربي والتي تتشابه مع خصائصها العديد من دول الشرق الأوسط وأفريقيا مما يساعد متخذي القرار في هذه الدول بالتوجه نحو استخدام الصكوك في تمويل التنمية.

ويقسم البحث في الجزء التالي إلى تعريف الصكوك وتطور إصدارها وأنواعها ودورها في تحفيز النمو الاقتصادي، يليه نظرة عامة عن إصدار الصكوك في الدول محل الدراسة، ثم أهداف الدراسة، فروض الدراسة، الدراسات السابقة، منهجية البحث، وصف النموذج المستخدم، النماذج القياسية. كما يتلو ذلك النتائج والتوصيات.

## 2. نظرة عامة عن الصكوك وأنواعها ودورها في تحفيز النمو الاقتصادي

تعرف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية الصكوك 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 الأكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله" (هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية، 2015، 467) مما يعني أن الصكوك أوراق مالية مدعومة بالأصول التي توفر لأصحابها ملكية في الأصل الأساسي، وأي أرباح وفقاً لهذه الملكية، وتكون المدفوعات في شكل ربح من مشروع مشترك، أو ربح من بيع أصول ويتوقف ذلك على هيكل الأصول، وهذا يختلف عن السندات والتي يتم فيها دفع فائده ثابتة. (Samoui & Nechi, 2017)

تعد الصكوك الإسلامية الأداة الأكثر جذباً من قبل المصدرين والمستثمرين في مختلف المناطق والمراكز المالية، حيث بلغ إجمالي إصدار الصكوك العالمية 979 مليار دولار خلال الفترة 2001-2017، منها 219 مليار دولار صكوك دولية. (IIFM, 2018, p21) حيث ارتفع إجمالي إصدار الصكوك الدولية من 9 مليار دولار إلى 37 مليار دولار خلال الفترة (2001-2017). بينما ارتفع إجمالي إصدار الصكوك المحلية من 23 مليار دولار عام 2001 إلى 117 مليار دولار عام 2012 ثم انخفض إلى 45 مليار دولار عام 2015 ثم عاود الارتفاع إلى 79 مليار عام 2017. (IIFM, 2018, 24-25) وتعد الصكوك السيادية المتصدرة في قائمة أنواع الإصدارات حيث بلغ إجمالي إصدار الصكوك السيادية 540 مليار دولار خلال الفترة (2001-2017)، بينما بلغ إجمالي إصدار صكوك الشركات 265 مليار دولار، والصكوك العالمية شبه السيادية 123 مليار دولار خلال نفس الفترة. (IIFM, 2018, 32-34)

وتعد ماليزيا رائدة في سوق الصكوك حيث أصدرت 62.5% من إجمالي قيمة الصكوك خلال الفترة 2001-2017 وقد حققت حجماً اقتصادياً كبيراً من خلال استخدام جزء من رأس المال الذي تم توفيره من خلال إصدار الصكوك لتسريع تطورها التكنولوجي (Kantarci & Eren, 2018)

(598)، يليها أندونيسيا 6.4%، باكستان 1.6% بالإضافة إلى سنغافورة والصين وهونج كونج واليابان وذلك بالنسبة لقارة آسيا، أما بالنسبة لدول مجلس التعاون الخليجي والشرق الأوسط تعد السعودية الرائدة في إصدار الصكوك بنسبة 9.7%، الإمارات 7.34%، البحرين 2.8%، قطر 2.64%، وبالنسبة لدول أفريقيا فتعد السودان الرائدة في الإصدار حيث تمثل 2%، وبالنسبة للدول الأوروبية أصدرت الولايات المتحدة 0.14%، المملكة المتحدة 0.14%، ألمانيا 0.02% - (IIFM, 2018, 57) (58) مما يعني أن إصدار الصكوك لم يقتصر على الدول العربية والإسلامية بل تجاوزها.

**ويسهم سوق الصكوك في النمو الاقتصادي للبلاد بعدة طرق منها أولاً،** تتيح أسواق الصكوك من خلال تعبئة المدخرات من مختلف الفئات، التمويل طويل الأجل للمدنيين وبالتالي المساهمة في الأداء الفعال لأسواق رأس المال، نظراً لأن التمويل طويل الأجل أمر ضروري وحيوي لتحقيق مكاسب الإنتاجية في الاقتصاد. إضافة إلى ذلك تتمتع الصكوك الإسلامية بعدم تعرضها لمخاطر سعر الفائدة، لأنها لا تتعامل بها، 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. **ثانياً،** قد يحفز سوق الصكوك المتطور جيداً إلى جانب هيكل مالي متقدم النمو الاقتصادي من خلال الإبتكارات التكنولوجية وتعزيز إنتاجية العمل في القطاع الخاص. **ثالثاً،** تعتمد شهادات الصكوك على مشاركة المخاطر وهذا يعني أن مصدر الصكوك والمستثمر يتقاسمان مخاطر الاستثمار ويقتسمان الأرباح أو الخسائر بينهما وفقاً للشروط المتفق عليها، وستقود ميزة مشاركة المخاطر في الصكوك المقترضين والمقرضين إلى مشاركة مخاطر الأعمال في مقابل حصة من الأرباح، مما قد يحفز الاستثمار وبالتالي النمو الاقتصادي. **رابعاً،** يمكن أن تستنزف الصكوك مدخرات المسلمين الذين لا يرغبون في الاستثمار في السندات القائمة على الفائدة لأنها لا تلي احتياجاتهم وهذا يمكن أن يؤدي إلى ارتفاع الشمول المالي وبالتالي تحفيز الاستثمار والنمو الاقتصادي، وفي حالة عدم وجود شهادات الصكوك لن يتم استخدام المدخرات بكفاءة وبالتالي لا يتم توجيهها إلى القطاع المالي الرسمي مما قد يعيق الاستثمار والنمو الاقتصادي. (Samoui & Nechi, 2017)، (Al-raeai & Abdul Rahim, 2018, 244) **خامساً،** يمكن أن تساهم الصكوك في تمويل مشاريع البنى التحتية والتنمية 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. **سادساً،** تتيح الصكوك فرص لسداد عجز الموازنة العامة للدولة من خلال توفيرها موارد حقيقية غير مؤثرة سلباً على المستوى العام للأسعار بما يمكنها من تمويل مشروعات التنمية الأساسية بصورة غير مكلفة. كذلك يتيح صكوك الاستثمار وتعددها، فرصاً ومجالات أكثر لتمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة. **سابعاً،** تساعد الصكوك على التخصيص الأمثل للموارد وذلك لأن الصكوك الاستثمارية تقوم 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. وكذلك تساعد الصكوك في الحد من البطالة والتضخم

وذلك لأن هدف التمويل الإسلامي هو تمويل أصول إنتاجية حقيقية ومن ثم يزداد الطلب على التوظيف ويتم الحد من البطالة وكذلك يزداد الإنتاج ويتقارب الطلب مع العرض ومن ثم يحدث استقرار في المستوى العام للأسعار ومن ثم الاستقرار الاقتصادي. (Kantarci & Eren, 2018, 599)

ويوجد ما لا يقل عن تسعة أنواع مختلفة من هياكل الصكوك وفقا للمعيار الشرعي رقم 17(هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية، 2015، 467-471 )، وتستند هياكل الصكوك بشكل أساسي على المرابحة، المشاركة/ المضاربة، والإجارة. (Echchabi et al, 2016, 65) ويمكن استخدام صكوك المضاربة والمشاركة في تغطية العجز في الموازنة العامة للدولة من خلال طرح سندات للمضاربة بدلا من سندات الخزنة، كذلك يمكن استخدامها في تمويل المشاريع ذات الأيراد مثل محطات الكهرباء والموانئ وغيرها، حيث يمكن للدولة إصدار الصكوك وطرحها للاكتتاب العام، بحيث تشكل قيمة هذه الصكوك الأموال التي تحتاجها الدولة لتمويل المشروع، ويكون بإمكان الدولة شراء نصيب حملة الصكوك بالتدريج وفق برنامج زمني معين من خلال المشاركة المتناقصة، كما فعلت تركيا عام 1984 حينما أصدرت نوع من صكوك المشاركة المخصصة لبناء جسر البوسفور. وتعد صيغ المشاركة من أفضل الحلول في معالجة المشاكل التي يعاني منها القطاع العام، كما يمكن من خلالها إعادة تأهيل مؤسسات القطاع العام بدلا من خصصتها. (علي حسين، 2019، 321)

بينما تستخدم صكوك الإجارة في تمويل أصول معمرة، وقد يتم إصدار صكوك التأجير على صيغة إجارة أو مشاركة في الإنتاج وقد تمثل حصة في أصول حكومية كما في السودان. (سامر قنطججي، 2015، 441) ويمكن في حالة قيام الدولة ببناء مبني، فبدلاً من امتلاكه تستطيع استجاره بإصدار سندات إجارة بدلا من الاقتراض للحصول على الأموال اللازمة، ويتم إنشاء المبني ويكون مملوكا لحملة الصكوك وتتعهد باستئجار المبني بمبلغ معين مدة من الزمن ثم تنتقل ملكيته في نهاية المدة للحكومة. (علي حسين، 2019، 321) كذلك من الممكن أن تقوم الحكومة بطرح نسبة معينة من ملكيتها في بعض الأصول، ثم تقوم باستئجار الأصل من المالكين الجدد (حملة الصكوك) بعائد تأجيري وبموجب عقد إجارة منتهية بالتمليك. بنهاية الاستحقاق يسترد المستثمر أصل الصك فقط بينما يمثل الإيجار العائد (الربح) على هذه الصكوك. وفي حالة رغبة المستثمرين في بيع هذه الصكوك تمنح الحكومة أولوية لشراء هذه الصكوك، حيث يلتزم كافة المستثمرين بعرضها على الحكومة لشراؤها بسعر السوق. وفي حالة عدم رغبة الحكومة في الشراء يمكن عرض الصكوك على جهات أخرى لشراؤها. (سامر قنطججي، 2015، 442).

