

آلية تحديد معدلات ليبور
وامكانية الاستفادة منها لحساب
مؤشرات مالية إسلامية

د. محمد بن إبراهيم السحيباني
قسم الاقتصاد - كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية
جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية

ملخص البحث :

يهدف البحث إلى توصيف آلية تحديد معدلات الإقراض بين البنوك الدولية في لندن، والمعروفة بمعدلات (ليبور)، واستقصاء إمكانية الاستفادة منها لحساب مؤشرات مالية إسلامية بديلة، حيث يعرض بالتفصيل لتطور معدلات ليبور وأهميتها، وطريقة حسابها، والعوامل المؤثرة فيها. وقد خلص البحث إلى إمكانية الأخذ بمنهجية معدلات ليبور لحساب مؤشرات مالية إسلامية؛ حيث تتميز ببساطتها وعدالتها، وانسجامها مع مبادئ التقويم عند الفقهاء. وبالرغم من إمكانية الأخذ بمنهجية معدلات ليبور لحساب مؤشرات منافسة، واقتراح العديد من الباحثين مؤشرات إسلامية بديلة عن سعر الفائدة، إلا أنه لم يتم حتى الآن تحويل أي من هذه المقترحات إلى مؤشرات معيارية ترجع إليها صناعة الخدمات المالية الإسلامية، حيث ما زالت تعتمد صراحة أو ضمناً على معدلات ليبور أو نظائرها. وعليه، فإن مسار البحث عن البديل يجب أن يبدأ من المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية نفسها؛ من خلال مبادراتها لتطوير وتصميم منتجات مالية أصلية تحقق لها التميز عن البنوك التقليدية، وتوفر اللبنة الأساسية لتطوير مؤشرات مالية إسلامية بديلة عن المؤشرات المرتبطة بمعدلات الفائدة.

١ - مقدمة :

اكتسبت معدلات الإقراض المتبادلة بين البنوك الدولية في لندن، والتي اشتهرت باسم معدلات ليبور London Interbank Offered Rate (LIBOR) ، قبولاً واسعاً حتى أصبحت المعدلات المرجعية لأسعار الفائدة الأوسع استخداماً على النطاق الدولي للقروض قصيرة الأجل ، وفي تسعير العديد من عقود المشتقات المالية. بل أصبحت تستخدم صراحة أو ضمناً في تسعير بعض المنتجات المالية الإسلامية مثل صكوك الإجارة والمرابحة.

ويهدف هذا البحث إلى توصيف آلية تحديد معدلات الإقراض بين البنوك الدولية في لندن ، والمعروفة بمعدلات (ليبور) ، واستقصاء إمكانية الاستفادة منها في حساب مؤشرات مالية إسلامية بديلة.

والمنهجية التي يعتمدها البحث ذات طابع استقرائي ، حيث يصف بشكل مفصل آلية تحديد معدلات ليبور ، ويقارنها بالتقويم لدى الفقهاء ، مع إشارة موجزة للمؤشرات المالية الإسلامية البديلة المقترحة ، أو التي طبقت فعلاً.

ولتحقيق هدف البحث وفق المنهجية أعلاه جرى تقسيمه على النحو الآتي :
يعرض البحث في القسم التالي بشكل موجز لتطور سوق الإقراض بين البنوك الدولية ، ويقدم في القسم الثالث نبذة تاريخية عن معدلات ليبور ، وأهميتها ، وطريقة حسابها ، والمعدلات المناظرة لها ، والعوامل المؤثرة فيها. ويقدم في القسم الرابع مقارنة بين آلية تحديد ليبور والتقويم عند الفقهاء ، ويلخص في القسم الخامس أبرز المقترحات لابتكار مؤشرات مالية إسلامية بديلة. ويختتم البحث في القسم السادس والأخير بعرض أهم النتائج ، وطرح بعض التساؤلات والملاحظات الختامية.

٢- سوق الإقراض بين البنوك الدولية :

سوق الإقراض بين البنوك الدولية International Interbank Market هي السوق التي تتبادل فيها البنوك ودائع بعملات أجنبية ، خارج الدولة المصدرة لها ، بكميات كبيرة ، ولمدد قصيرة تتراوح بين يوم إلى سنة. ويرجع تاريخ نشوء هذه السوق إلى ظاهرة الدولارات الأوربية Eurodollars التي بزغت بعد الحرب العالمية الثانية لعدد من الظروف السياسية والاقتصادية.^(١) وتتواجد هذه السوق حالياً في عدد من المراكز المالية الدولية ، أشهرها لندن ؛ حيث يوجد فيها ممثلين لأكثر من (٥٠٠) بنك دولي ، وتستحوذ سوق لندن وحدها على (٢٠٪) من إقراض البنوك الدولية ، و(٣٠٪) من قيمة صفقات صرف العملات الدولية.

ومن أهم وظائف سوق الإقراض بين البنوك الدولية استثمار فوائض السيولة قصيرة الأجل ، أو الحصول عليها لتمويل رأس المال العامل ، كما تمثل مصدراً رئيساً لتمويل المشروعات الاستثمارية طويلة الأجل. وترتبط ودائع كل عملة في السوق بسعر فائدة يحدده البنك المركزي المصدر لتلك العملة. وتتيح السوق أسعاراً فائدة تنافسية للأسباب الآتية :

١- لا تفرض الدولة المضيضة عادة نسبة احتياطي على الودائع بالعملات الأخرى بخلاف عملتها.

٢- لتشجيع وجذب المزيد من المتعاملين في هذه السوق ، تقدم الحكومة المضيضة كذلك تسهيلات ضريبية تقلل من تكاليف البنوك الدولية العاملة في السوق.

(١) يتضمن (الزامل وآخرون ، ١٤٢١هـ ، ص ٩٢ - ٩٩) المزيد عن أسباب تطور السوق ، وآثاره على استقرار نظام النقد الدولي.

٣- لا يتم فرض رسوم تأمين على ودائع البنوك الدولية العاملة في السوق، كما هو الحال بالنسبة للبنوك المحلية.

٤- بالنظر إلى أن البنوك المقرضة والمقرضة من أكبر البنوك في العالم، وتتعامل فيما بينها باستمرار، فإن تكلفة تقويم القروض تكون أقل من القروض الصغيرة التي تتم على مستوى البنوك الأصغر، والأفراد.

٥- علاوة على ذلك، تتجنب الحكومة المضيفة فرض قيود إضافية على الإقراض، لتشجيع السوق على النمو والمنافسة.

