

المؤشرات المالية البديلة عن معدل الفائدة
أهمية الموضوع ومبرراته، الجهود السابقة والجوانب التي تتطلب التطوير
نخت مقدم إلى مؤتم
المؤشرات المالية البديلة عن معدل الفائدة
الذي تنظمه جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية
بالنعاون مع المعهد المصرفي الإسلامي للبحوث والتدريب
الرياض مايو ٢٠٠٧م

د. موسى آدم عيسى

مدير دائرة الرقابة الشرعية

بالبنك الأهلي التجاري

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

الحمد لله والصلاة والسلام على سيدنا ونبينا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين

فلقد مضى على ميلاد أول مصرف إسلامي ما يزيد على ربع قرن من الزمان ، وهو مدى زمني قد لا يكون كبيراً بما فيه الكفاية لاستكمال جميع مقومات هذه المصارف ، ولكنه بدون أدنى شك مناسب لبلورة جميع الأطر النظرية والعملية لهذه المصارف.

ولعل عدم إيجاد مؤشر للتعامل الآجل يعكس الطبيعة الخاصة للمصارف الإسلامية طيلة هذه الفترة من الزمن وإتباع نظام الليبور الدولي يعد إحدى النقائص التي يوصم بها النظام المصرفي الإسلامي.

هذا البحث هو محاولة لقراءة بعض الجهود التي بذلها بعض الباحثين لإيجاد مؤشر إسلامي بديل عن الليبور والسعي لبلورتها وعرضها.. تناولنا فيه الأساس النظري لاستخدام المؤشرات ، واستخدام المؤشرات كبديل لسعر الفائدة الجاري ، ثم قدمنا لمحة موجزة عن أشهر المؤشرات المستخدمة في مجال التمويل وهو الليبور ، ثم شرحنا دواعي استخدام الليبور في المصارف الإسلامية. ثم تناولنا أهمية موضوع اقتراح بدائل مشروعة لليبور ، وقدمنا أخيراً نموذجين من النماذج التي اقترحت بدائل مشروعة لليبور . النموذج الأول للدكتور أنس الزرقا الباحث بمركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي بجدة ، والنموذج الثاني للسيد عباس ميراخور الباحث بصندوق النقد الدولي . واختتمنا البحث ببعض الملاحظات والتوصيات.

والحمد لله رب العالمين

الأساس النظري لاستخدام المؤشرات:

الاستثمار كما يعرف هو ارتباط مالي بهدف تحقيق مكاسب يتوقع الحصول عليها على مدة طويلة في المستقبل. ولا خلاف أن الربح يمثل أحد أهم الدوافع لاتخاذ قرار الاستثمار ، ولذلك فإن المستثمر أياً كان لا يقدم على الدخول في استثمار إلا إذا كانت الغلات المتوقعة من هذا الاستثمار خلال عمره الزمني تزيد عن تكاليف ذلك الاستثمار.

لقد أطلق الاقتصادي المشهور جون ماينرد كينز مصطلح الكفاية الحدية لرأس المال ، على معدل العائد الصافي المتوقع الحصول عليه فوق تكلفة الوحدة الأخيرة المستثمرة. والكفاية الحدية لرأس المال معدل يتحدد داخل الوحدة الإنتاجية ويعكس الأرباح المتوقعة ودرجة المخاطرة المحتملة للاستثمار.

وبمعرفة هذا المعدل طبقاً للنموذج الرأسمالي تجري مقارنته بسعر الفائدة باعتبار أن سعر الفائدة يمثل تكلفة الفرصة البديلة، إذ لا بد أن يكون هذا المعدل أعلى أو على الأقل يساوي سعر الفائدة الجاري حتى يكون الاستثمار مربحاً. وبذلك تكون هناك ثلاثة عناصر أساسية تحدد الاستثمار:

- (١) سلسلة الغلات المتوقعة من الأصل الرأسمالي.
- (٢) ثمن عرض الأصل الرأسمالي أو تكاليف الحصول عليه.

(٣) سعر الفائدة الجاري.

بالطبع لا توجد صعوبة في حساب البندين (٣،٢) حيث أنهما من قبيل المعطى ، ولكن تكون الصعوبة عند حساب البند (١) وذلك بالنظر إلى عدم اليقين الذي يلازم تقديره ، ولهذا لجأ الاقتصاديون إلى استخدام إحدى أدوات الرياضيات المالية وهي طريقة الخصم Discounting لتحديد سلسلة الغلات المتوقعة . وقد عَرَّفَ كينز معدل العائد المتوقع من الاستثمار بأنه سعر الخصم الذي يجعل القيمة الحالية للغلات السنوية الصافية المتوقعة من استثمار أصل من الأصول مساوية لثمن عرض هذا الأصل ، أي ثمن شرائه. فمعدل الخصم ينبغي أن يعكس المعدل الذي يمكن من خلاله زيادة النقود في الاستثمارات المنتجة ، فهو يعكس إنتاجية رأس المال.

فإذا افترضنا أن ثمن شراء أصل من الأصول (ل.) وهو معطى وأن الغلات المتوقعة من هذا الأصل خلال عمره الإنتاجي هي : غ_١ ، غ_٢ ، غ_٣ .. فإنه يمكن معرفة معدل الخصم المتوقع (ر) وذلك بتطبيق معادلة الخصم التالية:

$$\frac{G_1}{(r+1)} + \frac{G_2}{(r+1)^2} + \frac{G_3}{(r+1)^3} + \dots + \frac{G_n}{(r+1)^n} = L$$

حيث ترمز (ن) على العمر الزمني للأصل.