وتعتبر صكوك المرابحة أداة مناسبة لتمويل شراء الأصول حيث يمكن أن تلجأ الحكومة إلى استخدام صكوك المرابحة بغرض توفير مستلزمات الإنتاج من الآلات ومعدات وأجهزة وبيع وسيطه و مواد خام لدعم وتطوير الكفاءة الإنتاجية للاقتصاد وتسهيل تمويل بنود الموازنة العامة المتعلقة

بشراء السلع والمعدات ووسائل النقل عن طريق المرابحة مع المصارف.(علي حسين، 2019، 321) كذلك تعتبر المرابحة أداة تمويل رئيسية واسعة الانتشار، ويتم التمويل بصكوك المرابحة من خلال بيع الدولة أصولاً أو سلعاً وتسليمها فوراً مع تأجيل تحصيل الثمن إلى أجل أو آجال يتم الاتفاق عليها، ويمكن أن تستخدم صيغ المرابحة لتمويل شراء المواد الخام والآلات والمعدات والسلع المعمرة، وعلى الرغم من عدم إمكانية تداول هذه الصكوك لأنها تدخل عندئذ في مسألة بيع الديون، إلا أن الجهة المصدرة لها يمكن أن تستردها شريطة ألا يتوسط في العملية طرف ثالث وذلك حسب فتوى مجمع الفقه الإسلامي في دورته السابعة بجدة. (سليمان ناصر وربيعة بن زيد، 2012، 9)

وقد برزت صكوك الاستصناع في استثمارات المصارف الإسلامية الخليجية بشكل خاص ويمكن استخدامها كأسلوب تمويلي إذا أرادت الحكومة بناء مشاريع عمرانية أو تصنيع منتجات بمواصفات خاصة وذلك بالاتفاق مع الشركة مقابل دفع مبلغ مقدم والباقي يقسط على أقساط يتفق عليها.(علي حسين، 2019، 322).

وتهدف صكوك السلم إلى توفير التمويل للمشاريع التي يتم فيها سداد المدفوعات قبل المعاملة. هذه العقود قابلة للتطبيق على نطاق واسع في صناعات الزراعة والتعدين. حيث تقوم المؤسسة المالية بالدفع مقدماً لشراء الأصول، والتي من المفترض أن يزودها البائع في تاريخ متفق عليه مسبقاً. وبالنسبة للدفع مقدماً تحدد الأطراف المتعاقدة تاريخاً مستقبلياً لتوريد السلع ذات الكمية والنوعية المحددة. (Smaoui, Khawaja, 2016,7)

### 3. نظرة عامة على إصدار الصكوك في الدول محل الدراسة

تعد ماليزيا أكبر سوق للصكوك، حيث تأتي في المرتبة الأولى عالمياً من حيث إصدار الصكوك، إذ تمتلك ما نسبته 25% من القيمة الإجمالية للصكوك الدولية، و73% من القيمة الإجمالية للصكوك المحلية وذلك خلال الفترة الزمنية (2001-2017). (IIFM,2018,41,45) وعلى الرغم من الانكماش الاقتصادي العالمي لا تزال ماليزيا رائدة في إصدار الصكوك وقد أثبتت في الواقع أنها مبدعة في تطوير هيكل الصكوك. (Ahmad and Radzi 2011, 33) وقد حققت التجربة الماليزية نجاحاً كبيراً من حيث إصدار الصكوك لتمويل مشاريع البنية التحتية والمشاريع الصغيرة، ويعد مطار كوالالمبور نموذجاً شهيراً للمشروعات التي قامت على فكرة الصكوك الإسلامية، حيث تم إصدار صكوك مدتها عشر سنوات وبيعها ثم شراء هذه الصكوك من قبل الدولة مرة أخرى في نفس اللحظة وبنفس القيمة لإعادة ملكيته للدولة ولكن بعد عشر سنوات تذهب فيها عائدات المطار لحملة الصكوك، وخلال هذه الفترة تمكنت الدولة من أن تستخدم الأموال المحصلة وقدرها 100 مليار دولار أمريكي في مشاريع تنموية خاصة في مجال البنية التحتية. (علي حسين، 2019، 325) وتركز ماليزيا على تمويل مشاريع البنية التحتية، حيث بلغ حجم إصدارات صكوك البنية

التحتية في ماليزيا 29.8 مليار دولار خلال الفترة 2006-2012 من خلال برنامج التحول الاقتصادي الوطني الذي يهدف إلى تحويل ماليزيا إلى دولة ذات دخل مرتفع بحلول عام 2020. (Malikov, 2017,14)

أما دولة الإمارات فقد احتلت المرتبة الثانية عالمياً والثالثة على مستوى دول مجلس التعاون الخليجي من حيث إصدار الصكوك الإسلامية، حيث امتلكت ما نسبته 29% من القيمة الإجمالية للصكوك الدولية، و1% من إجمالي الإصدارات على المستوى المحلي وذلك خلال الفترة (2001-2017). (IIFM, 2018, 42,46) وكانت أبرز الصكوك المصدرة صكوك استخدمت لتمويل مؤسسة الموانئ والجمارك والمنطقة الحرة في دبي بمبلغ تجاوز 2.8 مليار دولار كان من بينها صكوك إجارة بقيمة مليار دولار لتطوير وتوسعة مطار دبي الدولي. (علي حسين، 2019، 326) وقد تولت حكومة دبي زمام المبادرة، وتعد ناسداك دبي أحد أسرع المنتجات المالية نمواً في المؤسسات المالية الإسلامية. (Onagun, 2016,1).

وتعد السعودية الدولة الثالثة على مستوى إصدار الصكوك الدولية حيث أصدرت صكوك دولية بنسبة 17.78% (2001-2017)، والدولة الثانية في إصدار الصكوك المحلية حيث تبلغ النسبة 7.40% خلال الفترة (2001-2017)، (IIFM, 2018,42.46) وقد تم تمويل إنشاء مطار الملك عبدالعزيز بجدة من خلال إصدار الصكوك بقيمة 7.2 مليار دولار كما أصدرت الشركة السعودية للكهرباء صكوك بقيمة 1.75 مليار دولار لاستخدامها في مشروعات الطاقة الكهربائية. (علي حسين، 2019، 326)

وتعد البحرين رائدة في مجال إصدار صكوك الإجارة، وصكوك السلم، وقد بلغت حصتها من جملة الإصدارات العالمية 4.76%، و2.27% من جملة الإصدارات المحلية وذلك خلال الفترة (2001-2017)، (IIFM, 2018, 42,46) كان أهمها إصدار صكوك التأجير المرتبطة بمطار البحرين الدولي، كما أصدرت مؤسسة النقد البحرينية صكوك سلم ساهمت في امتصاص السيولة التي كانت فائضة عن حاجة المصارف. (علي حسين، 2019، 326)

أما قطر فتبلغ نسبة الصكوك على المستوى الدولي 5.22% وعلى المستوى المحلي 1.90% خلال الفترة (2001-2017) (IIFM, 2018,42-46)، وقد أصدرت شركة قطر العالمية للصكوك التابعة للحكومة القطرية صكوك إجارة بقيمة 700 مليون دولار لتمويل إنشاء مدينة حمد الطبية. (علي حسين، 2019، 326)

#### 4. فرضية الدراسة

ينطلق البحث من فرضية رئيسية مفادها:

الصكوك الإسلامية لها تأثير حيوي وهام في النمو الاقتصادي، وكذلك تعد من مسببات

النمو الاقتصادي من خلال مساهمتها في تمويل القطاعات الاقتصادية المتنوعة.

### 5. أهداف الدراسة

تهدف الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية:

- 5.1 نظرة عامة عن تطور إصدار الصكوك ودورها في التنمية الاقتصادية.
- 5.2 قياس أثر إصدار الصكوك على النمو الاقتصادي.

### 6. أهمية الدراسة

تكمن أهمية الدراسة في كونها تتناول أحد الموضوعات المعاصرة في تمويل ودعم التنمية الاقتصادية من خلال الصكوك الإسلامية، لما تتمتع به من مزايا تتمثل أهمها في مرونتها ومساهمتها في التنوع الاستثماري واستقطابها لجميع فئات المجتمع. وكذلك ندرة عدد الدراسات القياسية في هذا المجال مما يتطلب المزيد من البحث.

