

الصكوك السيادية كألية لتخفيض العجز الموازني بإندونيسيا خلال الفترة من (2008_2020) Sovereign Sukuk (Bonds): A Budget Deficit Reduction Tool in Indonesia Between 2008 and 2020

جدائني سامية*¹

¹ جامعة حسبية بن بوعلي-الشلف-، الجزائر، s.djedainiuniv@-chlef.dz

تاريخ النشر: 2022/01/12

تاريخ القبول: 2021/11/04

تاريخ الإرسال: 2021/09/15

ملخص:

خصصت هذه الدراسة للتعرف على أهمية الصكوك السيادية ودورها الفعال في تمويل عجز الموازنة في دولة إندونيسيا؛ وذلك لمعاناة هذه الأخيرة لسنوات عديدة من تفاقم العجز نتيجة ارتفاع حجم المديونية الخارجية وخدمات الدين، نظرا للانخفاض الحاد في أسعار صرف الروبية الإندونيسية مقابل الدولار الأمريكي. تعتبر إندونيسيا من أبرز الدول التي تمول عجز الميزانية والبنى التحتية عن طريق إصدار الصكوك السيادية؛ هذه الأخيرة لاقت رواجاً محلياً ودولياً واستطاعت الحكومة الإندونيسية من خلالها أن تحقق الأهداف التي سطرته من أجل الدفع بعجلة التنمية الاقتصادية ورفع قيمة سعر الصرف. وكان للصكوك الإسلامية دور هام في تمويل المشاريع التي تأثرت بشدة بسبب الأزمة الصحية كوفيد 19. الكلمات المفتاحية: الصكوك الإسلامية، الصكوك السيادية، الدين الخارجي، عجز الموازنة، كوفيد 19.

تصنيف JEL: G230

Abstract:

The study is about the importance of sovereign bonds (sukuk), and their substantial role in balancing the budget deficit in Indonesia, as the latter, for many years, had struggled against an exacerbated budget deficit caused by a rising external debt and debt services. This came as a result of the sharp decline in Indonesian rupiah exchange rates against the US dollar. Indonesia is deemed as one of the most prominent countries that balance budget and infrastructure deficits by relying on sovereign bonds. Such bonds gained both local and international popularity, and the Indonesian government was also able to achieve its goals of enhancing economic development and improving exchange rates. Furthermore, Islamic bonds played an important role in financing projects that were severely damaged by Covid-19.

Key words: Islamic Bonds, Sovereign Sukuk (Bonds), External Debt, Budget Deficit, COVID-19.

JEL Classification Codes: G230

* المؤلف المرسل

توطئة (مقدمة):

القروض المحلية عبارة عن ممول رئيسي لمختلف القطاعات ومساهم بالغ الأهمية في النهوض بالصناعات المحلية وتطوير البنية التحتية للدولة والأنشطة الاستثمارية، وتعتبر الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية (الصكوك) من أدوات التمويل المحلية التي تستخدمها الحكومة الإندونيسية. الصكوك هي عبارة عن أداة استثمار شرعية يتم إصدارها من قبل الشركات والدولة، و قد صارت حالياً أداة تمويل حكومية مهمة نظراً لقدرة على جذب المستثمرين المحليين والأجانب بسبب المزايا الكبيرة التي تقدمها سواء للمشروعات الاستثمارية أو الحكومة. وعلى هذا الأساس فقد لعبت الصكوك السيادية دوراً محورياً في تمويل عجز الميزانية لدولة إندونيسيا خاصة في وقت اجتاحت وباء كورونا العالم وتسبب في شل جزء كبير من اقتصاد البلد نتيجة ما تبعه من إجراءات الحجر الصحي، والذي منع الدول من الاستدانة الخارجية أو الاستفادة من صك العملة الذي من أهم سلبياته تدهور سعر صرف العملة المحلية. ومنه لجأت إندونيسيا بقوة لإصدار المزيد من الصكوك السيادية بمختلف أنواعها من أجل تمويل عجز ميزانيتها.

في ظل أهمية الصكوك السيادية في تمويل عجز الميزانية، يمكن طرح الإشكالية التالية: "ما مدى أهمية الصكوك السيادية كآلية لتمويل عجز الموازنة للحكومة الإندونيسية خلال الفترة الممتدة بين 2008 و 2020؟"

الأسئلة الفرعية

ولإجابة على السؤال الرئيسي نمر عبر الإجابة على مجموعة من الأسئلة الفرعية، يمكن صياغتها على النحو التالي:

- أذكر الدور التمويلي للصكوك الإسلامية؟
- هل تتمتع الحكومة الإندونيسية بالريادة في إصدار الصكوك السيادية؟
- هل لعبت الصكوك السيادية دوراً محورياً في تمويل عجز الموازنة للحكومة الإندونيسية خلال وبعد أزمة كورونا 2019؟

فرضيات الدراسة

للإجابة عن إشكالية البحث قمنا بصياغة جملة الفرضيات التالية:

- عرفت الصكوك الإسلامية نمواً مطرداً على المستويين المحلي والدولي خاصة منذ اندلاع الأزمة الاقتصادية العالمية 2008 مما جعلها أداة استثمارية هامة لتمويل مختلف المشاريع الاقتصادية.
- لعبت الحكومة الإندونيسية دوراً هاماً في إصدار الصكوك السيادية مما جعلها في الآونة الأخيرة تحتل المراتب الأولى دولياً.
- كان للصكوك السيادية أهمية بالغة في تمويل العجز الموازي للحكومة الإندونيسية قبل أزمة كورونا وبعدها، ويعود ذلك إلى المزايا الاقتصادية التي توفرها.

أهمية الدراسة

تتحلى أهمية البحث في الدور الذي تلعبه الصكوك الإسلامية في الدفع بعجلة التنمية الاقتصادية كمصدر تمويلي معتبر وغير تضخمي عكس المصادر التقليدية، وقد لعبت الصكوك السيادية كنوع من أنواع الصكوك الإسلامية دوراً كبيراً في تمويل مشاريع البنية التحتية للدولة وكذا عجز الميزانية عن طريق حصيلة الاكتتاب المتعلقة بها.

أهداف الدراسة

تسعى الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية:

- معرفة حجم تطور الصكوك وأهميتها على المستويين المحلي والدولي خلال الفترة (2001-2020).
- التعرف على أهم الصكوك السيادية المصدرة في إندونيسيا خلال الفترة (2008-2020).
- توضيح مكانة إندونيسيا الدولية في مجال إصدار الصكوك السيادية، وكذا التعرف على دور الصكوك السيادية في تمويل عجز الموازنة في إندونيسيا خلال الفترة (2008-2020).
- إبراز المكانة البارزة التي احتلتها الصكوك السيادية في النهوض بالاقتصاد المالي ودورها في معالجة الاختلالات في ميزانية الدولة قبل وإبان الأزمة الصحية كوفيد19.

منهج الدراسة

تعتمد الدراسة على المنهج الاستنباطي بأداتيه الوصف والتحليل؛ فالوصف يظهر في الجانب النظري وهو الجزء الأول من الدراسة، أما التحليل فيعني بدراسة تطور الصكوك على المستوى العالمي وكذا مدى أهمية الصكوك السيادية في معالجة العجز الموازي للحكومة الإندونيسية خلال الفترة ما بين 2008 و 2020.

1. الإطار النظري للصكوك الإسلامية

تعتبر الصكوك الإسلامية بأنواعها العديدة من أهم منتجات وابتكارات الهندسة المالية الإسلامية وذلك بفضل الدور الفعال الذي تلعبه في جذب وتعبئة المدخرات المالية التي تمول مختلف المشروعات الاستثمارية ذات الجدوى الاقتصادية والاجتماعية والموافقة لأحكام الشريعة الإسلامية.

1.1 ماهية الصكوك الإسلامية:

تعريف الصكوك الإسلامية عديدة، نذكر منها ما يلي:

التعريف الأول: تعرف حسب هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية على أنها " وثائق مالية متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في ملكية موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله" (هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعي رقم 17).

التعريف الثاني: تعرف الصكوك على أنها " تحويل مجموعة من الأصول المدرة للدخل غير السائلة إلى صكوك قابلة للتداول مضمونة بهذه الأصول ثم بيعها في الأسواق المالية مع مراعاة ضوابط التداول" (نوال، 2011).