وهذا يعني أن هناك معدل خصم معين (ر) إذا خصمت به سلسلة الغلات السنوية المتوقعة غ_١ ، غ_٢ .. غ_ن ، تكون القيمة الحالية التي نحصل

عليها مساوية لثمن شراء الأصل الرأسمالي. والحصول على المعدل (ر) يقتضي البحث عن رقم معين من جملة الأرقام يحقق المعادلة.

وبعد الحصول عليه ينبغي أن تقارن قيمة (ر) بسعر الفائدة (ف) وعلى المستثمر أن يستثمر طالما أن قيمة (ر) أكبر من (ف) ويتوقف عن الاستثمار إذا كانت قيمة (ر) أصغر (ف) .

ونظراً للصعوبات التي تكتنف استخراج قيمة (ر) حيث إنه رقم مجهول من جملة الأرقام الطبيعية ، فقد جرى استخدام مؤشر سعر الفائدة كأداة للخصم باعتباره يعطي رقماً معروفاً ودون أن يكون في ذلك اختلاف في نتائج التقدير .

فإذا افترضنا أن سلسلة الغلات المتوقعة للأصل الرأسمالي خلال عمره الزمني هي (ت.) عندئذ يمكن حساب قيمة (ت.) على النحو الآتي:

$$T = \frac{G_1}{(F + 1)} + \frac{G_2}{(F + 1)^2} + \frac{G_3}{(F + 1)^3} + \dots + \frac{G_n}{(F + 1)^n}$$

وسلسلة الغلات المتوقعة مخصومة بسعر الفائدة تعطي ما يعرف بسعر الطلب في حين أن سلسلة الغلات مخصومة بالكفاية الحدية لرأس المال تعطي سعر العرض.

وبعد الحصول على قيمة (ت.) يمكن تحديد جدوى الاستثمار بحيث لو كانت:

(ت) أكبر من (ل) فإن المشروع يكون مجدياً وعندئذ فإن (ر) أكبر من (ف).

(ت) اصغر من (ل) فإن المشروع يتضمن خسارة ويستتبع ان تكون (ر) اقل من (ف).
(ت) = (ل) يكون المشروع في نقطة توازن.

والخلاصة التي نود أن نشير إليها هي أن قرار الاستثمار تقتضي المفاضلة بين الاقتراحات الاستثمارية المختلفة ويرتبط بشكل أو بآخر بنتيجة المقارنة بين معدل الكفاية الحدية لرأس المال مع سعر الفائدة باعتباره تكلفة الحصول على الأموال على أنه ينبغي ألا يؤدي هذا الأمر إلى خلط مفاده أن هذين المتغيرين مرتبطان ببعضهما البعض وتؤثر فيهما عوامل واحدة . فالحقيقة أنهما يتحددان كل بشكل مستقل عن الآخر فالكفاية الحدية لرأس المال تتحدد بناءً على سعر العرض وسلسلة الغلات المتوقعة ، في حين أن سعر الفائدة تحده دالة التفضيل النقدي وعرض النقود.

استخدام المؤشرات كبديل لسعر الفائدة الجاري:

بدأ استخدام المؤشرات لتقدير العوائد منذ حوالي عام ١٩٦٦م انظر (Managing Investment Portfolios. Chp.4) ، ومنذ ذلك التاريخ انتشر استخدام المؤشرات على نطاق واسع بهدف قياس الأداء ، فنشأت مؤشرات الأسهم مثل مؤشر " الناسداك " ومؤشر " داووجونز " وغيرها من مؤشرات قياس الأداء والتي من ضمنها " الليبور " الذي جرى استخدامه على نطاق واسع كمقياس تسعيري للصفقات التمويلية الآجلة التي تعقدتها المصارف الدولية .

فما هو الليبور ؟ وكيف يتم تحديده ؟ وما هي الجهات المسؤولة عن تحديده ؟

الليبور

LIBOR هو مصطلح مالي اختصار لعبارة London Interbank Offered Rate وهو يشير إلى المؤشر المستخدم في اتفاقيات الإقراض قصيرة الأجل بين بنوك لندن . ويعد الليبور أكثر المؤشرات وأوسعها استخداماً ، إذ يجري استخدامه في اتفاقيات الإقراض في التبادلات المتعلقة بالخيارات والمستقبليات في عدد من الأسواق الدولية مثل سوق لندن وألمانيا وشيكاغو وسنغافورة وطوكيو. ويجري استخدام الليبور في نحو ٢٠% من الإقراض الدولي ونحو ٣٠% من التبادلات الدولية التي تتم عبر المصارف الممثلة في بريطانيا ، انظر WWW.bba.org.uk/public/libor.

