

واقع وتحديات إصدارات الصكوك في المملكة العربية السعودية وأثرها  
على نمو الاستثمار المحلي الإجمالي

إعداد

أحمد مُحمَّد حسن سليمان النجار

رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في الصيرفة والتمويل الإسلامي

معهد الصيرفة والتمويل الإسلامي

الجامعة الإسلاميّة العالميّة ماليزيا

أكتوبر ٢٠٢١ م

## ملخص البحث

تسعى المملكة العربية السعودية ضمن رؤيتها لتطوير القطاع المالي في رؤية ٢٠٣٠ إلى تطوير سوق الصكوك لديها، ولكن كثيراً من الدراسات السابقة تشير إلى وجود خمس تحديات يجب التعامل معها؛ لتحقيق هذا التطوير المنشود. تتحدد أهداف هذا البحث في استكشاف الواقع الحالي لهذه التحديات، ثم دراسة تأثير هذه التحديات الخمسة على تطور ونمو سوق إصدارات الصكوك بالمملكة. كما يهدف البحث كذلك إلى معرفة تأثير إصدارات الصكوك على نمو الاستثمار المحلي الإجمالي بالمملكة. لتحقيق الهدف الأول؛ استخدم البحث المنهج الوصفي المقارن. ولتحقيق الهدف الثاني المتعلق بتأثير التحديات على نمو السوق؛ تم استخدام الأسلوب الكمي بتوزيع استبانة على عينة خبراء مكونة من ١١٥ خبيراً ممن لهم علاقة بإصدارات الصكوك في المملكة، وقد تم تحليل الاستبانة بالاعتماد على برنامج Smart PLS 3؛ وذلك لمناسبته لتحليل العينات صغيرة الحجم. أظهرت النتائج: وجود أثر ذي دلالة إحصائية للعلاقة التي تربط بين هذه التحديات؛ وبين تطور ونمو إصدارات الصكوك بالمملكة. على مستوى التحديات الفرعية، أظهرت النتائج: عدم وجود أثر ذي دلالة إحصائية بين الإطار القانوني المنظم لإصدار الصكوك بالمملكة؛ وتطور السوق. بينما أظهرت النتائج: وجود أثر ذي دلالة إحصائية للتحديات الأربعة الأخرى على تطور السوق، وهي: الحوكمة الشرعية للإصدارات. وجود تصنيف ائتماني للصكوك المصدرة. وجود منحى عائد للصكوك. وجود سوق ثانوي نشط لتداول الصكوك. لتحقيق الهدف الثالث المتعلق بدراسة تأثير إصدارات الصكوك على الاستثمار المحلي؛ فقد تم استخدام المنهج الكمي من خلال تحليل بيانات السلاسل الزمنية للمتغيرات محل البحث، وذلك باستخدام برنامج EViews، واستخدام نموذج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة ARDL لقياس هذا التأثير. أظهرت نتائج اختبار النموذج: عدم وجود تأثير ذي دلالة إحصائية للسلسلة الخاصة بإجمالي الصكوك المصدرة بالمملكة في الأجلين القصير أو الطويل؛ على سلسلة الاستثمار المحلي الإجمالي. وهو ما يعني عدم وجود علاقة تأثير وسببية بينهما؛ الأمر الذي يعود في الأساس إلى الضعف والصغر النسبي لسوق التمويل بالصكوك في المملكة، إضافة إلى عدة أسباب أخرى. تعد نتائج هذا البحث ذات أهمية كبيرة للمسؤولين عن تطوير سوق الصكوك بالمملكة، والمستثمرين والخبراء وأصحاب العلاقة.

## ABSTRACT

Saudi Arabia seeks to develop Sukuk market within its vision to develop the financial sector to achieve vision 2030 objectives. However, many previous studies indicate that there are five challenges that must be dealt with for Sukuk market development. The study aims to firstly discover the status of these challenges, secondly analyse the impact of these challenges on the development and growth of the Sukuk issuances market in the Saudi Kingdom. Thirdly, the study aims to analyse the impact of Sukuk issuances on the growth of total domestic investment in the Kingdom of Saudi Arabia (K.S.A). The study adopted the comparative descriptive approach to achieve the first study objective. For the second objective the study adopted the quantitative method by distributing a questionnaire to a sample of experts consisting of 115 experts who are related to Sukuk issuances in the Kingdom. The results have been analysed by Smart PLS 3 software where it is appropriate for small data analysis. The results showed a statistically significant impact of the relationship between these challenges and the development and growth of Sukuk issuances in the Kingdom of Saudi Arabia. At the level of sub-challenges, the results showed that there was no statistically significant impact between the legal framework regulating Sukuk issuance in the Kingdom of Saudi Arabia and Sukuk market development. While the results showed a statistically significant impact of the other four challenges on Sukuk market development, namely: (1) *Shari'ah* governance, (2) secondary market activation, (3) the credit rating for Sukuk issuance, (4) yield curve for Sukuk. For achieving the third objective, the study adopted the quantitative method through time series data analysis for the study variables by EViews software and adopting Auto Regressive Distributed Lag (ARDL) model. The model test has resulted that there is no statistically significant impact for the total issued Sukuk (whether in short and long-terms) on the total domestic investment series in the kingdom. Which means there is no impact and causal relationship between the total issued sukuk and the total domestic investment in the Kingdom of Saudi Arabia. That is mainly due to the small volume of sukuk financing market compared to the other sources of fund in the Kingdom, as well as other different reasons. The results of this study are very important to those responsible for developing the sukuk market in the Kingdom, as well as investors, experts, and stakeholders.