التعريف الثالث: عرف مجلس الخدمات المالية الإسلامية الصكوك على أنها " جمع صك ويشار إليها عادة بسندات المقارضة، وهي شهادات، ويمثل كل صك حق ملكية لنسبة مئوية شائعة في موجودات عينية، أو مجموعة مختلطة من الموجودات العينية وغيرها، وقد تكون الموجودات في مشروع محدد أو نشاط استثماري معين وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية" (متطلبات كفاية رأس مال للصكوك والتصكيك والاستثمارات العقارية، جانفي 2009).

2.1 خصائص الصكوك الإسلامية:

- هناك خصائص عديدة تميز الصكوك الإسلامية عن غيرها من الأدوات المالية التقليدية الأخرى ولكن أهمها هو كونها ورقة مالية تلتزم بأحكام الشريعة الإسلامية سواء في هيكلتها أو في كافة مراحل إصدارها وتداولها، ومن هذه الخصائص نذكر ما يلي:
- الصكوك الإسلامية عبارة عن وثائق تصدر باسم مالكيها بفئات متساوية القيمة لإثبات حق مالكيها في الموجودات الصادرة بموجبها، ويعطي الصك لحامله حصة في الربح (بدران، 2014).
 - الصكوك الإسلامية تصدر على أساس عقد شرعي، وتمثل حصة شائعة في ملكية موجودات مخصصة للاستثمار، أو يتعين إيجادها، أو منافع، وهي لا تمثل ديناً على مصدرها.
 - قد تكون الصكوك الإسلامية صادرة عن هيئات حكومية محلية أو دولية أو إقليمية، كما قد تصدر من طرف أشخاص طبيعيين أو معنويين، أو من طرف جمعيات الخيرية ومؤسسات ورفية.
 - يتشارك ملاك الصكوك الإسلامية في الأرباح المترتبة حسب الاتفاق المبين في نشرة الإصدار ويتحملون الخسارة بنسبة ما يملكه كل منهم.
 - تنطبق على الصكوك الإسلامية بصفة أساسية صيغة فقه المشاركة في الربح والخسارة.
 - الصكوك الإسلامية قابلة للتسييل والتداول في سوق الأوراق المالية (البورصة) في إطار الشروط والضوابط الشرعية لتداول الأصول والمنافع والخدمات التي تمثلها.
 - الطرفين الرئيسيين لعقد الصكوك الإسلامية يتمثلان في: شركة المنشئ (أو البادئ) وهي الجهة المالكة للأصول المراد تصكيكها، وحاملي الصكوك وهم المستثمرون الذين يقومون بشراء للصكوك المطروحة للاكتتاب العام في الأصول المصككة (مناصرية، 2017).

3.1. أنواع الصكوك الإسلامية:

تعدد أنواع الصكوك وفقا للغرض الذي استحدثت من أجله، ويمكن استعراضها على النحو التالي:

أ- **صكوك المضاربة:** تعتبر صكوك المضاربة وثائق متساوية القيمة تمثل ملكية رأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصا شائعة فيه وما يتحول إليه—بنسبة ملكية كل منهم—فالمالكون لهذه الصكوك هم أرباب المال، ويجوز أيضا تداول صكوك المضاربة بعد بدء النشاط.

وتأخذ صكوك المضاربة العديد من الصور كصكوك المضاربة المطلقة، صكوك المضاربة المقيدة، صكوك المضاربة المستردة بالتدرج وصكوك المضاربة القابلة للتحويل. المصدر هو المضارب والمكتتبين هم أرباب المال وحصيلة رأس مال المضاربة. إضافة الى ذلك يملك حملة الصكوك موجودات المضاربة والحصص المتفق عليها من الربح ويتحملون الخسارة إن وقعت.

ب- **صكوك المشاركة:** هي وثائق استثمارية تمثل ملكية رأس مال المشاركة على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصا شائعة فيه وما يتحول إليه—بنسبة ملكية كل منهم فيه—ولا تختلف صكوك المشاركة عن صكوك المضاربة إلا في تنظيم العلاقة بين جهة الاصدار الراعية للصكوك وحملة الصكوك، بحيث تقوم جهة الإصدار بتشكيل لجنة للمشاركين تكون مسؤولة عن اتخاذ القرارات الاستثمارية. ولصكوك المشاركة العديد من الأنواع كصكوك المشاركة المستمرة والمؤقتة وكذا كل من صكوك المشاركة في مشروع معين ذات إدارة من مصدرها وصكوك المشاركة في مشروع معين بإدارة من جهة أخرى (جبلأحي، مارس 2018).

ت- **صكوك الإجارة:** هي عبارة عن وثائق متساوية القيمة تمثل حصة شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات في مشروع استثماري يدر دخلا؛ والغرض منها تحويل الأعيان والمنافع والخدمات التي يتعلق بها عقد الإجارة إلى أوراق مالية وصكوك قابلة للتداول في الأسواق الثانوية. تعتبر صكوك الإجارة صكوك ملكية شائعة في أعيان مؤجرة مملوكة للمالك الصكوك، ويتم توزيع عائد الإجارة على الملاك حسب حصص ملكيتهم. هي أيضا قابلة للتداول وتقدر قيمتها حسب قيمتها السوقية، وتمثل حصة مشاعة في ملكية أصول متاحة للاستثمار.

ث- **صكوك المزارعة:** تحمل هذه الصكوك قيمة متساوية يصدرها مالك الأرض الزراعية بغرض تمويل التكاليف بموجب عقد المزارعة ويتشارك حملتها في المحاصيل المنتجة بحسب الاتفاق المذكور في العقد. المصدر لهذه الصكوك هو صاحب الأرض أي مالكها أو مالك منافعها، والمكتتبون فيها هم المزارعون في عقد المزارعة (أصحاب العمل بأنفسهم أو بغيرهم) وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف الزراعة. قد يكون المصدر هو (المزارع) صاحب العمل والمكتتبون هم أصحاب الأرض (المستثمرون مشترو الأرض بحصيلة اكتتاب)، ويملك حملة الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأرض (عمارة، 2011).

ج- **صكوك المراجعة:** وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة مراجعة بحيث تصبح هذه الأخيرة مملوكة من قبل حملة الصكوك. فالمصدر لصكوك المراجعة هو البائع لبضاعة المراجعة، والمكتتبون فيها هم المشترون لهذه البضاعة، وحصيلة الإكتتاب هي تكلفة شراء البضاعة، بحيث يمتلك حملة الصكوك سلعة المراجعة ويستحقون ثمن بيعها.

ح- **صكوك السلم:** عرفتها المعايير الشرعية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بأنها: " وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتحصيل رأس مال السلم وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك"، ويكون ذلك بتقديم كامل قيمة السلعة المتفق عليها حالاً لاستلامها مستقبلاً وفقاً لوقت ومواصفات متفق عليها أيضاً. ويساعد تقديم التمويل بكامله المنتج على توفير المال اللازم لتمويل العمليات الإنتاجية وتوفير المنتج من جانب العرض وكذا تقليل السعر فيما يخص جانب الطلب، فيساهم بذلك في توفير أسباب الرخاء الاقتصادي عن طريق زيادة الإنتاج وتخفيض السعر بما يحقق الربح للمشتري والبائع (الدين، 2014).

