

دراسة قياسية لأثر الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي في عينة من الدول خلال الفترة (2013Q4-2020Q4)

An empirical study of the impact of islamic bonds (Sukuk) on economic growth in a sample of countries during the period (2013Q4-2020Q4)

رحمون نسرين

جامعة أبوبكر بلقايد تلمسان (الجزائر)

Cherifnes1991@gmail.com

ملخص:	معلومات المقال
تهدف هذه الدراسة إلى تحليل الأثر القياسي للصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي في مجموعة من الدول المتمثلة في كل من ماليزيا، إندونيسيا، المملكة العربية السعودية، تركيا وبروناي دار السلام خلال الفترة الممتدة من الربع الأخير من سنة 2013 إلى الربع الأخير من سنة 2020، وقد تم الاعتماد من أجل ذلك على نظام <i>GMM</i> الديناميكي المكون من خطوة واحدة <i>Dynamic Panel One Step System GMM</i> وذلك باستخدام البرنامج الإحصائي <i>STATA16</i>؛ خلصت الدراسة إلى أن الصكوك الإسلامية لها تأثير كبير على النمو الاقتصادي في تلك الدول المدروسة، وهذا يدل على أنها ليست مجرد أدوات مالية تتماشى مع أحكام الشريعة الإسلامية بل هي وسيلة فعالة لتعبئة الموارد المالية واستثمارها في مشروعات تنموية مستدامة تسهم في دفع عجلة الاقتصاد، وأوصت الدراسة بضرورة التوسع في مجالات استخدام الصكوك الإسلامية لتشمل نماذج جديدة ومبتكرة تواكب التطور التكنولوجي الحديث.	تاريخ الارسال: 2025/01/23 تاريخ القبول: 2025/02/28 الكلمات المفتاحية: ✓ الصكوك الإسلامية; ✓ الناتج المحلي الإجمالي; ✓ النمو الاقتصادي;
Abstract :	Article info
<i>This study investigates the econometric effects of Islamic Sukuk on economic growth in Malaysia, Indonesia, Saudi Arabia, Turkey, and Brunei from Q4 2013 to Q4 2020, utilizing the "Dynamic Panel one-step system GMM" method via STATA16. The findings reveal that Sukuk significantly influences economic growth, demonstrating their role beyond mere compliance with Islamic law; they effectively mobilize financial resources for sustainable development. The study advocates for expanding Sukuk usage to incorporate innovative models aligned with technological advancements.</i>	Received 23/01/2025 Accepted 28/02/2025 Keywords: ✓ Islamic Sukuk ✓ Gross domestic product ✓ Economic growth

. مقدمة:

يشهد العقد الماضي نمواً غير مسبوق في صناعة الخدمات المالية الإسلامية، ولفت التمويل الإسلامي المزيد من الإنتباه في السنوات الأخيرة حيث أصبح مؤخراً لاعباً رئيسياً في النمو الاقتصادي حول العالم، نظراً لتوسع أصوله، إضافة إلى المزايا الفريدة التي قدمتها عقود التمويل الإسلامي، كونها تمتلك العديد من المقومات التي تحقق له الأمن والأمان وتقليل المخاطر (القايدي، 2023، صفحة 299) فحسب مؤشر التنمية المالية الإسلامية (IFDI) لسنة 2022 من المتوقع أن تنمو صناعة التمويل الإسلامي إلى 5.9 ترليون دولار أمريكي بحلول سنة 2026 مقابل 4 تريليونات دولار أمريكي في سنة 2021، مدفوعة بشكل أساسي بأكبر شرائح من البنوك الإسلامية والصكوك الإسلامية التي تعد اليوم أداة التمويل الإسلامي الرئيسية والتي تعزز النمو الاقتصادي، لذلك كانت الصكوك الإسلامية من الأدوات المهمة في الصيرفة الإسلامية والتي حققت نتائج مذهلة في السنوات الأخيرة فهي تتميز بدور اقتصادي متميز من خلال تمويل التنمية الاقتصادية عن طريق تمويل المشاريع الكبرى كمشاريع البنية التحتية والمشاريع الصغرى والمتوسطة، إذ تعتبر من أفضل وسائل جذب المدخرات وتعبئتها، خاصة تلك الموجودة بين أيدي الأفراد العاطلة عن العمل لاستغلال دورها التنموي من خلال القيام بوظيفتها وبالتالي استثمارها في نشاطات اقتصادية وتجارية وصناعية.

أولاً: الإشكالية

في ظل التوجه العالمي نحو هذه الأوراق المالية الإسلامية التي أضحت من أبرز منتجات الصناعة المالية الإسلامية، برزت أهمية تسليط الضوء على الدور الفعال للصكوك كآلية جديدة تنافس الأدوات التمويلية التقليدية وفي إطار فهم قضية العلاقة بين الصكوك الإسلامية والنمو الاقتصادي، ارتأينا صياغة إشكالية موضوع بحثنا كالآتي:

ما هو أثر الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي في كل من ماليزيا، إندونيسيا، المملكة العربية السعودية، تركيا وبروناي دار السلام؟

ثانياً: فرضية الدراسة

تساهم الصكوك الإسلامية في تعزيز النمو الاقتصادي في كل من ماليزيا، إندونيسيا، المملكة العربية السعودية، تركيا وبروناي دار السلام.

ثالثاً: أهمية الدراسة

تستمد الدراسة أهميتها من الأهمية الكبيرة للصكوك الإسلامية وانتشارها الكبير في العالم، ودورها في دعم وتعزيز النمو الاقتصادي، كونها أداة مالية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، فموضوع الصكوك الإسلامية من أكثر المواضيع التي نالت اهتمام الكثير من الباحثين نظراً لما حققته من نجاح في مختلف دول العالم، من خلال خصوصيتها التي برزت في تمويل الإستثمارات الطويلة والمتوسطة الأجل وتوزيعها العادل للثروات وتمكينها لجميع المستثمرين بالانتفاع بالربح الحقيقي وخدمة المشاريع المتنوعة بما فيها مشاريع البنية التحتية.

رابعاً: أهداف الدراسة

من خلال هذه الدراسة نود تحقيق بعض الأهداف، منها النظرية وأخرى عملية وهي كالتالي:

– التعرف على الصكوك الإسلامية كأداة جديدة وبديلة عن الأدوات المالية التقليدية.

- تحليل الدور الاقتصادي الذي تؤديه الصكوك الإسلامية في تفعيل النمو الاقتصادي وتحفيزه.
- فحص العلاقة بين أثر الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي من خلال دراسة قياسية على عينة من بعض الدول الرائدة في إصدارات الصكوك الإسلامية

خامسا: منهجية الدراسة

من أجل الإحاطة بجوانب موضوع الدراسة اعتمادا على كل من المنهج الوصفي لتوضيح المفاهيم النظرية للموضوع والمنهج التجريبي في تحليل أثر الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي على عينة من الدول المصدرة للصكوك باستخدام أساليب الاقتصاد القياسي الملائمة لاختبار الفرضية ولتتم الوصول إلى النتائج النهائية.

سادسا: الدراسات السابقة

- دراسة (علام عثمان و سنوساوي صالح، 2017) بعنوان "دور الصكوك الإسلامية في تحفيز النمو الاقتصادي" (دراسة حالة السودان) ،هدفت هذه الدراسة إلى محاولة التعرف على أثر تداول الصكوك الإسلامية في سوق الخرطوم للأوراق المالية على الناتج المحلي الإجمالي في السودان إضافة إلى محاولة تقدير العلاقة خلال الفترة (2001-2015) باستخدام طريقة المربعات الصغرى في التقدير، ضمت الدراسة نموذج كمي فيه حجم تداول الصكوك كمتغير مستقل، بينما معدل النمو الاقتصادي هو متغير تابع، وأشارت نتائج الدراسة إلى أن 78.8% من التغيرات التي تحدث في الناتج المحلي الإجمالي في السودان سببها تداول الصكوك الإسلامية يعني أن للصكوك الإسلامية أثر إيجابي على النمو الاقتصادي في البلد.

