

## مؤشر اللايبور واقعه وانعكاسات إلغاءه على المصارف الإسلامية، دراسة في التأثير والبدائل: معدل العائد الاسلامي (Islamic Rate of Return) نموذجاً

د. عزنان حسن، د. أنور حسن، د. عبد المجيد عبيد

إن تطبيق سعر الفائدة قد تسبب في حدوث العديد من الازمات الماليه العالميه، حيث اتضح للكثير من المؤسسات الماليه ان مؤشر (LIBOR) المستخدم في تقييم الاصول والعقود في المؤسسات الماليه لا يحقق الاستقرار المالي. وبعد حدوث الفضيحة بخصوص تحديد الأسعار في عام ٢٠١٢، أعلنت هيئة الرقابة الماليه البريطانيه أن المملكة المتحده ستلغي مؤشر سعر الفائدة (LIBOR) بنهاية عام ٢٠٢١. هذا بدوره خلق الكثير من المشاكل في المؤسسات الماليه التقليديه و الاسلاميه مما استدعاء الباحثين والاقتصاديين للبحث عن مؤشر مالي مقبول وعادل وفق معايير اقتصاديه وشرعيه لاحتساب سعر الفائدة. لذلك تهدف هذه الدراسه إلى تقديم مقترح لبناء مؤشر اسلامي لاحتساب الفائدة أو العوائد لعقود التمويل وتقييم الاصول في المؤسسات الماليه يقوم على القيمة العادله لجميع الاطراف في المعاملات الماليه. استخدمت هذه الدراسه نظريه السوق المتوازنه لبناء المؤشر الاسلامي أو ما يسمى بـ "معدل العائد الاسلامي (IRR)" في المعاملات الماليه الاسلاميه، حيث أن معدل النمو الاقتصادي يعبر في هذه الدراسه عن القيمة المتوازنه لسعر الفائدة ما بين العرض والطلب لعقود التمويل في الاسواق الماليه مع الأخذ بعين الاعتبار مخاطر السوق والتغير بمستويات العرض والطلب في النموذج المقترح.

### المقدمة

يُعد مؤشر (LIBOR) من أكثر المؤشرات الماليه العالميه المستخدم في مجال الماليه التقليديه والإسلاميه علي حد سواء، وهو اختصار لعبارة LONDON INTERBANK OFFERED RATE وهو يمثل مجموعه معدلات أسعار الفائدة علي القروض المتبادله بالعملات الرئيسيه بين البنوك الدوليه في سوق لندن ، ويتم في كل يوم عمل رسمي حساب ١٥٠ معدلا ل (LIBOR) أي ١٥ معدلا حسب المده (يوم ، أسبوع ، أسبوعان ، ، ومن شهر إلي

١٢ شهر) ، وذلك لعشر عملات رئيسية هي (الجنية الإسترليني ، الدولار الأمريكي ، الين الياباني ، الفرنك السويسري ، الدولار الكندي ، الدولار الاسترالي ، اليورو ، الكرونا الدنماركية ، الكرونا السويدية ، والدولار النيوزلندي) د . محمد السحيباني ، بدائل الفائدة ، جريدة الاقتصادية ، إبريل ٢٠٠٧ م ، العدد ٤٩٤١ .

### مشكلة البحث:

أعلنت هيئة الرقابة المالية البريطانية أن المملكة المتحدة ستلغي مؤشر سعر الفائدة (ليبور) بنهاية عام ٢٠٢١ . وتسعى منظمات دولية إلى إدخال تعديلات كبرى على أسواق المال، بغية تحقيق استقرار أكبر وتمثيلٍ لمتغيرات السوق بشكلٍ أفضل، بتغيير سعر الفائدة المعروف باسم “الليبور” (LIBOR)، والذي يجري من خلاله تسعير أرقام بمئات التريلونات من العملات الدولية في أسواق لندن المالية.

تكمن إشكالية البحث في انعكاس هذا الإلغاء على المعاملات المالية التي تعتمد هذا المؤشر، سواء من حيث تأثير الإلغاء، أو من حيث البحث عن بديل مقبول وفق معايير اقتصادية وشرعية، فالبحث ينطلق في شقين متوازنين، استكشاف انعكاسات الإلغاء، والبحث عن نموذج جديد يمكن اعتماده في المصارف الإسلامية.

إن على البنوك الإسلامية أن تسعى لاستبدال استخدامها مؤشر الليبور بمؤشر يلبي احتياجات المعاملات الإسلامية، خاصة بعد أن أثبت المؤشر فشله والشك في صحته والتلاعب في تكوينه. كما أن ذلك يؤثر بشكل سلبي على الصورة الذهنية للمصرفية الإسلامية ويوحى بعجزها عن إيجاد مؤشر بديل يتفق مع صيغ التمويل الإسلامي.

ركز المؤتمر الثامن لأكاديمية الفقه لمنظمة المؤتمر الإسلامي، الذي عقد في جدة، ١٨-١٩ شوال ١٠-١١ أبريل ١٩٩٣ على قضايا العملة، ودعا إلى إنشاء معيار جديد مقبول من منظور الشريعة

كبديل للمعاملات القائمة على الفائدة لتحديد هوامش الربح. Islamicmarkets.com

## التأصيل الشرعي في استخدامات مؤشر مالي في احتساب الفائدة وتسعير العقود للمعاملات المالية:

رأي الفقهاء المعاصرون أن استخدام البيور في تسعير العقود والأدوات الإسلامية -علي الرغم من عدم تفضيله- ليس محظورا من حيث المبدأ، إذ العبرة بشرعية العقد المنفذ ومعرفة الثمن حين العقد، ولذا جاء في الضوابط الشرعية لهيئة الرقابة الشرعية لبنك البلاد السعودي - مصرف إسلامي - ما يلي: (للبنك أن يفصح عن ثمن السلعة، وربحها في بيع المراجعة للأمر بالشراء على أن يكون الثمن الإجمالي للسلعة محددًا ومعلوماً للطرفين عند التوقيع على عقد البيع. ولا يجوز بأي حال أن يربط تحديد الثمن أو الربح بأمر مستقبلي مثل مؤشر الليبور (LIBOR) أو غيره من المؤشرات . ولا مانع من ذكر مؤشر من المؤشرات المعروفة في مرحلة الوعد للاستئناس به في تحديد نسبة الربح، على أن يكون الربح محددًا، ولا يبقى الربح مرتبطًا بالمؤشر أو بالزمن) (<https://al-maktaba.org/book/10517/521#p6>)