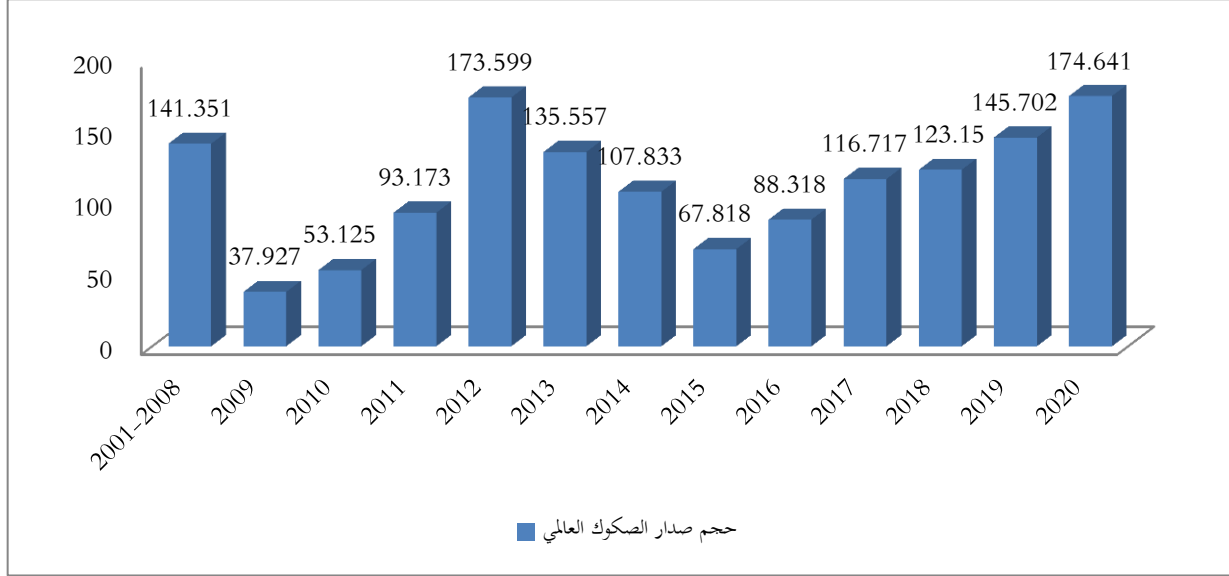
2. تطور حجم الصكوك الإسلامية في العالم خلال الفترة ما بين 2001 و 2020

لايزال التمويل الإسلامي يشهد نمواً متسارعاً كونه يمتلك العديد من المقومات التي تقلل من المخاطر وتحقق الأمن والأمان، ومن المتوقع أن تشهد الصناعة المالية المصرفية الإسلامية تطوراً واسعاً لاسيما فيما يتعلق بتحسين نوعية الخدمات وابتكار منتجات جديدة للوصول إلى قاعدة أوسع من الزبائن. ولعل الصكوك الإسلامية تعد أهم منتج للمصرفية الإسلامية بالنظر لحجمها الكبير من إجمالي أصول هذه الأخيرة، حيث أن هذه الصكوك استطاعت أن تحقق حضوراً غير مسبوق للمصرفية الإسلامية والاقتصاد الإسلامي ككل على المستويين الدولي والمحلي.

1.2. حجم إصدار الصكوك الإسلامية على المستوى العالمي خلال الفترة (2001-2020):

بلغ إجمالي إصدار الصكوك على المستوى العالمي قيمة 174,641 مليار دولار أمريكي في عام 2020، أي بمعدل زيادة 19,86% سنويا، وهي أعلى قيمة لإصدار الصكوك منذ إطلاقها لأول مرة عام 2001 (الشكل (1)). وكانت الزيادة من 123,15 مليار دولار أمريكي في عام 2018 إلى 145,70 مليار دولار أمريكي في عام 2019، أي ما يعادل نسبة زيادة تقدر ب 18.32%. يعزى حجم الإصدار الثابت خلال عام 2020 بشكل أساسي إلى إصدارات الصكوك السيادية من آسيا ودول مجلس التعاون الخليجي وإفريقيا وبعض الولايات القضائية الأخرى. تستمر ماليزيا في الهيمنة على سوق الصكوك رغم زيادة حصص دول مثل إندونيسيا والإمارات والسعودية وتركيا بشكل معتبر.

الشكل (1) : حجم إصدار الصكوك على المستوى العالمي للفترة 2001-2020
الوحدة: مليار دولار أمريكي



Source: International Islamic Financial Market, Sukuk Report, A Comprehensive Study of The Global Sukuk Market, July 2021, 10th Edition, p 29, Taken from the following website: <https://www.iifm.net/sukuk-reports/>, Viewed on: 20/08/2021.

2.2. 2019 كسنة قياسية لإصدار الصكوك على المستوى العالمي:

أغلق سوق الصكوك العالمي عام 2019 بإصدارات قياسية ومكاسب كبيرة بلغت حوالي 32% (145.70 مليار دولار أمريكي)، ومن العوامل التي مكنته من السير في مسار نمو إيجابي وقوي: النظرة الإيجابية للاقتصاد العالمي، استقرار أسعار السلع بما في ذلك النفط، استمرار الزيادة في إصدارات الصكوك السيادية، وتحسن إصدارات صكوك الشركات في بعض الولايات القضائية*، ولقد شهد السوق لأول مرة إصدار صكوك سيادية خضراء في إندونيسيا تهدف إلى تمويل مشاريع صديقة للبيئة وكذا إصدارا سياديا آخرا في المغرب. بلغ معدل نمو الإصدارات الجديدة للصكوك 17% أي ما يعادل قيمة 93 مليار دولار أمريكي سنة 2018 مقارنة ب 2017 (شوقي، 2019)، إضافة الى ذلك كان خط أنابيب إصدار الصكوك لعام 2020 يشير إلى عام قياسي آخر.

استمرت الصكوك في جذب انتباه المصدرين الجدد؛ فكمثال صكوك فورموزا التايوانية ستساعد مصدري الصكوك الخليجين والبنوك الإسلامية على تنويع تمويلاتهم وتوسيع المصادر الاستثمارية وخفض نسبة المخاطر، حيث أن هذه الصكوك حققت حوالي 175 مليار دولار من الديون المستحقة حتى 25 فيفري 2020؛ مع العلم أن إجمالي الصكوك المحلية في الخليج يقدر بنحو 100 مليار دولار وإجمالي سوق الصكوك العالمية يعادل 500 مليار دولار، وهذا ما يشير إلى أن ضم تايوان للصكوك الى سندات فورموزا سيعزز من الاعتراف بالصكوك كأداة استثمارية بين المستثمرين العالميين (الرحمن، 04). من جهة أخرى، إصدار صكوك من قبل شركة مصرية خلال جانفي 2020 وزيادة قاعدة المستثمرين عبارة عن مثالين عن ما يمكن وصفه بأنه جزء من العديد من التطورات المشجعة.

* هي منطقة لديها مجموعة من القوانين تخضع لنظام المحاكم أو الدوائر الحكومية والتي تختلف عن المناطق المجاورة.

العديد من الأحداث خلال عام 2019 كالإصدار الذي يقوده القطاع الخاص في عدة ولايات قضائية، وزيادة النشاط في دول مثل نيجيريا وباكستان وبنغلاديش، إضافة إلى الاهتمام المستمر الذي أبقى سوق الصكوك نشطاً من طرف حكومات بعض الدول مثل ماليزيا والبحرين وإندونيسيا وتركيا وباكستان وعمان والمملكة العربية السعودية والإمارات العربية المتحدة والبنك الإسلامي للتنمية، كلها يمكن النظر إليها على أنها أحداث جد بارزة. مولت المملكة العربية السعودية أكثر من 50% من عجزها المالي من خلال إصدارات الصكوك. علاوة على ذلك، من المتوقع أن تزيد المملكة العربية السعودية وإندونيسيا وماليزيا وباكستان والبحرين وتركيا من حصة الصكوك المحلية لمواجهة تمويل العجز المالي ومتطلبات تطوير البنية التحتية.

إن إصدارات الصكوك قصيرة الأجل—من قبل عدد من الدول مثل دول مجلس التعاون الخليجي وبعض الدول الإفريقية والأسوية وكذا تركيا وبنغلاديش—كان لها نمو إيجابي يعادل نسبة 13,29% سنويا أي 39,80 مليار دولار أمريكي خلال عام 2019 مقارنة بـ 39,134 مليار دولار أمريكي في 2018. لعبت الصكوك القصيرة الأجل دورا بارزا في تقديم الدعم إلى المؤسسات المالية الإسلامية لتلبية متطلبات إدارة السيولة والاستثمار.

كان الشهرين الأولين من عام 2020 جد مشجعين، ولكن مثلما ورد في التقارير المالية المختلفة ووسائل الإعلام ، فإن الوضع الحالي الناجم عن جائحة COVID-19 قد يؤدي إلى آثار سلبية على صناعة الخدمات المالية العالمية بما في ذلك سوق الصكوك (July 2020).