-دراسة (AL-Raeai & ALL, 2018) بعنوان "The role of macroeconomic factors on sukuk market development of gulf cooperation council (GCC) countries" هدفت هذه الدراسة إلى تطبيق نموذج للتحقق في دور عوامل الاقتصاد الكلي في تطوير سوق الصكوك وذلك من خلال مسح تأثير تلك العوامل على نمو سوق الصكوك في دول مجلس التعاون الخليجي للفترة 2001-2016، لإدخال الأوراق المالية الإسلامية كمصدر بديل للتمويل، لتغطية عجز ميزانيتها عند انخفاض سعر النفط وتقليل اعتمادها على النفط، وأشارت نتائج الدراسة إلى أنه يمكن تعزيز النمو الاقتصادي من خلال تطوير سوق الأوراق المالية.

-دراسة (Sari & All, 2018) بعنوان "The Impact of Islamic capital market development on economic growth: The case of Indonesia" هدفت هذه الدراسة إلى تحديد التأثيرات القصيرة والطويلة المدى لثلاثة أدوات سوق رأس المال الإسلامية تمثلت في "صكوك الشركات"، مؤشر "جاكارتا الإسلامي"، "صناديق الاستثمار الإسلامية على النمو الاقتصادي" في إندونيسيا خلال الفترة (يناير 2011-ديسمبر 2017) باستخدام اختبار التكامل المشترك لفحص العلاقة الطويلة الأجل وكذلك استخدمت نموذج تصحيح الخطأ لتحليل علاقة المدى القصير بين سوق الأوراق المالية الإسلامية للأوراق المالية الإسلامية والنمو الاقتصادي، وخلصت الدراسة إلى أن سوق رأس المال الإسلامي قادر على توفير رأس المال البديل الذي يدعم النمو الاقتصادي على المدى الطويل في إندونيسيا.

-دراسة (قسول كمال و حراق مصباح، 2019) بعنوان "إدراج الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في ماليزيا" للدكتور قسول كمال و الدكتور حراق مصباح، 2019 هدفت هذه الورقة البحثية إلى تحديد أثر الصكوك الإسلامية ضمن الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية الماليزية على النمو الاقتصادي من خلال دراسة العلاقة السببية للأجل الطويل بين تطور واتساع سوق الصكوك الإسلامية داخل سوق الأوراق المالية و معدل النمو الاقتصادي في ماليزيا خلال الفترة (2000-2017)، وذلك باستخدام اختبار سببية غرانجر (GRANGER) الذي يعتمد على نموذج VAR، وأشارت نتائج الدراسة إلى أن إدراج الصكوك الإسلامية

ضمن الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية يؤثر على النمو الاقتصادي في ماليزيا، كما يسبب النمو الاقتصادي هو الآخر في تطور واتساع حجم الصكوك الإسلامية داخل نفس السوق، وهو ما يعني أنه هناك علاقة سببية في الاتجاهين على المدى الطويل.

—دراسة (Ledham & Mekidiche, 2021) بعنوان Islamic securities (Sukuk) and economic growth: New emperical investigation from Southeast Asia using non-parametric analysis of MCMC panel quantile regression ، هدفت هذه الدراسة إلى استكشاف ما إذا كانت الأوراق المالية الإسلامية (الصكوك) تعزز النمو الاقتصادي لجنوب شرق آسيا خلال الفترة (2013Q4-2019Q4) ، حيث اعتمدت هذه الدراسة على الانحدار الكمي للوحة MCMC مع تحسين سلسلة ماركوف مونت كارلو كنهج غير حدودي للتحقق من تأثير الأوراق المالية الإسلامية على النمو الاقتصادي، خلصت الدراسة بنتائج تشير إلى أن زيادة إصدار الأوراق المالية الإسلامية في أسواق رأس المال الإسلامية في جنوب شرق آسيا تؤدي إلى زيادة مستويات النمو الاقتصادي، مما يعكس الدور المهم لتنمية سوق رأس المال الإسلامي كمساهم نشط في النمو الاقتصادي.

—دراسة (هبة الله أحمد سليمان، 2021) بعنوان "أثر الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي" هدفت هذه الدراسة إلى محاولة قياس أثر الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي باستخدام البيانات المقطعية الزمنية خلال الفترة 2011-2017 على عينة من الدول تتمثل في (الإمارات، المملكة العربية السعودية، قطر، البحرين وماليزيا)، وذلك من خلال تطبيق اختبارات التكامل المشترك وطريقة المربعات الصغرى المعدلة، وأشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة تكامل مشترك طويل الأجل بين إصدار الصكوك والنمو الاقتصادي مما يعني أن أسواق الصكوك تلعب دورا ذا أهمية في تحفيز النمو الاقتصادي على المدى الطويل.

1. مفهوم الصكوك الإسلامية:

ويقصد بالصكوك الإسلامية " تحويل مجموعة من الأصول المدرة للدخل غير السائلة إلى صكوك قابلة للتداول مضمونة بهذه الأصول، ومن ثم بيعها في الأسواق المالية مع مراعاة ضوابط التداول " (طارق الله و أحمد، 2003، صفحة 55)

عرفت هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية الصكوك الإسلامية بأنها: "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا 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 المراجعة والمحاسبة للمؤسسات الإسلامية؛، 2005، صفحة 238)

وفي تعريف آخر جاء به مجمع الفقه الإسلامي الدولي في قرار بشأن الصكوك الإسلامية يقول "أنها شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية موجودات (أعيان أو منافع أو حقوق أو خليط من الأعيان والمنافع والنقد والديون) قائمة فعلا أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، وتصدر وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامه" (مجمع الفقه الإسلامي الدولي؛، 2009-1430)

كذلك عرفها مجلس الخدمات المالية الإسلامية (IFSB): "أنها شهادات تمثل ملكية حاملها لنسبة مئوية شائعة في أصول عينية أو مجموعة مختلطة من الأصول العينية وغيرها، يتمتع المالك بموجبها بحقوق الأصول ويتحمل مسؤوليتها" (مجلس الخدمات المالية الإسلامية (IFSB)، 2009، صفحة 3)

2. أنواع الصكوك الإسلامية

أشارت هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية إلى وجود أكثر من أربعة عشرة نوعا من الصكوك الإسلامية، إلا أننا سوف نهتم بالصكوك الأكثر انتشارا و اشتهارا و هي:

➤ **الصكوك القابلة للتداول:** و هي الصكوك التي تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع لذلك يمكن تداولها و هي:

صكوك المشاركة: "و هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع أو تطوير مشروع قائم أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة، و يصبح المشروع أو أصول النشاط ملكاً لحملة الصكوك في حدود حصصهم و تدار الصكوك على أساس الشراكة، و ذلك بتعيين أحد الشركاء لإدارتها أو غيرهم بصيغة الوكالة بالاستثمار

صكوك المضاربة: و هي أوراق مالية تعرض للاكتتاب على أساس قيام الشركة المصدرة بإدارة العمل على أساس المضاربة فتمثل عامل المضاربة (المستثمر)، و يتمثل مالكو الصكوك أصحاب رأس المال. و تأخذ صكوك المضاربة العديد من الصور كصكوك المضاربة المطلقة، صكوك المضاربة المقيدة و صكوك المضاربة المستردة بالتدريج و صكوك المضاربة القابلة للتحويل (بن عمارة، 2011، صفحة 255)، كما عرفها مجمع الفقه الإسلامي بأنها عبارة عن "أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال المضاربة، وذلك بإصدار صكوك ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية، مسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة، وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم" (مجمع الفقه الإسلامي الدولي، 1988، صفحة 2161)

صكوك الإجارة: هي عبارة عن أوراق مالية ذات قيمة متساوية لكل إصدار، تمثل أصول مادية معمرة مرتبطة بعقد الإجارة كما هو محدد في الشريعة. (Monzer Kahf, 1997, p. 82)

كما عرفت أيضاً بأنها وثائق ذات قيمة متساوية عند إصدارها، ولا تقبل التجزئة، ويمكن تداولها بالطرق التجارية، تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان مؤجرة، أو ملكية منافع أو خدمات من عين معينة أو موصوفة في الذمة (حامد بن حسن، 1429هـ-2008م، صفحة 59)

صكوك المزارعة: عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية أنها: وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها للاكتتاب فيها في تمويل مشروع على أساس المزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفق ما حدده العقد (هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، 2007، صفحة 290).