ولعل أهم التطورات التي شهدتها السوق في العقود الأخيرة، تنوع الأدوات التي يتم التعامل فيها بالسوق، إذ غدت السوق مركزاً رئيساً لتداول المشتقات المالية المتعلقة بسعر الفائدة وخاصة العقود الآجلة وعقود المبادلات swap.^(١)

٣ - معدلات ليبور:

٣-١- تاريخ معدلات ليبور وأهميتها:

يمثل ليبور مجموعة من المعدلات على أسعار الفائدة على القروض المتبادلة بالعملة الرئيسية بين البنوك الدولية في سوق لندن. وقد بدأ تحديده رسمياً مع بداية ١٩٨٦ م، للحاجة العامة لمعدل مرجعي يمكن أن يعول عليه عند التعامل بالمشتقات المالية. وقد اكتسبت المعدلات مع مرور الوقت قبولاً واستخداماً واسعاً،

(١) للمزيد عن سوق الإقراض بين البنوك الدولية يمكن الرجوع إلى (الزامل وآخرون، ١٤٢٢ هـ، ص

٩٢ - ٩٩)، (الحميدي والخلف، ١٤٢٢ هـ، ص ٣٩٧ - ٤٠٤)، (BIS, 1983)، (Furfine,)،

(2001)، (Bernard and Bisignano, 2000).

حتى أصبحت المعدلات المرجعية لأسعار الفائدة على النطاق الدولي للقروض قصيرة الأجل.

ويتم حساب معدلات ليبور يومياً بواسطة جمعية البنوك البريطانية (BBA) British Bankers' Association ، ويعد علامة تجارية مملوكة للجمعية. وقد تعاقدت الجمعية مع رويتر لإدارة عملية حساب ليبور، وبته عالمياً بشكل يومي بعد الساعة الحادية عشر صباحاً بتوقيت لندن. ويحق لبعض المواقع ووسائل الإعلام نشر معدلات ليبور اليومية بعد الساعة الخامسة مساءً بتوقيت لندن. وتُنشر المعدلات في موقع الجمعية بعد مرور أسبوع على تحديدها، كما يوجد بالموقع جميع المعدلات التاريخية لليبور منذ إنشائه.^(١)

وتتمتع معدلات ليبور التي يتم حسابها لهذه العملات بأهمية كبيرة دولياً للأسباب الآتية:

- ١- حظيت المعدلات بأسبقيات تاريخية مكنتها من ترسيخ مكانتها عبر الزمن ، وفرض استخدامها كمعايير مرجعية ، حتى في الدول الكبرى كالولايات المتحدة الأمريكية.
- ٢- توفر معدلات ليبور سلة متنوعة من أسعار الفائدة سواء من حيث المدة ، أو العملات الدولية الرئيسة.
- ٣- تبت المعدلات عالمياً وأنياباً عبر أكبر شركات بث المعلومات المالية الدولية.
- ٤- تتميز الآلية المستخدمة في تحديد معدلات ليبور بشفافية عالية ، تضعف احتمال قيام البنوك المشاركة بالتلاعب في تحديدها.

(١) موقع جمعية البنوك البريطانية على شبكة الإنترنت (www.bba.org.uk).

٥- يسهم في تحديد معدلات ليبور أكبر البنوك الناشطة في السوق ، وأكثرها ملاءة.

٦- التوسع في استخدام معدلات ليبور كمرجع في العديد من الأوراق والمشتقات المالية.

٣-٢- مرجعية ليبور:

تستخدم معدلات ليبور كمرجع في العديد من الأوراق والمشتقات المالية ، أبرزها:

- أسعار الفائدة على ودائع العملات الرئيسية ، ويمثل الاستخدام المباشر لليبور في تسعير القروض قصيرة الأجل.
- عقود سعر الفائدة الآجلة (Forward Rate Agreement (FRA) ، وهي عبارة عن عقود آجلة ، يدفع أحد طرفيها سعر فائدة ثابت مقابل استلام سعر فائدة متغير ، مرتبط بأحد معدلات ليبور. ولا تتضمن العقود تبادل للقروض خلال المدة الآجلة ، بل تتم التسوية بدفع الفروق بين سعري الفائدة نقداً بعد مقاصتهما. وتتم التسوية في بداية المدة الآجلة ، ويسبقها بيومين المقاصة اعتماداً على الطريقة المتبعة في تحديد سعر الفائدة لكل عملة.
- عقود أسعار الفائدة المستقبلية قصيرة الأجل Short term interest rate (STIR) futures ، وهي في الواقع عقود سعر فائدة آجلة ولكنها منمطة بطريقة تمكن من تداولها في الأسواق المستقبلية ، في حين تتم عقود سعر الفائدة الآجلة بشكل ثنائي خارج الأسواق المالية المنظمة.

- عقود المبادلات ، وهي عبارة عن محفظة تضم توليفة من عقود سعر الفائدة الآجلة. وتمثل هذه العقود الحصة الأكبر من سوق المشتقات المالية.^(١)
- السندات معومة الفائدة Floating Rate Notes ، وهي عبارة عن سندات تدفع فوائد متغيرة ، مرتبطة بأحد معدلات ليبور. ويتكون سعر الفائدة في هذه الحالة من معدل متغير (أحد معدلات ليبور) بالإضافة إلى معدل ثابت يسمى الفرق spread (مثال: معدل الفائدة المتغير = معدل ليبور على الدولار الأمريكي لثلاثة أشهر + ٢٪). وتدفع أغلب السندات المعومة فوائد ربع سنوية ، وفي هذه الحالة يعتمد معدل ليبور في بداية الفترة (قبل ثلاثة أشهر) ، وليس معدل ليبور السائد عند الدفع.
- القروض المجمعة syndicated loan ، وهي القروض التي ترتبها مجموعة من البنوك لأحد المستثمرين ، والتي يتم تصميمها عادة لتدفع فائدة معومة تتغير كل ثلاثة أو ستة أشهر بناء على أحد معدلات ليبور. ويتم طرح هذه القروض على المستثمرين في الأسواق الثانوية ، وأبرز من يشتريها عادة صناديق الاستثمار. ويتم تصنيف هذه القروض من قبل شركات تقويم الجدارة الائتمانية كما هو الحال بالنسبة لسندات الشركات.
- القروض العقارية معومة الفائدة floating rate mortgage ، وهي قروض بفوائد لتمويل شراء المساكن ، غير إن فوائدها متغيرة حسب مؤشر قد يكون أحد معدلات ليبور.

(١) MacKenzie, 2006.

● صكوك الإجارة الإسلامية معومة العائد، وتقوم على مبدأ إعطاء عائد متغير مرتبط بأحد معدلات ليبور.

٣-٣- آلية حساب معدلات ليبور :

يتم في كل يوم عمل رسمي حساب (١٥٠) معدلاً لليبور؛ حيث يتم حساب (١٥) معدلاً حسب المدة (يوم، أسبوع، أسبوعين، ومن شهر إلى ١٢ شهراً)، لعشر عملات رئيسة هي (الجنيه الإسترليني، الدولار الأمريكي، الين الياباني، الفرنك السويسري، الدولار الكندي، الدولار الأسترالي، اليورو، الكرونا الدانمركية، الكرونا السويدية، الدولار النيوزلندي).