### 7. الدراسات السابقة

على الرغم من ظهور الصكوك في مختلف الأسواق على مستوى العالم، إلا إنه هناك دراسات محدودة للغاية حول الآثار الاقتصادية للصكوك حيث ركزت معظم الدراسات على التمويل الإسلامي بشكل عام. ومن هذه الدراسات دراسة (Muharam et al 2019) والتي ركزت على تحليل العلاقة الثنائية بين سوق الأوراق المالية الإسلامية وتطور سوق الصكوك والنمو الاقتصادي، وما إذا كان الانفتاح التجاري يؤثر على تطور سوق الأسهم الإسلامية وسوق الصكوك والنمو الاقتصادي بالتطبيق على إندونيسيا وماليزيا خلال الفترة 2008-2017. وقد أظهرت النتائج أن هناك علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية وتطور سوق الصكوك في إندونيسيا وماليزيا. وهناك علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين تطور سوق الأسهم الإسلامية وسوق الصكوك مع النمو الاقتصادي في إندونيسيا، وكذلك وجد أن للانفتاح التجاري تأثير كبير وإيجابي على تطور سوق الصكوك وكذلك النمو الاقتصادي في ماليزيا.

وقد ركزت دراسة (مفتاح عبدالسلام 2019) على دراسة الدور التنموي لصكوك الوقف من خلال المنهج الوصفي التحليلي وتوصلت الدراسة إلى أن الصكوك الوقفية لها دور فعال في التنمية الاقتصادية والاجتماعية لما تتميز به من أسلوب تمويلي واستثماري مرن يتناسب مع حاجة كل القطاعات الاقتصادية والخدمية كما أنها تفتح المجال أمام كل فئات المجتمع بالمساهمة في الوقف بحيث يصبح لهم دور في التنمية المجتمعية.

وفي دراسة (عبدالجليل مقدم وخولة عدنانني 2019) والتي تهدف لمعرفة الدور التنموي للصكوك الوقفية خلال الفترة 2010-2016 بالتطبيق على إمارة دبي، توصلت الدراسة إلى أن



مساهمة التمويل بالصكوك الوقفية في الناتج المحلي الاجمالي كان ضئيلاً كما أن تعبئة الموارد من خلال التمويل بالصكوك كان ضعيفاً ومحدوداً لدى بنك دبي الإسلامي، وأوصت الدراسة البنوك الإسلامية بضرورة تشجيع أساليب التمويل القائمة على الربح والخسارة وتوزيعها لفتح المجال لزيادة أصولها وارتفاع أرباحها.

وركزت دراسة (علي السائح عام 2019) على دور الصكوك في تمويل العجز في الموازنة العامة من خلال المنهج الوصفي وأوضحت الدراسة نجاح عدة دول في استخدام الصكوك الإسلامية كأسلوب لتمويل مشروعات البنية التحتية مما أسهم في تخفيف العبء المالي على الموازنة العامة كما أصبحت الصكوك الإسلامية تمثل بديلاً فعالاً لوسائل التمويل القائمة من خلال التوسع في عملية الإصدار والتطبيق.

وقد أهتمت دراسة (Alkhawaja. M., 2019) بقياس تأثير كل من الصكوك السيادية والخاصة على إجمالي الناتج المحلي الإجمالي في تركيا خلال الفترة الزمنية 2010-2017. وتشير النتائج إلى أن الحكومة هي اللاعب الرئيسي في سوق الصكوك في تركيا، ووجد تأثير إيجابي للصكوك السيادية على النمو الاقتصادي.

وتحاول دراسة (Smaoui. H & Nechi. S., 2017) قياس تأثير تطور سوق الصكوك على النمو الاقتصادي باستخدام عينة تضم جميع الدول المصدرة للصكوك (18 دولة)، خلال الفترة الزمنية 1995-2015. باستخدام النموذج القياسي GMM. وتوصلت الدراسة إلى أن تطور سوق الصكوك له تأثير إيجابي قوي على النمو الاقتصادي، بينما الانفاق الحكومي والانفتاح التجاري يبدو أنهما يؤثران سلباً على النمو الاقتصادي.

قام (Malikov. A, 2017) بدراسة ما إذا كان إصدار الصكوك السيادية له تأثير على التنمية الاقتصادية بالتطبيق على ماليزيا والسعودية خلال الفترة الزمنية 2002-2011. وأوضحت النتائج أنه كان لدى ماليزيا والسعودية بعض المؤشرات المماثلة التي شهدت اختلافات كبيرة قبل وبعد إصدار الصكوك السيادية في قطاع البنية التحتية وتشمل هذه المؤشرات، الناتج المحلي الإجمالي، نصيب الفرد من الدين الحكومي، الاحتياطيات الدولية، ومؤشر الرفاه الاجتماعي. وبالتالي إصدار الصكوك كان له تأثير إيجابي على التنمية الاقتصادية والمالية والاجتماعية.

وركزت دراسة (Daly & Frikha, 2016) على توضيح مساهمة التمويل الإسلامي في النمو الاقتصادي بالتطبيق على عينة مكونة من 120 بنكاً خلال الفترة الزمنية 2005-2012 بتطبيق طريقة المربعات الصغرى وتوصلت الدراسة إلى أن تطوير البنوك غير الربحية يدعم النمو الاقتصادي، علاوة على ذلك فإن التعاون بين التمويل الإسلامي والتمويل التقليدي يحسن النمو الاقتصادي وبالتالي يوجد تكامل بين التمويل الإسلامي والتمويل التقليدي.

بينما درس (Echchsbi.A, et. al., 2016) ما إذا كان تمويل الصكوك يشجع النمو الاقتصادي باستخدام عينة من 17 دولة مُصدرة للصكوك خلال الفترة الزمنية 2005-2012. باستخدام Toda and Yamamoto Granger Non Causality test، وأشارت النتائج إلى أن إصدار الصكوك كان له تأثير إيجابي على الناتج المحلي الإجمالي.

وتوضح دراسة (Onagun.A 2016) تأثير الصكوك الصادرة عن ناسداك دبي على الاقتصاد الإماراتي، وتوصلت الدراسة إلى أن إصدار الصكوك من ناسداك دبي له تأثير إيجابي على الاقتصاد الإماراتي وذلك نتيجة لتطور سوق الصكوك، الذي حول اقتصاد الإمارات إلى قطاع أكثر تنوعاً مدفوعاً من القطاع الخاص.

وركزت دراسة (Lawal & Imam., 2016) على دراسة تأثير التمويل الإسلامي على النمو الاقتصادي في نيجيريا خلال الفترة 2012-2015 بتطبيق نموذج التكامل المشترك وسببية جرانجر، وتوصلت الدراسة إلى أنه يوجد علاقة إيجابية قوية بين تمويل البنوك الإسلامية والنمو الاقتصادي، مما يعزز فكرة أن النظام المصرفي الجيد يعمل على تعزيز النمو الاقتصادي، علاوة على ذلك، وجدت علاقة سببية في اتجاه واحد من تمويل البنوك الإسلامية إلى النمو الاقتصادي مما يعني أن التمويل الإسلامي يسبب النمو الاقتصادي.

وتهدف دراسة (هناك الحنيطي، 2015) إلى معرفة دور الصكوك الإسلامية في التنمية الاقتصادية في دبي، خلال الفترة 2007-2013، توصلت الدراسة إلى وجود تذبذب في معدلات نمو نسبة الاستثمار بالصكوك، وحدث انخفاض في نسبة التمويل بالصكوك إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال فترة الدراسة مما يعني أن مساهمة التمويل بالصكوك في الناتج المحلي الإجمالي كان ضئيلاً. كما أن تعبئة الموارد من خلال التمويل بالصكوك كان ضعيفاً ومحدوداً لدى بنك دبي الإسلامي، وأوصت الدراسة البنوك الإسلامية بضرورة تشجيع أساليب التمويل القائمة على الربح والخسارة وتنويعها لفتح المجال لزيادة أصولها وارتفاع أرباحها.

وركزت دراسة (Thumrongvit. P. et al, 2013) على قياس تأثير أسواق السندات وأسواق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي بالتطبيق على 38 دولة خلال الفترة الزمنية 1989-2010، باستخدام المربعات الصغرى وتحليل القطاع الزمني Panel data، وتوصلت الدراسة إلى أن تطوير سوق الأوراق المالية يحفز النمو الاقتصادي، وأن السندات الحكومية لها تأثير إيجابي على النمو الاقتصادي.

وفي دراسة (Ahmad.N, 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.

قام (Abduh & Omar, 2012) بفحص العلاقة بين التنمية المصرفية الإسلامية والنمو الاقتصادي في ماليزيا باستخدام اختبارات Toda-Yamamoto and Bootstrap granger non causality tests. خلال الفترة (1998 – 2012). وتشير النتائج على وجود علاقة أحادية الاتجاه من التطور المالي الإسلامي إلى النمو الاقتصادي.

تحاول دراسة (Abduh & Omar, 2012) فحص العلاقة قصيرة الأجل وطويلة الأجل بين تطوير الخدمات المصرفية الإسلامية والنمو الاقتصادي في إندونيسيا، وذلك باستخدام بيانات (2003 – 2010) باستخدام نموذج (ARDL) Autoregressive Distributed Lag، ووجدت الدراسة دليلاً على وجود علاقة ثنائية الاتجاه بين المتغيرين.

وتهدف دراسة (Abduh & Chowdhury, 2012) إلى دراسة الديناميكية طويلة المدى بين تنمية التمويل الإسلامي والنمو الاقتصادي في حالة بنجلاديش. خلال الفترة (2004 – 2011)، بتطبيق اختبارات التكامل المشترك. وأشارت النتائج إلى أن تمويل البنوك الإسلامية له علاقة إيجابية ومعنوية على النمو الاقتصادي في الأجل القصير والطويل، مما يعني أن تطوير الخدمات المصرفية الإسلامية هو إحدى السياسات التي يجب على الحكومة النظر فيها وتحسينها.