3. دور الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة العامة لدولة إندونيسيا

منذ أزمة 2008 أصبح العالم ينظر إلى الصكوك الإسلامية بإيجاب وتفاؤل بسبب المزايا العديدة والمتنوعة التي تقدمها. والصكوك السيادية من أهم أنواع الصكوك التي برزت في الساحة الدولية كأداة تمويلية هامة لجأت الحكومة الإندونيسية إلى الاعتماد عليها لتمويل عجز الموازنة واعتمداً كوسيلة للحد من تداعيات أزمة كوفيد 19 على خزينة الدولة وعلى الاقتصاد ككل.

1.3. وضعية الديون الخارجية للحكومة الإندونيسية خلال الفترة ما بين 2009 و 2019

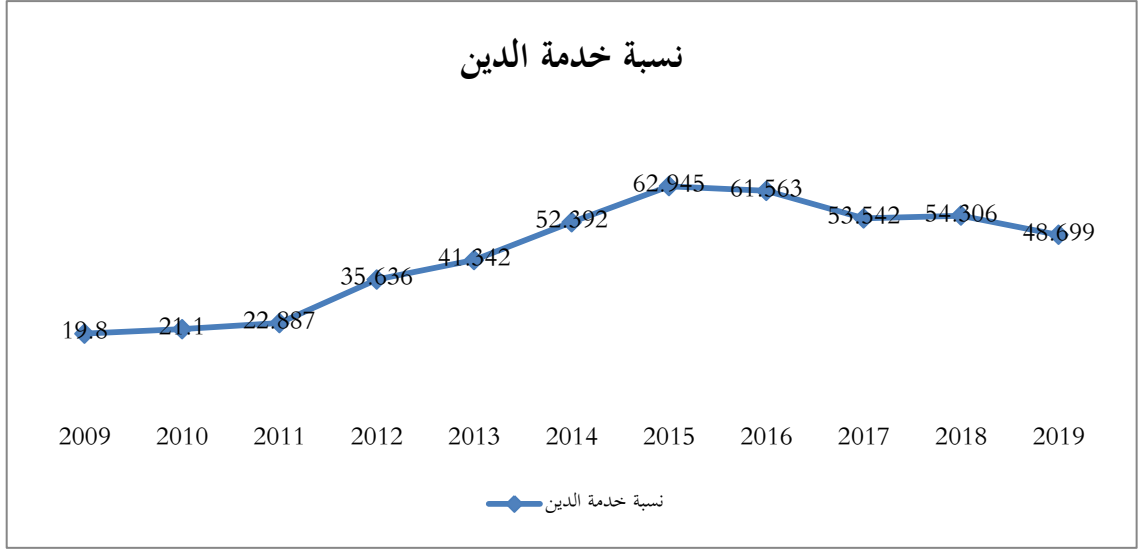
تسببت الأزمة الاقتصادية عام 2007 بمشاكل جد خطيرة للاقتصاد الإندونيسي، فقد عانى ميزان المدفوعات من عجز كبير بسبب ضعف سعر صرف الروبية مقابل الدولار الأمريكي مما أدى على تراجع الصادرات وارتفاع الديون الخارجية، مما تسبب في عجز الميزان التجاري وتفاقمه في الحساب الجاري.

في عام 2012 تعرض الحساب الجاري لإندونيسيا إلى أسوأ عجز في التاريخ وصل إلى 24,4 مليار دولار أمريكي أي مايعادل حوالي 2,8% من إجمالي الناتج المحلي، وهناك ثلاث أسباب رئيسية وراءه:

- الإنخفاض في فائض الميزان التجاري للبضائع بسبب انخفاض الصادرات؛ حيث تراجع الميزان التجاري بنسبة 75% في 2012 مقارنة بـ 2011.
- تسجيل عجز في حساب ميزان الخدمات.
- تسجيل عجز في حساب ميزان الدخل الصافي.

حساب الدخل كان أكبر مساهم في عجز الحساب الجاري خلال الفترة الممتدة بين 2009 و 2019، ويرجع هذا إلى تحويل إيرادات الدولة للخارج من أجل دفع الديون الخارجية وخدمات الدين، حيث أدى هذا بدوره إلى ارتفاع التدفقات النقدية الخارجة مقارنة بالداخلية مما أثر سلباً على ميزانية الحكومة والتي تعتمد بشكل متواصل على الديون الخارجية نظراً لكونها معرضة بشكل كبير لتقلبات أسعار الصرف. سجلت فترة الدراسة زيادة مستمرة في نسبة خدمة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي، ففي عام 2009 كانت نسبة خدمة الدين 19,8% لكنها وصلت عام 2015 إلى 63,47%—هذه الأخيرة تعتبر أكبر نسبة حققتها خلال فترة الدراسة— ويعود سبب هذه الزيادة المعتبرة إلى ارتفاع معدل تسوية الديون وارتفاع الدين الخارجي بسبب ضعف سعر صرف الروبية مقارنة بالدولار خلال الفترة (2009 – 2015) (Ima Amaliah, April – July 2017). بعد عام 2015 عرفت نسبة خدمة الدين تراجعاً ملحوظاً في حين نما الدين الخارجي سنة 2017 بنسبة 10,1% أي مايعادل زيادة قدرها 3% عن عام 2016. سجلت نسبة خدمة الدين تراجعاً في 2017 تقدر بـ 53,54% واستمرت في التناقص إلى أن وصلت 48,69% في 2019 (الشكل (02)).

الشكل (02): تطور نسبة خدمة الدين الخارجي (DSR) بإندونيسيا خلال الفترة (2009-2019)

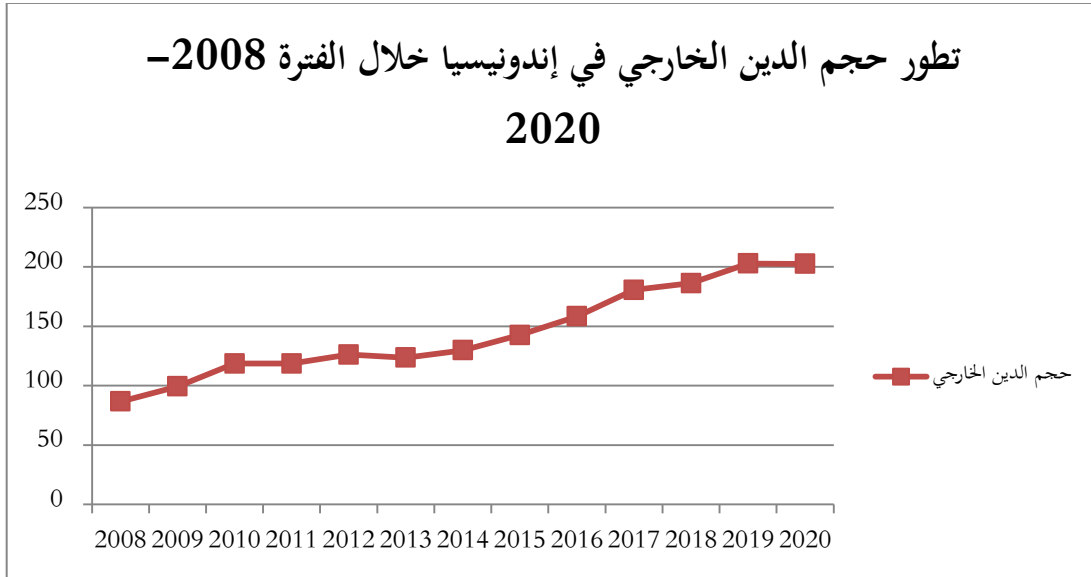


Source: Ministry of Finance of Indonesia, Taken from the following website: <https://www.kemenkeu.go.id/en>, Viewed on: 25/08/2021.

2.3. الدين الخارجي وإصدار الصكوك السيادية بإندونيسيا خلال الفترة ما بين 2008 و 2020

شهدت هذه الفترة إرتفاعاً في حجم الدين الأجنبي الإندونيسي بحيث سجل خلال سنة 2008 ما مقداره 86,6 مليون دولار أمريكي ووصل خلال سنة 2020 إلى 202,622 مليون دولار أمريكي. وهذا إن دل على شيء فهو الإعتماد المستمر على التمويل الخارجي و طبيعة الاقتصاد الإندونيسي الشديد التأثر بالظروف الخارجية (الشكل (03)).

