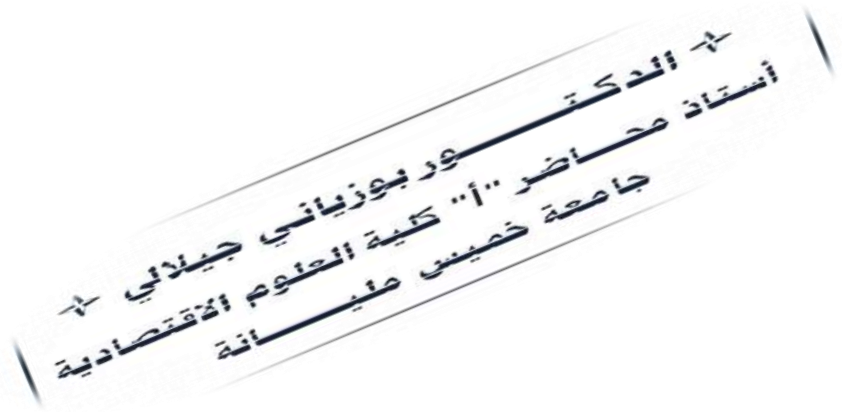
المحاضرة الثانية :

السوق النقدي الإسلامي

من إعداد الدكتور: جيلالي بوزياني
أستاذ محاضر قسم "أ"
كلية العلوم الاقتصادية
جامعة خميس مليانة



مقدمة

يقوم النظام المالي الإسلامي على إدارة الأموال عبر عقود ذات نشاط اقتصادي حقيقي، بحيث يرتبط العائد بمخاطر ملكية أصل أو منفعة أو مشروع، لا بمجرد مرور الزمن. ومن هذا المنطلق تنقسم الأسواق المالية الإسلامية إلى سوق نقدي إسلامي يخدم إدارة السيولة قصيرة الأجل، وسوق رأس مال إسلامي يموّل الاستثمار طويل الأجل عبر الأسهم والصكوك. وتُعد الصكوك حجر الزاوية في سوق رأس المال الإسلامي؛ إذ تجاوزت القيمة الاسمية للصكوك المتداولة عالميًا تريليون دولار أمريكي في عام 2024، بينما بلغ إجمالي الإصدار العالمي نحو 254.3 مليار دولار بنمو سنوي قدره 11% وفق تقرير مؤشر تطور التمويل الإسلامي الصادر عن المؤسسة الإسلامية لتنمية القطاع الخاص وال مجموعة

وتكمن أهمية هذه المحاضرة في أن الطالب لا يكفيه أن يعرف تعريف السوق أو أدواته؛ بل ينبغي أن يميز بين الأداة النقدية والأداة الرأسمالية، ويحلل شروط شرعيتها، ويقيس أثرها على السيولة والمخاطر والتسعير. كما أن فهم الفرق بين صك الاستثمار والسند التقليدي يعد مدخلًا ضروريًا لفهم بنية التمويل الإسلامي الحديث.

المكتسبات القبلية

يُفترض أن يكون الطالب ملمًا بما يلي قبل دراسة هذه المحاضرة:

1. أركان عقود البيوع الإسلامية وأحكام الغرر والربا.
2. الفرق بين عقود المعاوضات والتبرعات وعقود الإرفاق.
3. مفهوم السيولة (**Liquidity**) وإدارة الأصول والخصوم في البنوك.
4. أساسيات تسعير الأدوات المالية وحساب العائد.

أهداف المحاضرة

بعد إتمام هذه المحاضرة، يُتوقع من الطالب أن يكون قادرًا على:

1. **التذكر** :تحديد المفاهيم الأساسية للسوق النقدي الإسلامي وسوق رأس المال الإسلامي وأدواتهما.
2. **الفهم** :تفسير العلاقة بين طبيعة العقد الشرعي وطبيعة الأداة المالية وقابليتها للتداول.
3. **التطبيق** :إجراء حسابات المرابحة السلعية، وتسعير الصكوك، والعائد حتى الاستحقاق.
4. **التحليل** :تحليل شروط الإصدار والتداول وفق معايير AAOIFI وتحديد أثرها على السيولة والمخاطر.
5. **المقارنة** :التمييز بين السوق النقدي الإسلامي وسوق رأس المال الإسلامي من حيث الأجل والأدوات ...
6. **الابتكار** :اقتراح هيكل تمويلي إسلامي مناسب لحالة عملية محددة مع تبرير اختيار العقد والأداة.
7. **الربط الذهني** :ربط الأدوات المالية بالأصول الحقيقية والمنافع والخدمات ....