"لا يوجد في الشريعة - بحسب ما نعلم- طريقة لحساب الربح، والمعول في المعاملات هو على صيغة العقد لا على طريقة الحساب، فإذا كان بيعاً وجب أن يكون مكتمل الأركان تام الشروط خالياً من الربا والغرر والغش والغبن... إلخ، فإذا توفر ذلك فلا أهمية للطريقة التي حسب بها الربح، وهذا يعني أن ربط هامش الربح بأسعار الفائدة مقبول إذا كانت صيغة البيع صحيحة" مجلة مجمع الفقه الإسلامي عدد ٨٥٥، ج ٣/٦٨٣-٦٨٤. يقول منذر قحف: (الربط بلايبور في المالية الإسلامية، لا خلاف في مشروعيتها ولا يقول بعدم المشروعية إلا من لا يدرك حقيقة ومفهوم الوساطة المالية للمصارف الإسلامية وأن أصحاب الهيئات التشريعية لا يدركون الدور الحقيقي للمصارف الإسلامية، ولأن أعضاء الهيئات الشرعية وجدوا أن المصارف الإسلامية تهيمن عليها العقلية المصرفية التقليدية، وهي الاتجار في النقود، والذي لا يكون إلا بالمراباة غالباً. ولما كانت المصارف الإسلامية لا تستطيع العمل بالمراباة، لجأت إلى المداينات من خلال البيع والشراء للوصول إلى نفس النتيجة. ولما كانت هذه الأساليب كثيراً ما تكون صورية أكثر منها حقيقية، وجد العلماء أن إلزام المصارف الإسلامية بالاقتراب من التجارة الفعلية يبعدها بالضرورة عن الصورية في هذه الأساليب والممارسات، ومن ثم عن المراباة. فأصروا بناءً على ذلك على اقتحام المصرف لعالم التجارة. ولما رأى الاقتصاديون أن مزاحمة المصرف للتجار ذات آثار سيئة، وأن مهمته الحقيقية هي الوساطة، لم يرتاحوا لرأي أعضاء

الهيئات الشرعية في هذه القضية . لكنهم ظنوا أن البديل هو أسلوب المدائنات ، فراحوا يدافعون عن هذه الأساليب ، بما فيها المراجعة ، ويستندون إلى تطور العصر وتغير الموازين في تفسير مفاهيم “القبض” و “الحيازة” ونحوها ، بحيث يبقى المصرف بمنأى عن مزاحمة التجار)

تلخيص أهم الأدلة الشرعية على الجواز العام لاستخدام مؤشر مالي لاحتساب الفائدة و تسعير العقود والأدوات المالية:

١-الأصل العام الجواز للعقود والشروط وأدوات القياس ما لم تخالف القواعد العامة للشرع من الوقوع في الربا، أو الغرر، أو الجهالة.

٢-الشرع اعتبر العديد من المؤشرات في تحديد القيمة منها، سعر السوق، ومنها سعر المثل، ومنها القيمة الزمنية، وهذا يدل أن الأصل في الشريعة اعتبار القيمة بمؤشرات معتبرة عقلا، وتناسب مع مبادئ العرض والطلب وقواعد التسعير العامة.

رصد لبعض المبادرات الإسلامية المقترحة في بناء مؤشر يغني عن المؤشر التقليدي (LIBOR):

علي الرغم من قبول الفقهاء و الممارسين و المهتمين بالمصرفية الإسلامية -بشكل عام- لاستخدام الليبور في التمويل الإسلامي، فمن الواضح أنهم يعتقدون أنه من الأفضل أن يكون للتمويل الإسلامي مؤشر خاص لقياس وتسعير منتجات المصرفية الإسلامية، يكون أكثر ملائمة لروح المصرفية الإسلامية. هناك محاولات عدة دعا لها علماء أجلاء من الشرق والغرب (أكثر من خمس نماذج تم اقتراحها سابقا)، منها للدكتور عبد الحميد الغزالي، والدكتور محمد عبد الحليم عمر، والشيخ محمد تقي عثمانى، وغيرهم، ليؤكدوا ويصرخوا بأن الحاجة لمؤشر ومعياري قياس وتسعير إسلامي للمعاملات المالية الإسلامية أصبح ضرورة شرعية، أكدتها المجامع الفقهية ومعياري (آيوفي رقم ٢٧ - المادة ٧) وهناك دراسة أعدها مركز اسرا للبحوث التطبيقية في ماليزيا قام عليها فرق عمل ممثلا ب ممثل بالأستاذ الدكتور محمد عزمي عمر، والدكتور أزمان، والدكتور أحمد كميل ميرة والدكتور تورخان، والدكتور صبري ماجد، والدكتور شريفة زين. كل هذه الدراسات تظهر أهمية إنشاء مؤشر جديد أكثر ملائمة لتطبيقه في التمويل الإسلامي.

من بين هذه المقترحات هي:

## ١. نموذج معدلات آلية الربح:

قدم هذا الاقتراح من قبل عبد الحميد الغزالي (١٩٩٤). اقترح أنه يمكن تحقيق معدلات آلية الربح وذلك باستخدام معدل الأرباح في أسواق المال. و رأي بأنها طريقة أكثر عقلانية وأدعم للعدالة للجميع وتناسب مع الطبيعة الاقتصاد.

## ٢. تكوين سوق البنوك الإسلامية على أساس المبادئ الإسلامية:

تم اقتراح هذه النظرية من قبل فضيلة الشيخ محمد تقي عثمانى في عام ١٩٩٨. وفقاً لنظريته، يمكن الحصول على معيار للتسعير من خلال إنشاء مجموعة مشتركة مثل التمويل في الأدوات المدعومة بالأصول تكمن في الإجارة والمشاركة وما إلى ذلك. كشكل واقعي، مثل معدات الممتلكات المؤجرة وأسهم العمل، وما إلى ذلك، يمكن شراء هذه الوحدات وبيعها وفقاً لقيمة الأصول المجمعة المحددة على أساس دوري. يمكن التفاوض على هذه الوحدات ويمكن استخدامها كأداة تمويل. كما يمكن للبنوك التي لديها سيولة زائدة شراء هذه الوحدات وبيعها عندما تكون في حاجة إليها. يمكن لهذا النظام أن يولد سوقاً بين البنوك ويمكن استخدام قيمة الوحدات كمؤشر لتحديد الربح في الإجارة والمراجعة أيضاً.