صكوك المساقاة: وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والانفاق عليها ورعايتها، على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من الثمرة وفق ما حدده العقد (هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، 2007، صفحة 290).

صكوك المغارسة: وهي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض و الغرس (صفية أحمد، 2009، صفحة 12).

➤ **الصكوك الغير قابلة للتداول:** و هي التي لا يجوز تداولها لأنها قائمة على ديون و عقود البيوع، و ما كان هذا شأنه فلا يجوز تداوله، لأنه يؤدي إلى تأجيل التبادلين و تتمثل في:

صكوك الإستصناع: وفقاً لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية فإن صكوك الإستصناع "هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها للاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، و يصبح المصنوع مملوكاً لحملة الصكوك" (هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية؛، 2010)

صكوك السلم: تطرح صكوك السلم لجمع مبلغ لتسليمه إلى مورد لشراء سلعة منه تسلم بعد مدة ويكون حق حامل الصك مؤجل إلى حين استلام السلع وبيعها، فتصنف الصكوك بالحصول على المبلغ الأصلي زائد الربح من بيع السلعة و هذه لا يجوز تداولها لأنه لا

يجوز بيع السلم قبل قبضه من ناحية و لأنها تمثل ديناً و تداول الديون له ضوابط لا يتيسر معه تداول الصكوك (بن زارع و خروف، 2019)

صكوك المراجعة: "هي وثائق يصدرها الواعد بشراء بضاعة معينة بهامش ربح محدد، أو الوسيط المالي الذي ينوب عنه، بعد تملك البائع و قبضه لها، بقصد استخدام حصيلتها في تكلفة شراء هذه البضاعة ونقلها و تخزينها، و يكتب فيها البائعون لبضاعة المراجعة بعد تملكهم و قبضهم لها عن طريق الوسيط المالي الذي يتولى تنفيذ هذه العقود نيابة عن مالكي صكوك المراجعة" (أوبكر توفيق فتاح، 2014).

3. دور الصكوك الإسلامية في تحفيز النمو الاقتصادي:

يعد الاستثمار ركيزة من ركائز النمو الاقتصادي خاصة في الدول النامية، لما يعمل على تحسين القدرة الإنتاجية للبلد، كما أنه من الوسائل الفعالة لتغيير هيكل الاقتصاد الوطني لتصحيح الخلل في توازنه، بالإضافة إلى توسيع نطاقه الذي يعمل على زيادة معدل النمو الاقتصادي عن طريق زيادة القيمة المضافة والإنتاجية وتوظيف القوى العاملة، فباعتبار أن الصكوك الإسلامية أداة استثمارية تمويلية حديثة ومتطورة على المستوى العالمي أدت إلى بداية مرحلة جديدة عملت على تحول الاقتصاد الورقي وأسواق الائتمان إلى اقتصاد حقيقي مرتبط بالسلع والخدمات، فعن طريق الصكوك يتم تعبئة المدخرات المالية الموجودة بين يدي الأفراد العاطلين عن العمل والقيام بوظيفتهم الاقتصادية مما يؤدي إلى استثمارهم في المجالات الزراعية والتجارية والصناعية وبالتالي الحصول على دورهم التنموي.

بناءً على ذلك يمكن إجمال دور الصكوك الإسلامية في تفعيل النمو الاقتصادي فيما يلي:

- تلعب الصكوك دور هام في تنشيط وتطوير السوق المالية، حيث يؤدي استخدام الصكوك والتوسع في معالجتها من قبل المدخرين والمستثمرين والبنوك وكذلك الحكومات إلى تعزيز دور سوق الأوراق المالية الإسلامية (البورصة) من خلال زيادة توسيع أنواع الأدوات المالية الإسلامية واستقطاب شبكة واسعة من المؤسسات العاملة في السوق المالية.
- الصكوك الإسلامية هي أداة مبتكرة يمكن استخدامها في تمويل المشاريع الضخمة التي تتطلب رؤوس أموال كبيرة لإنشائها، حيث يمكنها أن تقدم صيغا متعددة لتمويل مشاريع البنى التحتية كونها تتميز بأنواع تجعلها ملائمة للعديد من القطاعات الاقتصادية المختلفة.
- تستفيد الصكوك الإسلامية بحصانة من مخاطر أسعار الفائدة لأنها لا تتعامل بها إطلاقاً، والصكوك غير معرضة لمخاطر التضخم، بل وأنها عرضة للتضخم إيجابياً لأن هذه الصكوك تمثل أصولاً حقيقية في صورة مشاهير وخدمات ترتفع أسعارها مع المستويات.
- يمكن أن يعمل الاستثمار في الصكوك على حل مشكلة البطالة وزيادة مستويات العمالة وتشغيل العمليات المعطلة لأنها تلبى رغبات المستثمرين والمدخرين على حد سواء.
- الصكوك الإسلامية هي واحدة من الفرص الهامة التي يمكن للحكومات الاستفادة منها لتوفير الموارد التي تحتاجها لتمويل العجز في الموازنة العامة، وذلك من خلال إفراح المجال للمشاركة الشعبية، حيث توفر هذه الصكوك الإسلامية فرصاً لأفراد المجتمع للمشاركة في تلبية الاحتياجات التمويلية المطلوبة لدعم الميزانية العامة، حيث أنها تتطلب تمويل ضخماً لتنفيذ برامجها الاقتصادية وتغطية العجز في موازنتها.

4. الإطار التطبيقي للدراسة:

1.4. العينة وجمع البيانات:

استخدمت هذه الدراسة البيانات الطولية لأهم خمس دول مصدرة للصكوك عالمياً (ماليزيا ، المملكة العربية السعودية ، إندونيسيا ، تركيا وبروناي)، وذلك للفترة الممتدة من الربع الأخير من عام 2013 إلى الربع الأخير من عام 2020 (2013Q4 – 2020Q4)، تم استخلاص بيانات الصكوك الإسلامية من قاعدة البيانات الفصلية لمجلس الخدمات المالية الإسلامي (IFSB) ، وتم جمع بيانات الاقتصاد الكلي الأخرى من البنك المركزي الماليزي Bank Negara Malaysia ووزارة المالية والاقتصاد في بروناي والبنك المركزي الإندونيسي وقاعدة بيانات صندوق النقد الدولي للبيانات المتبقية لكل من السعودية وتركيا.

2.4. متغيرات الدراسة

تمشيا مع الدراسات السابقة التي تناولت نفس موضوع الدراسة تم اختيار متغيرات الدراسة مع الاستناد إلى النظرية الاقتصادية، وكانت هذه المتغيرات كما يلي:

- **الصكوك الإسلامية:** تم تحديد متغير الصكوك الإسلامية من خلال إجمالي حيازات الصكوك الإسلامية المصدرة SUKUK في كل من ماليزيا والمملكة العربية السعودية وإندونيسيا وتركيا وبروناي.
- **النمو الاقتصادي:**

استقرت جميع الدراسات السابقة حول موضوع البحث أن GDP الناتج المحلي الإجمالي يعتبر مؤشر للنمو الاقتصادي عند تحليله بالصكوك الإسلامية والتمويل الإسلامي. وبالتالي ، استخدمت هذه الدراسة الناتج المحلي الإجمالي كمتغير تابع للنمو الاقتصادي

- **متغيرات الاقتصاد الكلي كمتغيرات متحركة:**

لتجنب مشكلة التحيز بسبب إهمال أثر متغيرات الاقتصاد الكلي ، تم تضمين متغيرات أخرى في النموذج المقدر لإظهار الآثار المحتملة لمحددات أخرى للنمو الاقتصادي والتي تم استخدامها بناء على الدراسات السابقة المتعلقة بالربط بين الصكوك الإسلامية والنمو الاقتصادي وأيضاً استناداً إلى الصلة بين التمويل الإسلامي والنمو الاقتصادي. حيث تم استخدام