كيف يتم تثبيت الليبور " وكيف يتم نشره ؟ :

تتولى جمعية الاقتصاديين البريطانيين (BBA) British Bankers Association وبالتشاور مع عدد من البنوك البريطانية تشكيل لجنة من ٨ بنوك على الأقل لتكون الجهة المرجعية لتثبيت الليبور . إذ تقوم البنوك الثمانية بتسجيل مقترحاتها على الشاشة ، وتقوم اللجنة باستبعاد مقترحات الأرقام الأعلى والأدنى ، ويجري أخذ متوسط الرقمين الواسطين ، ويكون ذلك المتوسط هو معدل الليبور لذلك اليوم . ويتم تحديد الليبور على هذا الأساس يومياً ويجري نشره في عدد من شبكات الأخبار المالية الدولية

مثل رويتزر ومنيت - رايدر وبلمبرج كما يتم تثبيت الليبور بسبع عملات دولية هي: الجنيه الإسترليني ، والدولار الأمريكي ، الين الياباني ، الفرنك السويسري ، الدولار الكندي ، الدولار الأسترالي واليورو. ولكل عملة من هذه العملات لجنة خاصة بها تختلف بشكل أو بآخر عن اللجان الخاصة بالعملات الأخرى . فاللجنة الخاصة بالدولار مثلاً تختلف عن اللجنة الخاصة بالين الياباني ، وهكذا .. ويعتبر قرار اللجنة الذي تتوصل إليه والخاص بتثبيت الليبور نهائياً ، وفي حال عدم اتفاق لجنة من اللجان على تثبيت الليبور وفقاً للطريقة المعتادة يقوم اتحاد المصرفيين البريطانيين بالتشاور مع لجنة الليبور لمجموعة الإسترليني ببذل الجهد لاختيار معدل يجري تثبيته وتوزيعه بين البنوك. انظر www.bba.uk . أما في البلدان الأخرى فيتم تثبيت مؤشرات شبيهة بالليبور مثلاً " السييور السعودي " و " الكيبور الكويتي " . وهي مؤشرات مبنية على نمط الليبور ، وتعتبر عن مؤشرات الإقراض بين البنوك المحلية ، ويتم تثبيت تلك المؤشرات في غرفة المقاصة في المصارف المركزية بنفس الطريقة المتبعة في تثبيت الليبور .

استخدام الليبور في المصارف الإسلامية

من المتفق عليه إن اعتماد المؤشرات يعد أمراً ضرورياً وفقاً لأساليب الإدارة الحديثة لتحديد كفاءة الأداء الإداري وقياس نسب نجاحه من فشله ، ولهذا مع نشأة المصارف الإسلامية لم تجد معياراً لتقويم كفاءاتها وقياس أداءها إلا باللجوء إلى المقياس الدولي وهو الليبور المستخدم في البنوك التقليدية بكل مجمله من مفاهيم تتعارض مع الأساس النظري لهذه

البنوك . وأصبح استخدام الليبور أمراً معتاداً في تسعير منتجات البنوك الإسلامية وبالذات المرابحات والإجارة والاستصناع .. الخ ، وبالرغم من النداء الذي أطلقه المشاركون في ندوة مشاكل البنوك الإسلامية التي نظمتها مجمع الفقه الإسلامي والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب عام ١٤١٣هـ / ١٩٩٣م والذي جاءت التوصية فيه بضرورة " الإسراع بإيجاد المؤشر المقبول إسلامياً الذي يكون بديلاً عن مراعاة سعر الفائدة الربوي في تحديد هامش الربح في المعاملات " . بالرغم من هذا النداء فقد ركنت البنوك الإسلامية إلى استخدام الليبور مع ترديد مقولة مستمرة وهي أن هذا الاستخدام هو أمر مؤقت إلى حين إيجاد مؤشر إسلامي. وكما يشير زمير إقبال في بحثه الذي نشره في عام ١٩٩٧م
Zamir Iqbal A non-Interest Benchmark for Islamic Finance – Islamic Banker (1997)

هناك عدة أسباب أسهمت في اعتماد البنوك الإسلامية لليبور لعل أهمها:
أولاً: سعي المصارف الإسلامية لإيجاد مرجعية يمكن من خلالها الارتباط بالأسواق المالية الدولية ، ويمثل الليبور أكثر هذه المرجعيات ملائمة من حيث شهرته واتساع نطاق التعامل به وسهولة الحصول عليه.

ثانياً: دخول البنوك الغربية في أسواق التمويل الإسلامية الأمر الذي أدى إلى أن تستخدم هذه البنوك الليبور باعتباره المؤشر الذي يعكس تكلفة الأموال التي تستخدمها تلك البنوك ، ولهذا درجت المصارف الغربية على معاملة الأموال المستخدمة في التمويل بالمرابحة والإجارة معاملة القروض المبنية على الليبور.

ثالثاً: في ظل ازدواجية النظام المصرفي في العالم الإسلامي والذي تتنافس فيه البنوك الإسلامية مع البنوك التقليدية ، أصبح الليبور هو الأداة المعيارية لجذب الودائع.

ويمكن القول بالإضافة الى ما تقدم أن هناك عدة عوامل مؤسسية أسهمت بشكل أو بآخر في اعتماد الليبور كمعيار للتمويل على المستوى الدولي لعل أهمها:

- ١- القبول العالمي لليبور والذي جاء نتيجة المنهجية المتبعة في حسابه وتوفيره للأطراف المتعاملة بيسر وسهولة.
- ٢- تعدد المجالات التي يمكن استخدام الليبور فيها والتي تشمل بالإضافة للتمويل قصير الأجل ، أسواق النقد والخيارات والمستقبليات .. الخ.
- ٣- الشفافية المستخدمة في حساب الليبور ونشره.
- ٤- الوزن النسبي للبنوك المشتركة في لجنة الليبور وتأثيرها في السوق العالمية.
- ٥- النشاط الملحوظ للبنوك المشتركة في لجنة تركيب الليبور في أسواق النقد.

أدت هذه العوامل كلها في ظل عدم وجود بديل إسلامي على اعتماد المصارف الإسلامية لليبور معياراً لقياس الأداء بالرغم من الاختلاف الواضح بين البنوك الإسلامية والبنوك التقليدية من حيث مصادر الأموال وتكلفة الحصول عليها.