## ٣. نموذج حسابات الاستثمار وتوزيعات أرباح ودائع البنوك الإسلامية:

تم تطوير الفكرة من قبل محمد عبد الحليم في عام ٢٠٠٠. وقد اقترح معياراً للتسعير وفقاً لتوزيع أرباح مؤسسات التمويل الإسلامي على المودعين.

## ٤. معيار يناسب كل من البنوك الإسلامية والتقليدية:

اقترح الدكتور عزنان حسن هذه الفكرة في عام ٢٠٠٩. ويقترح طرقاً مختلفة لتحديد سعر الفائدة وفقاً لأنواع مختلفة من المجالات مثل OPR و BFR، إلخ، في ماليزيا، ولكن مكونات (عناصر) هذه المؤشرات لا بد وأن تعكس الحالة الاقتصادية الحقيقية للبلد. يرى الدكتور عزنان أن وجود المؤشرين المختلفين - الإسلامية والتقليدية - في بلد واحد، قد يؤدي إلى عدم استقرار السوق، ونظراً لكون المصرفية التقليدية هي الأغلب في كثير من الدول، فوجود المؤشرين قد يضر بالمصرفية الإسلامية أكثر من المصرفية التقليدية. ولهذا لا بد من تكوين مؤشر مناسب للماليتين معا.

## ٥. معيار التسعير الإسلامي (IPB)

هذا اقتراح من الأكاديمية الدولية لأبحاث الشريعة للتمويل الإسلامي (ISRA). عينت ISRA فريقاً من الباحثين من الجامعة الإسلامية العالمية في ماليزيا.

### منطلقات شرعية لبناء مؤشر إسلامي:

#### التعامل بمبدأ سعر السوق :

التعامل بحسب السعر السائد في السوق وهو ما يسمى بأوامر السوق، وهي التي تنفذ بحسب السعر السائد في ردهه التداول عند وصول الأمر دون تحديد كمي مسبق من قبل العميل وهذا معنى قول الفقهاء، وأنه من شروط صحة البيع أن يكون الثمن معلوماً وقت التعاقد ((المغني ٤/١٤٤)) وذلك بمعرفة مقداره كما وصفه عند البعض. أو بما يحصل به الرضا وتنقطع به المنازعة سواء تم تحديده كميّاً أو لم يحدد عند البعض الآخر. وقال الإمام النووي: يشترط في صحة البيع أن يذكر الثمن في حال العقد فيقول: بعته بكذا، فإن قال: بعته هذا واقتصر على هذا فقال المخاطب: اشتريت أو قبلت لم يكن هذا بيعاً بلا خلاف ولا يحصل به الملك للقابل على المذهب وبه قطع الجمهور. (المجموع ٩١٧١).

#### نموذج سعر السوق في المراجعة:

تتفق كلمة الفقهاء أن بيع المراجعة يجب الإفصاح به عن الثمن الأصلي وثن المراجعة ، وقال علي حيدر: بيع المراجعة هو البيع الذي يقع بعد بيان البائع ثمن المبيع الذي اشتراه به على ربح معلوم زيادةً على ذلك الثمن، وذلك كأن يقول البائع للمشتري: قد كلفني هذا المال مائة قرشٍ فأبيعه لك بمائة وعشرة قروش (درر الحكام ١/٢١٥) قال شيخ الإسلام ابن تيمية: وأما إذا كان السعر لم ينقطع بعد ولكن ينقطع فيما بعد ويجوز اختلاف قدره فهذه قد منع منه -الإمام أحمد- لأنه ليس وقت البيع ثمن مقدر في نفس الأمر والأسعار تختلف باختلاف الأزمنة فقد يكون سعره فيما بعد العقد أكثر مما كان وقت العقد، فأما إذا باعه بقيمته وقت العقد فهذا الذي نص أحمد على جوازه.

وهذا ما قرره المجامع الفقهية والمؤسسات التي تعنى بشؤون المصارف الإسلامية، فقد جاء في المعيار الشرعي رقم ٨ من معايير هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية المتعلق بالمراجعة ما يلي: يجب أن يكون كل من ثمن السلعة في بيع المراجعة للأمر بالشراء وربحها محددًا ومعلومًا للطرفين عند

التوقيع على عقد البيع. ولا يجوز بأي حال أن يترك تحديد الثمن أو الربح لمتغيرات مجهولة أو قابلة للتحديد في المستقبل؛ وذلك مثل أن يعقد البيع ويجعل الربح معتمداً على مستوى الليبور الذي سيقع في المستقبل. ولا مانع من ذكر مؤشر من المؤشرات المعروفة في مرحلة الوعد للاستئناس به في تحديد نسبة الربح، على أن يتم تحديد الربح في عقد المراجعة للآمر بالشراء على أساس نسبة معلومة من التكلفة ولا يبقى الربح مرتبطاً بالليبور أو بالزمن.

### معايير التسعير في الشريعة الإسلامية :

#### سعر المثل:

تناول الفقهاء مصطلحات (ثمن المثل) (والبيع بما ينقطع به السوق) وتحرير المسألة أن الشرع انما نهى عن الجهالة في الثمن أو المثل حينما يكون هناك غرر، قال ابن تيمية: فإن بعض الفقهاء يظنون أن الغرر صفة للبيع نفسه، وأن النبي - صلى الله عليه وسلم - نهى عن البيع الذي هو غرر. وليس كذلك، بل قد نهى عن بيع المبيع الذي هو غرر، فالمبيع نفسه هو الغرر، كالثمرة قبل بدو صلاحها نظرية العقد: (٢٠٧). يقول ابن القيم: " فإن الرجل يعامل اللحم والخباز، ويأخذ كل يوم ما يحتاج إليه من أحدهم من غير تقدير ثمن المثل الذي ينقطع به، وكذلك جرايات الفقهاء وغيرها، فحاجة الناس إلى هذه المسألة تجرى مجرى الضرورة، وما كان هكذا لا يجيء الشرع بالمنع منه البتة، كيف وقد جاء بجوازه في العقد الذي الوفاء بموجبه أوكد من غيره من العقود وهو النكاح أ. هـ.