ركزت دراسة (Furqani & Mulyani, 2009) على دراسة العلاقة بين التمويل الإسلامي والنمو الاقتصادي في حالة ماليزيا خلال الفترة (1997 – 2005)، بتطبيق نماذج التكامل المشترك ومتجه تصحيح الخطأ (VECM). وتوصلت الدراسة إلى أنه على المدى الطويل والقصير، هناك دليل على وجود علاقة ثنائية الاتجاه بين التمويل الإسلامي والنمو الاقتصادي.

*ويختلف البحث الحالي عن الدراسات السابقة التي أجريت من حيث أن الدراسة الحالية تحاول تقدير أثر كل من الصكوك، حجم القطاع المصرفي، الانفتاح التجاري، تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر، مؤشرات الجودة المؤسسية على الناتج المحلي الإجمالي وذلك خلال الفترة الزمنية 2011-2017 بالتطبيق على ماليزيا، الإمارات، السعودية، قطر، البحرين.*

## 8. النموذج القياسي

في هذه الدراسة لتحديد أثر الصكوك على النمو الاقتصادي، تم الإعتماد على منهجية التكامل المشترك في بيانات panel data حيث تساعد بيانات Panel على التوصل إلى نتائج أوثق وأكثر دقة حيث يتم إدماج البيانات من الاتجاهات الزمنية والمقطعية، وكذلك تتحكم في عدم التجانس الفردي. حيث أنها تقترض أن بيانات الدول غير متجانسة، في حين أن السلاسل الزمنية Time series، والبيانات المقطعية Cross section لا تسيطر على عدم التجانس وبالتالي تكون

النتائج أكثر عرضة للتحيز، كما إنها تعطي المزيد من المعلومات عن البيانات والمزيد من التقلبات وتكون أقل قيم خطية بين المتغيرات، وأكثر كفاءة في حين تعاني السلاسل الزمنية العديد من المشاكل الخطية. (Baltagi, 2005, 4-9). وفيما يلي وصف النموذج والمعادلة المقردة.

### 8.1 منهجية التكامل المشترك

عند التعامل مع السلاسل الزمنية توجد مشكلة، حيث إن عملية تقدير النماذج الاقتصادية الديناميكية تتطلب سكون السلسلة الزمنية للمتغيرات الاقتصادية، أي أن المتوسط والتباين للمتغير محل الدراسة لا يتغيران بشكل كبير عبر الزمن. ولكن غالبية السلاسل الزمنية للمتغيرات الاقتصادية غير ساكنة. وإذا كانت السلاسل الزمنية للمتغيرات غير ساكنة فإن ذلك يؤدي إلى انحدار زائف Spurious Regression، مما يعني أن نتائج النموذج المقدر تكون مضللة. ولكن توجد حالة خاصة، وذلك إذا كانت السلاسل الزمنية غير المستقرة الداخلة في الانحدار لها نفس الاتجاه Trending Together، أو بعبارة أخرى تعمل على نفس الموجة Same Wave Length، وهو ما يشار إليه بأن المركب الجديد ذو تكامل من الدرجة صفر، ويكتب  $I(0)$ ، ويمكن بناء على ذلك الاعتماد على الإحصاءات الخاصة بالمعلومات المقردة في كل من إحصاءات  $T$  و  $F$ ، ومقارنتها بنظيراتها في الجداول الخاصة بهما وهنا يظهر لنا مفهوم التكامل المشترك Co-integration، مما يعني أن هذه المتغيرات الغير المستقلة تكون متكاملة، أي بينها علاقة في الأجل الطويل، وهو ما يعني أن المتغيرات المفسرة تؤثر على المتغير التابع في الأجل الطويل. (غزال عامر، 2015، 1696) وتشير النظرية الاقتصادية إلى أن المتغيرات الاقتصادية في الأجل الطويل لن تتحرف بعيداً عن المستوى التوازني لها في الأجل الطويل، في حين أنها قد تتباعد في المدى القصير عن ذلك المستوى التوازني، ونتيجة لذلك فإن العلاقة التوازنية تعود مرة أخرى من خلال قوى اقتصادية موجودة في النظام الاقتصادي مثل آلية السوق، أو تدخل الحكومة.

وحيث إن العديد من السلاسل الزمنية للمتغيرات الاقتصادية الكلية مستقرة في الدرجة الأولى  $I(1)$ ، وللتعامل مع السلاسل غير المستقرة يتم أخذ الفروق الأولى First Difference لهذه السلاسل، ولكن استخدام علاقات تعتمد على الفروق الأولى للسلاسل الزمنية يعني اقتصار اهتمامنا على النتائج قصيرة الأجل Short-Run Results أو حالة عدم التوازن للظاهرة محل الدراسة، ومن ثم إهمالنا للنتائج طويلة الأجل Long Run Results أو حالة التوازن التي تعتمد على ظهور المتغيرات بقيمها الفعلية كما تقتضي غالبية النظريات الاقتصادية. وبالتالي يمكن حل هذه المشكلة من خلال نماذج تصحيح الخطأ Error-Correction Model (ECM). وسيتم التحليل على أربع خطوات. تتمثل الخطوة الأولى في اختبار استقرارية السلاسل الزمنية المسماه "اختبارات جذر الوحدة" Unit Root Tests، وذلك لأن العديد من اختبارات التكامل المشترك لا يمكن استخدامها إلا إذا كانت المتغيرات لها نفس الترتيب تكاملياً. وسيتم استخدام الاختبارات التالية:

Levin Lin and Chu (LLC) & Fisher type augmented Dickey –Fuller test (F-ADF).

وبالنسبة لاختبار ADF فتمثل المعادلة الرئيسية كما يلي:

$$P = -2 \sum_{i=1}^n \ln p_i \rightarrow \chi^2 (2n)$$

حيث تكون  $P_i$  قيمة مقارنة لـ p-value لاختبار جذر الوحدة للمقطع  $i$  cross section حيث  $p_i = F(G_{iT_i})$

حيث  $F(.)$  هي دالة التوزيع للمتغيرات العشوائية  $G_i$ . وأضاف العديد من الباحثين مثل (2001) choi العديد من الإختبارات الأخرى بجانب اختبار كاي تربيع العكسي لفيشر منها مثلا الاختبار الطبيعي العكسي inverse normal test وثانيا الاختبار اللوغاريتمي logit test (Baltagi, 2005, 243–244).

### 8.1.1 اختبارات التكامل المشترك

الخطوة الثانية عندما تصبح السلاسل متكاملة في نفس الترتيب Same order فسوف نستخدم

#### 8.1.1.1 اختبار كاو kao

وذلك لاختبار علاقة التكامل المشترك للبيانات الإطارية Panel cointegration test والتي سوف تعتمد علي البواقي المقدره للمعادلة (1). (Baltagi, 2005, 252–253) حيث أن هذا الاختبار يعتمد على اختبار Engle Granger two step (residual-based) co-integration tests، ويتبع اختبار kao نفس منهجية pedroni ولكن يحدد مقطوعا الحد الثابت intercept وأيضا تجانس المعاملات في أول خطوة أو مرحلة.

$$GDP_{it} = \beta_1 + \beta_2 FDI_{it} + \beta_3 EX_{it} + \beta_4 EDU_{it} + \beta_5 Sku_{it} + \beta_6 bond_{it} + \beta_8 Ccour_{it} + \beta_9 Rlow_{it} + \beta_{11} Pstab_{it} + \beta_{13} Voiacc_{it} + \varepsilon_{it}(1)$$

وإذا وجد تكامل بين متغيرات الدراسة فإن المربعات الصغرى OLS ستطبق على المعادلة (1) ولا تؤدي إلى نتائج انحدار زائف بالإضافة إلى أن المعلمات المقدرة تصبح أكثر تماسكا واتساقا في الأجل الطويل. (Baltagi, 2005,257)

### 8.1.2 تقدير التكامل المشترك باستخدام المربعات الصغرى المعدلة كليا Panel co integration estimation FMOLS

في الخطوة الثالثة لاختبار متجه التكامل المشترك طويل الأجل يتم استخدام المربعات الصغرى المعدلة كليا (FMOLS) Fully Modified Ordinary Least Square