ولعل استخدام المصارف الإسلامية لليبور كمؤشر في تسعير منتجاتها بالرغم من أنه لا يعني أن هذه المصارف تتعامل بالربا صراحة ، إلا أنه يشير ضمناً إلى الاعتراف بمقياس ربوي ، جاء النص القاطع بتحريمه ، فضلاً عن ذلك أصبحت المصارف الإسلامية مثار تنذر من المصرفيين التقليديين الذين يلمزون إلى أن المصارف الإسلامية ما هي إلا خدعة ظاهرها البيوع وباطنها الربا مستدلين في ذلك باشتغال عقودها المؤجلة على الليبور .

أهمية الموضوع

إذا تركنا الجانب الشكلي وانتقلنا إلى الجانب الموضوعي يتضح لنا أن عدم توفر معيار لقياس أداء المصارف الإسلامية يعد أمراً غاية في الخطورة لعدة اعتبارات:

أولاً: من المعلوم أن استخدام الليبور لدى المصارف التقليدية يعد أمراً منطقياً حيث إنه يعبر عن الفرصة البديلة لجانب من جوانب تكلفة الحصول على الأموال . ذلك أن هناك مصدرين للحصول على السيولة قصيرة الأجل لدى المصارف التقليدية هما:

المصدر الأول:

الخصم ، إذ تلجأ المصارف عند احتياجها للسيولة إلى خصم ما لديها من سندات لدى المصرف المركزي وتحصل مقابل ذلك على ما تحتاجه من سيولة . غير إن هذه الوسيلة ليست مطلقة أو نهائية

فهناك حدود معينة لمقدار ما يقوم المصرف المركزي بخصمه ،
ولهذا تلجأ المصارف التقليدية المصدر الثاني:

المصدر الثاني:

تلجأ المصارف التقليدية إلى الاقتراض من بعضها البعض في
سبيل الحصول على السيولة ، إذ يجري الاتفاق بينها على معدل
معين يكون أساساً للاقتراض قصير الأجل بين بعضها البعض ،
وهذا المعدل الإقراضي هو ما جرى تسميته بالليبور ولهذا فمن
المنطقي أن يظهر الليبور في تسعير منتجات تلك البنوك باعتباره
جزءاً مما يسمى بتكلفة الحصول على الأموال (Cost of Fund) وفي
الحالات التي تستخدم المصارف مواردها الذاتية فإنها تستخدم
الليبور كمؤشر لقياس تكلفة الفرصة البديلة ، فهي وإن لم تستخدم
أموالها الذاتية في التمويل فإنه يحق لها إقراضها والحصول على
فائدة تساوي معدل الإقراض الجاري في السوق وهو الليبور .
وهذا المنهج وإن كان يبدو منطقياً عند استخدامه لدى المصارف
التقليدية فإنه يفتقد إلى الموضوعية في حال المصارف الإسلامية

ذلك إن مصادر الأموال لدى المصارف الإسلامية مختلفة عن
مصادر الأموال لدى المصارف التقليدية .

فالمصارف الإسلامية لا يجوز لها بالطبع أن تقترض بفائدة
وحصولها على الأموال يقوم أساساً على الودائع الاستثمارية وهي

ودائع غير مرتبطة بعائد محدد كما هو الحال في المصارف التقليدية ، وإنما هي ودائع قائمة على أساس العوائد المتوقعة.

ولهذا فإن استخدام المصارف الإسلامية للييور في تسعير منتجاتها لا يعد أساساً مقبولاً لقياس كفاءة أداء هذه المصارف ، ولكنه يجعلها تابعة للمصارف التقليدية في استخدام اللييور في كل الأحوال بالرغم من أن اللييور يعبر عن الحركة الاقتصادية تلك في البلدان.

ثانياً: من المعلوم أن اللييور ليس مجرد معدل تقترحه البنوك ويجري استخدامه بينها ولكنه في واقع الأمر تعبير عن واقع الحركة الاقتصادية في البلدان الرأسمالية التي يتم فيها تثبيت اللييور ، وهو واقع مختلف عن واقع البلدان التي تعمل فيها المصارف الإسلامية وهذا يعني أن استخدام اللييور لقياس كفاءة المصارف الإسلامية لا يجد له سنداً منطقياً .

بل إنه يقعد بالمصارف الإسلامية من أن تكون لها أسعار لمنتجاتها يعبر عن الواقع الاقتصادي والتمويلي في المناخ الذي تعمل فيه ، وهو أمر قد يعطي المصارف الإسلامية ميزة تنافسية أكبر في حال عدم تسعير منتجاتها على أساس اللييور. يقول د. عبدالرحمن يسري

" إن الاسترشاد بسعر الفائدة يعكس الجهل بما ينبغي أن تقوم به البنوك الإسلامية من دور حيوي في توزيع الموارد المتاحة لديها

بين الاستخدامات المختلفة وفقاً لمعدلات الربحية المتوقعة ، وتبعاً للاحتياجات الإنتاجية الاجتماعية الرشيدة وليس تبعاً لسعر فائدة أصم

إضافة إلى ذلك فإن سعر الفائدة الجاري حتى وإن كان مجرد نسبة مئوية صماء فهو الرمز الأساس للنظام الربوي ، فكيف يسترشد به في نشاط مصرفي إسلامي؟ كما أن الاسترشاد بسعر الفائدة يحمل دليلاً واضحاً على عدم وجود معيار حقيقي يحتكم إليه في تحديد هامش الربح في معاملات البنوك الإسلامية .
(انظر أثر النظام المصرفي التقليدي على النشاط المصرفي الإسلامي).