وقد وضعت جمعية البنوك البريطانية آلية لحساب معدلات ليبور بالتشاور مع كبار المتعاملين في السوق. وتقوم الجمعية بمراجعة الآلية من فترة لأخرى لضمان مواكبتها للتطورات الجديدة في مجال التشريعات وتقنيات الاتصالات والمعلومات^(١).

والخطوة الأولى في حساب معدلات ليبور هي تحديد المقومين، حيث تقوم لجنة سوق المال والعملات في الجمعية بالتشاور مع كبار المتعاملين في السوق، بتحديد مجموعة بنوك لكل عملة، (٨ أو ١٢ أو ١٦)، للمساهمة في تقويم معدلات ليبور الخمسة عشر. ويتم اختيار البنوك المساهمة وفق عدة معايير هي: سمعتها، وحجم نشاطها في السوق (والتي تقدم بشكل سري كل ربع سنة)، وخبرتها في العملة ذات العلاقة، وتصنيفها الائتماني. ولا تنتمي جميع البنوك المساهمة في

(١) تم في عام ١٩٩٨ تنقيح تعريف المعدلات، وذلك لتوحيد الآلية المتبعة في حسابه من جميع البنوك المساهمة. (موقع الجمعية على شبكة الإنترنت ، www.bba.org.uk).

تحديد معدلات ليبور لعملة معينة للدولة المصدرة لها؛ فمثلاً يتم تحديد أسعار الفائدة على الودائع بالين الياباني من قبل بنوك يابانية وغير يابانية. وتراجع قائمة البنوك المساهمة على الأقل مرة واحدة سنوياً. ويوضح الجدول (١) عدد البنوك المساهمة حالياً لكل عملة من العملات العشر. ويتضمن موقع الجمعية أسماء البنوك المساهمة لكل عملة. ويلاحظ أن عدد البنوك يزداد مع أهمية العملة على المستوى الدولي.

جدول (١) عدد البنوك المساهمة في تحديد معدلات ليبور للعملات العشر

العملة	عدد البنوك المساهمة
الدولار الأسترالي	٨
الكرونا الدانمركية	٨
الدولار النيوزلندي	٨
الكرونا السويدية	٨
الفرنك السويسري	١٢
الدولار الكندي	١٢
الجنه الإسترليني	١٦
الدولار الأمريكي	١٦
الين الياباني	١٦
اليورو	١٦

المصدر: موقع جمعية البنوك البريطانية على شبكة الإنترنت
(www.bba.org.uk).

الخطوة الثانية في حساب معدلات ليور هي قيام كل بنك من البنوك المساهمة بتقديم تقويم يومي لأسعار الفائدة حسب المدد خمس عشرة لمثل الجمعية في عملية حساب ليور وهو شركة رويتر. ويجب أن تلتزم البنوك المساهمة عند تقديم تقويمها لأسعار الفائدة بالتعليمات التي وضعتها الجمعية، ومنها: ^(١)

- يقدم كل بنك المعدلات التي يكون مستعداً عندها لاقتراض مبلغ معقول الحجم.
- القرض غير مضمون، ومحكوم بقانون إنجلترا وويلز.
- تقدم المعدلات بخانات عشرية لا تقل عن اثنتين ولا تزيد عن خمس.
- ترسل المعدلات لرويتربين الساعة (١١) و (١٠:١١) صباحاً حسب توقيت لندن.
- يحدد كل بنك معدلاته باستقلالية عن البنوك والعملات الأخرى.

بعد استلام تقويمات جميع البنوك لأسعار الفائدة المختلفة، تقوم رويتر بترتيب العروض من الأعلى للأدنى، ثم يتم استبعاد أعلى وأدنى ربع من المعدلات المعروضة لتحديد تأثير المعدلات المتطرفة، ^(٢) وتحدد معدلات ليور لذلك اليوم بحساب المتوسط الحسابي للعروض المتبقية. ^(٣) وعادة ما تبث المعدلات المحسوبة للسوق في حدود الساعة ٤٥ : ١١ ، مع ملاحظة أن أسعار الفائدة تستمر في التغير

(١) موقع الجمعية على شبكة الإنترنت (www.bba.org.uk).

(٢) يمكن الحصول على الربعين الأعلى والأدنى إحصائياً بترتيب البيانات حسب قيمها تصاعدياً أو تنازلياً، ثم تقسيمها إلى أربعة أجزاء متساوية (بري وآخرون، ١٤١٨هـ، ص ٨٦).

(٣) في حال كون عدد البنوك المساهمة (٨، ١٢، ١٦)، يتم استبعاد أعلى وأدنى (٢، ٣، ٤) من التقويمات، وحساب معدلات ليور بأخذ المتوسط الحسابية للتقويمات المتبقية والتي يبلغ عددها (٤، ٦، ٨) على التوالي.

خلال اليوم ، وقد تختلف عن معدلات ليبور المعلنة. ويوضح الجدول (٢) معدلات ليبور المحسوبة في تاريخ ١ مارس ٢٠٠٧م.

وبمجرد الإعلان عن معدلات ليبور المحسوبة ، يتم إعلان جميع تقويمات البنوك التي استخدمت في حسابها ، وذلك لضمان أعلى قدر من الشفافية حول دقة وسلامة عملية التقويم. ويتم الإعلان من خلال شاشات شركة رويتر وغيرها من الشركات المتخصصة ببث المعلومات المالية. وتضمن هذه الشفافية عدم تعارض مصالح البنوك المساهمة مع المعدلات التي تضعها ، خاصة وأن محافظتها الاستثمارية قد تتضمن كميات كبيرة من المشتقات المالية المرتبطة بمعدلات ليبور.^(١)

٣-٤ - المعدلات المناظرة لليبور:

بالإضافة إلى ليبور ، يوجد تقريباً في كل دولة ذات نظام بنكي متطور معدل مشابه لليبور ، يستخدم لتسعير فائدة القروض المتبادلة بين البنوك. وبالبحث ، وُجد أن جميع الحروف الهجائية تقريباً استخدمت في تسمية هذه المعدلات ابتداءً من آيبور AIBOR لأمستردام وانتهاءً بزايبور ZIBOR لزيورخ. كما قد تشترك أكثر من دولة في مسمى واحد مثل سايبور SIBOR الذي يرمز للمعدل المستخدم في سنغافورة ، والمتبع على نطاق واسع في شرق آسيا ، كما يرمز في الوقت نفسه للمعدل المستخدم بين البنوك السعودية. ويتم تحديد هذه المعدلات بطرق مشابهة لتحديد ليبور ، وقد يعتمد بعضها عليه بشكل مباشر.

ويلحظ أن هناك ارتباطاً كبيراً بين المعدلات التي يتم تحديدها للعملة نفسها في المراكز المالية المختلفة. فعلى سبيل المثال معدلات ليبور للين الياباني ترتبط بشكل كبير مع معدلات تايبير (معدل الإقراض المتبادلة بين البنوك في طوكيو) والذي تحدده جمعية البنوك اليابانية. وترجع الفروقات التي يمكن أن تحدث فيما بينها إلى

(١) Mackenzie, 2006.