### 8.1.3 اختبار سببية جرانجر

في الخطوة الرابعة يتم اختبار اتجاه السببية بين المتغيرات للبيانات الإطارية من خلال اختبار جرانجر للسببية Granger causality، ويشير وجود تكامل مشترك إلى أنه توجد علاقة طويلة الأجل في اتجاه واحد على الأقل بين المتغيرات. ويتم استخدام نموذج متجه تصحيح الخطأ VECM لتصحيح عدم التوازن في علاقة التكامل وذلك باستخدام ECT بالإضافة إلى اختبار السببية في الأجل القصير والطويل بين المتغيرات المتكاملة، ويتم تقدير VECM كما يلي: حيث  $i=1, \dots, N$  تشير إلى الدول،  $t=1, \dots, T$  تشير إلى الفترة الزمنية،  $\varepsilon_{it}$  يفترض أن يكون الخطأ غير مرتبط ذاتيا، ECT يشير إلى تصحيح الخطأ المشتق من علاقة التكامل طويلة الأجل، ويتم تحديد فترة الابطاء الأمثل في كل معادلة للنظام الخطي من خلال اختيار أكبر قيمة لمعامل التحديد  $R^2$ ، ومعيار أكيكي (Akaike Information Criterion (AIC)). (Furqani and Mulyany, 2009)

$$\begin{bmatrix} \Delta LGDP_{it} \\ \Delta LSUK_{it} \\ \Delta DC_{it} \\ \Delta FDI_{it} \\ \Delta EX_{it} \\ \Delta EDU_{it} \\ \Delta Voia_{it} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \alpha_1 \\ \alpha_2 \\ \alpha_3 \\ \alpha_4 \\ \alpha_5 \\ \alpha_6 \\ \alpha_7 \end{bmatrix} + \sum_{p=1}^r \begin{bmatrix} \beta_{11p} \beta_{12p} \beta_{13p} \beta_{14p} \beta_{15p} \beta_{16p} \\ \beta_{21p} \beta_{22p} \beta_{23p} \beta_{24p} \beta_{25p} \beta_{26p} \\ \beta_{31p} \beta_{32p} \beta_{33p} \beta_{34p} \beta_{35p} \beta_{36p} \\ \beta_{41p} \beta_{42p} \beta_{43p} \beta_{44p} \beta_{45p} \beta_{46p} \\ \beta_{51p} \beta_{52p} \beta_{53p} \beta_{54p} \beta_{55p} \beta_{56p} \\ \beta_{61p} \beta_{62p} \beta_{63p} \beta_{64p} \beta_{65p} \beta_{66p} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \Delta LGDP_{it-p} \\ \Delta LSUK_{it-p} \\ \Delta DC_{it-p} \\ \Delta FDI_{it-p} \\ \Delta EX_{it-p} \\ \Delta EDU_{it-p} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \theta_1 \\ \theta_2 \\ \theta_3 \\ \theta_4 \\ \theta_5 \\ \theta_6 \\ \theta_7 \end{bmatrix} ECT_{it-1} + \begin{bmatrix} \varepsilon_{1it} \\ \varepsilon_{2it} \\ \varepsilon_{3it} \\ \varepsilon_{4it} \\ \varepsilon_{5it} \\ \varepsilon_{6it} \\ \varepsilon_{7it} \end{bmatrix}$$

## 9. بيانات الدراسة وتحليلها

تم استخدام سلسلة زمنية لمتغيرات الدراسة خلال الفترة 2011 وحتى 2017، وسبب اختيار هذه الفترة هو توفر بيانات السلسلة الزمنية لمقياس قيمة الصكوك وفقاً لبيانات تقرير السوق المالية الإسلامية الدولية خلال هذه الفترة. وتضم الدراسة 5 دول وهم الإمارات، السعودية، قطر، البحرين، ماليزيا. وسبب الاختصار على هذه الدول هو توفر البيانات لقيمة الصكوك وفقاً لتقرير الصكوك وكذلك توفر البيانات للسلاسل الزمنية لجميع المتغيرات خلال نفس الفترة لهذه الدول وذلك للحصول على بيانات متزنة لجميع الدول محل الدراسة *balanced panel data*. تم الحصول على بيانات الصكوك من تقارير IIFM، والمتغيرات الأخرى من قاعدة بيانات البنك الدولي. وقد تم استخدام اللوغاريتم الطبيعي في توصيف العلاقة طويلة الأجل بين الناتج المحلي الإجمالي، وقيمة الصكوك، وذلك بهدف تقريب السلاسل الزمنية إلى الشكل الخطي، ولم يتم أخذ اللوغاريتم بالنسبة لصادق تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر لأن السلسلة الزمنية بها أرقام سالبة ولكن تم القسمة على مليار، وكذلك لم يتم أخذ اللوغاريتم لمؤشرات الجودة المؤسسية لأن بها أرقام سالبة، وكذلك الانفتاح التجاري والتعليم والتمويل الممنوح من القطاع المصرفي لأنهم نسب مئوية. ويتم كتابة المعادلة كما يلي:

$$GDP_{it} = \beta_1 + \beta_2 FDI_{it} + \beta_3 EX_{it} + \beta_4 EDU_{it} + \beta_5 Sku_{it} + \beta_6 DC_{it} + \beta_7 Ccour_{it} + \beta_8 Rlow_{it} + \beta_9 Pstab_{it} + \beta_{10} Voia_{it} + \varepsilon_{it}(1)$$

حيث أن  $GDP$  الناتج المحلي الإجمالي،  $FDI$  صافي تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر،  $EX$  الصادرات من السلع والخدمات،  $edu$  معدل الالتحاق بالتعليم الابتدائي،  $sku$  قيمة الصكوك،  $dc$  مساهمة القطاع المصرفي في تقديم الائتمان،  $ccour$  التحكم في الفساد،  $rlow$  إنفاذ القانون،  $pstab$  الاستقرار السياسي،  $voiac$  المحاسبة والمسألة،  $\varepsilon$  الخطأ المعياري. وقد تم الحصول على بيانات السلاسل الزمنية السنوية من مؤشرات التنمية في البنك الدولي خلال الفترة الزمنية 2011-2017.<sup>(1)</sup>

وتشير  $i$  إلى الوحدة في القطاع الزمني  $i = 1, 2, 3, \dots, N$ ، وترمز  $t$  إلى الفترة الزمنية  $t = 1, 2, 3, \dots, T$ ، وتشير  $\beta_i$  إلى تقدير المرونة طويلة الأجل بين صافي الاستثمار الأجنبي، التجارة، التعليم، إصدار الصكوك، حجم القطاع المصرفي التقليدي، مؤشرات الجودة المؤسسية، والنمو الاقتصادي حيث أن  $i = 2, 3, \dots, 10$ . ووفقاً للنظرية الاقتصادية، يتوقع أن تكون العلاقات فيما بين المتغيرات (الإشارة) كما يلي:

**التعليم:** تشير النظرية والأدلة العلمية إلى أن الاستثمار في رأس المال البشري هو أحد المحددات الرئيسية للنمو الاقتصادي. (Solow, 1956; Lucas, 1988; Barro & Sala-i-Martin, 1995) ولقياس هذا المتغير نستخدم معدل الالتحاق بالمدارس الابتدائية. نتوقع العلاقة الإيجابية بين التعليم والنمو الاقتصادي. (Smaoui & Nech 2017).

**تطور سوق الصكوك:** من الممكن أن تسهم أسواق الصكوك في تعميق الأسواق المالية واستنزاف مدخرات المسلمين الغير مستعدين للاستثمار في السندات القائمة على الفائدة، مما يؤدي إلى زيادة الشمول المالي وتحفيز النمو الاقتصادي. (Smaoui and Nech 2017) تم استخدام القيمة السوقية للصكوك (حجم إصدارات الصكوك).

**الانفتاح التجاري:** أوضحت أدبيات النمو أن الانفتاح على التجارة الدولية له تأثير إيجابي على النمو الاقتصادي (Harrison, 1996; Sachs & Warner, 1997; Grossman & Helpman, 1992)، حيث أن الاقتصادات المفتوحة من المرجح أن تكون أكثر استفادة من النقل التكنولوجي وزيادة وفورات الحجم في الإنتاج، مما يؤدي إلى زيادة نمو الصادرات، وزيادة المنافسة في الأسواق المحلية، وتحسين تخصيص الموارد، وبالتالي تعزيز النمو الاقتصادي. (Dollar, 1992)، مع ذلك فإن الانفتاح على التجارة الدولية قد يؤدي إلى انخفاض النمو الاقتصادي لأنه يمكن أن يجعل البلدان أكثر عرضة للصدمات الخارجية خاصة في ظل وجود تركيز عالٍ في

<sup>1</sup>Source: The World Bank World Development Indicators:

<http://databank.worldbank.org/data/views/variable>

Selection/selectvariables.aspx?source=world-development-indicators



الصادرات. (Imam & Kpodar, 2015) تم قياس الانفتاح التجاري بنسبة إجمالي الصادرات كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي. (Thumrongvit et al., 2013)، (Smaoui & Nech 2017)

**الاستثمار الأجنبي المباشر:** تشير النظرية الاقتصادية إلى أن الاستثمار الأجنبي المباشر له تأثير إيجابي على النمو الاقتصادي، حيث أن زيادة الاستثمار الأجنبي المباشر تعني سهولة تدفق التمويل الخارجي من المستثمرين الأجانب مما سيؤدي إلى تحسين ودعم النمو الاقتصادي. وتشير الأدلة التجريبية إلى أن الاستثمار الأجنبي المباشر يلعب دوراً مهماً في المساهمة في نمو الاقتصاد ومع ذلك فإن تطوير مستوى الأسواق المالية المحلية أمر بالغ الأهمية لتحقيق هذه الآثار الإيجابية. (Alfaro et al., 2004) وقد وجدت دراسة Gammoudi et al., 2016 تأثير إيجابي لتدفقات الاستثمار الأجنبي على النمو الاقتصادي في دول مجلس التعاون الخليجي. كذلك أوضحت دراسة (Borensztein et al 1995,1) أن الاستثمار الأجنبي المباشر محرك أساسي في نقل التكنولوجيا، وله دور هام أكبر من الاستثمار المحلي، وتتوقف الانتاجية المرتفعة للاستثمار الأجنبي على كفاءة رأس المال البشري في البلد المضيف.