## **APPROVAL PAGE**

The thesis of Ahmed Mohamed Hassan Soliman AlNagar been approved by the following:

---

Azman Mohd. Noor  
Supervisor

---

Anwar Hasan Abdullah Othman  
Co-Supervisor

---

Habeebullah Zakariyah  
Co-Supervisor

---

Aznan Hasan  
Internal Examiner

---

Mohamad Sabri Haron  
External Examiner

---

Radwan Jamal Elatrash  
Chairman

## DECLARATION

I hereby declare that this thesis is the result of my own investigations, except where otherwise stated. I also declare that it has not been previously or concurrently submitted as a whole for any other degrees at IIUM or other institutions.

Ahmed Mohamed Hassan Soliman AlNagar

Signature: ..... Date: .....

## إقرار بحقوق الطبع وإثبات مشروعية استخدام الأبحاث غير المنشورة

حقوق الطبع ٢٠٢١م محفوظة ل: أحمد مُجَّد حسن سليمان النجار

### واقع وتحديات إصدارات الصكوك في المملكة العربية السعودية وأثرها على نمو

#### الاستثمار المحلي الإجمالي

لا يجوز إعادة إنتاج أو استخدام هذا البحث غير المنشور في أي شكل وبأي صورة (آلية كانت أو إلكترونية أو غيرها) بما في ذلك الاستنساخ أو التسجيل، من دون إذن مكتوب من الباحث إلا في الحالات الآتية:

- ١- يمكن للآخرين اقتباس أية مادة من هذا البحث غير المنشور في كتابتهم بشرط الاعتراف بفضل صاحب النص المقتبس وتوثيق النص بصورة مناسبة.
- ٢- يكون للجامعة الإسلامية العالمية بماليزيا ومكتبها حق الاستنساخ (بشكل الطبع أو بصورة آلية) لأغراض مؤسسية وتعليمية، ولكن ليس لأغراض البيع العام.
- ٣- يكون لمكتبة الجامعة الإسلامية العالمية بماليزيا حق استخراج نسخ من هذا البحث غير المنشور إذا طلبتها مكاتب الجامعات ومراكز البحوث الأخرى.
- ٤- سيوزد الباحث مكتبة الجامعة الإسلامية العالمية بماليزيا بعنوانه مع إعلامها عند تغير العنوان.
- ٥- سيتم الاتصال بالباحث لغرض الحصول على موافقته على استنساخ هذا البحث غير المنشور للأفراد من خلال عنوانه البريدي أو الإلكتروني المتوفر في المكتبة. وإذا لم يجب الباحث خلال عشرة أسابيع من تاريخ الرسالة الموجهة إليه، ستقوم مكتبة الجامعة الإسلامية العالمية بماليزيا باستخدام حقها في تزويد المطالبين به.

أكد هذا الإقرار: أحمد مُجَّد حسن سليمان النجار

التاريخ: .....

التوقيع: .....

إلى روح أستاذي وشيخي ومُعلِّمي الذي تتلمذت وتربيت على يديه، ونُحلت من علمه، وتعلمت منه كيف يكون تواضع وإخلاص العلماء

إلى روح فضيلة الشيخ

الأستاذ الدكتور/ حسين حامد حسان

(رحمه الله وتقبله في الصالحين)

أهدي هذا البحث

## الشكر والتقدير

«الْحَمْدُ لِلَّهِ الَّذِي بِنِعْمَتِهِ تَتِمُّ الصَّالِحَاتُ»

يسجد الباحث لله شكرًا وعرفانًا بعظيم فضله، أن أنعم عليه ومنحه القدرة على إتمام هذا البحث، الذي ما كان له أن يبدأ أو يكتمل على هذا النحو دون عناية الله وتوفيقه. وانطلاقًا من قول رسول الله ﷺ: "من لا يشكر الناس لا يشكر الله"، لا يسعني في هذا المقام إلا التقدم ببالغ تقديري وخالص شكري إلى الأستاذ المشارك الدكتور/ عزمان محمد نور على رئاسته لجنة الإشراف على هذا البحث، فهو بحق أستاذًا جليلاً نعتز به وبعلمه، ومن الشرف أن ينال هذا البحث بصمات تاريخه العلمي الحافل، وطالما كنت أراه مثلاً أعلي يحتذي به علمًا وخلقًا، فجزاه الله عني خير الجزاء. كما أتقدم بخالص شكري وتقديري وعظيم امتناني للمشرف الرئيس على هذا البحث الأستاذ المساعد الدكتور/ أنور حسن عبد الله عثمان، فقد كان سيادته مشرفًا فاضلاً، وخبيرًا أفاض على البحث والباحث من علمه، وكان لتشجيعه وأراءه المؤثرة وتوجيهاته السديدة، منذ مرحلة التسجيل وطوال فترة إعداد البحث، عظيم الأثر في إخراج البحث بصورته الحالية، وكذلك كان له أعمق التأثير في التكوين العلمي للباحث. كما أتوجه بشكري وتقديري كما أتوجه بالشكر والتقدير للمشرف المساعد على هذا البحث، الأستاذ المساعد الدكتور/ حبيب الله زكريا، والذي لم يخل عليّ في أيّ يوم احتجت فيه نصحًا أو توجيهًا أو إرشادًا في أي أمر يخص هذا البحث، فجزاه الله عني خير الجزاء. كما أتوجه بخالص شكري وتقديري وامتناني لأعضاء لجنة المناقشة الأستاذ الدكتور/ صبري محمد هارون، والأستاذ الدكتور/ عزان حسن، لقبولهم المشاركة في المناقشة والحكم على هذا البحث، ولتكرمهم بإعطاء النصح والإرشاد والتوجيه لي، بما يسمح للباحث بفرصة الاستزادة من علم وفكر سيادتهم الرفيع، وخبراتهم العلمية المتميزة.

كما أشكر كل فريق العمل بمعهد المصرفية الإسلامية والتمويل، والذين لم يدخروا جهدًا في سبيل تذليل كل الأمور الإدارية بداية من مرحلة التسجيل وحتى مرحلة مناقشة الرسالة. جازى الله الجميع عني خير الجزاء، وآخر دعواي أن الحمد لله رب العالمين.