الشكل (03): تطور حجم الديون الخارجية بإندونيسيا خلال الفترة (2008-2020) الوحدة: مليون دولار أمريكي



Source: Bank Indonesia, Indonesia External Debt Statistics, Taken from the following website: <https://www.bi.go.id/en/statistik/ekonomi-keuangan/sulni/Default.aspx>, Viewed on: 20/08/2021.

تضررت إندونيسيا بشدة من آثار الأزمة الاقتصادية العالمية 2007 ونتيجة ذلك قامت بسن القانون رقم 19 لسنة 2008 المتعلق بالأوراق المالية الشرعية السيادية SBSN (INDONESIA, 08I2012) الذي مكن الحكومة الإندونيسية من إصدار سندات دولة إسلامية كبديل مساهم في التقليل من الاعتماد على الديون الخارجية المتزايدة من سنة إلى أخرى. وصارت هذه السندات تمثل أحد الأدوات

المالية الهامة لتمويل الميزانية الحكومية ومشاريع البنية التحتية وكذا تطوير السوق المالية الإسلامية. ولقد تعددت وتنوعت الصكوك السيادية المصدرة بإندونيسيا، نذكر بعض منها الآتي:

- ✓ **السعر الثابت الإسلامي (IFR):** يعتبر أول صك سيادي إسلامي صدر بإندونيسيا عام 2008 وإستحق في عام 2012 بقيمة إجمالية تبلغ حوالي 14,1 مليار دولار أمريكي.
- ✓ **الصكوك القائمة على المشروع (PBS) والموجهة لتمويل المشاريع طويلة الأجل:** صكوك تمويل المشاريع هي أداة مالية استراتيجية لتسريع الانتعاش الاقتصادي الوطني. أصدرت إندونيسيا عام 2012 صكوك PBS لتمويل تطوير البنية التحتية والمستخدم أيضا في تمويل الموازنة العامة للدولة وتحديد تغطية عجز الميزانية (Rahman T. K., 2019). وقد بلغ إجمالي حجم صكوك PBS المصدرة ما يقارب 40,22 مليار دولار أمريكي خلال الفترة الممتدة بين جانفي 2012 و أوت 2020 (op. cit).
- ✓ **صكوك صندوق الحج الاندونيسي (SDHI):** قام صندوق الحج وصندوق أمات الوقفي (DAU) بطرح هذا النوع من الصكوك عن طريق الاكتتاب الخاص بناء على اتفاقية متبادلة بين وزارة الدين ووزارة المالية الإندونيسية. ويستخدم لتمويل الخدمات المقدمة للحجاج نظرا لكون حصيله الاكتتاب نتيجة جمع أموال الحج وتمويل المشاريع التنموية للحكومة (HAURA, 2010)، تم إصدار هذه الصكوك لأول مرة في 2009 حتى 2012 وقد بلغ إجمالي حجمها 2,87 مليار دولار أمريكي. أعيد طرحها مرة ثانية في الفترة الممتدة من 2014 إلى 2017 بمبلغ إجمالي قدر ب 1,397 مليار دولار أمريكي (op. cit).
- ✓ **صكوك التجزئة (SR):** هي أوراق مالية حكومية تستند إلى مبادئ الشريعة الإسلامية أصدرت لأول مرة عام 2009 وتباع للأفراد (التجزئة) أو المواطنين الإندونيسيين من خلال وكيل بيع. وقد أصدرت الحكومة حتى الآن ثمانية أنواع من صكوك التجزئة وهي SR-01 و SR-02 و SR-002 و SR-003 و SR-004 و SR-005 و SR-006 و SR-007 و SR-008 و SR-008 iyatu 'Isro (Mubarokah, 3 (1) 2019) (الجدول رقم 01).

الجدول رقم(01): أنواع صكوك التجزئة الحكومية

SR-008	SR-007	SR-006	SR-005	SR-004	SR-003	SR-002	SR-001	
-02/19	-02/23	-14	-08	03/16-05	02/18-07	-01/25	-01/30	فترة الاكتتاب
03/04	03/06	02/28	02/12	2012	2011	02/05	02/20	
2016	2015	2014	2013			2010	2009	
2019	-	-	2016	2015	2014	2013	2012	تاريخ الاستحقاق
%8,30	%8,25	%8,75	%6,00	%6,25	%8,15	%8,70	%12	معدل العائد
26 وكيل 20 منهم بنك	22 وكيل 17 منهم بنك	28 وكيل 19 منهم بنك	25 وكيل 9 منهم بنك	24 وكيل منهم 13 بنك	20 وكيل منهم 11 بنك	18 وكيل منهم 10 بنوك	13 وكيل منهم 5 بنوك	وكلاء بيع الصكوك
2173,5	8415,58 5	1333,28 7	1032,79 2	9,384	506,529	554,277	383,364	عدد أوامر الشراء(مليار دولار أمريكي)

Source: Ministry of Finance, Republic of Indonesia, Taken from the following website:

<https://www.kemenkeu.go.id/en> , Viewed on: 25/08/2021.

- ✓ **صكوك الادخار للمستثمرين الأفراد (ST):** هي منتج استثماري شرعي تقدمه الحكومة للمواطنين الإندونيسيين الأفراد كإستثمار آمن سهل مريح وبأسعار معقولة، يتم بيع صكوك التوفير عبر الإنترنت عن طريق النظام الأساسي الإلكتروني لشريك التوزيع المعين من قبل الحكومة. وقد أصدرت الحكومة الإندونيسية حتى الآن 6 صكوك تتمثل في صكوك الادخار ST-001، ST-002، ST-003، ST-004، ST-005.

✓ صكوك الادخار **ST-001**: في إطار الإصدار الأولي لسلسلة صكوك الادخار ST-001 ، تم فتح فترة الطرح من 22 أوت إلى 2 سبتمبر 2016. خلالها كان يمكن للمواطنين الإندونيسيين الأفراد تقديم أوامر الشراء عن طريق 26 وكيل بيع معينين من قبل الحكومة وهم في الأصل 20 مصرفاً و 6 شركات أوراق مالية (General Directorate).

✓ صكوك الادخار **ST-002**: إفتتحت الحكومة الإندونيسية مؤخراً فترة الطرح لصكوك الادخار ST-002 يوم 10 نوفمبر 2020، وهي أداة صكوك حكومية تباع للمستثمرين الأفراد يمكن الحصول عليها عبر الإنترنت أو e-SBN. تم إفتتاح طرحها في الأصل إطلافاً من يوم الخميس (2018/1/11) من قبل وزير المالية سري موليانبي في مبنى دانابالا بوزارة المالية. ووفقاً لما ورد في البيان الرسمي لوزارة المالية تم إغلاق طرحها في 22 نوفمبر 2018.

✓ صكوك الادخار **ST-003**: تاريخ استحقاقها هو 10 فيفري 2021.

✓ صكوك الادخار **ST-004**: تاريخ استحقاقها هو 10 ماي 2021.

✓ صكوك الادخار **ST-005**: تاريخ استحقاقها هو 10 أوت 2021 (Sukmana).

تم إصدار الصكوك العالمية الإندونيسية (SNI) لأول مرة عام 2009 وسندات الخزينة الإسلامية (SPNS) في 2011. وفي نهاية عام 2019 قامت حكومة إندونيسيا بإصدار ما قيمته 17,82 مليار دولار أمريكي من الصكوك السيادية بعمود وفئات مختلفة؛ أي ما يعادل نسبة 20,7% مقارنة بعام 2018 (14,75 مليار دولار أمريكي)، وبالتالي بلغ إجمالي إصدارات الصكوك السيادية 84,87 مليار دولار أمريكي منذ الإصدار الأول في 2008. بحلول نهاية عام 2019 بلغت الحصة السوقية للصكوك السيادية الإسلامية بإندونيسيا نسبة 17,5% من إجمالي الأوراق المالية الحكومية، وفي عام 2020 عرف حجم إصدار الصكوك السيادية تزايد ملحوظاً وصل إلى 25,71 مليار دولار أمريكي وهذا بسبب الإحتياجات المتزايدة للتمويل الصغير الناجم عن تأثير جائحة COVID-19. مع إتساع ميزانية الدولة في عام 2020 بسبب الوباء، زاد إصدار الصكوك السيادية بنسبة 42.2% مقارنة بعام 2019 الذي بلغ 18,08 مليار دولار أمريكي، ولذلك أصبح تمويل عجز الميزانية من خلال إصدار الصكوك السيادية هو الخيار الرئيسي وخصوصاً الصكوك القائمة على المشروع (PBS) التي صارت الأداة الأكثر إستراتيجية من حيث الحجم لأنها مرتبطة بشكل مباشر بتطوير البنية التحتية والمرافق الخدمانية. (الجدول رقم (02)).