لهذه الأسباب وغيرها يصبح البحث عن معيار للتمويل وقياس الأداء خاص بالبنوك الإسلامية أمراً ملحاً ، وهذا ما ناقشه في الفقرة التالية.

البدائل الإسلامية لليبور:

لم تكن هناك جهودٌ كثيرةٌ فيما أعلم من الاقتصاديين المسلمين في تقديم بديل لليبور يكون متنسقاً مع الأساس المنهجي الذي تقوم عليه البنوك الإسلامية وفي هذا الصدد نعرض نموذجين قدمت خلالهما محاولات جادة من قبل بعض الباحثين المسلمين لاقتراح بديل لليبور.

النموذج الأول للدكتور أنس الزرقا:

قدم د. أنس مصطفى الزرقا الباحث في مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي التابع لجامعة الملك عبدالعزيز بجدة بحثاً تحت عنوان " وجهة نظر إسلامية حول اقتصاديات الخصم في تقييم المشروعات " تبنى فيه إجراء الخصم باستخدام معدل العائد على الاستثمار $\text{Rate Of Return on Investment}$ بديلاً عن الخصم بسعر الفائدة أو الليبور .

ويعد معدل العائد على الاستثمار (r) أحد أساليب التحليل المالي الأكثر انتشاراً ، وهو يستخدم كمقياس للحكم على كفاءة الإدارة في توليد الأرباح من الأصول المتاحة. ويطلق عليه في الدراسات المالية نظام (ديبون) Du Pont System نسبة إلى الشركة الأمريكية التي ابتكرته ، ويتم حساب هذا المعدل على النحو التالي:

$$\text{معدل العائد على الاستثمار} = (\text{صافي الربح بعد الضريبة} + \text{الفوائد}) \div (\text{مجموع الأصول})$$

وهذا المعدل يقيس الربحية المتولدة عن الوحدة النقدية المستثمرة في الأصول. (أنظر الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر- د. منير صالح هندي الطبعة الثانية ١٩٨٩ ص ٨٨-٨٩).

ويؤسس د. الزرقا وجهة نظره على اعتبار أن خصم المشروعات بغرض تقييمها مسألة مقبولة من الناحية الشرعية ولكن ينبغي ان يتم ذلك

بواسطة معدل العائد على الاستثمار وليس بواسطة سعر الفائدة ، ويقول الزرقا في هذا الصدد " أن سعر الفائدة ومعدل الخصم شيئان مختلفان تماماً ، فالخصم يستهدف التدفقات النقدية للمشروعات بهدف قياس جدوى الاستثمار وهو أمر مقبول شرعاً وينبغي أن يتم الخصم عن طريق معدل العائد في الاقتصاديات الإسلامية التي تحرم الفائدة الربوية. وقد ناقش الزرقا بحثه من خلال أربعة محاور أساسية:

المحور الأول: فرضية التفضيل الزمني الايجابي:

فرضية التفضيل الزمني الايجابي تعد إحدى الفرضيات الموجهة لسوك المستهلك كما يرى بعض الاقتصاديين، فالمستهلك يقال إن له تفضيل زمني ايجابي إذا كان غير راغب بمبادلة كمية زائدة من الاستهلاك الآن مقابل كمية زائدة لفترة لاحقة إلا إذا كانت كمية الاستهلاك الأخيرة أكبر. والتفضيل الزمني السلبي مؤداه بأن يضحى المستهلك بوحدة من الاستهلاك الآن في مقابل أقل من وحدة في المستقبل. وعلى هذا الأساس أصبح ينظر للتفضيل الزمني الايجابي باعتباره سلوكاً بشرياً مثله مثل " تجنب الخطر Risk Aversion " أي أن الناس عادة يؤجلون الاستهلاك نظير الحصول على كمية أكبر في المستقبل ، وهذا يعطي مبرراً لخصم الاستهلاك المستقبلي وفي نفس الوقت يعطي تبريراً منطقياً لخصم عوائد وتكاليف الاستثمار. ويشير الزرقا إلى أن فرضية التفضيل الزمني الايجابي قد استخدمت منذ زمن بوهام بويرك - كتفسير وسبب منطقي لسعر الفائدة الايجابي.

ويستند الزرقا إلى باتنكن Patinkin في إثبات أن وجود سعر الفائدة الإيجابي في مجتمع ما لا يعني وجود فرضية التفضيل الزمني الإيجابي. من جهة ثانية بافتراض التسليم بأن الناس لديهم تفضيل زمني إيجابي فإن ذلك لا يستتبع جواز تطبيق سعر فائدة إيجابي في المجتمع ، فالإسلام يحرم الفائدة من حيث المبدأ ، ويذهب الزرقا إلى اقتراح بأن تعامل فرضية التفضيل الزمني الإيجابي على أساس أنها قضية قابلة للنقاش وليست حقيقة موضوعية. ويخلص الزرقا في هذا الخصوص إلى نتيجة مفادها أن التفضيل الزمني الإيجابي ليس مبدأ للرشد ، وليس أصلاً مثبتاً وليس رغبة متكررة لدى المستهلكين ، فهو لا يعدو ان يكون خياراً من ضمن سلسلة خيارات أخرى منها التفضيل السلبي والتفضيل الصفري وهي نتيجة توصلت إليها دراسة متخصصة في الموضوع قدمها الباحث نجاح عبدالعليم.