اختلاف مخاطر الائتمان المرتبطة بالبنوك المساهمة في تحديد هذه المعدلات. وحيث يسهم في تحديد معدلات ليبور بنوك يابانية وغيرها، في حين أن المساهم الرئيس في تحديد تايبور بنوك يابانية، ونظراً لتعرض النظام البنكي الياباني لأزمة في التسعينات أثرت على الملاءة الائتمانية للبنوك اليابانية، فقد برز فارق مخاطرة يسير

بين ليبور وتايبور، وهو ما صيغ يطلق عليه بالفارق الياباني Japan premium^(١).

جدول (٢): معدلات ليبور المحسوبة في تاريخ ١ مارس ٢٠٠٧م (%).

المدة/العملة	اليورو	الدولار الأمريكي	الجنيه الاسترليني	الين الياباني	الفرنك السويسري	الدولار الكندي	الدولار الأسترالي	الكرونا الدانمركية	الدولار النيوزلندي	الكرونا السويدية
يوم	3.57875	5.33250	5.35438	0.68750	2.02000	4.25333	6.22500	3.62000	7.42250	3.35250
أسبوع	3.58663	5.30850	5.36250	0.69500	2.02000	4.25250	6.23500	3.87000	7.47000	3.39000
أسبوعان	3.67250	5.31038	5.38500	0.70125	2.02167	4.25333	6.24250	3.93500	7.54750	3.39000
شهر	3.77388	5.32000	5.42875	0.72125	2.13000	4.26250	6.25250	3.98500	7.61250	3.39000
شهران	3.83475	5.33750	5.49000	0.71938	2.20000	4.26500	6.27750	4.01500	7.68000	3.40250
٣ أشهر	3.85825	5.34750	5.53250	0.72125	2.22333	4.26667	6.30500	4.03750	7.74500	3.42500
٤ أشهر	3.89625	5.34000	5.57000	0.72625	2.25417	4.26917	6.32750	4.07125	7.78750	3.45875
٥ أشهر	3.93088	5.33188	5.60375	0.73125	2.29000	4.27333	6.35000	4.10250	7.83750	3.50000
٦ أشهر	3.95875	5.32813	5.64375	0.73688	2.32000	4.27667	6.36500	4.13625	7.86500	3.53250
٧ أشهر	3.98550	5.31125	5.67000	0.74500	2.34000	4.27667	6.38750	4.15500	7.89000	3.56250
٨ أشهر	4.00513	5.29563	5.69500	0.75500	2.37667	4.27333	6.40750	4.17875	7.91500	3.59000
٩ أشهر	4.02913	5.28125	5.72000	0.76500	2.40417	4.27500	6.42750	4.20250	7.94250	3.62500
١٠ أشهر	4.04750	5.26313	5.74313	0.77750	2.41750	4.27500	6.44750	4.21500	7.96250	3.64875
١١ شهراً	4.06550	5.24875	5.75813	0.79000	2.44417	4.27500	6.46750	4.23375	7.98750	3.67750
١٢ شهراً	4.07713	5.23250	5.77625	0.80625	2.46250	4.27500	6.48500	4.24375	8.01250	3.70000

المصدر: موقع جمعية البنوك البريطانية على شبكة الإنترنت
(www.bba.org.uk).

(١) Covrig et al (2004)

٣-٥- العوامل المؤثرة في معدلات ليبور:

يتضح من العرض أعلاه أن آلية تحديد معدلات ليبور تتسم بالبساطة والعدالة. ولكن الأهم هو معرفة العوامل التي تسهم في التأثير على تقويم البنوك المساهمة لأسعار الفائدة، والتي يمكن تلخيصها بالعوامل الآتية:

١- السياسة النقدية في دولة العملة (سعر الفائدة): فمن المعروف أن كل عملة من العملات الرئيسية ترتبط بسعر فائدة، يسهم في تحديده البنك المركزي المصدر لكل عملة بشكل مباشر أو غير مباشر، بصفته أحد أدوات السياسة النقدية، التي يقوم البنك المركزي من خلالها بالتأثير على عرض النقود لتحقيق أهداف السياسة النقدية. كما يسهم رفع أسعار الفائدة في جذب رؤوس الأموال الأجنبية وبالتالي ارتفاع قيمة العملة، ما لم يكن التضخم في الدولة المعنية أعلى من سعر الفائدة.

٢- توقعات البنوك المساهمة للتغير في سعر الفائدة: حيث تربط نظرية تساوي أسعار الفائدة Interest Rate Parity بشكل مبسط بين أسعار الفائدة ومعدلات صرف العملات.^(١) ومؤدى النظرية أن الفائدة من إقراض مبلغ من عملة معينة لفترة محددة لا بد أن يساوي العائد من تنفيذ الإستراتيجية الآتية: اقتراض المبلغ نفسه، وصرفه بعملة أخرى، وإقراض مبلغ العملة الأخرى للفترة نفسها، مع شراء عقد أجل لإعادة

(١) أبسط معادلة لهذه النظرية هي: $(F/S)(1 + r_c) = (1 + r_f)$ ، حيث: r_f سعر الفائدة على العملة

المحلية، F معدل الصرف الآجل للعملة المحلية مقسوماً على نظيره للعملة الأجنبية، S معدل الصرف الحالي بين العملة المحلية مقسوماً على نظيره للعملة الأجنبية، r_c سعر الفائدة على العملة الأجنبية.

ويمكن الاطلاع على المزيد عن النظرية في (Sharpe et al (1997).

صرف مبلغ العملة والفوائد مرة أخرى إلى العملة المحلية في نهاية الفترة. وحسب النظرية، يؤدي اختلال شرط التساوي إلى استغلاله من قبل بعض المتداولين بالسوق حتى تتحقق المساواة مرة أخرى.

٣- السيولة في سوق الإقراض بين البنوك الدولية: حيث يؤدي التغير اللحظي في العرض والطلب في السوق لكل عملة من العملات إلى تغير طفيف من معدلات ليور من يوم لآخر.

٤- تشكيلة البنوك المساهمة: حيث إن معدلات ليور تمثل تقويم البنوك المساهمة، وهي لا تمثل كامل السوق، فمن الطبيعي أن تؤثر تشكيلة هذه البنوك على المعدلات التي يتم حسابها.

٤ - مقارنة تقويم ليور بالتقويم عند الفقهاء:

باعتبار حساب معدلات ليور نوع من التقويم، فمن المناسب مقارنته بمفهوم التقويم لدى الفقهاء. ويستعرض هذا القسم فيما يلي أسس التقويم عند الفقهاء، ويقارنها بآلية تقويم معدلات ليور.