وقال: وكذلك البيع والشراء بالسعر لم يزل واقعاً في الإسلام، حتى إن من أنكره لا يجد منه بدأً، فإنه يأخذ من اللحم والخباز وغيرهما كل يوم ما يحتاج إليه من غير أن يساومه "بدائع الفوائد: (٥١/٤)، (٧٥).

وإذا كان الشرع أجاز النكاح بدون المهر، واشترط مهر المثل للمرأة، والمهر قيمة مالية مقدرة، فقياس ثمن البضاعة في ذلك من باب أولى.

#### ثمن المثل وبناء المؤشر الإسلامي:

اعتبار الشريعة لثمن المثل في قضايا عديدة في الفقه الإسلامي يجعلنا نقيس ثمن البضاعة المجهول على المعلوم، وخصوصاً في بيع الآجال مثل بيع المراجعة، وعقود السلم، ونحوهما، ولهذا ظهر مصطلح (تخبير الثمن) ومعناه الاستعانة بأهل الخبرة في تحديد الثمن، قال ابن تيمية: " .. وذلك لأن الموكل رضي بخبرة الوكيل وأمانته، والمشتري بتخبير الثمن قد رضي بأمانة البائع، وكذلك يرضى بخبرته أكثر

مما يرضى بخبرة الوكيل؛ لأن البائع يشتري لنفسه، والوكيل يشتري لغيره، واجتهاد التاجر لنفسه أبلغ في العادة من اجتهاد الوكيل لموكله، ولهذا جرت عادة الناس أن يرضوا بالبيع بتخبير الثمن أكثر مما يرضون بالمساومة... ولهذا أيضاً يرضى الناس بأن يشتروا بالسعر الذي يشتري به عامة الناس دون المساومة لهذا المعنى؛ ولهذا إذا باع الوكيل أو الولي بالسعر العام نفذ تصرفه، وكذلك الولي، ولو باع أو ابتاع بخبرة نفسه، وخالفت السعر العام كان مخالفاً" نظرية العقد: (١٥٥، ٢٠٥-٢٠٦).

### اعتبار الشريعة للزمن قيمة كما في السلم وبيع الآجال:

من المسائل الفقهية الهامة التي تفيدنا في بناء المؤشر الإسلامي، وتقدير القيمة في بيع الآجال، والمراجعة، المسائل الفقهية التي اعتبر الشارع فيها قيمة للزمن، كما في بيع السلم، والبيع بالتقسيط، فالتعجيل في المثمن في السلم انقص في الثمن، والتعجيل في المثمن في التقسيط زاد في الثمن، والحقيقة أن تأثير الزمن ظاهر في العقدين،

تكاد تتفق كلمة الفقهاء بجميع المذاهب أن للزمن قيمة، وقد ذكر الكاساني فيما يتعلق بالترتيب الزمني أنه (لا مساواة بين النقد والنسيئة؛ لأن العين خير من الدين والمعجل أكثر قيمة من المؤجل) الكاساني علاء الدين. بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع. دار الكتاب العربي، بيروت، ط ٢، ١٩٨٢. ج ٥، ص ١٨٧. وفي الفقه المالكي (جعل للزمان من الثمن) بداية المجتهد ونهاية المقتصد بن رشد ١٠٨/٢ دار الفكر، بيروت وفي المجموع للإمام النووي (الأجل يأخذ جزءاً من الثمن) المجموع شرح النووي ٦/١٣ المكتبة السلفية المدينة المنورة د. ت وفي فتاوى شيخ الإسلام ابن تيمية (الأجل يأخذ قسطاً من الثمن) مجموع فتاوى شيخ الإسلام ٤٩٩/٢٩ الطبعة السعودية ط ١١٣٩٨، ومن خلال ما سبق يتضح أن للأجل قيمة زمنية، فالبدل المعجل يمكن الاستفادة منه باستهلاكه، أو استثماره، أو سداد دين حال، أو التوقي من مخاطرة عدم سداد البدل المؤجل، أو تقلبات الأسعار وقيمة النقود ( ينظر بحث بيع التقسيط تحليل فقهي اقتصادي للدكتور رفيق يونس المصري والبحث منشور في مجلة مجمع الفقه الإسلامي ١٨٥/٦ ).

### علاقة الزمن ببناء المؤشر الإسلامي:

من خلال ما سبق يتضح أن للزمن قيمة معتبرة في الشرع، وعليه يجب مراعاة البعد الزمني في بناء مؤشر إسلامي ينوب عن اللايبور