- TRADE : الانفتاح التجاري للتعبير عن القطاع الخارجي.
- GFCF : تكوين رأس المال الثابت الإجمالي كبديل يعبر عن حجم الاستثمار
- CPI : مؤشر أسعار المستهلك كعامل معبر عن التضخم

3.4. النموذج القياسي للدراسة:

تم استخدام في الدراسة ثلاثة نماذج اقتصادية قياسية للتحقق من أثر الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي (إنحدار البانل بالتأثيرات الثابتة وإنحدار البانل بالتأثيرات العشوائية والبانل الديناميكي بنظام خطوة واحدة GMM)، وتم التقدير القياسي بواسطة STATA16 كبرنامج يحتوي على حزم كاملة ضمن البرامج الإحصائية المستخدمة على نطاق واسع من قبل الأكاديميين،

وفقاً لمراجعة الأدبيات، استقرت معظم الدراسات على اعتماد إنحدار البانل، مثل إنحدار البانل بالتأثيرات الثابتة والعشوائية، وبالتالي طبقت هذه الدراسة نظام البانل الديناميكي GMM (Dynamic Panel system GMM) بعد التحقق من عدم صلاحية إنحدار

البانل مع التأثيرات الثابتة، وتقدير التأثيرات العشوائية (إنحدار GLS) بسبب مرونة البيانات الغير متجانسة ومشكلة وجود ارتباط تلقائي في بيانات البانل، علاوة على ذلك، وفقاً لـ (Hayakawa, 2007; Soto, 2009) فإن نظام البانل الديناميكية لمقدر GMM هو الأنسب للعينات الصغيرة والمحدودة نظراً لأن هذه الدراسة تحتوي على عينة صغيرة (145 ملاحظة)، فهي مناسبة لأداء نظام البانل الديناميكي المكون من خطوة واحدة للحصول على نتائج تقديرية قوية وغير متحيزة.

المشكلة الأساسية في التحقيق القياسي للنمو الاقتصادي هي متغيرات التحكم التي يجب احتوائها في النموذج، حيث وصف كل من (Brock & Durlauf, 2001, pp. 229-272) مشكلة تضمين متغيرات التحكم في نموذج التقدير، كنظرية للعلاقة السببية بين النمو الاقتصادي ومتغير آخر، سميت بـ "نظرية مفتوحة"، وتشير هذه النظرية إلى أن العلاقة بين النمو الاقتصادي ومتغير آخر لا يمكن السيطرة عليها، وهذا ما أكدته (Brock & Durlauf, 2001) من قبل عندما قدموا أكثر من 90 متغيراً لمتغيرات النمو الاقتصادي المحتملة. (Ledhem M., 2021-2022, p. 110)

وعليه النموذج العام المراد تقديره لدراسة أثر الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي هو ضمن مسار الفرضية الرائدة في العرض لشومبيتر (1934) و هو:

$$GDP = SUKUK + GFCF + TRADE + CPI \quad (1)$$

حيث:

المتغير التابع: GDP.

المتغير المفسر الرئيسي: SUKUK.

المتغيرات المتحكممة: GFCF, Trade, CPI.

4.4. منهجية الدراسة القياسية:

بعد إجراء هذه الدراسة كل من إنحدار البانل بالأثر الثابت و إنحدار البانل بالأثر العشوائي، اتضح أن نموذج تقدير انحدار البانل بالتأثيرات العشوائية مناسب للدراسة لكن كان من الضروري فحص صلاحيته، لذلك طبق هذا البحث نظام Dynamic Panel System GMM بعد التحقق من عدم صلاحية انحدار التأثيرات العشوائية بسبب مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء وعدم ثبات تباين الأخطاء عبر الزمن. إلى جانب ذلك، وفقاً لـ B. Baltagi (2005)، فإن نظام Dynamic Panel System GMM هي الطريقة المثلى لتفادي مشكلة التجانس (Endogeneity) المحتملة من خلال تضمين المتغير المبطل (الناتج المحلي الإجمالي المبطل Lagged GDP) للمتغير التابع - النمو الاقتصادي - والذي يمكن أن ينبع من التأثير المحتمل لـ النمو الاقتصادي (المتغير التابع) على الصكوك الإسلامية (المتغير المفسر الرئيسي)، على سبيل المثال، الأدبيات المتعلقة بنظريات التمويل القائلة بأن النمو الاقتصادي المرتفع من شأنه أن يؤدي إلى زيادة الطلب على الخدمات المالية، وبالتالي، النمو في كل من أسواق رأس المال التقليدية والإسلامية يؤدي إلى زيادة في إصدار الصكوك الإسلامية (Ledhem, 2020; Ledhem and Mekidiche, 2021)

فيما يتعلق باختبارات صلاحية نموذج Dynamic Panel One-Step System GMM، قمنا بتطبيق اختبار الارتباط التسلسلي لـ Arellano-Bond test واختبار Sargan test لقيود التعريف المفرطة التي وضعها كل من (Arellano and Bond, 1991) واختبار صلاحية الأدوات المستخدمة في مقدر GMM، كما طبقنا اختبار هانسن Hansen Test الذي أوصى به كل (Arellano and Bond, 1991) و (Blundell and Bond, 1998) من أجل التحقق من صلاية أن النتائج التقديرية غير متحيزة وصادقة

في الأخير تم تطبيق Dynamic Panel One-Step System GMM لإجراء الاستكشاف القياسي لموضوع بحثنا ، حيث أن هذه الطريقة ترجع لـ (Blundell and Bond (1998) والتي هي طريقة مطورة لنموذج (Arellano and Bond (1991) التي كانت تعتمد على الفروق الأولى (Panel First difference) دون استخدام مقدر GMM. علاوة على هذا ، بما أن عينة دراستنا تحتوي على 145 ملاحظة ، فإن نظام البانل الديناميكية لمقدر GMM هو الأنسب للعينات الصغيرة والمحدودة لما يوفر من تحيز أقل وموثوقية أكبر من طرق الانحدار الأخرى وفقاً لـ (Hayakawa, 2007; Soto, 2009).

وفقاً لـ (Roodman (2009 ، فإن نموذج GMM هو:

$$Y = \mathbf{x}'\alpha + \varepsilon \quad \forall \quad E(\varepsilon|\mathbf{s}) = 0 \quad (2)$$

بحيث:

α هو شعاع للمعاملات ، y و ε متغيرات عشوائية ، $\mathbf{x} = (\mathbf{x}_1, \dots, \mathbf{x}_k)'$ هو عمود شعاع للمتغيرات الداخلة في الانحدار حيث يعبر عنها بـ k ، أما $\mathbf{s} = (\mathbf{s}_1, \dots, \mathbf{s}_j)'$ فهو عمود شعاع للأدوات المعبر عنها بـ j ، حيث $j \geq k$.
يتم استخدام X و Y و S للدلالة على مصفوفات N من الملاحظات لـ x و y و s ، مع العلم أن:

$$\mathbf{E} = \mathbf{Y} - \mathbf{X}\alpha$$

بتقدير $\hat{\alpha}$ ، فإن البواقي هي:

$$\hat{\mathbf{E}} = (\hat{e}_1, \dots, \hat{e}_N)' = \mathbf{Y} - \mathbf{X}\hat{\alpha} \quad (3)$$

في طريقة مقدر العزوم المعممة GMM ، فإن (Roodman, 2009) يفسر أن حساب مقدر هذه الطريقة يستند إلى دالة محددة بشكل تربيعي موجب. بافتراض أن A هي المصفوفة الممثلة لهذا الشكل التربيعي. فمعادلة الحساب هي كالتالي:

$$\|E_N(s\varepsilon)\|A = \left\| \frac{1}{N} \mathbf{s}' \hat{\mathbf{E}} \right\| \equiv N \left(\frac{1}{N} \mathbf{s}' \hat{\mathbf{E}} \right)' A \left(\frac{1}{N} \mathbf{s}' \hat{\mathbf{E}} \right) = \frac{1}{N} \hat{\mathbf{E}}' \mathbf{s}_A \mathbf{s}' \hat{\mathbf{E}} \quad (4)$$