## فهرس محتويات البحث

ب.....	ملخص البحث
ج.....	ملخص البحث باللغة الإنجليزية
د.....	صفحة القبول
ه.....	صفحة الإقرار
و.....	صفحة الطبع والنشر
ز.....	الإهداء
ح.....	الشكر والتقدير
ط.....	فهرس المحتويات
س.....	قائمة الجداول
ق.....	قائمة الأشكال

### الفصل الأول: المدخل إلى البحث

١.....	خلفية البحث
٦.....	مشكلة البحث
٨.....	أهداف البحث
٩.....	أسئلة البحث
١٠.....	أهمية البحث
١١.....	نطاق وحدود البحث
١٢.....	هيكل البحث

### الفصل الثاني: الدراسات السابقة، الإطار النظري وبناء فرضيات البحث

١٥.....	المبحث الأول: الدراسات السابقة والفجوة العلمية
---------	--

أولاً: الدراسات السابقة .....	١٥
القسم الأول: الدراسات السابقة التي تناولت تحليل واقع وتحديات إصدارات الصكوك في المملكة العربية السعودية .....	١٦
القسم الثاني: الدراسات السابقة التي تناولت علاقة إصدار الصكوك بنمو الاستثمار المحلي الإجمالي .....	٢٨
ثانياً: الفجوة العلمية التي سيغطيها البحث .....	٣٧
تعريف الفجوة العلمية وأنواعها .....	٣٧
بيان الفجوات العلمية التي سيغطيها البحث الحالي .....	٣٧
المبحث الثاني: فرضيات البحث .....	٤٠
أولاً: فرضيات النموذج الأول .....	٤١
التعريف بالمتغيرات المستخدمة بالنموذج .....	٤٢
صياغة الفرضيات .....	٤٦
ثانياً: فرضيات النموذج الثاني .....	٤٧
التعريف بالمتغيرات المستخدمة بالنموذج .....	٤٧
صياغة الفرضيات .....	٥٠
<b>الفصل الثالث: منهجية البحث .....</b>	<b>٥٢</b>
أولاً: مراجعة أهداف وأسئلة البحث .....	٥٣
ثانياً: المنهجيات المستخدمة لتحقيق أهداف البحث .....	٥٥
ثالثاً: مصادر جمع البيانات وأدوات التحليل المستخدمة .....	٥٦
<b>الفصل الرابع تحليل واقع وتحديات إصدارات الصكوك بالمملكة العربية السعودية .</b>	<b>٧٤</b>
المبحث الأول: نشأة وتطور صناعة التمويل الإسلامي بالمملكة العربية السعودية .....	٧٥
أولاً: نشأة صناعة التمويل الإسلامي بالمملكة العربية السعودية .....	٧٣

٧٤.....	ثانيًا: تطور صناعة التمويل الإسلامي بالمملكة
٨٠.....	ثالثًا: خلاصة المبحث وأهم النتائج
٨١.....	المبحث الثاني: تحليل إصدارات الصكوك بالمملكة العربية السعودية
	أولاً: تطور قيمة الصكوك المصدرة بالمملكة العربية السعودية، والإجمالي
٨٢.....	العالمي
	ثانيًا: تحليل الصكوك المصدرة بالمملكة، والإجمالي العالمي على حسب
٨٥.....	طبيعة الإصدار
	ثالثًا: تحليل الصكوك المصدرة بالمملكة، والإجمالي العالمي على حسب
٨٧.....	جهة الإصدار
	رابعًا: تحليل الصكوك المصدرة محليًا بالمملكة، والإجمالي العالمي على
٩٢.....	حسب الهيكل الشرعي
	خامسًا: تحليل الصكوك المصدرة دوليًا بالمملكة، والإجمالي العالمي على
٩٩.....	حسب الهيكل الشرعي
١٠٢.....	سادسًا: خلاصة المبحث وأهم النتائج
	المبحث الثالث: الإطار القانوني المنظم لإصدار الصكوك بالمملكة العربية السعودية
١٠٤.....	والمقارنة بماليزيا والإمارات
١٠٥.....	أولاً: الإطار القانوني المنظم لإصدار الصكوك بالمملكة
١٠٩.....	ثانيًا: بعض الجوانب التنظيمية لإصدار الصكوك في ماليزيا والإمارات
١١٣.....	ثالثًا: التحديات التي تواجه الإطار التنظيمي لإصدار الصكوك بالمملكة
١١٤.....	رابعًا: خلاصة المبحث وأهم النتائج
	المبحث الرابع: آليات الحوكمة الشرعية على إصدارات الصكوك بالمملكة العربية
١١٥.....	السعودية والمقارنة بماليزيا والإمارات
١١٥.....	أولاً: آليات الحوكمة الشرعية لإصدار الصكوك بالمملكة
١١٨.....	ثانيًا: آليات الحوكمة الشرعية لإصدارات الصكوك في ماليزيا والإمارات
١٢٣.....	ثالثًا: التحديات التي تواجه الحوكمة الشرعية لإصدار الصكوك بالمملكة