الجدول رقم (02): حجم إصدار الصكوك السيادية في إندونيسيا للفترة 2008-2020. الوحدة: بليون دولار أمريكي

الصكوك الاسلامية السيادية	200	200	201	201	201	201	201	201	201	201	201	201	201
	8	9	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	20
IFR	0,32	0,08	0,42	0,31	0,02	-	-	-	-	-	-	-	0,27
PBS	-	-	-	-	1,15	0,64	0,65	3,19	6,34	6,34	7,21	11,11	12,73
SDHI	-	0,18	0,88	0,76	1,05	-	0,88	0,31	0,06	0,13	-	-	1
SNI	-	0,48	-	0,62	0,66	1,18	1,22	1,82	2,30	2,75	2,85	1,39	4,27
SPNS	-	-	-	0,09	0,09	0,80	1,11	0,98	1,17	3,08	3,56	0,23	3,63
SPNSNT	-	-	-	-	-	-	-	0,35	0,17	-	-	-	0,0

9														
3,2	1,45	0,58	0,96	2,17	1,51	1,33	1,03	0,93	0,50	0,55	0,38	-		SR
7														
0,3	0,63	0,33	-	0,10	-	-	-	-	-	-	-	-		ST
6														
0,0	-	0,10	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		PBSNT
5														
0,0	0,09	0,10	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		USDPBS
3														
25,	14,9	14,7	13,2	12,3	8,16	5,19	3,65	3,9	2,28	1,85	1,12	0,32		المجموع
7		3	8	1										

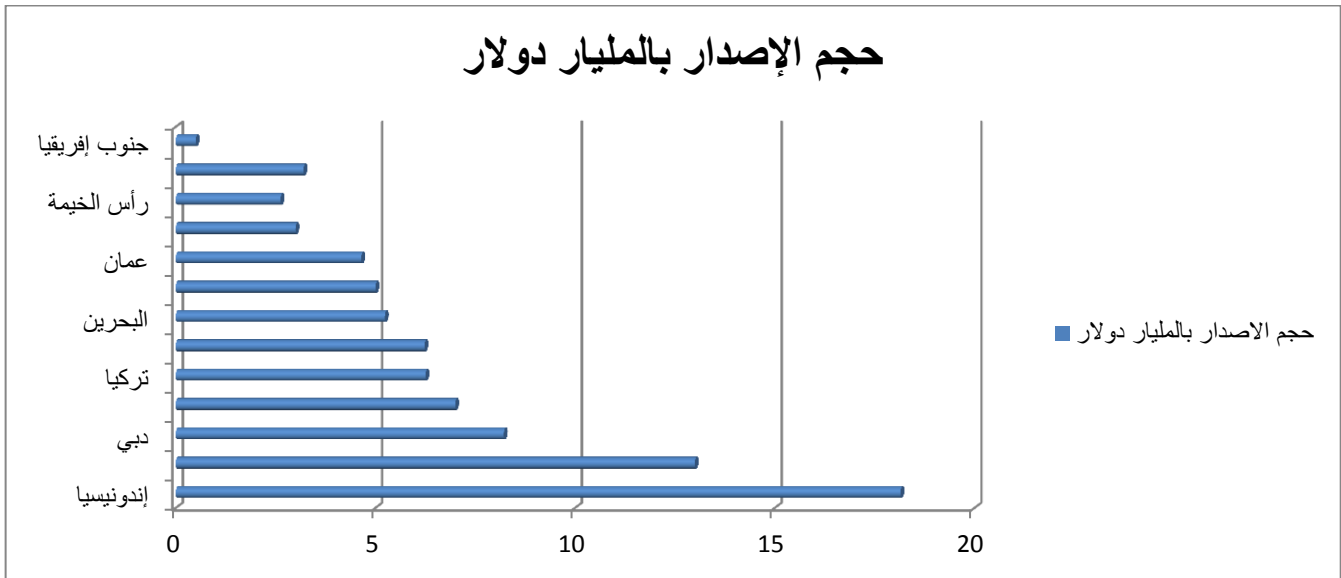
Source: International Islamic Financial Market, op cit, p 189, Taken from the following website:

<https://www.iifm.net/sukuk-reports/>, Viewed on: 20/08/2021.

3.3. مكانة إندونيسيا الدولية من حيث إصدار الصكوك السيادية في عام 2019

تعتبر إندونيسيا أكبر مُصدر للصكوك السيادية الدولية في العالم بإجمالي مستحق يبلغ 18.15 مليار دولار أمريكي. تليها الصكوك السيادية العالمية للمملكة العربية السعودية بـ 13 مليار دولار أمريكي، وإمارة دبي بـ 8.2 مليار دولار أمريكي، والحكومة الماليزية بـ 7 مليار دولار أمريكي، وكذا الحكومة التركية بـ 6.25 مليار دولار أمريكي. (الشكل (04)).

الشكل (04): أكبر الدول المصدرة للصكوك السيادية في العالم للعام 2019



Source: International Islamic Financial Market, Sukuk Report, A Comprehensive Study of The Global Sukuk Market, July 2020, 9th Edition, Taken from the following website: <https://www.iifm.net/sukuk-reports/>, Viewed on: 20/08/2021.

4.3. تمويل عجز الموازنة في إندونيسيا بالاعتماد على الصكوك الإسلامية خلال الفترة من 2008 إلى 2020

لقد واجهت إندونيسيا في عام 1997 أزمة اقتصادية حادة مما أدى إلى تدهور كبير في قيمة صرف الروبية الإندونيسية مقابل الدولار الأمريكي وبالتالي تفاقم نفقات الدولة وكذا زيادة حجم الديون الخارجية وخدمات الدين. كل هذه العوامل ساعدت وبشكل كبير في تفاقم عجز الموازنة

لدى الحكومة الإندونيسية ولقد شهدت الفترة (2008-2020) عموماً تذبذبات على مستوى العجز الموازي، إلا أن الفترة (2008-2012) سجلت إستقراراً نسبياً ملحوظاً بسبب إنتهاج الحكومة الإندونيسية سياسة مالية توسعية تهدف إلى رفع معدل النمو الاقتصادي وزيادة النفقات الموجهة لتمويل البنية التحتية، كما عرفت هذه الفترة ارتفاع شديد في أسعار النفط العالمية والذي انعكس بالإيجاب على الوضع الاقتصادي في إندونيسيا. إضافة إلى ذلك مصادر تمويل العجز الموازي خلال هذه الفترة تمثلت في الإصدار النقدي أو الديون الخارجية والأوراق المالية الحكومية. في عام 2008 سجل إصدار الصكوك الإسلامية قيمة 0,32 مليار دولار أمريكي وإستمرت قيمة الصكوك في التزايد إلى أن وصلت في 2012 إلى 3,9 مليار دولار أمريكي (أنظر الجدول رقم 02)، وفي المقابل سجلت الفترة 2016-2020 تزايداً ملحوظاً في عجز الموازنة حيث وصل تقريبا إلى حوالي 25,9 مليار دولار أمريكي مع تزايد معتبر في حجم الصكوك الإسلامية قدر ب 25,7 مليار دولار أمريكي خلال عام 2020 (أنظر للشكل 05)). ولقد صرحت وكالة التصنيف الإئتماني Moody's Investors Service أنه سيتم زيادة قيمة إصدار الصكوك الإندونيسية (أوراق الدين الإسلامية) إلى 27 مليار دولار عام 2020 مقارنة بـ 16 مليار دولار في 2019، حيث تسعى الحكومة لتمويل مكافحة جائحة COVID-19.