ولاشتقاق مقدر طريقة العزوم المعممة GMM المشار إليه ، ولنحدده باسم $\hat{\alpha}_A$ ، فإن حل هذا المشكل هو بمعادلة التدرية التالية حسب (Roodman, 2009):

$$\hat{\alpha}_A = \operatorname{argmin}_{\hat{\alpha}} \|\mathbf{s}' \hat{\mathbf{E}}\|A$$

وحل هذه المعادلة حسب (Roodman, 2009) هو:

$$\mathbf{0} = d/(d\hat{\alpha}) \|\mathbf{s}' \hat{\mathbf{E}}\|A$$

امتداد هذا المشتق بقانون السلسلة هو كالتالي حسب (Roodman, 2009):

$$0 = \frac{d}{d\hat{\alpha}} \|\mathbf{s}' \hat{\mathbf{E}}\|A = \frac{d}{d\hat{\mathbf{E}}} \|\mathbf{s}' \hat{\mathbf{E}}\|A \frac{d\hat{\mathbf{E}}}{d\hat{\alpha}} = \frac{d}{d\hat{\mathbf{E}}} \left\{ \frac{1}{N} \hat{\mathbf{E}}' (\mathbf{S} \mathbf{S}') \right\} \frac{d(\mathbf{Y} - \mathbf{X}\hat{\alpha})}{d\hat{\alpha}} = \frac{2}{N} \hat{\mathbf{E}}' \mathbf{S} \mathbf{S}' (-\mathbf{X}) \quad (5)$$

الخطوة الأخيرة حسب (Roodman, 2009) هي بتعريف المصفوفة بـ $\mathbf{A} = \frac{d\mathbf{A}}{d\hat{\alpha}}$ ، حيث b عمود شعاع ، و A مصفوفة التماثل ، وبإسقاط العامل $2/N$ ومنقول مصفوفته نحصل على :

$$\begin{aligned} \mathbf{0} &= \hat{\mathbf{E}} \mathbf{S} \mathbf{S}' \mathbf{X} = (\mathbf{Y} - \mathbf{X}\hat{\alpha}_A)' \mathbf{S} \mathbf{S}' \mathbf{X} = \mathbf{Y}' \mathbf{S} \mathbf{S}' \mathbf{X} - \hat{\alpha}' \mathbf{X}' \mathbf{S} \mathbf{S}' \mathbf{X} \\ &\Rightarrow \mathbf{X}' \mathbf{S} \mathbf{S}' \mathbf{X} \hat{\alpha}_A = \mathbf{X}' \mathbf{S} \mathbf{S}' \mathbf{Y} \end{aligned}$$

$$\Rightarrow \hat{\alpha}_A = (X' SAS' X)^{-1} X' SAS' Y \quad (6)$$

هذا هو مقدر GMM محدد بواسطة A ، وخطي في Y ، حيث A تمثل الأوزان (Roodman, 2009)

لذلك ، فإن النموذج القياسي القائم على انحدار البانل لدراستنا هو:

$$Y_{it} = \alpha_0 + \partial Y_{i,t-1} + \alpha_i P_{it} + \beta_i X_{it} + \xi_{it} \quad (7)$$

حيث:

$Y_{i,t-1}$ هي متغير النمو الاقتصادي في الإبطاء الأول و ∂ تمثل معامل سرعة العودة إلى الوضع التوازني للنمو الاقتصادي.

المتغير التابع Y_{it} لدولة i خلال زمن t. أما P_{it} فهو المتغير المفسر لدولة i خلال زمن t. α_0 فهو المعلمة المقدرة للثابت ، α_i و β_i هي معلمات للمتغيرات المستقلة. في حين أن X_{it} يعبر عن كل المتغيرات الاقتصادية (GFCF, TRADE, CPI) لدولة i خلال زمن t في النموذج لتفادي التحيز في النتائج المقدرة.

أما ξ_{it} فهو الخطأ، والذي هو مجموع الآثار غير المرئية للمتغيرات المستقلة v_i وكل من الخطأ الفردي μ_{it}

5.4. تطبيق النموذج القياسي ومناقشة نتائج التقدير

1.5.4. إنحدار البانل بالآثار الثابت:

الجدول رقم (1): نموذج الآثار الثابتة (Panel regression with fixed effects)

المتغير التابع: GDP		29 = عدد الملاحظات لكل مجموعة		
145 = عدد الملاحظات		5 = عدد المجموعات		
MODEL النموذج	Fixed effects (within regression)			
	الآثار الثابتة للبيانات الطولية			
	F (4,136) = 261.09			
	Prob > F = 0.0000			
	Rho = .83973			
	R ² = 0.9865			
VAR المتغير	Coefficient المعلمة	Std. Err الانحراف المعياري	t – stat إحصاءة t	P> t احتمال المعنوية
SUKUK	0.5833163	0.1486077	3.93	0.000**
GFCF	2.849269	0.0958758	29.72	0.000**
TRADE	-4377.17	6249.914	-0.70	0.485
CPI	39.80009	26.60967	1.50	0.137
CONSTANT	18535.09	7519.074	2.47	0.015*

• ملاحظة: * معنوي عند 5% ، ** معنوي عند 1% .

• المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج STATA16.

2.5.4. إندار البانل بالأثر العشوائي :

جدول رقم (2): نموذج الآثار العشوائية (Panel regression with random effects)

التابع: GDP		عدد الملاحظات لكل مجموعة = 29		
عدد الملاحظات = 145		عدد المجموعات = 5		
MODEL النموذج	Random effects (GLS regression) نموذج الآثار العشوائية للبيانات الطولية Wald chi2(4) = 36955.36 Prob > chi2 = 0.0000 Rho = 0 R ² = 0.9900			
VAR المتغير	Coefficient المعلمة	Std. Err الانحراف المعياري	z – stat إحصاءة z	P> z احتمال المعنوية
SUKUK	1.115449	0.1283846	8.69	0.000**
GFCF	3.010539	0.0610427	49.32	0.000**
TRADE	-15113.57	6040.193	-2.50	0.012*
CPI	102.7603	29.76338	3.45	0.001**
CONSTANT	7503.992	7465.372	1.01	0.315

ملاحظة: * معنوي عند 5%، **معنوي عند 1% .

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج STATA16.

يبين كل من الجدول 1 و 2 مخرجات تقدير إندار البانل بالتأثيرات الثابتة والعشوائية ، ولمعرفة أي من التأثيرات التي تعتبر ملائمة لتقدير النموذج والأفضل بينهم، طبقت هذه الدراسة اختبار هوسمان Hausman test (Baltagi, Bresson, and Pirotte, 2003). المعروض في الجدول التالي:

جدول رقم (3): اختبار هوسمان لاختيار أفضل نموذج إندار لبيانات البانل

الفرضية العدمية: الانحدار ذو الآثار العشوائية هو المناسب (Panel regression with random effects is suitable)	
Chi2	Prob> Chi2
2.90	0.2351

• ملاحظة: * معنوي عند 5%، **معنوي عند 1% .

• المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج STATA16.

يبين الجدول رقم (3) أن الفرضية العدمية غير قابلة للرفض لأن القيمة الاحتمالية (0.2351) أكبر من 0.05. لذلك ، وفقاً لاختبار Hausman ، فإن أفضل نموذج للتقدير هو إندار البانل ذي التأثيرات العشوائية (Baltagi, Bresson, and Pirotte, 2003)، ولاعتبار أن إندار البانل ذي التأثيرات العشوائية مناسب للدراسة القياسية وفقاً لـ (Wooldridge (2010، تم إجراء ثلاثة اختبارات لفحص التشخيصات ، اختبار الاستقلال المقطعي لـ (Pesaran (2015 ، واختبار الارتباط الذاتي للأخطاء لـ (Wooldridge (2012، واختبار عدم

ثبات التبيان عبر الزمن لـ (Baltagi et al. (2010)، وبالتالي من المستحسن الحصول على قيم احتمال عالية غير معنوية كما هي واضحة في الجداول التالية:

أولاً: اختبار الإستقلالية لبيانات البانل حسب Pesaran 2015:

الجدول رقم (4) : اختبار عدم وجود مشكلة انعدام الاستقلالية بين مجموعات البيانات الطولية

الفرضية العدمية: عدم وجود مشكلة انعدام الاستقلالية بين مجموعات البيانات الطولية	
cross-sectional dependence in panel data No	
P> z	Z- stat
0.3533	-0.928

- ملاحظة: * معنوي عند 5 %، ** معنوي عند 1 % .
- المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج STATA16.