٤-١- التقويم عند الفقهاء:

التقويم في اصطلاح الفقهاء هو: تقدير بدل نقدي لعين أو منفعة يعادلها في حال المعاوضة به عنها حقيقة أو حكماً. ومن أبرز مقتضياته في الفقه أداء القيمة في المضمونات، ونزع الملكية، والتقويم لمعرفة مقدار الأرش، والتقويم في زكاة العروض لمعرفة وجود الزكاة ومقدار الواجب، وتقويم المسروق لمعرفة بلوغه النصاب من عدمه، والتقويم لإفراز بعض الحقوق عن بعض، والتحقق من صدق دعوى غبن في عوض عين أو منفعة.^(١)

(١) الخضير، ١٤٢٣هـ، ص ٣٥، ٦٣ - ١٣٠.

ونصّب المقوم للتقويم قد يكون من قبل الحاكم ، وقد يكون من قبل غيره ممن له علاقة بالأمر كالمتنازعين. وقد اهتم الفقهاء بسلامة ودقة تقدير القيمة من خلال الشروط التي اشترطوها في المقومين وهي : (١) العدد ؛ فلا بد من اثنين على الأقل لأن التقويم من قبيل الشهادة ، إلا إذا كان الشيء المراد تقويمه ليس ذا شأن كبير في عرف الناس فيكتفى بمقوم واحد. (٢) الخبرة ؛ بأن يكون خبيراً بقيمة الشيء المراد تقويمه ، وما قد يطرأ عليها من ارتفاع أو هبوط ، والعوامل المؤثرة في ذلك. (٣) العدالة (الأمانة) ؛ وهي صلاح الدين مع اعتدال الأقوال والأفعال. (٤) انتفاء الغرض ؛ بأن يكون خالياً من الغرض فيما يتصل بالتقويم.^(١)

وحيث إن اختلاف المقومين في تقدير القيمة أمر وارد فقد تعددت الأقوال في القيمة المعتمدة على أقوال هي أنه يؤخذ بالأكثر أو بالوسط أو بالأقل. هذا إذا كان الخلاف بين مقومين اثنين ، أما إذا كان الخلاف بين أكثر من ذلك فإن أمكن ترجيح فريق منهم على سواه بزيادة خبرة فيؤخذ بقوله ، لأن التقويم أساسه الخبرة. فإن تعذر الترجيح فيؤخذ برأي الفريق الأكثر عدداً ، فإن تساوا بالعدد فإنه يؤخذ بقيمة وسط ، وقد يراد بالوسط ما فوق الأقل ودون الأكثر مطلقاً كما لو اختلف المقومون على ثلاثة أقوال فقال بعضهم عشرة ، وقال بعضهم أحد عشر ، وقال بعضهم ثلاثة عشر ، فإن أحد عشر هي الوسط هنا من بين تلك الأقوال ؛ إذ هي فوق الأقل (وهو عشرة) ودون الأكثر (وهو ثلاثة عشر). وقد يراد بالوسط ما يسمى بالمعدل ، وهو ناتج قسمة مجموع الأعداد التي قيل بها على عدد الأقوال.^(٢)

(١) الخضير، ١٤٢٣هـ، ص ٣٧٥ - ٤٠٣.

(٢) المرجع نفسه، ص ٤٠٥ - ٤٢٧.

والتأمل لكلام كثير من الفقهاء يلحظ أنهم يعتبرون التقويم أمراً اجتهادياً ظنياً، مبناه على الحدس والتخمين. ومما يشهد لذلك أنه يتفاوت في الغالب من مقوم لآخر. مع ذلك فإن التقويم من الظنيات التي دل الدليل على اعتبارها، وأذن الشرع بالعمل بها، لمسيس الحاجة إليها. فالتقويم بدلٌ في العلم كالقياس مع عدم النص.^(١)

٤-٢- مقارنة تقويم معدلات ليور بالتقويم عند الفقهاء :

بناء على آلية تقويم ليور الميمنة في الفقرة (٣ - ٣) والتقويم عند الفقهاء الموضح في الفقرة أعلاه، نلاحظ مواطن شبه بين آلية ليور والتقويم عند الفقهاء سواء في اختيار المقومين (البنوك المساهمة) أو طريقة حساب القيمة (معدلات ليور). ففيما يتعلق باختيار المقومين، نجد أن الفقهاء يشترطون أن لا يقل عددهم عن اثنين، وعدد المقومين لمعدلات ليور لا يقل عن ثمانية. وكما يشترط الفقهاء في المقومين الخبرة؛ ويشترط أن يكون المقومين لمعدلات ليور من الخبراء في السوق والعملية التي يقومون بمعدلاتها. أما العدالة وانتفاء الغرض التي يشترطها الفقهاء فمتحققة من خلال شفافية آلية تحديد معدلات ليور، والتي تضمن عدم تعارض مصالح البنوك المقومة مع المعدلات التي تضعها.

وفيما يتعلق بتقدير القيمة، فنجد أن ما ذكره الفقهاء من أقوال هي في الواقع مفاهيم إحصائية مستقرة فالأكثر (القيمة العظمى)، والأقل (القيمة الصغرى)، والوسط بمعنى المعدل (المتوسط الحسابي)، والوسط بالمعنى الآخر (الوسيط)، ورأي الفريق الأكثر عدداً بدون ترجيح (المنوال)، ومع الترجيح (الوسط

(١) المرجع نفسه، ص ٤٣١ - ٤٣٥.

(المرجح)^(١) والتقويم المستخدم في معدلات ليبور إنما هو مقياس مهجن يعتمد على مفهوم المتوسط الحسابي والوسيط ؛ فاستبعاد القيم المتطرفة يستند على مفهوم الوسيط ، في حين أن العملية الحسابية على المعدلات المتبقية هي تطبيق مباشر لمفهوم المتوسط الحسابي في الإحصاء.

وحيث إن التقويم أمر اجتهادي ، متروك للعرف والعادة عند الجمهور ، فلا يوجد ما يمنع من الاستفادة من آلية تقوم معدلات ليبور وغيرها من النماذج الإحصائية والطرق القياسية التي ابتكرها الإحصائيون والاقتصاديون في تطبيق هذا الاجتهاد. وبالتأمل نجد أن هذه الطرق ما هي في الواقع إلا امتداد لما أشار إليه بعض الفقهاء من مفاهيم إحصائية مبسطة ، مما يفتح المجال واسعاً أمام استخدامها في تطوير مؤشرات مالية إسلامية بديلة عن المؤشرات المالية المرتبطة بأسعار الفائدة.