رابعًا: خلاصة المبحث وأهم النتائج.....	١٢٥
المبحث الخامس: منهجيات التصنيف الائتماني لإصدارات الصكوك وواقع تصنيف الصكوك بالمملكة العربية السعودية.....	١٢٦
أولاً: تعريف التصنيف الائتماني وعلاقته بتسعير الصكوك.....	١٢٦
ثانيًا: منهجيات التصنيف الائتماني للصكوك وفق وكالات التصنيف العالمية الرائدة.....	١٢٨
ثالثًا: منهجيات التصنيف الائتماني للصكوك بماليزيا.....	١٣٦
رابعًا: التصنيف الائتماني لإصدارات الصكوك بالمملكة العربية السعودية.....	١٣٩
خامسًا: ملخص المبحث وأهم النتائج.....	١٤٤
المبحث السادس: آلية التسعير ومنحنى العائد لإصدارات الصكوك بالمملكة العربية السعودية.....	١٤٦
أولاً: مؤشرات تسعير منتجات المالية الإسلامية.....	١٤٩
ثانيًا: آلية تسعير الصكوك.....	١٥٠
ثالثًا: المؤشرات المؤثرة في عملية تسعير الصكوك بالمملكة.....	١٦٠
رابعًا: منحنى العائد على الصكوك.....	١٦٧
خامسًا: ملخص المبحث وأهم النتائج.....	١٧٧
المبحث السابع: السوق الثانوية للصكوك بالمملكة العربية السعودية والمقارنة مع ماليزيا والإمارات.....	١٧٨
أولاً: آليات قيد وإدراج الصكوك بالسوق الثانوي السعودي.....	١٨٠
ثانيًا: نشاط السوق الثانوي للصكوك بالمملكة العربية السعودية.....	١٨١
ثالثًا: التحديات التي تواجه نشاط السوق الثانوي بالمملكة.....	١٨٨
رابعًا: السوق الثانوي للصكوك في ماليزيا والإمارات.....	١٩١
خامسًا: ملخص المبحث وأهم النتائج.....	١٩٩
الفصل الخامس: التحليل ونتائج اختبار فرضيات البحث.....	٢١١

المبحث الأول: تحليل ونتائج اختبارات فرضيات النموذج الأول العلاقة بين	
التحديات التي تواجه تطور سوق إصدارات الصكوك في المملكة العربية السعودية	
وبين تطور ونمو السوق	٢١٢.....
أولاً: النتائج المتعلقة بوصف أفراد العينة	٢١٣.....
ثانياً: التوزيع الطبيعي للبيانات (Normality)	٢١٠.....
ثالثاً: المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية لمحاور الاستبانة	٢١٤.....
رابعاً: اختبار الفرضيات	٢٢٣.....
المرحلة الأولى: اختبارات الموثوقية والصلاحية	٢٢٤.....
المرحلة الثانية: اختبارات النموذج البنائي Test of Structural Model	٢٢٨.....
المرحلة الثالثة: اختبار فرضيات البحث Hypotheses Testing	٢٣١.....
المبحث الثاني: التحليل ونتائج اختبارات فرضيات النموذج الثاني - العلاقة بين	
إصدارات الصكوك ونمو الاستثمار المحلي الإجمالي بالمملكة العربية السعودية	٢٣٨.....
أولاً: البيانات المستخدمة في النموذج الثاني	٢٣٨.....
ثانياً: التوصيف الإحصائي للسلاسل الزمنية المستخدمة بالنموذج	٢٤٠.....
ثالثاً: دراسة العلاقات الارتباطية بين متغيرات النموذج	٢٤٤.....
رابعاً: دراسة العلاقة التأثيرية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع	٢٤٧.....
الخطوة الأولى: اختبار استقرار السلسلة الزمنية الخاصة بمتغيرات	
النموذج	٢٤٥.....
الخطوة الثانية: اختيار النموذج الإحصائي الأنسب	٢٤٦.....
الخطوة الثالثة: تقدير نموذج ARDL	٢٤٧.....
الخطوة الرابعة: اختبارات صحة النموذج المستخدم (ARDL)	٢٥٤.....
الخطوة الخامسة: نتائج اختبار فرضيات النموذج	
Hypotheses Testing	٢٥٩.....
الفصل السادس: مناقشة النتائج والتوصيات	٢٧٤.....

أولاً: مناقشة النتائج .....	٢٧٥
مناقشة النتائج المتعلقة بالهدف والسؤال الأول للبحث .....	٢٦٣
مناقشة النتائج المتعلقة بالهدف والسؤال الثاني للبحث .....	٢٧١
مناقشة النتائج المتعلقة بالهدف والسؤال الثالث للبحث .....	٢٨٠
ثانياً: توصيات البحث .....	٣٠١
توصيات البحث على مستوى الإطار القانوني للصكوك .....	٣٠١
توصيات البحث على مستوى الحوكمة الشرعية للصكوك .....	٣٠١
توصيات البحث على مستوى التصنيف الائتماني للصكوك .....	٣٠٢
توصيات البحث على مستوى تسعير الصكوك .....	٣٠٣
توصيات البحث على مستوى السوق الثانوي للصكوك .....	٣٠٣
ثالثاً: الدراسات المستقبلية .....	٣٠٤

المصادر والمراجع .....	٣٠٦
------------------------	-----

## قائمة الجداول

- الجدول رقم (٣-١) أهداف وأسئلة البحث ٥٣
- الجدول رقم (٤-١) تطور قيمة الصكوك المصدرة بالسعودية والإجمالي العالمي للفترة ٨٣ من ٢٠٠٦ - ٢٠١٨ م (بالمليار دولار)
- الجدول رقم (٤-٢) الصكوك المصدرة بالمملكة والإجمالي العالمي مقسمة على حسب ٨٨ جهة الإصدار للفترة من عام ٢٠٠٦ - ٢٠١٨ م (بالمليار دولار)
- الجدول رقم (٤-٣) نسب الهياكل الشرعية المستخدمة في إصدارات الصكوك ٩٣ بالمملكة والإجمالي العالمي (%)
- الجدول رقم (٤-٤) التصنيف الائتماني للصكوك المصدرة محليا خلال الفترة ٢٠٠٦ ١٤٢ - ٢٠١٨
- الجدول رقم (٤-٥) التصنيف الائتماني للصكوك المصدرة دوليا بالمملكة خلال الفترة ١٤٣ ٢٠٠٦ - ٢٠١٨
- الجدول رقم (٤-٦) مقارنة بين الصكوك المدعومة بالأصول وبين الصكوك القائمة ١٥٩ على الأصول
- الجدول رقم (٤-٧) تطور أهم مؤشرات أسعار الفائدة في المملكة خلال الفترة ١٦٤ (٢٠٠٧-٢٠١٩) (%)
- الجدول رقم (٤-٨) نتيجة حساب العلاقات الارتباطية بين المتغيرات محل الدراسة ١٦٦
- الجدول رقم (٤-٩) آجال وعوائد إصدارات الصكوك الحكومية للفترة من يوليو ١٧٢ ٢٠١٧ إلى إبريل ٢٠٢٠
- الجدول رقم (٤-١٠) نسبة قيمة الإصدارات وفقا لآجال الاستحقاق للصكوك ١٧٤ الحكومية المصدرة في الفترة من يوليو ٢٠١٧ إلى إبريل ٢٠٢٠
- الجدول رقم (٤-١١) تطور قيمة التداول لكل من سوق الأسهم وسوق الصكوك ١٨٢ والسندات بالمملكة للفترة من عام ٢٠٠٩ - ٢٠١٨
- الجدول رقم (٤-١٢) تطور عدد الصفقات المنفذة لكل من سوق الأسهم وسوق ١٨٤