يبين الجدول رقم (4) أنه لا يمكن رفض الفرضية الصفرية بقيمة الاحتمال غير المعنوية إحصائياً عند 5% ($0.3533 > 0.05$). وبالتالي ، وجود استقلال مقطعي في بيانات البانل، أي أن بيانات كل دولة من العينة مستقلة عن الأخرى.

ثانياً: اختبار Wooldridge للارتباط الذاتي للأخطاء في بانل التأثيرات العشوائية

يفرض اختبار Wooldridge باستقلال قيم حد الخطأ في الفترة (Et) عن الفترة (Et-1) لأي دولة بين فترات نفس الدولة، بمعنى أنه لا يوجد ارتباط ذاتي مقطعي لحد الخطأ.

جدول رقم (5): اختبار وولريدج للكشف عن عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء (Wooldridge test for autocorrelation in panel data)

الفرضية العدمية: عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء (No first-order autocorrelation)	
Prob> F	F (1,4)
0.0002**	152.792

- ملاحظة: * معنوي عند 5 %، ** معنوي عند 1 % .
- المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج STATA16.

يبين الجدول رقم (5) أن الفرضية العدمية مرفوضة بقيمة احتمالية عالية ($0.0002 > 0.05$). وبالتالي، توجد مشكلة ارتباط ذاتي في مع انحدار البانل ذي التأثيرات العشوائية.

ثالثاً: اختبار عدم ثبات التبيان عبر الزمن في بانل التأثيرات العشوائية حسب (Baum 2001):

جدول رقم (6): اختبار الكشف عن مشكلة عدم ثبات تبيان الأخطاء عبر الزمن

(Wald test for Groupwise heteroskedasticity in panel data)

الفرضية العدمية: عدم وجود مشكلة عدم ثبات تبيان الأخطاء عبر الزمن (No Groupwise heteroskedasticity)

Chi2	Prob> Chi2
318.6212	0.0000*

- ملاحظة: * معنوي عند 5 %، ** معنوي عند 1 % .
 - المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج STATA16.
- يبين الجدول (6) أن الفرضية العدمية مرفوضة بقيمة احتمالية عالية ($0.01 > 0.0000$). وبالتالي ، توجد مشكلة عدم ثبات تباين الأخطاء في انحدار البانل ذي التأثيرات العشوائية.

3.5.4. تطبيق Panel Dynamic one step system GMM

نظرا لأن انحدار البانل ذي التأثيرات العشوائية غير مقبول نظرا لوجود مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء وعدم ثبات التباين عبر الزمن ، فقد استخدم هذا البحث نموذج Dynamic Panel One-Step System GMM كحل بديل للتقدير نظرا لمزاياه في حذف مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء مشكلة عدم ثبات تباين الأخطاء في انحدار البانل ذي التأثيرات العشوائية حسب كل من (Blundell and Bond, 1998; Bond, 2002; Roodman, 2009) كما هو مبين في الجدول التالي:

جدول رقم (7): مخرجات طريقة التقدير باستخدام نموذج Dynamic panel one-step system GMM

المتغير التابع: GDP		عدد الملاحظات لكل مجموعة = 28		
عدد الملاحظات = 140		عدد المجموعات = 5		
chi2(5) = 2036.84		Wald Prob > chi2 = 0.000		
Variables	Coefficients	Robust Standard Error	z – stat	P> z
المتغيرات	المعاملات المقدرة	الانحراف المعياري	Z احصاءة	احتمال المعنوية
Lagged GDP	0.1091512	0.0265356	4.11	0.000**
Sukuk	0.863637	0.1264527	6.83	0.000 **
GFCF	2.646927	0.2199979	12.03	0.000**
Trade	-21604.33	24576.98	-0.88	0.379
CPI	80.24052	43.31512	1.85	0.064*
Constant	16828.01	23012.14	0.73	0.465

- ملاحظة: * معنوي عند 5 %، ** معنوي عند 1 %
- المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج STATA16

أظهر الجدول (7) أن تأثير الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي هو إيجابي ومعنوي إحصائياً عند 1% (القيمة الاحتمالية لـ SUKUK هي 0.000 أصغر من 0.01)، حيث أن كل مليون دولار من الصكوك الإسلامية تزيد بمقدار 0.86 مليون دولار في حجم الناتج المحلي الإجمالي في عينة الدول المستخدمة (ماليزيا، السعودية، إندونيسيا، تركيا وبنوني دار السلام) وهذا مفاده أن الصكوك الإسلامية تعزز النمو الاقتصادي، وبالتالي فإننا نقبل الفرضية التي مفادها أن الصكوك الإسلامية تساهم في تعزيز النمو الاقتصادي في الدول المدروسة، ذلك لأن الجواب عن الإشكالية كان إيجابي حيث أن الصكوك تؤثر في النمو الاقتصادي وإن نتيجة هذه الدراسة تتماشى ونتائج الباحثين الذين وجدوا أن الصكوك الإسلامية أو الأسواق المالية الإسلامية تعزز النمو الاقتصادي (Ledhem, 2020; Ledhem and Mekidiche, 2021; Yıldırım et al., 2020), Al-Raeai et al. (2018), Sari et al. (2018), Malikov (2017), Khoustem (2014), Smaoui and Nechi (2017), Mitsaliyandito et al. (2017)، كما تشير هذه النتيجة إلى أن نظرية قيادة العرض لـ (Shumpeter، 1934) هي الأكثر قدرة على شرح العلاقة بين الصكوك الإسلامية والنمو الاقتصادي في عينة البلدان، بحيث تشير هذه النظرية إلى أن تطور القطاع الحقيقي كنتيجة لتطور القطاع المالي، إلا أن القطاع المالي يساهم في تحفيز كل من الاستثمار والادخار مما يؤدي إلى زيادة كفاءة تخصيص الموارد وبالتالي التأثير بشكل إيجابي على النمو الاقتصادي.

فيما يتعلق بمتغير النمو الاقتصادي المبطن في الفترة الأولى فتبين أن له أثر موجب وبشدة ومعنوي إحصائياً على نفسه عند 1% (القيمة الاحتمالية لـ Lagged GDP هي 0.000 أصغر من 0.01)، حيث يعني ذلك أن النمو الاقتصادي في عينة الدول المستخدمة يميل إلى مستواه التوازني بسرعة 10.91%.

فيما يخص أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية المتحركة في النمو الاقتصادي، فقد ورد أثر الاستثمار والممثل بمتغير معامل رأس المال المتراكم على النمو الاقتصادي موجباً ومعنوي إحصائياً عند 1% (القيمة الاحتمالية لـ GFCF هي 0.000 أصغر من 0.01)، وهذا يدل على أن الزيادة في الاستثمار بوحدة واحدة يؤدي إلى زياد النمو الاقتصادي بـ 2.6469 إذن فالاستثمار يساهم في تعزيز النمو الاقتصادي، حيث أن الاستثمار هو المحرك الأساسي للنشاط الاقتصادي نظراً لارتباطه بالكوين الرأسمالي وزيادة قدرات الاقتصاد في الإنتاج والتطوير والابتكار، وما إلى ذلك من آثار أخرى الواضحة لتحقيق معدلات النمو الاقتصادي المستهدفة وهذا ما يتماشى ونتائج هؤلاء الباحثين الذين درسوا أثر الاستثمار على النمو الاقتصادي من عينات دول أقرب للتي استخدمت في دراستنا (Hussin and Saidin, 2012; Kassim, 2016; Ledhem, 2020; Ledhem and Mekidiche, 2021; Zhang, 2001).