٥ - المؤشرات المالية الإسلامية البديلة عن معدلات ليبور :

مع سلامة الأخذ بآلية تحديد معدلات ليبور يبقى السؤال الأهم وهو: ما هي المعدلات الأخرى خلاف معدلات الفائدة التي يمكن أن تستخدم كمؤشرات في السوق المالية الإسلامية؟ وللإجابة عن هذا التساؤل ، لابد من التأكيد ابتداءً أن نظريات التمويل والمحافظ المثلى التي طورها الاقتصاديون الغربيون لا تعتمد صراحة على وجود أصول مالية تدر فوائد ثابتة ، بل تفترض ما تسميه الأصل العديم أو الخالي من المخاطرة ، risk-less or risk-free asset كأصل متميز

(١) انظر على سبيل المثال (بري وآخرون ، ١٤١٨هـ ، ص ٦١ - ٨١). وقد ورد عن الدمشقي تعبير لطيف حول التقويم ؛ جاء فيه : "والوجه في تعرف القيمة المتوسطة أن تسأل الثقات الخبيرين عن سعر ذلك في بلدهم على ما جرت به العادة في أكثر الأوقات المستمرة ، والزيادة المتعارفة فيه ، والنقص المتعارف فيه ، والزيادة النادرة ، والنقص النادر ، وتقيس بعض ذلك ببعض ، مضافاً إليه نسبة الأحوال التي هم عليها من خوف أو أمن ، ومن توفر وكثرة أو اختلال وتستخرج بقريحتك لذلك الشيء قيمة متوسطة أو تستعملها من ذوي المعرفة والأمانة". (الإشارة إلى محاسن التجارة ، ص ٢٩)

بخاصية صفيرية تغييره covariance مع بقية الأصول المالية.^(١) وهو افتراض لتبسيط التحليل ، لأن هذا الأصل لا يمكن أن يوجد في الواقع ؛ باعتبار أن كل أصل مالي يتضمن درجةً من المخاطرة. ولم يتم استخدام الأصول ذات الفوائد إلا حينما أُريد اختبار صحة هذه النظريات إحصائياً؛ حيث كان من اللازم في تلك الحالة استبدال المفهوم النظري للأصول عديمة المخاطرة بما يناظرها في الواقع ، فكان لا بد من اختيار أقل الأصول مخاطرة في الاقتصاديات الغربية ، وهي السندات الحكومية ، مع الأخذ في الحسبان أن هذه السندات ليست عديمة المخاطرة ؛ فمع قدرة الحكومة (الجهة الأفضل ملاءة) على الوفاء بكل مبلغ القرض في وقت حلوله ، فإنه لا يوجد ما يضمن بقاء المستوى العام للأسعار (أو أسعار الصرف في حال طرح السندات في دول أخرى) دون تغيير بين وقت نشوء الدين وحلوله. وعليه ، لا يمكن أن يوجد أصل يدر عائداً حقيقياً ثابتاً ومعلوماً مسبقاً.

ونظراً لتحريم الفائدة والأصول المالية التي تدرها ، فقد شغلت مسألة إيجاد بديل عن سعر الفائدة بال كثير من الباحثين في الاقتصاد الإسلامي منذ فترة طويلة. ويلخص هذا القسم فيما يلي أهم الدراسات السابقة التي اقترحت مؤشراً إسلامياً بديلاً عن سعر الفائدة ، وأبرز المحاولات العملية التي طبقت في عدد من الدول لإيجاد هذا المؤشر. ويلخص الجدول (٣) أبرز الإسهامات التي قدمت في هذا المجال.

ويلحظ إلى أن الهدف من المقترحات المبينة في الجدول (٣) متنوع ؛ فمنها ما يهدف إلى إيجاد معدل يعكس تكلفة الفرصة البديلة لقرارات الاستثمار ، وبحيث يكون هذا المعدل معياراً قياسياً للمقارنة ، يساعد المستثمرين والمؤسسات المالية

(١) انظر على سبيل المثال (Huang and Litzenberger (1988).

على تقويم الخيارات الاستثمارية. ومن هذه المقترحات ما يهدف إلى إيجاد مؤشر يمكن استخدامه في تسعير المنتجات الإسلامية ، خاصة في ظل انتشار المنتجات المالية الإسلامية واعتماد تسعيرها صراحة أو ضمناً على معدلات الفائدة. ومنها ما يهدف إلى إيجاد متغير بديل عن سعر الفائدة يمكن للبنك المركزي الإسلامي استخدامه لإدارة السياسة النقدية.^(١)

وبغض النظر عن الهدف ، فإنه لم يتم حتى الآن تطبيق أي من هذه المقترحات على أرض الواقع بما يحيلها إلى مؤشرات معيارية ترجع إليها صناعة الخدمات المالية الإسلامية على نطاق أوسع ، حيث ما زالت الصناعة تعتمد صراحة أو ضمناً على معدلات ليبور أو نظائرها.

في المقابل ، طورت بعض الدول الإسلامية سوقاً نقدياً بين البنوك واستحدثت أوراقاً مالية حكومية بديلة عن السندات وأذون الخزانة ذات مؤشرات للربحية يتم بموجبها تنفيذ عمليات السوق المفتوحة من قبل البنك المركزي. وأشهر التجارب في هذا المجال التجربة الماليزية والسودانية. فقد كان للمليزيا دور ريادي في إقامة أول سوق نقدي إسلامي في عام ١٩٩٤م على الرغم من الملاحظات الشرعية الكثيرة على هذه التجربة ، كونها تقوم على حيل فقهية لتطبيق الأدوات المستخدمة في سوق النقد التقليدية.^(٢) كما قام البنك المركزي في السودان بتطوير سوق النقد

(١) تتضمن بعض الدراسات المشار إليها في الجدول (٣) تقويماً مفصلاً للمقترحات المختلفة وخاصة (الأبجي ، ١٤٠٥هـ) و(البلتاجي ، ١٤٢٨هـ) و(القطان ، ١٤٢٨هـ).

(٢) يتضمن موقع السوق النقدي الإسلامي بين البنوك الإسلامية (iimm.bnm.gov.my) مزيداً من المعلومات حول تاريخ السوق والأدوات المتداولة فيه. ويتضمن كل من (جمال ، ١٤٢٣هـ) و(الشبيري ، ١٤٢٨هـ) مراجعة مفصلة للتجربة الماليزية.