## ملحق : جدول بيان أهم المقترحات لبناء مؤشر إسلامي، والملاحظات عليها.

الملاحظات	البديل عن مؤشر الليبور (LIBOR)
<p>١- يستند الى أسس شرعية.</p> <p>٢- نموذج تقدير عقد السلم وبيع الأجل يمكن القياس عليها.</p>	<p><b>الربح الاحتمالي :</b> الفرق النقدي المحقق من سعر البيع الآجلة عن السعر النقدي، وهو الفرق الذي اعترف به الفقهاء، وأجازوه في بيع السلم والبيع الآجل.</p>
<p>١- يقترح معدل واحد مختار وليس نسبة متوسطة.</p> <p>٢- يختص بأحسن استثمار وهذا يؤدي لرفع نسبة الربحيات.</p> <p>٣- يتناسى نسبة الخسائر.</p>	<p><b>معدل الخصم:</b> "معدل العائد على أحسن استثمار بديل يتصف بنفس مواصفات المشروع تحت الدراسة"</p>
<p>١- إن هذا المعدل لا يأخذ في الاعتبار التكلفة التي يتحملها المصرف الإسلامي مقابل منح هذا التمويل</p> <p>٢- يمثل هذا المعدل فقط نصيب أصحاب الودائع في الأرباح بعد اقتطاع حصة المصرف الإسلامي كمضارب.</p>	<p>استخدام <b>معدل العائد الموزع علي حسابات الاستثمار:</b> وتعد جداول رياضية على منوال الجداول التقليدية، ويقترح كذلك أن يكون معدل الأرباح هو معدل العائد على ودائع وحسابات الاستثمار بالمصارف الإسلامية</p>
<p>١- هذا المقترح يساوي بين المشروعات بغض النظر عن أهميتها النسبية.</p> <p>٢- لم توضح كيفية استخراج متوسط هذه النسبة.</p>	<p><b>متوسط النسبة المتوقعة للأرباح المتوقعة إلى رأس المال المستثمر.</b></p>
<p>١- أن هذا المعدل يفترض أن المشروع التالي يمثّل المشروع الأول في كافة الجوانب وهذا عمليا غير مطابق للواقع.</p> <p>٢- أن تطبيق ذلك يتطلب دراسة كافة المشاريع ووضعها في قائمة الانتظار للتمويل.</p>	<p><b>معدل ربحية الفرصة البديلة :</b> حيث يرتب المصرف الإسلامي البدائل الاستثمارية المتاحة من حيث الأفضلية من وجهة نظره وفي ضوء ما لديه من معلومات وما عليه من محددات ، ثم يختار أحدهم ، وفي هذه الحالة تقاس ربحية الفرصة البديلة علي أساس الربحية المتوقعة من المشروع التالي</p>
<p>هل هو الربح المتوقع من كل مشروع علي حدة ؟.</p> <p>هل هو الربح المتوقع من مجموعة مشروعات تعمل في نشاط واحد ؟.</p> <p>أم هل هو الربح المتوقع من مجموع المشروعات في كافة الأنشطة ؟.</p>	<p><b>استخدام آلية الربح</b></p>
<p>١- أن هذا المعدل يعتمد في الأساس على الأرباح الناشئة</p> <p>٢- أن أحد مكونات المؤشر الأساسية هو سعر الفائدة والذي يمثل تكلفة الفرصة البديلة.</p> <p>٣- أن الأسعار السابقة حددت تبعاً لظروف اقتصادية ماضية قلما تتكرر في المستقبل</p> <p>٤- أن استخراج متوسط أرباح التمويل بالمصارف الإسلامية لمدة معينة، لا يضمن تغطية جميع الأنشطة الاقتصادية ورجحيتها بطريقة موضوعية.</p>	<p>بناء نموذج كمي هيكل المؤشر الإسلامي للتعامل الآجل علي النحو التالي :</p> <p>استخراج متوسط أرباح التمويل بالمصارف الإسلامية لمدة معينة ولتكن ٦ أشهر ماضية، وليكن فرضاً ١٥٪.</p> <p>دراسة التنبؤ بالمتغيرات الاقتصادية خلال الفترة المقبلة ولتكن ٦ أشهر .</p> <p>دراسة معدل سعر الفائدة ويمثل الفرصة البديلة.</p> <p>تقدير نسبة الانحراف المعياري أو الأخطاء في التقديرات السابقة.</p>

## النماذج المقترحة دولياً لبناء مؤشر بديل لمؤشر (LIBOR) من قبل المؤسسات المالية

### العالمية وتأثيراتها المحتملة على المؤسسات المالية الإسلامية

اتخذت السلطات المالية في الكثير الدول المتقدمة خطوات لتحديد وبناء معايير مرجعية بديلة عن (LIBOR) لتحديد سعر الفائدة عالمياً متوافق مع معايير و مبادئ المنظمة الدولية لهيئة الأوراق المالية

IOSCO. في الجدول أدناه ملخص لأسعار الفائدة المقترحة في كل من الولايات المتحدة والمملكة المتحدة البريطانية و الاتحاد الاوربي و سويسره، اليابان و استراليا و كندا و سنغافورة، و هونكج.

### النماذج المقترحة لاصلاح سعر الفائدة دولياً\*

الاطريقة الرسمية المستخدمة في الوقت الحالي	الوصف	الجهة التي تدير اسعار الفائدة الجديده (RFR)	تاريخ الاعلان عن اسعار الفائدة الجديده (RFR)	أسعار الفائدة المقترحة Risk Free Rate (RFR)	أسعار الفائدة الحاليه بين البنوك (IBORs)	الاختصاص القضائي
التحول بشكل كلي الي استخدام سعر الفائدة الجديده (RFR)	إعادة شراء الخزانة الأمريكية لليلة واحدة (الفائدة الجديده)	Federal Reserve Bank of New York	إبريل ٢٠١٨	SOFR	USD LIBOR	الولايات المتحدة الأمريكية
التحول بشكل كلي الي استخدام سعر الفائدة الجديده (RFR)	سعر إيداع غير مضمون لليلة واحدة (مُحسّن)	Bank of England	إبريل ٢٠١٨	SONIA	GBP LIBOR	المملكة المتحدة البريطانية
نسخ المنحى المزدوج (القديم والجديد)	سعر الفائدة لإيداع غير مضمون لليلة واحدة (جديد)	ECB	أكتوبر ٢٠١٩	€STR	EURIBOR	الاتحاد الاوربي
التحول بشكل كلي الي استخدام سعر الفائدة الجديده (RFR)	سعر معاملات إعادة الشراء لليلة واحده (الحاليه)	SIX Swiss Exchange	أكتوبر ٢٠١٧	SARON	CHF LIBOR	سويسره
نسخ المنحى المزدوج (القديم والجديد)	سعر الفائدة الحاليه غير المضمونة لليلة واحدة (الفائدة القائمة)	Bank of Japan	ديسمبر ٢٠١٦	TONA	TIBOR	اليابان
نسخ المنحى المزدوج (القديم والجديد)	سعر الفائدة للتمويل الغير مضمون لليله واحده	Reserve Bank of Australia	٢٠١٧	Cash Rate (AONIA)	BBSW	استراليا
نسخ المنحى المزدوج (القديم والجديد)	سعر المعاملات لإعادة الشراء لليله واحده (المحسنه)	Bank of Canada	نوفمبر ٢٠١٨	Enhanced CORRA	CDOR	كندا
نسخ المنحى المزدوج (القديم والجديد)	سعر الفائدة للتمويل الغير مضمون لليله واحده	Monetary Authority of Singapore	اغسطس ٢٠١٩	SORA (tbc)	SIBOR	سنغافوره
نسخ المنحى المزدوج (القديم والجديد)	سعر الفائدة للتمويل الغير مضمون لليله واحده	Treasury Markets Association	إبريل ٢٠١٩	HONIA	HIBOR	هونكج