في حين أن، أثر الانفتاح التجاري على النمو الاقتصادي فقد ورد سالباً لكن غير معنوي إحصائياً (القيمة الاحتمالية لـ TRADE هي 0.379 أكبر من 0.05) وهذا ما يوحي أن الانفتاح التجاري لم يكن محددًا رئيسياً للنمو الاقتصادي في دول محل الدراسة لأنه قد يؤدي إلى زيادة الواردات وبالتالي تثبيط الصناعة المحلية، خاصة وأن معظم اقتصادات هذه الدول تعتمد على النفط والغاز الطبيعي، ومع ذلك تعد نتيجة عدم معنوية هذا المؤشر الذي يعبر عن التجارة الخارجية ليس بالجديد، فالعديد من الدراسات التي درسوا أثر الانفتاح التجاري على النمو الاقتصادي ووجدوه سالباً ولم تحقق معنوية هذا المتغير من بينها

(Hye and Lau, 2015; Kim, 2011; Kim et al., 2011; Ledhem, 2020; Ledhem and Mekidiche, 2021; Vamvakidis, 2002).

أما أثر التضخم والممثل بمؤشر أسعار المستهلكين على النمو الاقتصادي فقد ورد موجباً ومعنوي إحصائياً عند 5% (القيمة الاحتمالية لـ CPI هي 0.064 أصغر من 0.05) بما يتماشى ونتائج الباحثين الذين درسوا أثر التضخم على النمو الاقتصادي، حيث يرجع الأثر الموجب للتضخم في هذه الحالة إلى أنه انعكاس لنمو اقتصادي قوي بسبب ارتفاع معدل الاستثمارات التي تولد التضخم

مع ارتفاع تكاليف المعيشة والأجور والعوائد المرتفعة، هذه النتيجة تتوافق مع إكتشاف كل من (Ledhem, 2020; Ledhem and Mekidiche, 2021; Mallik and Chowdhury, 2001; Xiao, 2009).

فيما يخص أثر الثابت على النمو الاقتصادي، فهو دون معنوية إحصائية (القيمة الاحتمالية ل Constant هي 0.465 أكبر من 0.05) وهذا يدل على أن النمو الاقتصادي في نموذجنا القياسي لا يتأثر بمتغيرات اقتصادية أخرى خارجية بسبب إدراج الكثير من المتغيرات الاقتصادية المحددة للنمو الاقتصادي في عينة البلدان المختارة.

4.5.4. اختبار صلاحية نظام خطوة واحدة لبيانات البانل الديناميكي GMM

من أشهر الطرق والمنهجيات المستعملة لاختبار صلاحية نموذج Dynamic Panel One-Step System GMM، اختبار الارتباط التسلسلي ل Arellano-Bond test و اختبار Sargan test لقيود التعريف المفرطة التي وضعها كل من (Arellano and Bond (1991) لاختبار صلاحية الأدوات المستخدمة في مقدر GMM، إضافة إلى اختبار هانسن Hansen Test الذي أوصى به كل Arellano and Bond (1991) و (Blundell and Bond (1998) من أجل التحقق من صلابة أن النتائج التقديرية غير متحيزة وصادقة التي قمنا بتطبيقها كما هو موضح في الجدول رقم 8 ورقم 9.

جدول رقم (8) : تشخيص المحدار Dynamic panel one-step system GMM

Serial	correlation	tests
اختبارات الارتباط التسلسلي للأخطاء		
Arellano – Bond test for AR (1) in first differences	Z = -1.59	Pr > Z = 0.111
Arellano – Bond test for AR (2) in first differences	Z = -1.69	Pr > Z = 0.092
Instruments overall validity test اختبار الصلاحية الشاملة للأدوات		
Sargan test of over-identifying restrictions	Chi2(77) = 65.19	Prob > chi2 = 0.829

• المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج STATA16.

وفقاً لمخرجات اختبار Sargan الخاصة بالقيود المفرطة في التعريف في الجدول رقم (8)، فإن القيمة p غير معنوية إحصائياً (Prob > chi2 = 0.829)، وبالتالي فإن الصلاحية الشاملة للأدوات في مقدر GMM فعالة وبالتالي فإن مقدر GMM صالح إحصائياً وقابل للعمل بنتائجه.

وفقاً لمخرجات اختبار Arellano-Bond للارتباط التسلسلي للبانل، فإن الخطأ في فروق المعادلة غير معنوي إحصائياً لأنه غير مرتبط تسلسلياً في كل من الرتبة الأولى (AR (1) (Pr > Z = 0.111) والرتبة الثانية (AR (2) (Pr > Z = 0.092) وبالتالي فإنه لا يوجد ارتباط تسلسلي للأخطاء من الدرجة الأولى والثانية.

جدول رقم (9) : اختبار هانسن للتحقق من صلابة النتائج التقديرية لانحدار

Dynamic panel one-step system GMM

Robustness test of Hansen اختبار صلابة التقدير لهانسن

Hansen test of robustness

(= 0.0049Chi2)

Prob > chi2 = 1.000

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج STATA16.

وفقاً لمخرجات اختبار هانسن لصلابة التقدير في الجدول (9) ، فإن القيمة p غير معنوية إحصائياً ومرتفعة جداً ($\text{Prob} > \chi^2 = 1.000$) ، مما يشير إلى أن النموذج المقدر Dynamic Panel One-Step System GMM ذو نتائج صلبة وغير متحيزة.

حسب Roodman فإن طريقة GMM للنظام الديناميكي ذات الخطوة الواحدة في الطريقة المثلى لانحدار البانل مع مشكلة التغير (عدم ثبات تبيان الأخطاء عبر الزمن) لأن الأخطاء في تقدير الـ GMM هي متجانسة بالإضافة إلى ذلك نظراً لأن النموذج المقدر Dynamic Panel One-Step System GMM غير متحيز وخالٍ من مشكلة الارتباط التسلسلي ، فإن النتائج القياسية صادقة ودقيقة بشكل قوي. وبالتالي ، فإن الاستكشاف القياسي في هذه الدراسة دقيق وصادق بشدة للعمل بنتائجه.

5. خاتمة

حاولنا من خلال هذه الورقة البحثية القيام بدراسة قياسية للتحقق فيما إذا كانت الصكوك الإسلامية تعزز النمو الاقتصادي في كل من ماليزيا، إندونيسيا، المملكة العربية السعودية، تركيا وروناي دار السلام ، وذلك بعد تسليط الضوء على كل من مفهوم الصكوك الإسلامية وأهم أنواعها المختلفة، إضافة إلى التعرف على الدور الفعال التي تلعبه الصكوك الإسلامية في تحفيز النمو الاقتصادي، وظهرت في الأخير بعض النتائج المتمثلة فيما يلي:

✓ وجود أثر إيجابي للصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي في الدول التي شملتها الدراسة (ماليزيا، بروناي دار السلام ، إندونيسيا، السعودية، وتركيا) نظراً لما استخلصناه من النتائج التي بينت بأن زيادة إصدارات الصكوك في جميع النماذج المقدرة في الدراسة تؤدي إلى زيادة النمو الاقتصادي في الدول خلال الفترة (2013-Q4: 2020) ، وهو ما يدل على أن الصكوك الإسلامية في هذه الدول جد متطورة وتتميز بأسواق مالية فعالة وذات كفاءة عالية نتج عنها تأثير إيجابي هام على اقتصادات تلك الدول.

✓ للصكوك الإسلامية دور كبير للخروج من المشاكل الاقتصادية خاصة في الدول القوية في صناعة التمويل الإسلامي فهي أحد أسهل الطرق التمويل خارج نظام التمويل التقليدي التي أصبحت تلعب دوراً رئيسياً في تعزيز الاقتصادات على مستوى العالم منذ بداية العمل بها في الدول الإسلامية وغير الإسلامية المتقدمة والناشئة، وتؤكد هذه الدراسة أن الأسواق المالية الإسلامية للصكوك من المتوقع أن تكون مشرقة في المستقبل كسوق مالي بديل يعزز النمو الاقتصادي.

✓ الصكوك الإسلامية أداة فعالة في التمويل الاقتصادي وتحقيق النمو الاقتصادي حيث ساهمت في تعزيز الاستثمارات وتمويل المشروعات التنموية الكبرى، بما يتماشى مع مبادئ الشريعة الإسلامية وهذا يعكس أهميتها في دعم الاقتصاديات الوطنية في ظل التحديات العالمية؛

✓ تنوع هياكل الصكوك الإسلامية من صكوك الإجارة و صكوك المضاربة، وصكوك المشاركة، وصكوك السلم... الخ بالإضافة إلى آجال الاستحقاق التي تتميز به حيث هناك صكوك قصيرة الأجل ومتوسطة وطويلة الأجل يسمح بصلاحيات استخدامها في تعبئة الموارد المالية اللازمة ويجعلها أكثر ملائمة لتمويل المشاريع الاستثمارية.