منهجية المحاضرة

تعتمد المحاضرة المنهج الوصفي التحليلي في عرض المفاهيم، والمنهج المقارن في التمييز بين الأسواق والأدوات، والمنهج التطبيقي في بناء النماذج الحسابية ودراسات الحالة. كما تعتمد على معايير AAOIFI مرجعًا شرعيًا أساسيًا، وعلى تقارير IILMو IFSBو LSEG–ICDمصادر بيانات سوقية.

المبحث الأول: السوق النقدي الإسلامي

يهدف هذا المبحث إلى تحليل السوق الذي تُدار فيه السيولة قصيرة الأجل وفق الأحكام الشرعية، بدءًا من المفهوم، ثم الأدوات، وانتهاءً بشروط الإصدار والتداول.

المطلب الأول: مفهوم السوق النقدي الإسلامي

أولًا: تعريف السوق النقدي الإسلامي وأهميته

1. **تعريف السوق النقدي في الأدبيات المعاصرة:** السوق النقدي (Money Market) هو السوق الذي تُتداول فيه أدوات مالية قصيرة الأجل بهدف إدارة السيولة والتمويل قصير الأجل. ويشير تقرير IILM إلى أن أدوات السيولة الإسلامية تشمل الودائع بين البنوك الإسلامية، واتفاقيات إعادة الشراء الإسلامية، والصكوك، وحسابات الودائع لدى البنوك المركزية، ومرافق السيولة الدائمة.(IILM, 2023, pp. 8–9)
2. **تعريف السوق النقدي الإسلامي في الاصطلاح اللغوي:** السوق" في اللغة مكان البيع والشراء، و"النقد" ما يُقبض فورًا أو النقود ذاتها. أما في الاستخدام المالي المعاصر، فيُقصد بالسوق النقدي منظومة التعامل في أدوات قصيرة الأجل، لا العملة فقط.
3. **تعريف السوق النقدي الإسلامي:** السوق النقدية الإسلامية هي منظومة مؤسسات وأدوات وإجراءات قصيرة الأجل، تُستخدم لتوظيف الفوائض وتغطية العجوز المؤقتة وإدارة الاحتياطيات، على أساس عقود وأصول وحقوق لا تتعارض مع أحكام الشريعة، مع خضوعها لقواعد الإصدار والتداول والتسوية والرقابة في الدولة المعنية. ويشمل ذلك أسواق ما بين البنوك، وأدوات البنوك المركزية، والصكوك القصيرة الأجل، والودائع الاستثمارية، وبعض صيغ البيع والشراء المضمونة بالأوراق الإسلامية.

ثانيًا: خصائص السوق النقدي الإسلامي وأهميته

1. **خصائص السوق النقدي الإسلامي:**

- **قصر الأجل** :تتركز الأدوات في آجال قصيرة تخدم احتياجات السيولة اليومية والموسمية؛ وقد أطلق IILM صكوكًا بأجل شهر واحد في 2019، وصكوكًا بأجل سنة في يونيو 2022.(IILM, 2023, p. 9)
- **الارتباط بعقود شرعية** :يقوم العائد على بيع أو استثمار أو توكيل، لا على قرض بفائدة.

- **التركيز على إدارة السيولة** :يوضح التقرير أن المؤسسات المالية الإسلامية تبحث عن أصول سائلة عالية الجودة متوافقة مع الشريعة لتغطية احتياجات السيولة.(IILM, 2023, pp. 8–9)
- **محدودية العمق السوقي** :يشير التقرير إلى أن الأسواق الثانوية للسيولة الإسلامية ضحلة نسبيًا، وأن ذلك يعيق الإدارة الفعالة للسيولة.(IILM, 2023, p. 17)
- **اختلاف الأطر التنظيمية** :تختلف الأطر التنظيمية والآراء الشرعية بين الدول، ما يزيد تعقيد المعاملات عبر الحدود.(IILM, 2023, pp. 4, 17–18)

أهمية السوق النقدي الإسلامي:

1. يوفر بديلًا شرعيًا لإيداعات السوق النقدي التقليدية عبر المرابحة السلعية والوكالة(IILM, 2023, pp. 16–17)
2. يدعم قدرة البنوك الإسلامية على الوفاء بمتطلبات السيولة، بما في ذلك نسبة تغطية السيولة (Liquidity Coverage Ratio, LCR) (IILM, 2023, pp. 9, 17)
3. يسهم في توفير أصول سائلة عالية الجودة متوافقة مع الشريعة؛ إذ يُعد برنامج صكوك IILM من الأدوات المحدودة التي يمكن اعتبارها أصولًا سائلة عالية الجودة على المستوى العالمي(IILM, 2023, p. 9)
4. يعالج جزءًا من مشكلة محدودية الأدوات الشرعية والأسواق الثانوية الضحلة (IILM, 2023, pp. 8–9, 17)

ثالثًا: أنواع السوق النقدي الإسلامي

1. **حسب المعيار الجغرافي:**

- **السوق المحلي** :تتم فيه المعاملات بين المؤسسات داخل دولة واحدة، ويتأثر بالإطار التنظيمي المحلي وتوافر الأدوات.
- **السوق الدولي** :يخدم المؤسسات عبر الحدود؛ وقد أسست IILM برنامج صكوك عابر للحدود لمعالجة احتياجات السيولة للمؤسسات المالية الإسلامية.(IILM, 2023, pp. 4–5, 9)

2. **حسب معيار آلية التداول:**

- **الأسواق المفتوحة** :تُتداول فيها الأدوات عبر منصات منظمة وأسعار معلنة.
- **أسواق التفاوض** :يتم فيها الاتفاق المباشر بين طرفين، مثل وضعيات المرابحة والوكالة بين البنوك. ويذكر تقرير IILM أن وضعيات المرابحة والوكالة هما الصيغتان الأكثر استخدامًا في الودائع بين البنوك في السعودية وأغلب أسواق التمويل الإسلامي.(IILM, 2023, p. 21)

3. **حسب معيار التداول:**

- **السوق الأولي** :يتم فيه الإصدار الأول للأداة.
- **السوق الثانوي** :يتم فيه نقل ملكية الأداة بين المستثمرين. ويؤكد التقرير أن عمق السوق الثانوي شرط أساسي لإدارة السيولة بكفاءة.(IILM, 2023, p. 17)

المطلب الثاني: أدوات السوق النقدي الإسلامي

أولًا: الأدوات الأكثر تداولاً وتطبيقًا

تقدم التقارير المؤسسية المتاحة قاعدة عالمية موحدة تثبت أن أداة بعينها تستحوذ على نسبة محددة من جميع المعاملات اليومية. لذلك يُستخدم هنا تصنيف وصفي بحسب تكرار حضور الأداة في تقارير إدارة السيولة وبرامج البنوك المركزية والممارسات المعلنة، دون تحويله إلى نسبة عالمية.

1. **المرابحة السلعية / التورق لإدارة السيولة:** تقوم المرابحة السلعية على شراء سلعة من بائع أو وسيط ثم بيعها للعميل بربح معلوم مؤجل، ثم يبيع العميل السلعة نقدًا لطرف ثالث مستقل بغرض الحصول على السيولة. ويشترط معجم IFSB عدم وجود روابط بين العقدين.("Commodity Murābaḥah", Glossary, IFSB) .

في التطبيق البيني، يحتاج البنك ذو الفائض إلى توظيف أمواله لدى بنك آخر، بينما يحتاج البنك الآخر إلى سيولة. وقد تُستخدم سلعة مملوكة ومعلومة لتكوين سلسلة بيع، لكن سلامة الهيكل تتوقف على تحقق الملكية والقبض، واستقلال الأطراف، وعدم التواطؤ، وعدم تحول المعاملة إلى قرض نقدي بزيادة مقنعة.