المشاكل المتعلقة باستخدام نظام سعر الفائدة المقترحة دولياً (الفائدة الخالية من المخاطر -

**RFR**) على البنوك الإسلامية:

١- المشكلة الرئيسية للعملية المتعلقة باستخدام (RFR) بدلا من (LIBOR) هي أن (LIBOR) هو معدل المدى التطلعي في حين أن RFR الاستبدال المقترحة تتخلف عن معدلات الفائدة اليومية. وبالتالي ، يجب تعديل توقيت وأساس حساب الفائدة و / أو معدلات الربح في إطار الوثائق المالية إذا تم استخدام RFRs بدلاً من LIBOR. إن استخدام RFR غير المحددة المدة قد يخلق أيضًا مشاكل من حيث الميزانية وأنظمة تشغيل البنوك.

٢- عدم توفر البدائل الاحتياطية: عندما تشير تسهيلات المصرفية الإسلامية إلى (LIBOR) وتمتد فترة هذه التسهيلات إلى ما بعد نهاية عام ٢٠٢١ ، سيتعين على أطراف المعاملة النظر فيما إذا كانت أي أحكام وبدائل احتياطية في تلك التسهيلات التي تنطبق على (LIBOR) وهي في الواقع غير متوفرة ، أو مدرجة ، وغير مناسبة ومرضية.

٣- عادةً ما تشمل (RFR) على معدل إيداع الليلة الماضية للبنك المركزي ذي الصلة ولا تشمل علاوة السيولة ومخاطر الائتمان المصرفي الملازمة لفروق الأسعار وبالتالي سوف يقلل من تكلفة التمويل الإجمالية، بمعنى إخران استخدام (RFR) سوف يقلل من القيمة الاقتصادية للعقود والأصول في المؤسسات المالية الإسلامية.

٤- القضايا الهيكلية للتسهيلات المصرفية الإسلامية: ستواجه التسهيلات المصرفية الإسلامية تحديات إضافية محددة في التكيف مع استخدام سجلات الاستثمار الإقليمية ذات النظرة المتخلفة بسبب حقيقة أن هذه التسهيلات تستخدم عادة التدفقات النقدية المتلقاة من أحد الأصول أو تقديم الخدمات لتوليد عائد على التمويل يجب تحديد ذلك بموجب مبادئ الشريعة الإسلامية في وقت حدوث المعاملة القائمة على الأصول أو الموافقة على تقديم الخدمات.

## المعالجات المقترحة لمعالجة الآثار المالية المترتبة من استخدام الفائدة الخالية من المخاطر (RFR) لما بعد عام ٢٠٢١ .

- ١- يتم اعتماد أسعار العقود المالية قبل عام ٢٠٢١ وخصوصاً المراجحة منها وفقاً لسعر الفائدة المتفق عليه في تاريخ إنشاء هذه العقود ( أي اعتماد سعر فائدة ثابتة) حتى تاريخ الاستحقاق، وبالتالي تقييد الإيرادات المتوقعة من هذه العقود عل أنها أرباح مستحقة، وبعد العام ٢٠٢١ يتم إعادة تقييم هذه العقود او الاصول وفقاً لسعر الفائدة الجديده ويتم منح العميل خصم بالفارق ما بين الفائدة السابقة عند توقيع العقد (قبل ٢٠٢١) وسعر الفائدة بعد توقيع العقد (بعد ٢٠٢١) كون العميل ملزماً قانونياً فقط بسداد ماتم الاتفاق عليه في تاريخ إنشاء هذه العقود المالية.
- ٢- يتم إنشاء مخصصات مالية لمواجهة التغير والتقلبات في أسعار الأصول والعقود في المؤسسات المالية الإسلامية.

### النموذج المقترح لبناء مؤشر "معدل العائد الإسلامي" الجديد

حيث أن ديننا الاسلامي الحنيف القائم على العدالة ومنع الاحتكار فقد ترك المجال للسوق لتحديد الأسعار وفقاً لمبدأ العرض والطلب، وحيث أن في الفقه الإسلامي ، "سعر السوق" هو مصطلح شائع يستخدم على نطاق واسع لتحديد سعر عادل في العديد من الظروف ، وخاصة كوسيلة للتسوية لحل النزاعات إما عن طريق التحكيم أو عن طريق المحاكم.

هناك العديد من الأحاديث النبوية حيث يرفض النبي صلى الله عليه وسلم تحديد الأسعار ويترك تحديدها للسوق.

ما روى عن أبي هريرة عند أحمد وأبي داود: أَنَّ رَجُلًا جَاءَ فَقَالَ يَا رَسُولَ اللَّهِ سَعِّرْ. فَقَالَ "بَلْ أَدْعُو" ثُمَّ جَاءَهُ رَجُلٌ فَقَالَ يَا رَسُولَ اللَّهِ سَعِّرْ فَقَالَ "بَلِ اللَّهُ يَخْفِضُ وَيَرْفَعُ ، وَإِنِّي لِأَرْجُو أَنَّ أَلْقَى اللَّهَ وَلَيْسَ لِأَحَدٍ عِنْدِي مَظْلَمَةٌ".

وفي حديث آخر رواه الترمذي بسنده عن أنس رضي الله عنه قال :غلا السعر على عهد رسول الله صلى الله عليه وسلم فقال: الناس يا رسول الله غلا السعر فسعر لنا، فقال رسول الله صلى الله عليه وسلم: إن الله هو المسعر القابض الباسط الرازق، وإني لأرجو أن ألقى الله وليس أحد منكم يطلبني في دم ولا مال"

ووفقا لهذا المبدء العادل في الاسلام فإن هذه الدراسة تقترح أن يتم بناء مؤشر للتقييم والتسعير في التمويل الإسلامي من خلال تطبيق نظرية السوق المتوازنة، حيث تعرف هذه النظرية أن التوازن في السوق هي الحالة التي يكون فيها العرض مساوياً بشكل تام للطلب ونتيجة لعدم وجود نقص أو فائض في السوق فإن الأسعار تظل مستقرة خلال هذه الحالة. وتقوم هذه النظرية على العديد من الفرضيات :

١- تعدُّ وحدة التمويل المتداولة في السوق المتوازن متجانسة.