الإسلامي من خلال بإصدار مجموعة من شهادات المشاركة مثل شهادات مشاركة الحكومة (شهامه) ومشاركة البنك المركزي (شمم) وشهادات إجارة البنك المركزي (شهاب). وقد اعتمدت التجربة السودانية على أساليب شرعية خالية من المخالفات ولكنها لا تزال بحاجة إلى مزيد من الدراسة.^(١)

وكما أكد المرزوقي ، فإن المشكلة الأساسية تكمن في اعتماد المؤسسات المالية الإسلامية على أدوات الدين ، بدلاً من المشاركة ، مما أدى إلى تشابه هيكل العائد والمخاطرة للأدوات المطبقة في المصارف الإسلامية مع نظيرتها التقليدية ، واضطرها بالتالي للاعتماد في تسعير منتجاتها على مؤشرات الفائدة المرجعية ، مثل معدلات ليبور.^(٢)

المؤلف	المقترح
شحاته (١٩٧٨م)	متوسط النسب المتوية للأرباح المتوقعة إلى رأس المال المستثمر .
الجارحي (١٩٨١م)	مؤشر معدل العائد على الودائع المركزية قصيرة الأجل وهو ما أسماه (المعام)، وهذه الودائع هي حسابات استثمار يفتحها البنك المركزي لدى المصارف التجارية لتستثمرها في القطاع الإنتاجي.
الحواري (١٩٨٢م)	معدل العائد على أفضل استثمار بديل يتصف بمواصفات المشروع تحت الدراسة من حيث الشرعية والأولوية الإسلامية ودرجة المخاطرة.
Zarqa (1983)	معدل العائد المتوقع على الاستثمار الحقيقي.
الأبجي (١٩٨٥م).	متوسط المعدل المتوقع مقدراً بأوزان نسبية لعوائد الاستثمارات المثيلة التي تتصف بدرجة المخاطرة نفسها للمشروع تحت الدراسة.
Mirakhor (1996)	معدل العائد على الاستثمار للمشروعات التي تتصف بدرجة المخاطرة نفسها، والتي

(١) يتضمن موقع بنك السودان (www.cbos.gov.sd) معلومات عن هذه الإصدارات ، ويتضمن (صابر، ٢٠٠٤م) و(الشبيري، ١٤٢٨هـ) عرضاً وتقويماً للتجربة السودانية.

(٢) المرزوقي ، ١٤٢٨هـ.

يمكن حسابه من بيانات السوق المالية باستخدام نظرية (q) لتوبن (Tobin's q theory).	
قدم ثلاثة مقترحات وهي حسب الأولوية: (١) معدل العائد علي الصكوك والسندات الحكومية وشبه الحكومية ذات السيولة العالية التي تتميز بقلّة المخاطرة مع قابليتها للبيع في السوق الثانوية (٢) معدل العائد علي أسواق الأسهم العالمية التي تتميز بالمخاطرة المتدنية وارتفاع السيولة كمؤشر داو جونز. (٣) معدل العائد علي الصناديق والمحافظ التي تكون منخفضة المخاطرة وذات سيولة عالية.	الزامل (٢٠٠٧م)
معدل لربحية تمويل البيوع الآجلة يعتمد علي: نسبة الزكاة، ومعدل مخاطر الصناعة، ومعدل مخاطر العميل، ومعدل مخاطر الصيغة، وتكلفة البنك.	البلتاجي (٢٠٠٧م)
معدل يعتمد علي: نسبة الزكاة، ونسبة التضخم المتوقعة، وعلاوة المخاطرة.	القطان (٢٠٠٧م)

المصدر: مسح الباحث للدراسات السابقة.

٦ - خلاصة وملاحظات ختامية :

يمكن تلخيص أهم نتائج البحث فيما يلي :

- معدلات ليبور هي تقويم لأسعار الفائدة في وقت محدد، وتستخدم هذه المعدلات كمدخلات لعقود أغلبها غير متفق مع مبادئ الشريعة الإسلامية، مثل الودائع لأجل، والسندات، والمشتقات المالية. ولكنها أصبحت تستخدم في بعض الأدوات المالية الإسلامية كصكوك الإجارة وعقود المراجعة. وقد أدركت جمعية البنوك البريطانية ذلك، وقررت دراسة إمكانيات توسيع استخدامه في مجال التمويل الإسلامي.^(١)
- هناك اتفاق على أن استخدام ليبور في تسعير بعض العقود والأدوات الإسلامية ليس محظوراً من حيث المبدأ، مادام العقد متوافقاً مع الشريعة، ولكنه يؤثر بشكل سلبي على الصورة الذهنية لصناعة الخدمات المالية لدى جمهور المتعاملين بها، ويرسخ الاعتقاد لدى البعض أن التمويل الإسلامي لا يختلف جذرياً عن التمويل التقليدي، خاصة مع فشو التورق المصرفي، وبعض الصكوك الإسلامية المثيرة للجدل.
- تتميز آلية حساب معدلات ليبور، كما تم بيانها، بالبساطة والعدالة، وتحديد القيم المتطرفة، وتتوافق أيضاً بمبادئ التقويم عند الفقهاء. وعليه، يمكن استخدام الآلية من حيث المبدأ لحساب أي مؤشر مالي إسلامي بديل عن معدلات ليبور المرتبطة بأسعار الفائدة.

(١) عقدت الجمعية في شهر مايو ٢٠٠٧ حلقة نقاش لاستعراض تطورات استخدام ليبور، وقد تضمنت الحلقة جلسة عن استخدام معدلات ليبور في التمويل الإسلامي، موقع الجمعية على شبكة الإنترنت (www.bba.org.uk).

وفيما يلي عدد من التساؤلات والملاحظات الختامية :

- هل يمكن أن تكون أدوات الدين الإسلامية (صكوك الإجارة الإسلامية) هي أقل الأصول مخاطرة في الاقتصاد، ومعدل العائد عليها هو المعدل المرجعي المناسب؟ بالرجوع إلى أبرز التطبيقات المعاصرة للصكوك الإسلامية نجد أنها تربط معدلات العائد في هذه الصكوك عادة بمعدلات ليبور على الدولار، ما يعني في النهاية أن مؤشرات السوق المالية الإسلامية ستستمر مرتبطة بمعدلات الفائدة الدولية، ما استمرت المؤسسات المالية الإسلامية في الاعتماد بشكل كبير على صيغ التمويل بالدين، وتشابكها الحتمي مع المؤسسات المالية التقليدية عبر أسواق التمويل الدولي. كما يؤكد ذلك ضمناً أن الدول صاحبة القوة الاقتصادية والسياسية الأكبر يمكن أن تفرض نظامها النقدي بطريقة غير مباشرة على الدول الأضعف.
- عليه، يتحول مسار البحث عن البديل في الإجابة عن: ما هو البديل لمعدلات ليبور فيما لو كانت القوة الاقتصادية والسياسية الأكبر للدول الإسلامية؟ وهو ما يحتاج إلى بحث إضافي، ولكن المؤكد أن المسار المؤدي لهذا الهدف الإستراتيجي يبدأ من المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية نفسها؛ من خلال المبادرة لتطوير وتصميم منتجات مالية أصلية تعتمد أكثر على صيغ المشاركة، التي تميزها عن البنوك التقليدية، ومن ثم توفر اللبنة الأساسية لتطوير مؤشرات مالية إسلامية بديلة عن المؤشرات المرتبطة بمعدلات الفائدة.
- ما مدى أهمية ارتباط كل عملة بسعر فائدة موجب، وهل يمكن أن يكون سعر الفائدة المرتبط بأحد العملات صفرًا أو سالبًا؟ تؤكد حالة الين الياباني كما