وقال ثاديبوس بست المحلل الرئيسي لمجموعة المخاطر السيادية في وكالة موديز أنه "سوف يرتفع حجم إصدار الصكوك في إندونيسيا بنحو 68.75 % في 2020 مقارنة بـ 2019" وذلك من أجل للمساعدة في تمويل الاقتصاد المتضرر من أزمة كورونا، مع العلم أن الحكومة قامت بجمع 62,12 مليار دولار في النصف الثاني من العام 2020 لتغطية عجز الميزانية المتزايد بنسبة 6.34% من الناتج المحلي الإجمالي لنفس العام. ولعل إجراءات التحفيز الاقتصادي والتخفيف من الإغلاق في العديد من البلدان حول العالم ساعدت على تحسين هوامش السوق الثانوية للصكوك؛ حيث عرف الفارق المعدل للصكوك الحكومية المقومة بالدولار الأمريكي انخفاضا يقدر بـ 150 نقطة أساس في جويلية 2020 مقارنة بأعلى فارق سعر له عند 400 نقطة أساس في مارس 2020. في الوقت نفسه إحتاجت الدول المصدرة للنفط مثل المملكة العربية السعودية وقطر إلى زيادة الاقتراض بشكل كبير بسبب إنخفاض أسعار النفط، كما شهدت الدول المصدرة للصكوك مثل ماليزيا وتركيا، إندونيسيا، زيادة كبيرة في إحتياجات التمويل نظرا لحاجتها الماسة إلى تمويل عجز ميزانيتها المتزايد وتقديم المساعدة المالية للمتضررين من الوباء.

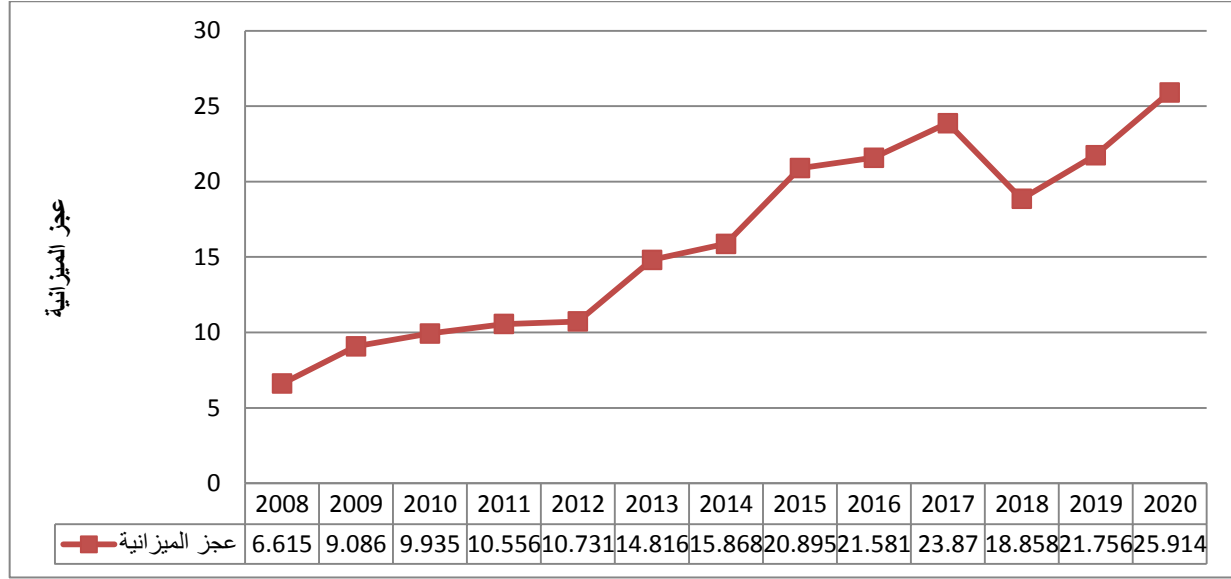
ومنه يمكن القول أن المشاكل الناجمة عن أزمة كورونا أدت إلى إرتفاع إصدارات الصكوك السيادية بنسبة أكثر من 40% في 2020 مقارنة بـ 2019. وقال مدير التمويل الإسلامي بوزارة المالية الإندونيسية، دوي إيربانتني هدينغدي، يوم الأربعاء 12 أوت 2020: "أن إصدار الصكوك لعام 2020 سيكون أعلى مما كان عليه في عام 2019، حيث ستحتاج الحكومة إلى تمويل ميزانية الدولة الموسعة وبرنامج التعافي الاقتصادي الوطني (PEN)". وتظهر بيانات وزارة المالية أن الحكومة أصدرت ما مجموعه 16,34 مليار دولار من الصكوك المحلية ابتداءً من 3 أوت 2020—في حين بلغ حجم إصدار الصكوك في عام 2019 قيمة 17,82 مليار دولار— كما قامت الحكومة في جويلية 2020 بطرح صكوك عمالية تتكون من ثلاث شرائح من أجل مساعدة الحكومة على تمويل الخسائر التي نتجت عن أزمة كورونا والمقدرة بـ 2,5 مليار دولار، ولقد تجاوز الاكتتاب في الإصدار 16.66 مليار دولار أي ما يعادل 6.7 أضعاف الهدف المحدد من قبل، مما يعكس قوة جاذبية الصكوك الإندونيسية للمستثمرين الأجانب.

لقد عرف إصدار الصكوك في النصف الثاني من عام 2020 انتعاشاً معتبراً وخاصة الصكوك السيادية بالتحديد والتي احتلت المركز الأول من حيث حجم الإصدار على المستوى العالمي. سوق الصكوك العالمية تتميز من جهة أخرى بإمكانات طويلة المدى نظراً لأن الأزمة الحالية عملت على تشجيع مصدرين جدد محتملين—سواء حكومات أو مستثمرين—ولعل أهمهم دول إفريقية مثل مصر، الجزائر، المغرب، والسودان. علاوة على ذلك، ظهور مبادرات الصكوك الخضراء سيساعد على نمو سوق الصكوك العالمية على المدى الطويل. ولقد تسارعت وتيرة إصدارها في ماليزيا وإندونيسيا من أجل جذب المزيد من رأس المال الخاص لتمويل مشاريع البنية التحتية منخفضة الكربون والمقاومة للتغيرات المناخية. شكلت الصكوك الخضراء حوالي 3% من إصدارات الصكوك حتى جويلية 2020 وفقاً لموديز، وكان الإصدار الأخير عبارة عن أداة لتمويل مشاريع مستدامة مدتها خمس سنوات بقيمة 750 مليون دولار (Rahman, 2020).

الوحدة: مليار دولار

الشكل (05) : تطور عجز الموازنة في إندونيسيا خلال الفترة 2008-2020

أمريكي



Source: Ministry of Finance, Republic of Indonesia, Taken from the following website:

<https://www.kemenkeu.go.id/en> , Viewed on: 25/08/2021.

5.3. حجم إصدارات الصكوك السيادية لتمويل عجز الموازنة في إندونيسيا خلال الثلث الأول من 2021:

نظرا لحاجتها لتمويل العجز في ميزانية الدولة لعام 2021، الحكومة الإندونيسية تخطط لإصدار سندات وصكوك تقدر قيمتها ب 83,30 مليار دولار أمريكي — زيادة بنسبة 2,5% عن العام الماضي و المقدر ب 81,22 مليار دولار أمريكي في شكل سندات وصكوك — 30% من إصدارات عام 2021 عبارة عن صكوك وكالة عالمية بقيمة لا تقل عن 25 مليار دولار وصكوك محلية غير قابلة للتداول تصدر مرتين شهرياً بقيمة 0,96 مليار دولار، إضافة إلى ذلك نذكر إصدار صكين للتجزئة القابلة للتداول وصكوك الادخار غير القابلة للتداول (خضراء) بقيمة 0,2 مليار دولار، وصكوك التجزئة النقدية المرتبطة بالوقف. تتوقف قيمة الإصدار الفعلية على مقدار ما تحتاجه الحكومة لتمويل عجزها.

على عكس العام الماضي، في عام 2021 ستباع الصكوك عبر منصة إلكترونية على الإنترنت نظرا لأن المستثمرين المحليين اعتادوا على إقتناء الصكوك المحلية عبر الإنترنت وكذا قدرة هذه الأخيرة على تسهيل بيع الدين الحكومي وسط جائحة COVID-19. تتوقع الحكومة الإندونيسية نمو الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 5% عام 2021 وعجز ميزانية يقدر ب 5,7% من الناتج المحلي الإجمالي. ويتوقع البنك الدولي من جهة أخرى في تقرير الآفاق الاقتصادية لشهر جانفي 2021 أن يبلغ نمو الناتج المحلي الإجمالي لإندونيسيا بنسبة 4,4% في 2021 (WINOSA, 2021).