(لتفاصيل أكثر انظر التفضيل الزمني وقرار الادخار للدكتور نجاح عبد
العليم فتوح ، مجلة أبحاث الاقتصاد الإسلامي المجلد 9 تاريخ 1417 هـ)

المحور الثاني: عدم جدوى الخصم عن طريق سعر الفائدة في ظل عدم التأكد:

أشار الزرقا إلى أنه في حالات عدم التأكد فإن بعض الاقتصاديين يعتقدون أن سعر الفائدة (i) هو الأداة الأمثل للخصم لتقييم المشروعات. بينما يذهب آخرون إلى استخدام معدل العائد على الاستثمار (r) بالتبادل مع سعر الفائدة. وفي هذا الصدد يشير الزرقا إلى أن (i) و (r) لا يتساويان إلا في عالم (اليقين) حيث يمكن معرفة المستقبل بدقة. ويستشهد الزرقا برأي الاقتصادي الشهير باتنكن Patinkin الذي يرى أنه في ظل عالم التأكد وفي ظل المنافسة التامة سيكون معدل العائد على الأسهم

(متضمناً صافي الزيادة في القيمة الرأسمالية للسهم) منسوباً إلى القيمة الأصلية للسهم ، ومعدل إيجار أصل من الأصول (صافي من الاهلاكات والتكاليف التشغيلية) منسوباً إلى قيمة الأصل . ومعدل ربح المؤسسة ، منسوباً إلى المبلغ المستثمر فيها ، كل هذه المعدلات ستكون مساوية لسعر الفائدة . ويتوصل الزرقا مما سبق إلى القول بأننا إذا أسقطنا فرضية التأكد ، فإن سعر الفائدة (i) ومعدل العائد (r) سيكونان مختلفين ، وفي هذه الحالة تتمثل العلاقة بينهما في أن ارتفاع معدل العائد (r) يمثل حافزاً للاقتراض وشراء أسهم. ويتأثر الاختلاف بين كل من (r) و (i) وبشدة بمقدار درجة عدم اليقين بخصوص (r) وبدرجة تحمل المخاطر أو التعامل معها.

وفي ضوء ما تقدم يقرر الزرقا أنه وفي ظل عدم التأكد فإن:

(أ) كلاً من سعر الفائدة ومعدل العائد على الاستثمار ليسا متساويين حتى في ظل الأسواق المنظمة.

(ب) أن معدل العائد على الاستثمار وليس سعر الفائدة هو السعر الأمثل للخصم.

والخصم عن طريق معدل العائد يعتمد على مبدأ الفرصة البديلة ، ويتبنى الزرقا ما يذهب إليه بعض الاقتصاديين الماليين من أن " .. المؤسسة ينبغي أن تخصم دخلها المستقبلي بسعر خصم خارجي يختلف عن سعر الإقراض .."

المحور الثالث: معدل العائد على الاستثمار هو الأسلوب الأمثل للخصم:

يوافق الزرقا أن الخصم من حيث المبدأ مهم وضروري لأنه يعد أحد معايير كفاءة الاستثمار، وعلى هذا الأساس فهو مقبول من الناحية الشرعية باعتباره تطبيقاً لمبادئ الرشد ومحاربة الإسراف التي دعا إليها الإسلام.

ويذهب الزرقا الى القوم بأن معظم الاقتصاديين اختاروا استخدام معدل العائد بطريقة غير مباشرة ، وذلك عن طريق استخدام ما يسمى معامل بدل المخاطرة Risk Premium Method بمعنى أنه وفي ظل عدم التأكد فإن الاقتصاديين يقترحون أن معدل الخصم المناسب يجب أن يتضمن إضافة معدل مخاطرة لسعر الفائدة المستخدم في الخصم .

ويؤكد الزرقا القول بأن هذه الوسيلة قد رفضت من قبل الاقتصاديين بالرغم من أنها الوسيلة الأمثل لإجراء عمليات الخصم إذا أضيفت الى معدل العائد لأنه هو الوسيلة الأمثل للخصم ، وتعود الأسباب لرفض هذه الوسيلة الى سببين:

الأول: يعود لأسباب قيمية ، ذلك أن هذه الوسيلة تستدعي السؤال حول كيفية تحديد معدل المخاطرة دون أن تكون هناك توجيهات ضمنية تسمح بحساب معدل المخاطرة المناسب دونما تحكم أو تعليل.

الثاني: هو سبب إيديولوجي مقتضاه أن استخدام معدل المخاطرة ربما يقود الى نتيجة غير مرغوبة لدى الكثيرين مفادها عدم الحاجة الى سعر الفائدة كأداة للخصم في ظل ظروف عدم التأكد.

وبالرغم من أن كلاً من معدل العائد على رأس المال وسعر الفائدة مختلفين في كثير من النواحي إلا أن بينهما أوجه تشابه ، فكلاهما في شكل نسبة ، وعلى هذا الأساس يرى الزرقا أن استخدام جداول الفائدة المركبة لا يتعارض مع الأحكام الشرعية ، فهذه الجداول لا تزيد عن كونها نتاج معادلة رياضية لا علاقة لها بالفائدة فهي معادلة رياضية تشير إلى أن كمية معينة تزيد أو تنخفض بصورة مستمرة خلال الزمن، ويقترح الزرقا تغيير مسمى جداول الفائدة المركبة على مسمى " الجدول الدوري للنمو والانخفاض " .