بالنسبة **لحجم القطاع المصرفي** مقاس ب حجم الائتمان المحلي المقدم من القطاع المالي لمختلف القطاعات كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، يعد محدداً لتطور سوق السندات بالدولة، ومن المتوقع أن يكون التأثير إيجابي على النمو الاقتصادي. (Thumrongvit et al, 2017) (Smaoui and Nech 2017)، حيث أن الأدبيات توضح أن الأسواق المالية التي تعمل جيداً تساهم في التخصيص الفعال للموارد الاقتصادية وبالتالي تحفز النمو الاقتصادي. -Demirguc- Beck et al., 2000 (K. & Maksimivic, 1998; King & Levine, 1993;)

وفيما يتعلق بمؤشرات **الجودة المؤسسية** فقد توصلت الأدبيات التجريبية إلى توافق في الآراء على أن الجودة المؤسسية هي أحد المحددات الرئيسية للنمو الاقتصادي. (Easterly & Levine, 2003; Mauro, 1995; Knack & Keefer, 1995; Dollar & Kraay, 2003; Hall & Jones, 1999) لأنها تشكل الحوافز الاقتصادية في الاقتصاد، وتعزز خيارات السياسة بشكل أفضل، وتساهم في التخصيص الفعال للموارد، وتأخذ قيم من (-2.5) تعني أداء ضعيف إلى (2.5) مما يعني أداء قوي. ويعكس مؤشر سيادة القانون Rule of Law مدى ثقة الوكلاء في قواعد المجتمع والإلتزام 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 إيجابي على النمو الاقتصادي. Smaoui and Nech 2017.

وبالنسبة لمؤشر السيطرة على الفساد Control of Corruption فيوضح الفساد داخل النظام السياسي ويرتبط ارتفاع مستوى الفساد والذي يقوّض تطبيق القانون سلباً على تطوير سوق الصكوك، وبالتالي كلما ارتفعت قيمة المؤشر كلما كان التأثير إيجابي على النمو الاقتصادي.

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، ويتوقع وجود علاقة إيجابية بين الاستقرار السياسي والنمو الاقتصادي.

وبالنسبة لمؤشر Voice and Accountability يعبر عن مدى قدرة مواطني الدولة على المشاركة في اختيار حكومتهم، فضلا عن حرية التعبير وكلما ارتفعت قيمة المؤشر دل ذلك على تمتع المواطنين بمزيد من الحرية. يتوقع وجود تأثير إيجابي على النمو الاقتصادي.

المتغير	الرمز	القياس	توقع الإشارة	المصدر
النمو الاقتصادي	Gdp	GDP,PPP current international \$		WBI
الاستثمار الأجنبي المباشر	Fdi	Foreign direct investment, net inflows (BoP, current US\$)	+	WBI
الانفتاح التجاري	Ex	Exports of goods and services (% of GDP)	+ -	WBI
حجم القطاع المصرفي	Dc	Domestic credit provided by financial sector (% of GDP)	+	WBI
التعليم	Edu	School enrollment, primary (% gross)	+	WBI
قيمة الصكوك	Suk	Sukuk valuemillion \$	+	IIFM
الاستقرار السياسي	pstab	Political Stability and Absence of Violence/Terrorism	+	WBI
سيادة القانون	rflow	Rule of Law	+	WBI
التحكم في الفساد	ccour	Control of Corruption	+	WBI
المساءلة والمحاسبة	voiaacc	voice and acco	+	WBI

يوضح الجدول رقم (1) الإحصاءات الوصفية لجميع المتغيرات المستخدمة في الدراسة. نلاحظ أن متوسط معدل النمو بالنسبة للدول محل الدراسة 26.77%، وتتراوح بين 24.66% كحد أدنى و 28.2% كحد أقصى وذلك لأن الدول محل الدراسة من فئة الدخل المرتفع ومتوسطة مرتفعة الدخل وفقا لتصنيف البنك الدولي عام 2019<sup>(2)</sup>، كذلك نلاحظ أن متوسط قيمة إصدار الصكوك 22%، الوسط الحسابي للنتائج المحلي الإجمالي مرتفع، وذلك لأن الدول محل الدراسة أكثر الدول

<sup>2</sup><https://datahelpdesk.worldbank.org/knowledgebase/articles/906519-world-bank-country-and-lending-groups>

## هبة الله أحمد سليمان

إصداراً لللكوك. بينما متوسط معدل نمو الاستثمار الأجنبي، التعليم، القطاع المصرفي التقليدي، الصادرات، مؤشر المسألة والمحاسبة، مؤشر إنفاذ القانون، والتحكم في الفساد والاستقرار السياسي منخفض.

جدول رقم (1): التحليل الوصفي للمتغيرات

<i>Max</i>	<i>Min</i>	<i>Std.Dev.</i>	<i>mean</i>	Variable
28.21	24.66	1.13	26.77	GDP
1.48	-0.10	0.46	0.85	DC
16	-0.84	4.94	5.97	FDI
1.05	0.31	0.22	0.74	EX
24.18	19.39	1.29	22.06	Sku
1.22	0.95	0.07	1.05	EDU
1.22	-1.33	0.78	0.08	Pstab
0.96	0.05	0.25	0.50	Rlow
1.28	-0.31	0.48	0.51	CCour
-0.34	-1.91	0.48	-1.13	Voiacc

## 10. النموذج القياسي

يبدأ التحليل القياسي للمتغيرات بإجراء اختبارات جذر الوحدة، حيث أن العديد من اختبارات التكامل المشترك لا يمكن استخدامها إلا إذا كانت المتغيرات لها نفس الترتيب تكاملياً. ويوضح جدول رقم (2) نتائج اختبارات جذر الوحدة للمتغيرات. من جدول رقم (1) يتضح أن جميع المتغيرات غير مستقرة في المستوى ومستقرة في الفرق الأول. أي أنها متكاملة من الدرجة الأولى (1) وبالتالي يمكن إجراء التكامل المشترك.

جدول رقم (2): اختبارات جذر الوحدة للمتغيرات

F-PP-test		F-ADF -test		LLC-test		المتغيرات
Difference	Level	Difference	Level	Difference	Level	
18.89**	0.003	18.46**	5.09	-2.92*	0.79	GDP
21.81**	6.03	21.48**	5.29	-3.01*	-0.88	DC
48.40*	15.83	34.17*	9.31	-6.73*	-0.37	FDI
33.37*	15.67	25.71*	11.89	-5.22*	-0.48	EX
37.29*	6.01	36.84*	6.83	-12.06*	-0.15	Sku
19.90**	1.88	27.95*	3.84	-4.81*	1.13	EDU
40.86*	8.43	19.84**	5.11	-2.68*	1.11	Pstab
43.41*	5.36	18.49**	7.58	-3.136*	-0.22	Rl
26.27*	5.97	24.74*	5.38	-3.76*	0.302	CCour
40.21*	8.29	17.97**	3.36	-3.88*	1.35	Voiacc

\*, \*\* تعني المعنوية عند 1%، 5%.

### 10.1 اختبارات التكامل المشترك panel co-integration test results

تم الاعتماد على إختبار kao وذلك لاختبار وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات وكانت النتائج كالتالي:

جدول رقم (3): نتائج اختبار كاو

All panel		
	t-Statistic	Prob
ADF	-1.820	0.034

يتضح من جدول اختبار كاو أن قيمة p value أقل من 5% أي إننا نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل وهو وجود علاقة توازنية طويلة الأجل .

## 10.2 تقدير التكامل المشترك للبيانات

بعد التأكد من وجود علاقة التكامل المشترك بين المتغيرات لجميع المجموعات، يجب أن يتبعها تقدير للعلاقة طويلة الأجل. ولاختبار مدى قوة العلاقة بين المتغيرات، تم تقدير العلاقة باستخدام المربعات الصغرى المعدلة كليا FMOLS. وكانت النتائج كالتالي:

جدول رقم ( 4 ): نتائج FMOLS

		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Variables	core	Coeff	Coeff	Coeff	Coeff	Coeff
suk	0.666* (0.087)	0.686* (0.095)	0.694* (0.08)	0.803* (0.076)	0.821* (0.071)	0.686* (0.084)
dc	0.224 (0.286)	0.091 (0.304)	0.135 (0.274)	0.836** (0.339)	1.617* (0.417)	-0.042 (0.322)
edu	10.94* (1.714)	10.64* (1.866)	10.523* (1.66)	6.646* (1.869)	4.162*** (2.041)	10.49* (1.64)
ex	0.412 (0.544)	0.256 (0.810)		0.022 (0.1426)		0.375 (0.539)
pstab		0.046 (0.362)		0.239*** (0.137)	0.283** (0.131)	
Ccour		0.248 (0.621)	0.451*** (0.093)			
Vaiacc				-1.165* (0.409)	-2.20* (0.549)	
fdi					0.069** (0.031)	
Rlow						0.658 (0.577)
Adj. R <sup>2</sup>	0.65	0.66	0.71	0.74	0.71	0.67
X <sup>2</sup> <sub>nor</sub>	0.4554 [0.796]	0.168 [0.919]	0.219 [0.896]	1.096 [0.577]	1.671 [0.434]	0.306 [0.858]
Wald <sub>test</sub>	12432 [0.000]	8801.92 [0.000]	13207.5 [0.000]	13705.03 [0.000]	15030.5 [0.000]	10971.4 [0.000]
Num. of Count	5	5	5	5	5	5
Obs.	30	30	30	30	30	30

\*\*\*، \*\*، \* معنوية عند 1%، 5%، 10%.