- الصكوك والسندات بالمملكة للفترة من عام ٢٠٠٩ - ٢٠١٨
- الجدول رقم (٤-١٣) تطور القيمة السوقية للصكوك والسندات بالمملكة مع المقارنة بقيمتها الإسمية للفترة من عام ٢٠٠٩ - ٢٠١٨ ١٨٥
- الجدول رقم (٤-١٤) عدد الصكوك السعودية المدرجة في البورصات العالمية حسب نوع ومكان الإدراج للفترة من عام ٢٠٠٧ - ٢٠١٨ ١٨٦
- الجدول رقم (٤-١٥) صناديق أدوات الدين وأسواق النقد التي تستثمر في الصكوك المحلية بالمملكة العربية السعودية ١٨٩
- الجدول رقم (٤-١٦) عدد الصكوك والسندات المدرجة في سوق الأوراق المالية الماليزي للفترة من ٢٠١١ - ٢٠١٨ ١٩٥
- الجدول رقم (٤-١٧) القيمة الإسمية للصكوك والسندات المدرجة في سوق الأوراق المالية الماليزي للفترة من عام ٢٠١١ - ٢٠١٨ ١٩٦
- الجدول رقم (٤-١٨) نسبة قيمة الصكوك المدرجة سنويا بالسوق الثانوي مقارنة بإجمالي الصكوك المصدرة بالسوق الأولي خلال العام للفترة من ٢٠١١ - ٢٠١٨ م ١٩٧
- الجدول رقم (٤-١٩) تطور القيمة السوقية للصكوك ضمن سوق الأوراق المالية الماليزي للفترة من ٢٠١١ - ٢٠١٨ ١٩٨
- الجدول رقم (٥-١) توزيع أفراد العينة حسب المؤهل العلمي ٢٠٣
- الجدول رقم (٥-٢) توزيع أفراد العينة على حسب جهة العمل ٢٠٤
- الجدول رقم (٥-٣) توزيع أفراد العينة على حسب عدد سنوات الخبرة ٢٠٦
- الجدول رقم (٥-٤) توزيع أفراد العينة على حسب المشاركة في إصدار أو شراء الصكوك بالمملكة ٢٠٧
- الجدول رقم (٥-٥) توزيع أفراد العينة على حسب المستوى الإداري الحالي ٢٠٨
- الجدول رقم (٥-٦) توزيع أفراد العينة على حسب الجنسية ٢٠٩
- الجدول رقم (٥-٧) توزيع أفراد العينة على حسب محل الإقامة ٢١٠
- الجدول رقم (٥-٨) قيمة معامل الالتواء والتفلطح لمتغيرات النموذج الأول ٢١١
- الجدول رقم (٥-٩) مصفوفة الارتباط بين كافة المتغيرات المستقلة بعضها البعض ٢١٣
- الجدول رقم (٥-١٠) المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية لفقرات المتغير المستقل ٢١٤



	الأول (الإطار القانوني للصكوك)	
٢١٦	المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية لفقرات المتغير المستقل الثاني (الحوكمة الشرعية للصكوك)	الجدول رقم (٥-١١)
٢١٧	المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية لفقرات المتغير المستقل الرابع (التصنيف الائتماني للصكوك)	الجدول رقم (٥-١٢)
٢١٩	المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية لفقرات المتغير المستقل الرابع (منحنى العائد على الصكوك)	الجدول رقم (٥-١٣)
٢٢٠	المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية لفقرات المتغير المستقل الخامس (السوق الثانوي للصكوك)	الجدول رقم (٥-١٤)
٢٢٢	المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية لفقرات المتغير التابع (تطوير سوق الصكوك السعودي)	الجدول رقم (٥-١٥)
٢٢٥	معامل التحميل وكورنباخ ألفا، ومعامل الثبات المركب، ومعامل التباين المشترك لفقرات الاستبانة	الجدول رقم (٥-١٦)
٢٢٨	نتائج الارتباط بين المتغيرات الكامنة ( Latent Variable ) (Correlation)	الجدول رقم (٥-١٧)
٢٣٠	قيمة معامل التحديد R2 ومعامل التحديد المعدل Adjusted R2	الجدول رقم (٥-١٨)
٢٣٣	نتائج اختبار الفرضية الرئيسة بالنموذج الأول	الجدول رقم (٥-١٩)
٢٣٤	نتائج الفرضيات الفرعية بالنموذج الأول	الجدول رقم (٥-٢٠)
٢٣٩	البيانات المستخدمة في النموذج الثاني	الجدول رقم (٥-٢١)
٢٤١	المقاييس الوصفية للسلاسل الزمنية المستخدمة بالنموذج الثاني	الجدول رقم (٥-٢٢)
٢٤٣	مصفوفة الارتباط بين كافة المتغيرات المستقلة بعضها البعض (Correlation Matrix)	الجدول رقم (٥-٢٣)
٢٤٦	نتائج اختبار جذر الوحدة لسلسلة متغيرات النموذج الثاني	الجدول رقم (٥-٢٤)
٢٤٨	نتائج اختبار الحدود Testing for Counteraction	الجدول رقم (٥-٢٥)
٢٤٩	نتائج اختبار Akaike Information Criterion-AIC	الجدول رقم (٥-٢٦)
٢٥١	نتائج تقدير النموذج الثاني في الأجل الطويل	الجدول رقم (٥-٢٧)
٢٥٢	معلمت نموذج ARDL في الأجل الطويل	الجدول رقم (٥-٢٨)