أما التورق الفقهي، فقد عرّفه قرار المجمع الفقهي الإسلامي الدولي بأنه شراء الشخص سلعة بالأجل ثم بيعها لغير البائع نقدًا، ورأى جوازه إذا استوفى شروط البيع. وأما التورق المنظم، الذي يرتب فيه الممول بيع السلعة أو يتواطأ مع طالب السيولة، فقد حكم المجمع بتحريمه لأنه يؤدي إلى حيلة للحصول على نقد حاضر بدين أكبر مؤجل.(IIFA, Resolution No. 179 (5/19), 2009)

2. **صكوك السيولة قصيرة الأجل:** يمكن للصكوك القصيرة الأجل أن تخدم إدارة السيولة عندما تمثل أصولًا أو منافع أو حقوقًا قابلة للتداول، ويكون أجلها مناسبًا لحاجة المستثمر. وقد أشار تقرير IILM إلى دور برنامج الصكوك القصيرة الأجل في تزويد المؤسسات المالية بأصول سائلة عابرة للحدود، كما عرض التقرير حاجة السوق إلى أدوات عالية الجودة ومتوافقة مع الشريعة. (IILM & LSEG, 2023, pp. 4–8, 66–76).

لكن الصك القصير الأجل ليس قابلًا للتداول لمجرد قصر أجله. فإذا غلبت النقود أو الديون على أصوله، انطبقت عليه أحكام الصرف أو بيع الدين بحسب التكييف. ويقرر المجمع الفقهي أن تداول الصكوك التي تمثل أموالًا أو ديونًا يخضع للأحكام الخاصة بها، وأن صكوك المرابحة لا تُتداول كالأصول العينية. (IIFA, Resolution No. 178 (4/19), 2009).

3. **الودائع الاستثمارية بالوكالة:** في الوكالة بالاستثمار، يفوض صاحب المال مؤسسة مالية لاستثماره في نطاق محدد. وقد تتفق الأطراف على أجر وكالة، وقد يرد في التطبيق عائد متوقع أو مستهدف، لكن العائد المتوقع لا يتحول إلى ضمان لرأس المال أو الربح إلا وفق أساس شرعي وتنظيمي مستقل. وتبرز الوكالة في معاملات السيولة الثنائية لأنها تسمح بتحديد نطاق الاستثمار والمدة والمخاطر.

ثانيًا: أدوات متوسطة التداول والتطبيق

1. **ودائع المضاربة المشتركة بين البنوك:** ودائع المضاربة بين البنوك تقوم على أن يقدم أحد الطرفين رأس المال ويتولى الآخر الإدارة، ويُقسم الربح وفق نسبة متفق عليها. وتظل هذه الأداة أقل ملاءمة لإدارة السيولة اليومية لأن العائد غير مضمون والخسارة المالية تقع على رب المال وفق طبيعة عقد المضاربة.
2. **اتفاقية البيع وإعادة الشراء الإسلاميةSBBA :** تصفه إرشادات بنك نيجارا ماليزيا بأنه معاملة شبيهة باتفاقية إعادة الشراء، عُدلت لتتوافق مع الشريعة. يبيع طرف أوراقًا إسلامية بسعر متفق عليه، ثم يبرم الطرفان ترتيبًا لاحقًا لإعادة البيع في تاريخ مستقبلي. وتنص الإرشادات على انتقال ملكية الأوراق، وعلى وجود اتفاقين منفصلين، وعلى إمكان التداول مباشرة أو عبر وسيط.(BNM, 2013, pp. 2–8) .

ثالثًا: أدوات نادرة التداول والتطبيق

1. **صكوك السلم وصكوك الإجارة قصيرة الأجل:** صكوك السلم تمثل ملكية في سلع تُسلّم مستقبلًا. ويحظر معيار AAOIFIرقم (17) تداول صكوك السلم، لأن الصك يمثل حصة في دين السلم، ويخضع بالتالي لأحكام تداول الديون.(AAOIFI, 2003, p. 481, 5/2/14; p. 485)

أما صكوك الإجارة، فيجيز المعيار تداول الصكوك التي تمثل ملكية أصول إيجارية قائمة أو أصول ستؤجر بعد نقل الملكية إلى حملة الصكوك، فور الإصدار وحتى تاريخ الاستحقاق، بشرط انتقال ملكية الأصول إلى حملة الصكوك.(AAOIFI, 2003, p. 479, 5/2/4)

2. **القرض الحسن بين البنوك الإسلامية:** القرض الحسن أداة إرفاق لا يهدف إلى عائد للمقرض، ولذلك قد يُستخدم في ترتيبات طوارئ أو صناديق دعم السيولة. وتتمثل القيود المؤسسية في غياب العائد، وتكلفة الفرصة، ومتطلبات رأس المال والسيولة، ومخاطر الطرف المقابل، وضرورة وجود تفويض قانوني ورقابي. وقد أوصى المجمع الفقهي بتشجيع القرض الحسن وإنشاء صناديق له عند الحاجة إلى السيولة، لكن هذا لا يثبت وجود سوق عالمية نشطة للقرض الحسن بين البنوك (IIFA, Resolution No. 179 (19/5).