٢- يُعدّ السوق المتوازن كاملاً؛ أي إنّ كافة المستثمرين (المودعين والممولين) لديهم معلومات كافية عن السوق.

٣- يحتوي السوق المتوازن على عددٍ كبير من المستثمرين، ويتنافسون مع بعضهم بعضاً منافسةً شريفةً.

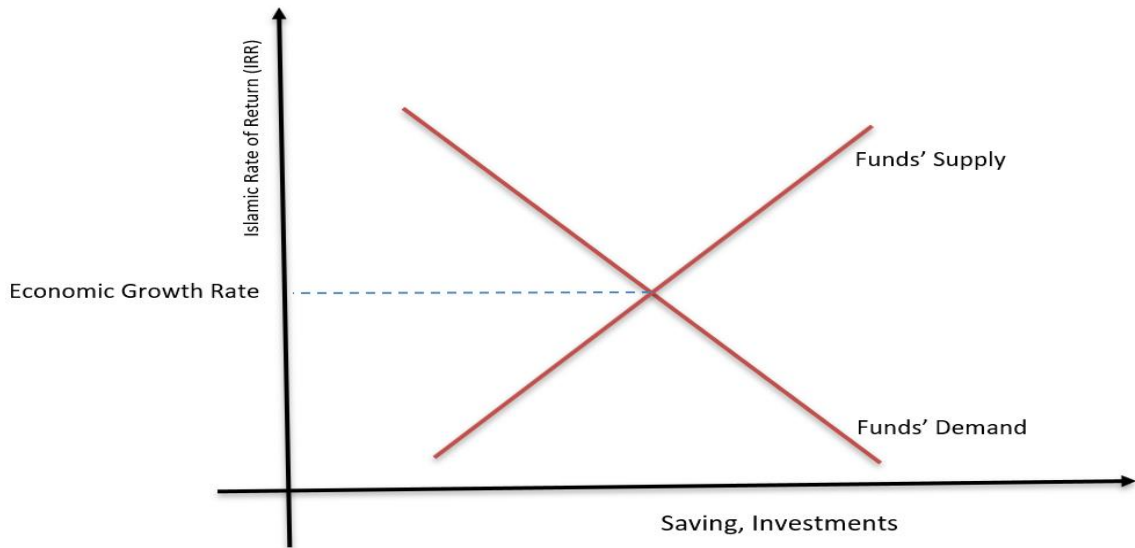
٤- تُعدّ قرارات الاستثمار الخاصة بالمستثمرين في السوق المتوازنة مُستقلةً بشكل تام عن قرارات الممولين.

٥- يعدّ السوق المتوازن مستقلاً بشكل تام عن غيره من أنواع الأسواق الأخرى.

تحاول نظرية التوازن شرح سلوك العرض والطلب والأسعار في الأسواق المالية ، من خلال السعي لإثبات أن تفاعل العرض والطلب للأموال سيؤدي إلى توازن عام وشامل في الأسعار في الأسواق المالية، حيث تفترض هذه الدراسة أن مؤشر النمو الاقتصادي ( Economic Growth )

Rate) يعبر عن حالة التوازن لأسعار الفائدة المتوازنة والذي تمثل تكلفة الفرصة البديله العادلة لأطراف المعامل وبالتالي يمكن أن تستخدم في احتساب مؤشر " معدل العائد الإسلامي (IRR) " بدلا من حساب العائد الخالي من المخاطر (RFR) الذي يقوم على مبدأ الدين .

التغيرات في توازن السوق الماليه: تُؤثر على توازن أسعار السوق المالية مجموعة من التغيرات المرتبطة بالعرض أو الطلب على التمويل في السوق المحلية والدولية أو كلاهما : وفيما يأتي تحليل لهذه التغيرات المؤثرة على السوق وفقاً لفرضيات خاصة بالعرض والطلب حسب الرسم البياني ادناه.



معدل الفائدة المتوازن في الاقتصاد الاسلامي

-ثبات العرض وتغير الطلب: هو ظهور تغير في الطلب بانتقال كامل منحناه إلى الجهة اليمنى أو اليسرى من منحنى العرض والطلب؛ بسبب تغير عامل أو أكثر من عامل مُحدّد للطلب، مثل زيادة حجم الاستثمارات، زيادة عدد المستثمرين، التسهيلات الائتمانية مع ثبات الأسعار، وافترض ثبات العرض.

ثبات الطلب وتغير العرض: هو ظهور تغير في العرض بانتقال كامل منحناه إلى الجهة اليمنى أو اليسرى من منحنى العرض والطلب؛ بسبب تغير عامل أو أكثر من عامل مُحدّد للعرض، مثل عدد

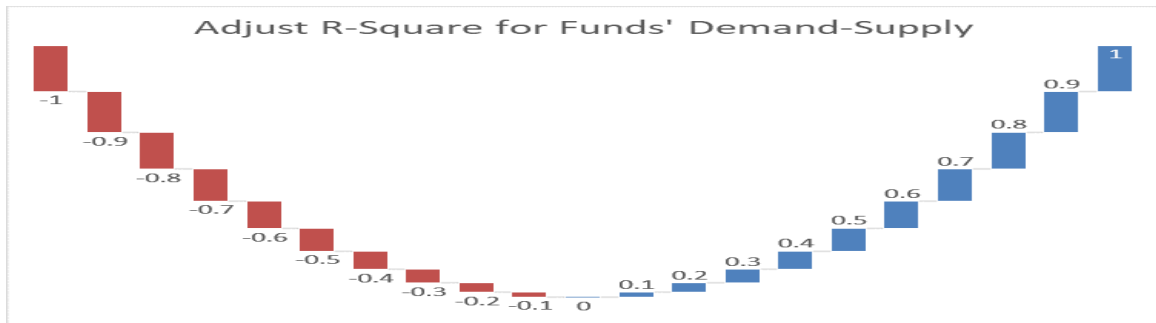
الممولين في السوق، التسهيلات الائتمانية، والتقنيات المستخدمة في العرض، والضرائب المفروضة مع ثبات الأسعار، وافترض ثبات الطلب.