جدول رقم (5): اختبارات جذر الوحدة للبقاوي في المستوى

F-PP-test	F-ADF-test	LLC-test
<b>Core</b>		
<b>29.566*</b>	<b>16.37***</b>	<b>-8.893*</b>
<b>(1)</b>		
17.324***	27.853*	-3.889*
<b>(2)</b>		
19.425**	29.411*	-4.230*
<b>(3)</b>		
19.69**	26.116*	-4.118*
<b>(4)</b>		
18.90**	28.31*	-3.452*
<b>(5)</b>		
17.46***	29.423**	-5.233*

\*، \*\* تعني المعنوية عند 1%، 5%.

بالنظر إلى نتائج جدول رقم (4) في جميع النماذج نجد أن إشارة المتغيرات تتفق تماما مع النظرية الاقتصادية، ونلاحظ أن زيادة إصدار الصكوك في جميع النماذج تؤدي إلى زيادة النمو الاقتصادي، مما يعني أن تطور سوق الصكوك، أي حجم إصدار الصكوك له تأثير إيجابي هام على النمو الاقتصادي. وهو ما يتفق مع نتائج دراسة Smaoui and Nech 2017. وبالنسبة لزيادة نسبة الائتمان الممنوح من القطاع المصرفي فإنه يؤدي إلى زيادة النمو الاقتصادي، مما يعكس تطور سوق السندات في الدول محل الدراسة وهو ما يتفق مع نتائج دراسة كل من Smaoui & Nech 2017 و Thumrongvit. P. et al, 2013.

ويتوقع أن يكون معامل التعليم إيجابيا وكبيراً وهو ما نلاحظه من نتائج التحليل حيث أن زيادة معدل الالتحاق بالتعليم الأساسي يؤدي إلى زيادة النمو الاقتصادي، مما يعكس أهمية الاستثمار في رأس المال البشري لدعم النمو الاقتصادي وتتفق نتائج الدراسة مع نتائج دراسة Smaoui and Nech 2017، وكذلك يؤدي زيادة الانفتاح التجاري إلى زيادة النمو الاقتصادي، وتختلف نتائج الدراسة عن نتائج دراسة Smaoui and Nech 2017 حيث وجد أن الانفتاح التجاري له تأثير سلبي على النمو الاقتصادي.

وبالنسبة لمؤشرات الجودة المؤسسية نلاحظ أن مؤشر الاستقرار السياسي يؤدي إلى زيادة النمو الاقتصادي. مما يدل على الاستقرار السياسي لهذه الدول وغياب العنف حيث إنها لم تواجه ثورات الربيع العربي، بينما سجل مؤشر المسألة والمحاسبة تأثيراً سلباً، ويمكن تفسير ذلك بأن الدول عينة البحث تتميز بالنظام الملكي بما يعكس انعدام دور المواطن في المشاركة في اختيار الحكام والحكومات. وعلى الرغم من وجود علاقة ايجابية بين سيادة القانون والنمو الاقتصادي إلا

أن البحث لم يجد أي دلالة معنوية على الرغم من العلاقة الوثيقة بين فاعليه ومصداقية الحكومات في الالتزام بسياستها وبين انجذاب المستثمرين للاستثمار داخل الدولة ومن ثم تحفيز النمو الاقتصادي، ووجدت الدراسة علاقة إيجابية بين النمو الاقتصادي ومؤشر التحكم في الفساد، وتعكس تلك النتائج مدى أهمية الاستقرار السياسي والتحكم في الفساد في جذب الاستثمار لتعزيز النمو الاقتصادي. وكذلك وجدت الدراسة علاقة إيجابية ومعنوية التأثير بين زيادة تدفق الاستثمار الأجنبي والنمو الاقتصادي مما يعكس ثقة المستثمرين في مدى التزام تلك الدول بالسياسات الرشيدة لإداره أعمالها ونزاهة القانون بالإضافة إلى التزام الشركات والحكومات بالقانون وكذلك الاستقرار السياسي والذي يساعد في جذب العديد من الاستثمارات، وتتفق نتائج الدراسة مع نتائج دراسة Gammoudi et al., 2016، وعند إجراء الاختبارات التشخيصية نلاحظ أن جميع النماذج لا تعاني من أي مشاكل إحصائية.

**مما سبق يتضح أن زيادة إصدار الصكوك، زيادة نسبة الائتمان الممنوح من القطاع المصرفي، زيادة معدل الالتحاق بالتعليم الاساسي، زيادة تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر، زيادة الاستقرار السياسي، زيادة الصادرات، التحكم في الفساد، إنفاذ القانون جميع هذه المتغيرات تؤدي إلى خلق بيئة مناسبة للاستثمار ومن ثم زيادة النمو الاقتصادي، كذلك نلاحظ أن القطاع المصرفي التقليدي مكمل للصكوك في التنمية الاقتصادية. حيث أن الاصلان متكاملان وليس بديلان لبعضهما البعض، وتتفق النتائج مع دراسة (Naifar et al., 2017)**

### 10.3 نتائج اختبار جرانجر للسببية: panel causality tests results

بعد التأكد من أن متغير الناتج المحلي الإجمالي متداخل بشكل مشترك على المدى الطويل مع باقي المتغيرات، يتم دراسة العلاقة السببية بين هذه المتغيرات، واختبار العلاقات السببية بين المتغيرات في المدى القصير والطويل تم استخدام نموذج متجه تصحيح الخطأ The Vector Error Correction Model (VECM)، وقد أوضحت نتيجة ECM إنه يوجد علاقة سببية في الأجل الطويل، حيث أن الإشارة سالبة ومعنوية إحصائياً، وكذلك يوجد علاقة سببية في الأجل القصير من خلال تطبيق Wald test. وقد كانت نتائج اختبار السببية في الأجل القصير والطويل كما في الجدول رقم (6). ومن هذا الجدول نجد أنه توجد علاقة سببية في الأجل الطويل والقصير بين إصدار الصكوك والنمو الاقتصادي وتتفق هذه النتيجة مع دراسة ( Ahmad et al., 2012)، وبالتالي يجب على متخذي القرار تصميم سياسات جديدة لتطوير سوق رأس المال الإسلامي.

وكذلك الائتمان المقدم من القطاع المصرفي يسبب النمو الاقتصادي في الأجل الطويل والقصير، وزيادة تدفق الاستثمار الأجنبي، ارتفاع نسبة الالتحاق بالتعليم الأساسي يعدوا من مسببات النمو الاقتصادي في الأجل القصير.

جدول رقم ( 6 ): نتائج اختبار السببية

variables	GDP	
	Short run Wald test	Long run t-statistics
SUK	10.7960* (0.0010) ↑	-3.2857* (0.0047) ↑
DC	11.126* (0.0009) ↑	-3.335* (0.0042) ↑
FDI	5.6083** (0.0179) ↑	2.368 (0.0308)
EX	0.5050 (0.4773)	0.7106 (0.4875)
EDU	13.1304* (0.0003) ↑	3.6236 (0.0023)
Voiacc	2.0294 (0.15430)	1.4245 (0.1735)

## 11. النتائج والتوصيات

### 11.1 النتائج

إصدار الصكوك إيجابي ومعنوي التأثير، كذلك سبب أساسي في النمو الاقتصادي مما يعني أن أسواق الصكوك تلعب دور مهم في تحفيز النمو الاقتصادي على المدى الطويل وبالتالي تسهم في تعميق الأسواق المالية واستنزاف مدخرات المسلمين الغير مستعدين للاستثمار في السندات القائمة على الفائدة مما يؤدي إلى زيادة الشمول المالي وتحفيز الاستثمار وبالتالي النمو الاقتصادي. وبالتالي قد تحققت فرضية البحث حيث أن الصكوك الإسلامية لها تأثير حيوي وهام في النمو الاقتصادي، وكذلك تعد من مسببات النمو الاقتصادي في الدول محل الدراسة من خلال مساهمتها في تمويل القطاعات الاقتصادية المتنوعة.

**حجم القطاع المصرفي إيجابي ومعنوي التأثير على النمو الاقتصادي وكذلك يعد من مسببات النمو، مما يعني أن القطاع المصرفي مكمل للقطاع الإسلامي في تمويل التنمية الاقتصادية.**

وبالنسبة للتعليم يلاحظ أن تأثيره إيجابي ومعنوي التأثير وكذلك يسبب النمو الاقتصادي مما يعكس أن الاستثمار في رأس المال البشري هو أحد المحددات الرئيسية للنمو الاقتصادي.

وبالنسبة لصافي الاستثمار الأجنبي يلاحظ أن تأثيره إيجابي ومعنوي التأثير، ويسبب النمو الاقتصادي، مما يتطلب ضرورة ترتيب أولويات الاستثمار ووضع معايير واضحة لتشجيع الاستثمارات النظيفة الصديقة للبيئة.



وبالنسبة للتجارة فإنها ذات تأثير إيجابي على النمو الاقتصادي ولكن (غير معنوية إحصائياً).

وبالنسبة لمؤشرات الجودة المؤسسية فنلاحظ أن الاستقرار السياسي معنوي وإيجابي التأثير على النمو الاقتصادي، كذلك التحكم في الفساد معنوي وإيجابي التأثير على النمو الاقتصادي، كذلك إنفاذ القانون إيجابي التأثير على النمو الاقتصادي، مما يخلق بيئة ملائمة لجذب الاستثمار ومن ثم تحفيز النمو الاقتصادي.