✓ رغم نجاح العديد من الدول في مجال الصكوك الإسلامية ووصولها إلى الصدارة إلا أنها تبقى لها بعض المعوقات والتحديات التي تقف في انتشارها في بعض الدول الإسلامية الأخرى من بينها : الغياب التام للإطار التشريعي للصكوك وعدم استكمالها في هذه الدول إضافة إلى محدودية الأسواق المالية فيها وافتقارها للمؤسسات البنية التحتية المساندة لها وقلة الموارد البشرية المؤهلة للعمل فيها.

بناءً على النتائج المتوصل إليها يمكن الخروج بالتوصيات التالية:

- رفع الوعي وتعزيز دور الصكوك في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية والتواصل الدائم مع المستثمرين، إضافة إلى نشر ثقافة التعامل بالأدوات المالية الإسلامية مما يؤدي إلى تحفيز الاستثمار من جهة وزيادة الشمول المالي من جهة أخرى.
- ضرورة تنظيم برامج تدريبية وورش عمل متخصصة لتأهيل الكفاءات الوطنية في مجال تصميم وإدارة الصكوك الإسلامية، بما يضمن استدامة نجاحها على المدى البعيد.
- التوسع في مجالات استخدام الصكوك الإسلامية لتشمل مجالات جديدة ونماذج مبتكرة تواكب التطور التكنولوجي الحديث لما قد ينعكس إيجاباً على سوق الأوراق المالية، من خلال تقليل المخاطر التشغيلية الناتجة عن الأخطاء البشرية، والابتعاد عن المخالفات الشرعية.
- ضرورة الجمع بين المصادقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية لتطوير الصكوك الإسلامية؛
- ضرورة استخدام الصكوك الإسلامية كأداة من أدوات السياسة النقدية في إدارة السيولة النقدية بدلا من الاعتماد على أدوات الدين العام.

6. قائمة المراجع :

المراجع باللغة العربية:

• المؤلفات:

- (1) خان طارق الله، و حبيب أحمد. (2003). إدارة المخاطر - تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية. جدة: ط1، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية.
- (2) بن محمد علي ميرة حامد بن حسن. (1429هـ-2008م). صكوك الإجارة دراسة فقهية تأصيلية تطبيقية. بنك البلاد، سلسلة مطبوعات المجموعة الشرعية، ودار الميمان للنشر والتوزيع.
- (3) أبوبكر توفيق فتاح. (2014). استثمار الصكوك الإسلامية وهيمنتها على الأوراق المالية العالمية المعاصرة (دراسة موضوعية في واقع المالية العالمية). عمان: دار النفائس للنشر والتوزيع.

• المقالات:

- (1) قسول كمال، و حراق مصباح. (2019). أثر إدراج الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في ماليزيا. مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، 12(02)، 147-160.

(2) علام عثمان، و سنوساوي صالح. (2017). دور الصكوك الإسلامية في تحفيز النمو الاقتصادي-دراسة حالة السودان - (2002-2015). مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد 67.

(3) هبة الله أحمد سليمان. (2021). أثر الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي. مجلة التنمية والسياسات الاقتصادية، المعهد العربي للتخطيط، الثالث والعشرون (العدد الثاني)، 45-74.

(4) محمد القايدي. (2023). التمويل الإسلامي في زمن العولمة: التحديات والآفاق. مجلة أبحاث إقتصادية معاصرة، 06(01)، 299.

• المجالات والدوريات:

(1) نوال بن عمارة. (2011). الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية: تجربة السوق المالية الدولية-البحرين، مجلة الباحث (09).

(2) حياة بن زارع، و منير خروف. (2019). الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية. مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، 06(04).

• الملتقيات:

(1) صفية أحمد أبوبكر. (31-3 ماي-جوان، 2009). الصكوك الإسلامية. بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول.

• معايير وقرارات مصرفية:

(1) مجلس الخدمات المالية الإسلامية (IFSB)، (2009)، "المعيار رقم 07: متطلبات كفاية رأس المال للصكوك، والتصكيك، والاستثمارات العقارية"، كوالالمبور: ماليزيا. على الموقع www.ifsb.org

(2) هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات الإسلامية، "المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية"، البحرين، 2005.

(3) قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم رقم 178 (4/19) بشأن الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، الدورة التاسعة عشر المنعقد في الشارقة، دولة الإمارات العربية المتحدة، 26-30 أبريل 2009.

(4) قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم 30 (5/4) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، المنعقد في دورته الرابعة بجدة: المملكة العربية السعودية، 11/06 فيفري 1988 على الموقع <https://iifa-aifi.org/ar/1713.html>

(5) هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعي رقم 17، صكوك الاستثمار. البحرين، (HIOFI)، 2007.

(6) هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات الإسلامية، "المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية"، البحرين، 2010.

المراجع باللغة الإنجليزية:

• المؤلفات:

1) Shumpeter J. (1934). Theorie der Wirtschaftlichen Entwicklung (English Edition), The Theory of Economic Development. Cambridge: MA.

• المقالات والمجلات:

1) Al-Raeai, A. M., Zainol, Z., Rahim, A. K. bin A., and Khilmy, A. (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.

2) Khoutem, D. B. J. (2014). Islamic banks-Sukuk markets relationships and economic development: The case of the Tunisian post-revolution economy. Journal of Islamic Accounting and Business Research, 5(1), 47-60. <https://doi.org/10.1108/JIABR-07-2012-0054>

- 3) Ledhem, M. A., and Mekidiche, M. (2021). Islamic securities (Sukuk) and economic growth: New empirical investigation from Southeast Asia using non-parametric analysis of MCMC panel quantile regression. *Islamic Economic Studies*, ahead-of-print(ahead-of-print). <https://doi.org/10.1108/IES-06-2021-0020>
- 4) Sari, N., Ak, S., and Widiyanti, M. (2018). The Impact of Islamic Capital Market development on economic growth: the case of indonesia. *Journal of smart economic growth*, 3(2), 21–30.
- 5) Brock W.A, Durlauf S.N, (2001). What have we learned from a decade of empirical reseach on growth? growth empirics and reality. *The wolrd Bank Economic Review* ،15(2) ،229-272.
- 6) Malikov, A. (2017). How Do Sovereign Sukuk Impact on the Economic Growth of Developing Countries? An Analysis of the Infrastructure Sector. In V. Efendić, F. Hadžić, and H. Izhar (Eds.), *Critical Issues and Challenges in Islamic Economics and Finance Development* (pp. 1–37). Cham: Springer International Publishing. https://doi.org/10.1007/978-3-319-45029-2_1
- 7) Mitsaliyandito, R. Q., Arundina, T., and Kasri, R. A. (2017). Impact of sukuk market development on Indonesian Economic growth. *International Journal of Applied Business and Economic Research*, 15(24), 537–549.
- 8) Monzer Kahf, (May1997). The use of Assets Ijara Bonds For Bridging the Budget Gap. *Islamic Economic studies*, Islamic Development Bank ،vol 4, N°2.
- 9) Smaoui, H., and Nechi, S. (2017). Does sukuk market development spur economic growth? *Research in International Business and Finance*, 41, 136–147. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.04.018>
- 10)
- 11) Yıldırım, S., Yıldırım, D. C., and Diboglu, P. (2020). Does Sukuk market development promote economic growth? *PSU Research Review*, ahead-of-print(ahead-of-print). <https://doi.org/10.1108/PRR-03-2020-0011>

• الأطروحات:

- 12) Ledhem, M.A. (2021-2022). *Islamic Finance Performance and Economic Growth: An Empirical Evidence from the Southeast of Asia*. thesis submitted in fulfilment of the Requirement for the Award of the Degree of Doctor of philosophy in Economics- Monetary and Banking Economics. university centre of Maghnia