يوضح الجدول (٢) على إمكانية ذلك ، بل يمكن أن يكون معدل الفائدة الحقيقي سالباً (إذا كان معدل التضخم يفوق معدل سعر الفائدة الاسمي). وتظهر تجربة اليابان أن وصول سعر الفائدة إلى صفر لم يؤدي إلى انهيار العملة ، لأن هناك عوامل أخرى مهمة مؤثرة في قيمة العملة بالإضافة إلى أسعار الفائدة ، وهي التجارة والتمويل الدولي ، النمو الاقتصادي ، العوامل السياسية. من جهة أخرى ، الدول التي تربط عملاتها بعملات دولية لها سعر فائدة ، ليس لها خيار إلا في وجود سعر فائدة لعملتها مقارب لسعر فائدة العملة الدولية كما هو الحال في الدول التي تربط عملاتها بالدولار أو غيره. كما تؤكد الحالة اليابانية على أن سعر الفائدة لا يعكس تكلفة الفرصة البديلة ، بل الطلب على النقود وعرضها ، والذي يتحكم فيه بشكل كبير البنك المركزي.

* * *

فهرس المراجع:

أولاً: المراجع العربية:

- ١- الأبيجي، كوثر (١٤٠٥هـ)، دراسة جدوى الاستثمار في ضوء أحكام الفقه الإسلامي، مجلة أبحاث الاقتصاد الإسلامي، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، العدد الثاني، المجلد الثاني، ص ٣- ٥١.
- ٢- بري، عدنان، ومحمود هندي، وأنور عبد الله (١٤١٨هـ)، مبادئ الإحصاء والاحتمالات، جامعة الملك سعود، الرياض، الطبعة الثالثة.
- ٣- البلتاجي، محمد (١٤٢٨هـ)، نحو إيجاد معدل لاحتساب ربحية البيوع الآجلة، ندوة المؤشرات المالية البديلة عن معدل الفائدة، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض.
- ٤- بنك السودان، موقع البنك على شبكة الإنترنت، www.cbos.gov.sd.
- ٥- الجارحي، معبد (١٤٠١هـ): نحو نظام نقدي ومالي إسلامي، مجلة المسلم المعاصر، العدد ٣٠، ص ٥٣- ١٠٠.
- ٦- جريدة الاقتصادية (١٤٢٨هـ)، ثمار التمويل الإسلامي: المعدل البديل للفائدة يحقق نجاحاً كبيراً، العدد ٤٩٣٤، الأحد ٢٨ ربيع الأول ١٤٢٨هـ.
- ٧- الجمل، محمود (١٤٢٣هـ) إشراك المصارف الإسلامية في معاملات السوق المفتوحة للبنوك المركزية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، العدد (١٥): ٣- ٢٥.
- ٨- حسن صابر، (٢٠٠٤م) إدارة السياسة النقدية في ظل النظام المصرفي الإسلامي: تجربة السودان، سلسلة الدراسات البحثية (٢)، بنك السودان.

- ٩- الحميدي، عبد الرحمن وعبد الرحمن الخلف (١٤٢٢هـ)، النقود والبنوك والأسواق المالية، مكتبة الديوان، الرياض.
- ١٠- الخضير، محمد بن عبد العزيز (١٤٢٣هـ)، التقويم في الفقه الإسلامي، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض.
- ١١- الدمشقي، أبي الفضل جعفر بن علي (١٣٩٧هـ)، الإشارة إلى محاسن التجارة، تحقيق: البشري الشوربجي، مكتبة الكليات الأزهرية، القاهرة.
- ١٢- الزامل، يوسف، وأحمد عبد الخير، وعبد العزيز السوداني (١٤٢١هـ)، النقود والبنوك والأسواق المالية: وجهة نظر شمولية، الجمعية السعودية للمحاسبة، الرياض.
- ١٣- الشبثيري، محمود (١٤٢٨هـ)، تطبيقات وتجارب عملية للمؤشرات البديلة عن معدل الفائدة، ندوة المؤشرات المالية البديلة عن معدل الفائدة، جامعة الإمام محمد ابن سعود الإسلامية، الرياض.
- ١٤- شحاته، حسين (١٩٧٨م) مفهوم تكلفة رأس المال المستثمر في الفكر الإسلامي: دراسة مقارنة، المجلة العلمية لتجارة الأزهر، جامعة الأزهر، العدد الأول، السنة الأولى.
- ١٥- القطان، محمد (١٤٢٨هـ)، نحو بديل شرعي لآليات أسعار الفائدة، ندوة المؤشرات المالية البديلة عن معدل الفائدة، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض.
- ١٦- المرزوقي، رجا (١٤٢٨هـ)، إمكانية إنشاء مؤشرات بديلة عن معدل الفائدة، ندوة المؤشرات المالية البديلة عن معدل الفائدة، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض.
- ١٧- الهواري، سيد (١٩٨٢م)، الاستثمار، الموسوعة العلمية والعملية: الجزء السادس، الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، القاهرة.

ثانياً: المراجع الأجنبية:

- 1- Bank of International Settlements (BIS) (1983), **The International Interbank Market: A Descriptive Study**, Economic paper no. 8, Bank of International Settlements.
- 2- Bernard H and J. Bisignano, (2000), **Information, Liquidity and Risk in The International Interbank Market: Implicit Guarantees and Private Credit Market Failure**, working paper no. 86, Bank of International Settlements.
- 3- British Bankers' Association (BBA), **website: www.bba.org.uk**, retrieved on June 7, 2007.
- 4- Covrig V. B. Low and M. Melvin (2004), **A Yen is not a Yen: TIBOR/LIBOR and the Determinants of the 'Japan Premium**, Journal of Financial and Quantitative Analysis Vol. 39, No. 1 193-208
- 5- Furfine Craig (2001), **The Interbank Market during a Crisis**, working paper no. 99, Bank of International Settlements.
- 6- Huang C. and R. Litzenberger (1988), **Foundation for Financial Economics**, Prentice Hall, New Jersey.
- 7- Islamic Interbank Money Market (IIMM, **website: iimm.bnm.gov.my**, retrieved on June 7, 2007.
- 8- MacKenzie D. (2006), **The Material Production of Virtuality: Innovation, Cultural Geography, and Facticity in Derivatives Markets**, working paper, School of Social and Political Studies, University of Edinburgh
- 9- Mirakhor, A. (1996), **Cost of Capital and Investment in Non-interest Economy**, Islamic Economic Studies 4 : 35-46.
- 10- Sharpe, W, Alexander G., Bailey J. and D. Fowler (1997), **Investment**, Ontario: Prentice Hall.
- 11- Zarqa, A. (1983), **An Islamic Perspective on the Economics of Discounting in Project Evaluation** in Z. Ahmad et. al. es.: Fiscal policy and Resource Allocation in Islam, International Centre for Research in Islamic Economics, King Abdulaziz University, Jeddah,.

* * *