المحور الرابع: ضرورة الاهتمام بنظرية تكلفة رأس المال:

يشير د. الزرقا الى أن نظرية " تكلفة رأس المال " Cost Of Capital لم تجد الاهتمام الكافي من الاقتصاديين بصورة عامة ومن الاقتصاديين المسلمين بصفة خاصة .. ويرى الزرقا أن هذه النظرية تعتبر مجالاً خصباً للاقتصاديين المسلمين وذلك لسببين:

- لأنها تتضمن عدم اليقين.

- لأنها تقارن بين التمويل بالدين والتمويل بالأسهم.

من المعروف أن هدف المؤسسة هو تعظيم العائد الى حقوق المساهمين . إن تكلفة رأس المال هو المعدل العائد الذي يجب أن تولده الأصول المستثمرة حديثاً حتى تحافظ على القيمة السوقية لأسهم الشركة ، وبعبارة أخرى فإن تكلفة رأس المال هي معدل العائد الذي يجب أن يعطيه المشروع الجديد حتى يكون مقبولاً للشركة.

ومعامل الخصم الذي يستخدم للكشف عن ما تولده الأصول المستثمرة حديثاً ما هو إلا معدل العائد على الاستثمارات السابقة للمنشأة ، ويقرر الزرقا أن هذا المفهوم يتفق عليه كل من المدرسة التقليدية لتمويل المؤسسات وكذلك النظرية الحديثة لكل من ي موديجلياني وميللر (M-M) Modigliani And Miller* ولهذا فحتى في الاقتصاديات الرأسمالية حيث الفائدة مباحة فإن المؤسسة ينبغي أن تستخدم معدل عائد للخصم وليس معدل الفائدة . ووفقاً لنموذج (M-M) فحتى المؤسسات التي تستخدم أصول مقترضة بسعر فائدة ثابت لتمويل مشروعات جديدة يجب عليها ألا تستخدم سعر الفائدة للخصم ولكنها يجب أن تستخدم نفس معدل العائد بنفس المخاطرة الذي تستخدمه المؤسسة.

ولعل المتأمل في الطرح الذي قدمه الدكتور انس الزرقا يرى أنه يتضمن الكثير من الأفكار الإيجابية التي يمكن تطويرها لصياغة مؤشر للخصم غير مستند على الليبور إذ أن معدل العائد الاستثمار وكذلك نظرية تكلفة رأس المال يشكلان أرضية خصبة للبحث.

وبالرغم من ذلك فإن الطرح الذي قدمه الدكتور الزرقا يختص بنظرية الخصم المتعلقة بالمؤسسة الخاصة ، وبالتالي فإن المرء يلاحظ أن هناك الكثير من الجوانب التي يكتنفها عدم الوضوح والتي ربما تحتاج الى صياغة أدق لمفرداتها حتى يمكن فهمها بصورة أيسر . إضافة الى ذلك فإن الحاجة لصياغة مؤشر على المستوى الكلي تظل قائمة ، وإن شكلت هذه الدراسة أرضية خصبة تساعد كثيراً في صياغة مثل هذا المؤشر .

* نظرية موديجلياني وميللر هي نظرية كل من فرنكو موديجلياني ومرتون هـ. ميللر والتي حاولا فيها إثبات أن تكلفة رأس المال في الشركة تبقى ثابتة بغض النظر عن طريقة التمويل وهي نظرية أحدثت جدلاً واسعاً في الأوساط المالية الأكاديمية. انظر الإدارة التمويلية في الشركات للدكتور محمد أمين عزت الميداني ، جامعة الملك فهد للبترول والمعادن ، ١٩٨٩ ، ص ٦٢٤-٦٢٥

النموذج الثاني: نموذج عباس ميراخور:

يعد النموذج الذي قدمه عباس ميراخور - الباحث في صندوق النقد الدولي أكثر المحاولات جدية في هذا المجال حيث قدم بحثاً تحت عنوان " تكلفة راس المال والاستثمار في الاقتصاديات اللاربوية " جرى نشره في مجلة دراسات اقتصادية إسلامية في عام ١٩٩٦م.

COST OF CAPITAL AND INVESTMENT IN NON-INTEREST ECONOMY
ويعد هذا البحث إسهاماً مرموقاً في هذا المجال إذ يستند على مقاييس علمية يمكن الاعتماد عليها في صياغة بديل إسلامي لليبور .

ويقرر الباحث ابتداءً أن تامين الأصول وتقويم المشروعات على أساس خصم جدول التدفقات النقدية المتوقعة على أساس نسبة العائد المعدل بنسبة المخاطر لا يتعارض مع الأحكام الشرعية . وهذا يعني ضرورة إيجاد آلية يمكن من خلالها تحديد نسبة العائد المتوقع المعدل بنسبة المخاطر ومؤشر يمكن الرجوع إليه.

وفي سبيل إيجاد هذا المؤشر استخدم عباس ميراخور نظرية توبن* للاستثمار والتي يرى فيها أن المعدل الذي يبنى على أساسه قرار الاستثمار (q) لأي شركة من الشركات يعتمد على المعدل الناشئ عن قسمة القيمة السوقية لأسهم الشركة على تكلفة إحلال أصول الشركة (مثل المعدات ، الأرض .. الخ).