## 11.2 التوصيات

### ويمكن تلخيص التوصيات فيما يلي:

- 1- تمويل مشروعات البنية التحتية من خلال الصكوك لما لها من تأثير إيجابي على تحفيز النمو الاقتصادي.
- 2- تهيئة التشريعات واللوائح لزيادة التوسع في إصدار الصكوك ومواكبة التغيرات التكنولوجية في صناعة التمويل.
- 3- زيادة تطوير مساهمة القطاع المصرفي التقليدي لأنه مكمل للقطاع الإسلامي في التنمية الاقتصادية.
- 4- ترتيب أولويات الاستثمار الأجنبي المباشر وتهيئة المناخ الاستثماري الملائم لجذب المزيد من الاستثمارات.
- 5- زيادة الاهتمام برأس المال البشري لأنه من مسببات النمو الاقتصادي.

## المراجع العربية

- سامر قنطجعي، 2015، صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، مجموعة دار أبي الفداء العالمية للنشر والتوزيع والترجمة.
- سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، (2019)، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية، دراسات اقتصادية إسلامية، المجلد 20 العدد 1.
- عبدالجليل مقدم، حولة عدناني، 2019، الصكوك الوقفية كأداة للتمويل وأثرها على النمو الاقتصادي، الإمارات العربية المتحدة نموذجاً، المؤتمر الدولي الثاني للاكاديمية الأوربية للتمويل والاقتصاد الإسلامي (إيفي) الأسواق المالية الإسلامية بين الواقع والواجب، أسطنبول- تركيا.
- علي حسين، 2019، الصكوك الإسلامية ودورها في تمويل عجز الموازنة العامة، المؤتمر الدولي الثاني للاكاديمية الأوربية للتمويل والاقتصاد الإسلامي (إيفي) الأسواق المالية الإسلامية بين الواقع والواجب، أسطنبول- تركيا.
- غزال عامر، 2015، الاقتصاد القياسي وتحليل السلاسل الزمنية. مطابع الشرطة للطباعة والنشر، القاهرة.
- مفتاح عبد السلام، 2019، الدور التنموي للصكوك الوقفية، المؤتمر الدولي الثاني للاكاديمية الأوربية للتمويل والاقتصاد الإسلامي (إيفي) الأسواق المالية الإسلامية بين الواقع والواجب، أسطنبول- تركيا.
- هناء الحنيطي، 2015، دور الصكوك الإسلامية في التنمية الاقتصادية، دراسات العلوم الإدارية، (42)، 2.
- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية، 2015، المعايير الشرعية، المنامة- البحرين.

Abduh, M., & Chowdhury, N. T., 2012, Does Islamic Banking Matter for Economic Growth in Bangladesh? *Journal of Islamic Economics, Banking and Finance*, 8(3), 104–113.

Abduh, M., & Omar, M. A., 2012. Islamic banking and economic growth: the Indonesian experience. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 5(1), 35–47.

Ahmad. N., et al., 2012, Economic Forces and the Sukuk Market, *Procedia - Social and Behavioral Sciences* 65, 127 – 133.

Ahmad. W., & Radzi, R., 2011, Sustainability of sukuk and conventional bond during financial crisis: Malaysia's capital market, global economy and finance journal, vol.4 no.2.

Alfaro, L. et al., 2004, FDI and economic growth: the role of local financial markets, *journal of international economics*, vol 64, issue 1, 89-112.

Alkhwaja. M., 2019, Sukuk: measuring the role of sukuk as an economic growth enhancer in turkey, *Australian journal of basic and applied science*, 13 (2).

Al-raeai& Abdul Rahim, 2018, the role of political risk and financial development factors on sukuk market development of gulf cooperation council (GCC) countries, [Asian journal of finance and accounting](#), vol.10, no. 1.

Baltagi, 2005, *Econometric analysis of panel data*: John Wiley.

Barro, R., & Sala-i-Martin, X., 1995. *Economic Growth*. McGraw-Hill, New York.

Beck, T., et al, 2000. A new database on financial development and structure. *World Bank Econ. Rev.* 14, 597–605.

Beck, T., et al., 2013. Islamic vs. conventional banking: business model, efficiency and stability. *J. Bank. Finance* 37, 433–447.

Borensztein, E., et al., 1995, How does foreign direct investment affect economic growth?, NBER working paper series, working paper No. 5057.

Chapra, M.U., 2008. The global financial crisis: can Islamic finance help minimize the severity and frequency of such a crisis in the future? Conference Paper Presented at the Forum on the Global Financial Crisis at the Islamic Development Bank.

Daly, S. & Frikha, M., 2016, Banks and economic growth in developing countries: what about islamic banks?, *cogent economics and finance*, Vol. 4, Iss. 1.

- Demirguc-Kunt, A., & Maksimovic, V., 1998. Law, finance, and firm growth. *J. Finance* 53, 2107–2138.
- Dollar, D., 1992. Outward-oriented developing economies really do grow more rapidly: evidence from 95 LDCs, 1976–1985. *Econ. Dev. Cult. Change* 40.
- Dollar, D., & Kraay, A., 2003. Institutions, Trade, and Growth: Revisiting the Evidence, Policy Research Working Paper Series No. 3004. The World Bank.
- Easterly, W., & Levine, R., 2003. Tropics, germs, and crops: how endowments influence economic development. *J. Monet. Econ.* 50, 3–39.
- Echhsbi, A. et al., 2016, Does sukuk financing promote economic growth? An emphasis on the major issuing countries. *Turk. J. Islam. Econ.* 3, 63–73.
- Furqani, H., & Mulyany, F., 2009, Islamic Banking and Economic Growth: Empirical Evidence from Malaysia. *Journal of Economic Cooperation and Development*, 30(2), 59–74.
- Gammoudi, M., et al., 2016, FDI and growth in the MENA countries: are the GCC countries different? African governance and development institute, AGDI working paper.
- Grossman, G.M., & Helpman, E., 1992. Innovation and Growth: Technological Competition in the Global Economy. MIT Press, Boston, MA.
- Hall, R.E., & Jones, C.I., 1999. Why do some countries produce so much more output per worker than others? *Q. J. Econ.* 114, 83–116.
- Harrison, A., 1996. Openness and growth: a time series, cross-country analysis for developing countries. *J. Dev. Econ.* 48, 419–447.
- Hasan, M., & Dridi, J., 2010. The Effect of Global Financial Crisis on Islamic and Conventional Banks: A Comparative Study. IMF Working Paper, WP/10/201. Imam, P., Kpodar, K., 2015. Is Islamic Banking Good for Growth? IMF Working Paper, WP/15/81.
- International Islamic Financial Market, 2018, A Comprehensive study of the global sukuk market, labuan IBFC, Malaysia.
- Kantarci, H. & Eren, T., 2018, The emergence of sukuk market and economic effects, global journal of emerging trends in e-business, marketing and consumer psychology, (4), 1.
- Khiyar, K., & Galfy, A., 2014, the role of sikuk (Islamic bonds) in economic development, JFAMM-2-2014.

King, R.G., & Levine, R., 1993. Finance and growth: Schumpeter might be right. Q. J. Econ. 108, 717–738.

Knack, S., & Keefer, P., 1995. Institutions and economic performance: cross-country tests using alternative institutional measures. Econ. Polit. 7, 207–227.

Lawal, I., & Imam, U., 2016, Islamic finance and economic growth: empirical evidence from Nigeria, *Journal of Economics and Sustainable Development*, vol.7, No. 16.

Lucas, R.E., 1988. On the mechanics of economic development. J. Monet. Econ. 22.

Malikov, A., 2017, How do sovereign sukuk impact on the economic growth of developing countries? An analysis of the infrastructure sector, Islamic Research and Training Institute, at: <https://www.researchgate.net/publication/316753079>

Mauro, P., 1995. Corruption and growth. Q. J. Econ. 110, 681–712.

Muharam H. et al., 2019, Islamic stock market and sukuk market development, economic growth and trade openness, the case of Indonesia and Malaysia, *Business: Theory and Practice*, 20: 196-207.

Naifar N., et al., 2017, Do regional and global uncertainty factors affect differently the conventional bonds and sukuk? *Pacific-Basin Finance Journal* 41.

Onagun, A., 2016, the impact of sukuk investment in developing UAE economy, *Journal of Islamic Banking and Finance*.

Sachs, J.D., & Warner, A.M., 1997. Fundamental sources of long-run growth. Am. Econ. Rev. Pap. Proc. 87, 184–188.

Shaikh, S., 2015, role of sukuk in development finance, at: <https://www.researchgate.net/publication/323219639>.

Smaoui H. & Khawaja M., 2016, The Determinants of Sukuk Market Development, *Emerging Markets Finance and Trade*.

Smaoui H. & Nechi S., 2017, does sukuk market development spur economic growth? *Research in International Business and Finance*, 41, 136-147.

Solow, R., 1956. A contribution to the theory of economic growth. Q. J. Econ. 70.

Thumrongvit. P. et al., 2013, Linking the missing market: the effect of bond markets on economic growth. *Int. Rev. Econ. Finance* 27.

Wilson. R., 2006, Innovation in the structuring of Islamic sukuk securities, *Lebanese American University, 2nd Banking and Finance International Conference*,

World bank, 2019, <https://datahelpdesk.worldbank.org/knowledgebase/articles/906519>.

World Bank, 2019, World Development Indicators: <http://databank.worldbank.org>.