الخلاصة:

أصبحت الصكوك الإسلامية بديلا تمويليا هاما للتمويل التقليدي منذ الأزمة الاقتصادية العالمية 2008، وعلى هذا الأساس لاقت الصكوك الإسلامية اهتماما متزايدا في السوقين المحلي والدولي مما جعل منها وسيلة تمويل جذابة ومتنوعة. ولقد عرفت الآونة الأخيرة منذ 2008 إلى يومنا هذا إصدار صكوك إسلامية متنوعة وبأحجام متباينة؛ ولعل الصكوك السيادية من أهم الصكوك التي طرحتها الهندسة المالية كآلية تمويلية هامة وفعالة لمساعدة حكومات الدول على تمويل اقتصاداتها، ومختلف نفقاتها، وبالأخص معالجة عجزها الموازي. دولة إندونيسيا من أهم الدول التي ركزت على "دور الصكوك السيادية في تمويل عجز الموازنة".

من خلال ما سبق دراسته في بحثنا توصلنا إلى جملة من النتائج يمكن حصرها فيما يلي:

- تعتبر الصكوك الإسلامية من أهم وأنجح ابتكارات الصناعة المالية الإسلامية لما تتوفره من مزايا إيجابية.
 - عرفت سوق الصكوك العالمية انتشارا واسعا من 2001 إلى يومنا هذا، وكانت سنة 2019 سنة قياسية من حيث إصدار الصكوك الإسلامية على المستوى العالمي إضافة إلى إنتهاج العديد من الدول منهج التمويل الإسلامي كبديل عن التمويل التقليدي أو كمصدر تمويلي مواز له.
 - الصكوك السيادية هي أداة تمويلية هامة تصدرها حكومات الدول بغية تمويل عجز الموازنة ومشاريع البنية التحتية، وفي هذا المقام تمكنت إندونيسيا من أن تصدر المرتبة الأولى على المستوى الدولي كحكومة تعتمد على التمويل بالصكوك السيادية.
 - لجأت جل الدول المتضررة من أزمة كورونا إلى تطبيق سياسية الانغلاق، الأمر الذي أثر بشكل سلبي على اقتصاديات هذه الدول وعلى معدل النمو الاقتصادي. في نفس الوقت عرف إصدار الصكوك الإسلامية خلال النصف الأول من عام 2020 تراجعاً ملحوظاً لكن سرعان ما عاد إلى التزايد خلال النصف الثاني من عام 2020، ويعود ذلك لإدراك حكومات الدول أن الصكوك الإسلامية تعتبر حل تمويلي آمن للنهوض باقتصاداتها ومعالجة الاختلالات في ميزانيتها.
- أفاق الدراسة: يمكن طرح مجموعة من المواضيع التي قد تكون تكملة لبحثنا:
- الصكوك الخضراء كألية هامة لتمويل المشروعات الريادية - دراسة حالة إندونيسيا.
 - دور الصكوك الخضراء في تحقيق التنمية المستدامة - دراسة حالة المملكة العربية السعودية-
 - أليات إنشاء سوق تمويلي أخضر بماليزيا.

قائمة المراجع:

1. (2020). *ICD-REFINITIV, PROGRESSING THROUGH ADVERSITY*.
2. ARIE HAURA .(2010). *PENGELOLAAN DANA HAJI PADA SUKUK DANA HAJI INDONESIA (SDHI)*. (Diajukan Kepada Fakultas Syariah dan Hukum Untuk Memenuhi Salah Satu Syarat Mencapai Gelar Sarjana Ekonomi Syariah (S.E.Sy.39)
3. *DIRECTORATE GENERAL .MINISTRY OF FINANCE*. indonesia.
4. *Sukuk Report, A Comprehensive Study Of The Global Sukuk Market*. bahrain :International Islamic Financial Market, 9th Edition July 2020.
5. Madjidainun Rahma Isro'iyatu Mubarakah .(2019 (1) 3). *ANALISIS FAKTOR YANG MEMPENGARUHI PERMINTAAN SUKUK RITEL SERI SR 05 .JURNAL KAJIAN EKONOMI DAN PERBANKAN*.7-6 .
6. *MINSTER OF FINANCE OF THE RUPUBLIC OF INDONESIA*08). 2012 .(*REGULATION OF THE MINSTER OF FINANCE OF THE RUPUBLIC OF INDONESIA NUMBER 19IPMK - THE ISSUANCE AND SALES OF SOVREIGN SHARIA SECURITIES BY BOOK BUILDING IN IN DOMESTIC PRIMARY MARKET BY THE GRACE OF GOD ALMIGHTY* .INDONESIA.
7. *Sukuk Report, A Comprehensive Study Of The Global Sukuk Market*. (op.cit)
8. *.Sukuk Report, A Comprehensive Study Of The Global Sukuk Market* .International Islamic Financial Market,(op.cit)
9. Riska Rahman 14) .August, 2020 .(*Indonesia's sukuk issuance to rise to \$27b to finance COVID-19 battle: Moody's 25* تاريخ الاسترداد .APRIL, 2021 , Jakarta POST: <https://www.thejakartapost.com/news/2020/08/13/indonesias-sukuk-issuance-to-rise-to-27b-to-finance-covid-19-battle-moodys.html>
10. Taufiq Kurniawan & Asmak Ab Rahman .(2019) .Project Based Sukuk (PBS) and Its Implementation in Economic Development in Indonesia .*AL ' -ADALAH, Vol. 16, Nomor 1.42* ،

11. Yoga Sukmana . تاريخ الاسترداد . *Pemerintah Jual Sukuk Ritel ST-002 Mulai Rp 1 juta, Bisa Dibeli Online* . (بلا تاريخ). ekonomi.kompas.com/read/2018/11/01/170700126/Government-selling-sukuk-Retail-st-002-start-rp-1-million-can-be من 07 April 2018
12. YOSI WINOSA 21). JANVIER, 2021 . *SALAAM GATEWAY* 24 . تاريخ الاسترداد . AVRIL, 2021 . Indonesia to sell bigger global sukuk in first half of 2021: <https://www.salaamgateway.com/story/indonesia-to-sell-bigger-global-sukuk-in-first-half-of-2021>
13. أحسن عثمانى، حولة مناصرة. (2017). أهمية الصكوك الإسلامية في تمويل مشاريع البنية التحتية - تجارب عربية وعالمية مختارة-. *المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية*، مجلد رقم 13، العدد الثالث، 376.
14. أحمد جابر بدران. (2014). الصكوك كأداة تمويل بين النظرية والتطبيق. *مجلة المسلم المعاصر*، مصر، العدد 152، صفحة 15.
15. أحمد شوقي. (19 أوت، 2019). تاريخ الاسترداد 15 فيفري، 2021، من تقرير: 22% نمواً في الصكوك المتداولة عالمياً: [/https://almalnews.com/](https://almalnews.com/)
16. أدهم إبراهيم جلال الدين. (2014). الصكوك والأسواق المالية الإسلامية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية. مصر، القاهرة: دار الجوهرة للنشر والتوزيع.
17. متطلبات كفاية رأس مال للصكوك والتصكيك والاستثمارات العقارية. (جانفي 2009). *مجلس الخدمات المالية الإسلامية*، معيار رقم 07، ص 03.
18. حسام عبد الرحمن. (2020 مارس، 04). القيس. تاريخ الاسترداد 26 أبريل، 2021، من ضم تاوان لـ«صكوك فورموزا» إيجابي للمستثمرين الخليجين: <https://alqabas.com/article/>
19. غربي حمزة، وفاء جبلاحي. (مارس 2018). الصكوك الإسلامية، أنواعها وإدارة مخاطرها. *مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي*، جامعة المسيلة، العدد 03، 140.
20. نوال بن عمارة. (2011). لصكوك الإسلامية ودورها في تطوير المالية الإسلامية، تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية البحرين. *مجلة الباحث*، العدد 9، ص: 254.
21. نوال بن عمارة. (2011). الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية - البحرين - . *مجلة الباحث*، العدد 09، 256.
22. هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعي رقم 17. (بلا تاريخ). ص 288.