٢٥٣	نتائج تقدير النموذج الثاني في الأجل القصير	الجدول رقم (٥-٢٩)
٢٥٧	نتائج اختبار عدم ثبات التباين (Heteroskedasticity Test)	الجدول رقم (٥-٣٠)
٢٥٨	نتائج اختبار الارتباط الذاتي (Auto-Correlation Test)	الجدول رقم (٥-٣١)
٢٥٨	نتائج اختبار اعتدالية البيانات	الجدول رقم (٥-٣٢)
٢٥٩	ملخص نتائج اختبار صحة النموذج الثاني Diagnostic Tests	الجدول رقم (٥-٣٣)
٢٦٣	الهدف الأول للبحث مقابل السؤال الأول للبحث	الجدول رقم (٦-١)
٢٧٢	الهدف الثاني للبحث مقابل السؤال الثاني للبحث	الجدول رقم (٦-٢)
٢٧٣	نتائج اختبار الفرضية الرئيسة بالنموذج الأول	الجدول رقم (٦-٣)
٢٧٤	نتائج الفرضيات الفرعية بالنموذج الأول	الجدول رقم (٦-٤)
٢٨١	الهدف الثالث للبحث مقابل السؤال الثالث للبحث	الجدول رقم (٦-٥)
٢٨٢	نتائج الفرضية الرئيسة والفرضيات الفرعية بالنموذج الثاني	الجدول رقم (٦-٦)

## قائمة الأشكال

- الشكل رقم (١-١) تطور قيمة الصكوك المصدرة بالمملكة العربية السعودية للفترة ٢٠٠٦-٢٠١٩ (بالمليار دولار) ٢
- الشكل رقم (١-٢) نسبة سوق الأسهم وأدوات الدين من إجمالي تمويلات سوق المال في المملكة العربية السعودية، وبعض دول العالم، لعام ٢٠١٦م (%) ٤
- الشكل رقم (٢-١) المتغيرات المستخدمة لاختبار فرضيات النموذج الأول ٤٥
- الشكل رقم (٢-٢) المتغيرات المستخدمة لاختبار فرضيات النموذج الثاني ٥٠
- الشكل رقم (٤-١) إجمالي أصول التمويل الإسلامي موزعة على أكبر ١٠ دول (بالمليار دولار) ٧٥
- الشكل رقم (٤-٢) إجمالي أصول المصارف الإسلامية عالميا موزعة على أكبر ١٠ دول (بالمليار دولار) ٧٧
- الشكل رقم (٤-٣) إجمالي الصكوك القائمة بنهاية عام ٢٠١٨ موزعة على أكبر ١٠ دول (بالمليار دولار) ٧٨
- الشكل رقم (٤-٤) إجمالي قيمة الأصول المالية لصناديق الاستثمار الإسلامية القائمة بنهاية عام ٢٠١٨ موزعة على أكبر ١٠ دول (بالمليار دولار) ٧٩
- الشكل رقم (٤-٥) إجمالي قيمة أصول التأمين التكافلي القائمة بنهاية عام ٢٠١٨ موزعة على أكبر ١٠ دول (بالمليار دولار) ٨٠
- الشكل رقم (٤-٦) تطور قيمة الصكوك المصدرة بالسعودية والإجمالي العالمي للفترة من عام ٢٠٠٦ - ٢٠١٨م (بالمليار دولار) ٨٤
- الشكل رقم (٤-٧) تقسيم الصكوك المصدرة محليا ودوليا بالسعودية والإجمالي العالمي للفترة من ٢٠٠٦ - ٢٠١٨م (%) ٨٦
- الشكل رقم (٤-٨) تقسيم الصكوك المصدرة على حسب جهة الإصدار بالمملكة العربية السعودية والإجمالي العالمي للفترة من ٢٠٠٦ - ٨٩

٢٠١٨ م (%)