المطلب الثالث: شروط الإصدار والتداول

أولًا: شروط الإصدار الشرعية

1. وجود عقد مشروع محدد الآثار.
2. تعيين الأصل أو المنفعة أو الحق الذي تمثله الأداة.
3. تحقق الملكية أو الحق القابل للإنشاء قبل ترتيب الالتزامات.
4. منع الربا والغرر والمقامرة والجهالة المؤثرة.
5. عدم ضمان رأس المال أو الربح في عقود المشاركة والمضاربة والوكالة إلا في حالات التعدي أو التقصير أو المخالفة.
6. الإفصاح عن المخاطر والتكاليف وآلية توزيع الربح والخسارة.
7. استقلال العقود وعدم ربطها بصورة تؤدي إلى حيلة على الحكم الشرعي.
8. مراعاة أحكام الصرف إذا كانت الأداة تمثل نقودًا، وأحكام الدين إذا كانت تمثل دينًا.
9. تظهر هذه المبادئ بوضوح في قراري المجمع بشأن الصكوك؛ إذ اشترط أن تمثل الصكوك حصصًا شائعة، وأن ترتبط بعقد مشروع، وألا يضمن المدير قيمتها أو ربحًا محددًا، وأن يخضع التداول لطبيعة الأصول. (IIFA, Resolutions Nos. 137 and 178).

ثانيًا: شروط الإصدار التقنية والتنظيمية

1. موافقة الجهة الرقابية وهيئة الأوراق المالية أو البنك المركزي.
2. إعداد نشرة إصدار تفصل العقد، والأصل، والتدفقات، والمخاطر، والضمانات.
3. وجود أمين أو مدير أو وكيل محدد الصلاحيات.
4. تسجيل الملكية أو الحقوق في نظام قابل للإثبات.
5. وجود جهة حفظ وتسوية ومطابقة للمراكز.
6. تحديد قواعد التعثر وإعادة الهيكلة والإفلاس.
7. تحقيق الملاءمة الضريبية وعدم فرض ضريبة مزدوجة على نقل الأصل إن كان النظام يسمح بذلك.
8. تحديد أهلية المستثمرين والحد الأدنى للإصدار والحد الأدنى للتداول.

ثالثًا: شروط التداول الشرعية

يتغير حكم التداول بحسب غلبة مكونات الصك أو الأداة ((IIFA, Resolution No. 178 (4/19)):

1. إذا مثلت الأداة أصولًا عينية أو منافع، جاز التداول بسعر السوق متى استوفت الأصول شروطها.
2. إذا غلبت النقود، وجب مراعاة أحكام الصرف والتقابض.

3. إذا غلبت الديون، فلا تُعامل كالأصول العينية، بل تطبق أحكام بيع الدين والحوالة بحسب الحالة.
4. إذا كان الأصل خليطًا من أعيان وديون ونقود، وجب الرجوع إلى معيار الغلبة المعتمد لدى الجهة الشرعية والتنظيمية.
5. لا يجوز استعمال أصل عيني ضئيل لتبرير تداول محفظة ديون إذا كانت حقيقة الصك تمثل ديونًا.

رابعًا: شروط التداول التقنية والتنظيمية

1. إدراج الأداة في سوق أو منصة معتمدة.
2. توفير سعر أو آلية تسعير يمكن مراجعتها.
3. وجود تسوية آمنة في وقت محدد.
4. نشر بيانات الأصل والتدفقات والتصنيف الائتماني إن وجد.
5. تحديد صانع سوق أو وسيط عند الحاجة.
6. فرض متطلبات الإفصاح المستمر.
7. الفصل بين ملكية المستثمر وذمة المدير.
8. توثيق انتقال الملكية في السجلات.

تؤكد إرشادات SBBA الماليزية أهمية انتقال الملكية، وتحديد الأوراق المؤهلة، والتفاوض على السعر والأجل وتاريخ التسوية، وربط المعاملة بنظام الإيداع والتسوية. (BNM, 2013, pp. 3–8, 10–14).