**التغير في العرض والطلب معاً:** هو ظهور تغيّر في الطلب نتيجةً لعامل أو أكثر من عوامل الطلب، مع ظهور تغيّر في الوقت ذاته في العرض نتيجةً لعامل أو أكثر من عوامل العرض، فينتج عن ذلك ظهور تغيرات في توازن السوق وفقاً للحالات الآتية: ارتفاع كليّ من الطلب والعرض، نقصان كليّ من الطلب والعرض، ارتفاع الطلب ونقصان العرض، نقصان الطلب وارتفاع العرض.

ونتيجة لذلك فإن الأخذ بعين الاعتبار لتفاعل العرض والطلب من الأمور الأساسه في احتساب معدل العائد الإسلامي (IRR)، حيث تستخدم هذه الدراسة ما يسمى بال (Adjust R-Square) لحساب حجم التفاعل ما بين العرض والطلب على التمويل المالي الإسلامي باستخدام المعادل التالية:

$$R^2_{adj} = 1 - \left[ \frac{(1 - R^2)(n - 1)}{n - k - 1} \right]$$

حيث أن  $(R^2)$  المعدلة تقيس التأثير الكلي للطلب على العرض، وأن قيمة  $(R^2)$  المعدلة تتمحور بين (0 إلى +1) حسب المنحى المبين أدناه. و أن (N) تشير إلى عدد المؤسسات المالية المستخدمة في بناء النموذج المقترح، بينما (K) تشير إلى عدد العوامل المستخدمة في نموذج التحليل. أيضاً يتم الأخذ بعين الاعتبار مخاطر السوق مثل علاوة السيولة ومخاطر عدم قدره علي السداد ومخاطر الائتمان المصرفي الملازمة لفروق الأسعار ومخاطر السوق الأخرى حتي يتم إعطاء القيمة الاقتصادية الحقيقية للعقود والاصول في المؤسسات المالية الاسلامية.



وبالتالي فإن المعادل الرياضية لاحتساب معدل العائد الإسلامي (IRR) يمكن احتسابه وفقاً لما

يلي:

$$\text{Islamic Rate of Return} = \text{Economic Growth Rate} + \text{Risk Premium} \times R_{adj}^2(D,S)$$
$$\text{IRR} = \text{EGR} + \text{RP} \times R_{adj}^2(D,S)$$

معدل العائد الإسلامي = معدل النمو الاقتصادي + علاوة المخاطر \* (معامل التفاعل بين الطلب والعرض للتمويل)

أيضاً أنه من الممكن تطوير هذا النموذج باستخدام برامج احصائه تساعد في عملية التنبؤ بحجم العرض والطلب من خلال استخدام برامج الذكاء الاصناعي على سبيل المثال شبكة الاعصاب الاصناعية، نموذج التعلم الآلي، نموذج التعلم العميق. وبالتالي التنبؤ بأسعار الفائدة الإسلامية بشكل يومي.

## الخاتمة والتوصيات

بالرغم من أن تطبيق سعر الفائدة - كمؤشر لتسعير المنتجات الإسلامية- ليس محظوراً في ذاته، ولكن استخدام المؤشر المبني على سعر الفائدة مثل الليبور تسبب في حدوث العديد من الأزمات المالية العالمية، حيث اتضح للكثير من المؤسسات المالية أن مؤشر (LIBOR) المستخدم في تقييم الأصول والعقود في المؤسسات المالية لا يحقق الاستقرار المالي ونتيجة لذلك أعلنت هيئة الرقابة المالية البريطانية أن المملكة المتحدة ستلغي مؤشر سعر الفائدة (LIBOR) بنهاية عام ٢٠٢١. هذا بدوره خلق الكثير من المشاكل في المؤسسات المالية التقليدية و الإسلامية مما استدعاء الباحثين والاقتصاديين للبحث عن مؤشر مالي مقبول وعادل وفق معايير اقتصادية وشرعية لاحتساب السعر المناسب. لذلك تهدف هذه الدراسة إلى تقديم مقترح لبناء مؤشر عام وقابل للاستخدام في المالية الإسلامية، لغرض تمويل المنتجات وتقييم الأصول في المؤسسات المالية يقوم على القيمة العادلة لجميع الأطراف في المعاملات المالية. استخدمت هذه الدراسة نظرية السوق المتوازنة لبناء المؤشر الإسلامي أو ما يسمى بـ " معدل العائد الإسلامي (IRR) " في المعاملات المالية الإسلامية، حيث أن معدل النمو الاقتصادي يعبر في هذه الدراسة عن القيمة المتوازنة لسعر العرض والطلب لعقود التمويل في الأسواق المالية مع الأخذ بعين الاعتبار مخاطر السوق والتغير بمستويات العرض والطلب في النموذج المقترح.



## التوصيات :

- ١- يتم إستخدام بم "معدل العائد الاسلامي (IRR) " بدلا من العائد الخالي من المخاطر (RFR)، كون العائد الخالي من المخاطر مبنياً على مبدأ الدين بينما معدل العائد الإسلامي مبنياً على مبدأ الفرصة البديلة والتي يتم تقييمها من خلال معدل النمو الاقتصادي.
- ٢- عند احتساب مؤشر " معدل العائد الاسلامي (IRR) " يجب الأخذ بعين الاعتبار معدل النمو الاقتصادي المحلي والدولي. فعند إجراء عقود التمويل المحلية يتم استخدام معدل النمو الاقتصادي المحلي وعند إجراء عقود التمويل الدولية يتم استخدام معدل النمو الاقتصادي الدولي حتى لا يكون هناك أي فرص لإعمال المضاربة وتحقيق الأرباح الغير مشروعة.
- ٣- يتم إنشاء مخصصات مالية لمواجهة التغير والتقلبات في أسعار الأصول والعقود في المؤسسات المالية الإسلامية لما بعد ٢٠٢١.