- الشكل رقم (٤-٩) نسبة الهياكل الشرعية في إصدارات الصكوك المحلية بالمملكة  
مقارنة بالمتوسط العالمي (%) ٩٤
- الشكل رقم (٤-١٠) نسبة الهياكل الشرعية في إصدارات الصكوك الدولية بالمملكة  
والإجمالي العالمي (%) ٩٩
- الشكل رقم (٤-١١) تطور مؤشرات أسعار الفائدة في المملكة خلال الفترة  
٢٠١٩-٢٠٠٧ ١٦٥
- الشكل رقم (٤-١٢) أشكال منحى العائد ١٦٩
- الشكل رقم (٤-١٣) منحى العائد على الصكوك الحكومية المصدرة محليا بالمملكة  
في تاريخ ٣١ ديسمبر ٢٠٢٠ م ١٧٦
- الشكل رقم (٥-١) توزيع أفراد العينة حسب المؤهل العلمي ٢٠٤
- الشكل رقم (٥-٢) توزيع أفراد العينة على حسب جهة العمل ٢٠٥
- الشكل رقم (٥-٣) توزيع أفراد العينة على حسب عدد سنوات الخبرة ٢٠٦
- الشكل رقم (٥-٤) توزيع أفراد العينة على حسب المشاركة في إصدار أو شراء  
الصكوك بالمملكة ٢٠٧
- الشكل رقم (٥-٥) توزيع أفراد العينة على حسب المستوى الإداري الحالي ٢٠٨
- الشكل رقم (٥-٦) توزيع أفراد العينة على حسب الجنسية ٢٠٩
- الشكل رقم (٥-٧) توزيع أفراد العينة على حسب محل الإقامة ٢١٠
- الشكل رقم (٥-٨) المدرج التكراري لبيانات العينة ٢١٢
- الشكل رقم (٥-٩) مسار تخطيطي للنموذج العملي القياسي Algorithm  
فرضيات البحث مستقطعاً من نتائج Smart PLS لجميع  
متغيرات النموذج ٢٢٩
- الشكل رقم (٥-١٠) مسار تخطيطي للنموذج العملي البنائي Bootstrapping  
لاختبار الفرضية الرئيسة بالنموذج الأول مستقطعاً من نتائج  
Smart PLS ٢٣٣
- الشكل رقم (٥-١١) مسار تخطيطي للنموذج العملي البنائي Bootstrapping  
لاختبار الفرضيات الفرعية مستقطعاً من نتائج Smart PLS ٢٣٥
- الشكل رقم (٥-١٢) ملخص نتائج اختبار الفرضيات الفرعية للنموذج الأول ٢٣٧

٢٥٠	نتائج اختبار Akaike Information Criterion-AIC	الشكل رقم (٥-١٣)
٢٥٥	نتائج اختبارات الثبات CuSum test	الشكل رقم (٥-١٤)
٢٥٦	نتائج اختبارات الثبات Cusum of squares test	الشكل رقم (٥-١٥)
٢٦١	ملخص نتائج اختبار الفرضيات الفرعية للنموذج الثاني	الشكل رقم (٥-١٦)

# بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

## الفصل الأول

### المدخل إلى البحث

#### خلفية البحث

بدأ أول إصدار للصكوك المحلية في المملكة في عام ٢٠٠٦ بالإصدار الأول للشركة السعودية للصناعات الأساسية والذي أُطلق عليه: "سابك ١" بقيمة ٣ مليار ريال سعودي.\* ثم تلاه في عام ٢٠٠٧ الإصدار الثاني من صكوك نفس الشركة بقيمة ٨ مليار ريال. أما على مستوى الإصدارات الدولية فقد بدأ أول إصدار دولي للصكوك بالمملكة عام ٢٠٠٧ من خلال صكوك شركة دار الأركان للتطوير العقاري بإصدارها البالغ قيمته مليار دولار.<sup>١</sup>

يمكن تتبع إجمالي قيمة إصدارات الصكوك المصدرة بالمملكة للفترة من عام ٢٠٠٦ إلى عام ٢٠١٩، وذلك كما يتضح في الشكل التالي رقم (١-١) والذي يوضح النمو الضعيف في قيمة إجمالي الصكوك المصدرة بالمملكة خلال الفترة من عام ٢٠٠٦ وحتى عام ٢٠١١، حيث سجلت قيمًا تتراوح بين ٠,٨ و ٤,٥ مليار دولار فقط خلال تلك الفترة.

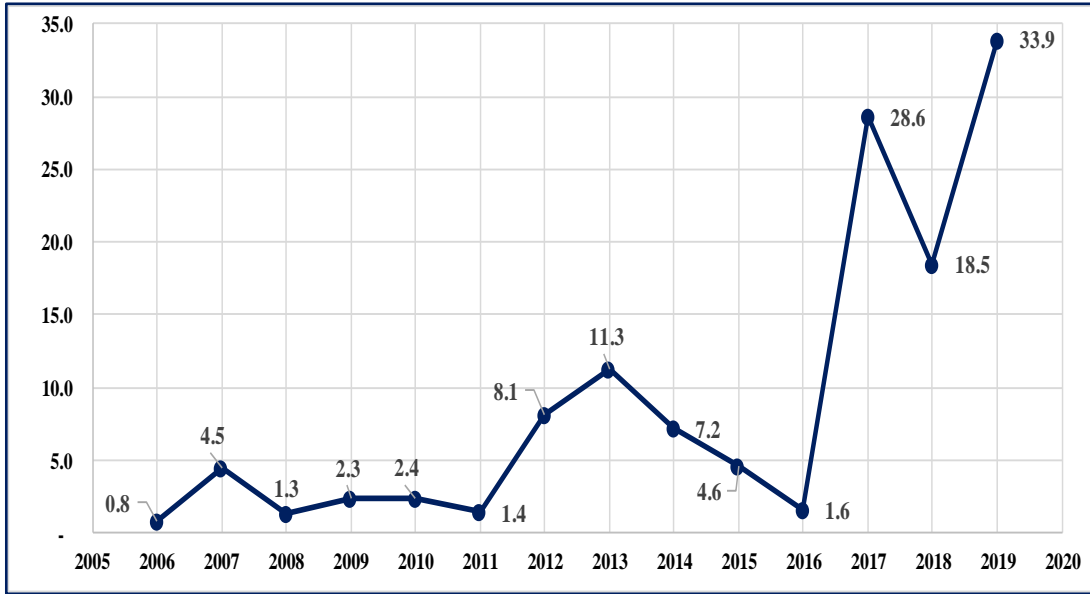
في عام ٢٠١٢ سجل سوق إصدارات الصكوك نموًا ملحوظًا في قيمة إصدارات الصكوك بالمملكة، ليسجل قيمة قدرها ٨,١ مليار دولار، وبنسبة نموٍ مقدارها ٥٧٨٪، بالمقارنة بعام ٢٠١١ الذي سجل قيمة قدرها ١,٤ مليار دولار فقط. ثم استمر نشاط السوق في عام ٢٠١٣ لتسجل إصدارات الصكوك في المملكة قيمة قدرها ١١,٣ مليار دولار. تلا ذلك النشاط انخفاضٌ ملحوظٌ حتى عام ٢٠١٦؛ بسبب الانخفاض الحاد في أسعار النفط،

---

\*تتبع المملكة نظام سعر الصرف الثابت مع الدولار الأمريكي (الدولار = ٣,٧٥ ريال، الريال = ٠,٢٦٦ دولار)

<sup>١</sup> بالاعتماد على قاعدة بيانات Ideal Ratings للصكوك (www.idealratings.com).

الذي بدأ في نهايات عام ٢٠١٤، لتصل قيمة إصدارات الصكوك بالمملكة في عام ٢٠١٦ إلى ١,٦ مليار دولار فقط.



شكل رقم (١-١): تطور قيمة الصكوك المصدرة بالمملكة العربية السعودية للفترة ٢٠١٩-٢٠٠٦ (بالمليار دولار).

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادًا على بيانات مجمعة من قاعدة بيانات Ideal Ratings للصكوك، وهي غير متضمنة للصكوك الصادرة عن البنك الإسلامي للتنمية.

بتاريخ ٢٠ يوليو ٢٠١٧ بدأت وزارة المالية السعودية، ممثلة في مكتب إدارة الدين العام، بإصدار برنامج الصكوك السيادية Sovereign Sukuk بالريال السعودي (غير محدد المدة، أو القيمة) كأحد بدائل تمويل عجز الموازنة؛ الذي تسبب فيه انهيار أسعار النفط. حيث تقوم الوزارة من خلاله بإصدار صكوك سيادية محلية، أو دولية؛ وفقًا لاحتياجات الموازنة العامة للمملكة.<sup>٢</sup>

منذ ذلك التاريخ (يوليو ٢٠١٧) قامت وزارة المالية السعودية بإصدار عدة صكوك محلية بأجال متنوعة: ٥ و ٧ و ١٠ و ١٢، ١٥، ٣٠ سنة، ليلعب عدد الإصدارات ٣٠ إصدارًا شهريًا حتى نهاية شهر ديسمبر ٢٠١٩، بمجموع ١٧٧ مليار ريال (٤٧,٢ مليار دولار). في

<sup>2</sup> Al-Naggar, Ahmed Mohamed Hassan (2018) Saudi Arabia's sovereign Sukuk: Looking to the future, Islamic Finance news, Volume 15, Issue 48, 28th November 2018, PP. 26-27.

حين بلغت الإصدارات الدولية السيادية للمملكة خلال نفس الفترة قيمةً إجماليةً قدرها ٢٤,٣ مليار دولار. لتبلغ إجمالي الإصدارات السيادية (محلية، ودولية) السنوية تفصيلاً: ٢٤,٦ مليار دولار في عام ٢٠١٧، و ١٥ مليار دولار في عام ٢٠١٨، و ٣١,٩ مليار دولار في عام ٢٠١٩. لتمثل النسبة الغالبة من إجمالي قيمة إصدارات الصكوك بالمملكة خلال الفترة (٢٠١٧-٢٠١٩)، حيث مثلت الصكوك السيادية نسبةً قدرها ٨٦%، و ٨١%، و ٩٤% من إجمالي إصدارات الصكوك للمملكة للسنوات الثلاث على الترتيب. لينتج عن هذا النشاط الظاهر في الإصدارات الحكومية؛ ارتفاعاً ملحوظاً، و لافتاً للانتباه، في إجمالي قيمة إصدارات الصكوك بالمملكة لتسجل ٢٨,٦، و ١٨,٥، و ٣٣,٩ مليار دولار للأعوام ٢٠١٧، و ٢٠١٨، و ٢٠١٩ على التوالي.<sup>٣</sup>

كما نتج أيضاً عن هذا النشاط في الإصدارات السيادية، تقدم المملكة لتحتل المركز الثاني عالمياً بعد ماليزيا، والأول عربياً، تليها دولة الإمارات: بإجمالي قيمة إصدارات الصكوك قدرها ١١١ مليار دولار (عن إجمالي الفترة ٢٠٠٦-٢٠١٨) منها ٤٥ مليار دولار هي صكوكٌ مُصدرةٌ دولياً (متضمنة الصكوك الصادرة عن البنك الإسلامي للتنمية)، وما يعادل ٦٦ مليار دولار صكوكٌ مُصدرةٌ محلياً.<sup>٤</sup>

على مستوى تطوير سوق إصدارات الصكوك بالمملكة العربية السعودية، ونظراً للصغر النسبي لسوق الصكوك، وأدوات الدين بالمملكة، مقارنة بالأسواق الناشئة المماثلة للمملكة. ومع الانخفاض الشديد في أسعار النفط أواخر عام ٢٠١٤، وتعرض معظم الموازنات العامة بدول الخليج النفطية لعجز دائم في الموازنة العامة، والضغط المستمر على الوضع الاقتصادي بسبب هذا الانخفاض.

بدأت المملكة تُفكر جدياً في خطط للتحويل والتنويع الاقتصادي، وتقليل درجة اعتمادها على النفط كمصدر رئيس للإيرادات الحكومية، وهو ما انتهى إلى إصدار المملكة

---

<sup>٣</sup> تم تجميع بيانات الصكوك السيادية المحلية للمملكة، من البيانات المنشورة لوحدة إدارة الدين العام بوزارة المالية السعودية على موقع الوزارة الإلكتروني ([www.mof.gov.sa](http://www.mof.gov.sa))، أما الصكوك السيادية الدولية للمملكة، فقد تم الحصول عليها من قاعدة بيانات Ideal Ratings للصكوك.

<sup>٤</sup> The International Islamic Financial Market (2019), IIFM Annual Sukuk Report, PP. 42-45.