(* توبن q هي النظرية التي قدمها الاقتصادي الشهير توبن جيمس Tobin Jemis وقد نشر بحثه عام ١٩٦٩ بعنوان:

A General Equilibrium Approach To Monetary Theory في مجلة Journal of Money Credit & Banking

ولهذا المعدل استخدامات متعددة إذ يمكن استخدامه لتقييم السوق ككل ، وفي هذه الحالة فإن المعادلة تكون:

$$q = \frac{\text{Value of stock market}}{\text{Corporate Net Worth}}$$

انظر: Wikipedia

وبعبارة أخرى تقوم هذه النظرية على أساس أنه كلما كانت القيمة السوقية لرأس مال المؤسسة أو الشركة تزيد على تكلفة رأس المال في ظل سوق تنافسي فيمكن للشركة أن تزيد من استثماراتها ، ويرى توبن أنه إذا كان المعدل (q) يزيد عن الوحدة فإن قيمة رأس المال المستثمر ستزيد على تكلفته ومن ثم يكون هناك حافزاً للشركة على الاستثمار، ويمكن اشتقاق المعدل (q) كالتالي:

$$q = \frac{\text{Market Value}}{\text{Replacement Value}} = \frac{\text{القيمة السوقية}}{\text{تكلفة إحلال الأصول}}$$

ويعكس مقام معادلة توبن " القيمة السوقية " الأرباح المستقبلية للشركة ، بينما يعكس البسط تكلفة إحلال الأصول وليس القيمة الدفترية لها ، ويرى توبن أن المعدل الحدي لـ (q) يعد محددًا أساسياً للاستثمار لأنه يعكس مقدار الزيادة في القيمة السوقية للشركة نتيجة استثمار دولار واحد بينما تعكس القيمة الفعلية للشركة الربحية الحالية لرأس المال الأصلي.

استخدم عباس ميراخور هذا المفهوم لاستخراج تكلفة رأس المال للمؤسسات المالية الإسلامية ، إذ طالما أن المؤسسات المالية الإسلامية لا تعتمد على الاقتراض كالمؤسسات التقليدية فإن تكلفة رأس مال المؤسسة (r) في ظل هذه المعطيات سيكون مماثلاً للتكلفة اللازمة للإصدار الجديد Equity Cost حيث أن تكلفة رأس المال في المؤسسات التقليدية تتكون من شقين :

الأول: التكلفة الناشئة عن الدين.

الثاني: التكلفة اللازمة للإصدارات الجديدة.

فتكلفة رأس المال وفقاً لهذه المعطيات ستكون دالة في (q) والقيمة السوقية للشركة (v) وسلسلة العوائد المتوقع (y) . وبذلك يشتق عباس ميراخور نموذجاً رياضياً خلاصته أن معدل العائد على الأصول (r) يمكن حسابه على النحو التالي :

$$r = \frac{y}{v}(1 - d + dq)$$

حيث:

- $(1-d)$ تمثل النسبة من الأرباح التي يقرر المساهمون إعادة استثمارها
- (r) معدل العائد على الأصول.
- (y) معدل العائد المتوقع للعام القادم.
- (v) القيمة الحالية لأسهم الشركة.

وطالما لا يوجد تمويل بالدين فإن v تساوي قيمة الشركة أي أن تكلفة رأس المال تمثل علاقة خطية مع المعدل (q) وبذلك فإن تكلفة رأس المال ستتقلب تبعاً للتقلبات التي تحدث في (q) .
ويضرب ميراخور مثلاً على ذلك: إذا كانت $(ض) = 0.05\%$ وكانت الإيرادات المتوقعة للعام القادم $(y) = 5.000.000$ دولار.
وكانت القيمة السوقية لأسهم الشركة $(v) = 40.000.000$ دولار.
وكان معدل الأرباح الذي يرغب الملاك إعادة استثماره $(r) = 0.20$ فإنه يمكن حساب معدل العائد على الأصول (r) على النحو الآتي:

$$\frac{5.000000}{40.000000}(1 - 0.2 + 0.2 * 0.5) = 11.25$$

وتشير هذه العلاقة كما يقول ميراخور إلى حقائق أساسية : وهي أن المؤسسات التي لها معدل (q) أقل من الوحدة ستكون تكلفة رأس المال فيها أقل من العائد على أصولها ، بينما المؤسسات التي يكون فيها المعدل (q) أكبر من الوحدة ستكون تكلفة رأس المال فيها أعلى .

لقد أجريت عدة دراسات على نموذج توبن ، إذ يرى بعض الاقتصاديين أن من مزايا استخدام توبن q هي انه يساعد على تجنب صعوبات تقدير معدل العائد وكذلك التكاليف الحدية . وبالمقابل فحتى يمكن الاستفادة من نموذج توبن فإنه ينبغي أن تكون هناك وسائل لحساب القيمة السوقية وتكلفة الإحلال للشركة.

انظر : Landenberg, B. & Ross 1981 - Journal of Business 54:1, 1981 By The University of Chicago.

ولا شك أن اتخاذ قرار الاستثمار على أساس معدل العائد هو الأسلوب المنطقي وذلك لأن الربح وليس سعر الفائدة هو أداة تخصيص رأس المال الحقيقي ، لأن الفائدة تكلفة على رجل الأعمال بينما الربح هو دخل له ورجال الأعمال لا يستثمرون حيث تكون الفائدة أعلى بل حيث يكون الربح أكبر كما يقول د. محمد أنس الزرقاء. انظر (Zarga 1983) .

وبالإضافة إلى هذا يرى ميراخور أن اتخاذ قرار الاستثمار بناءً على مؤشر الربحية والإيرادات المتوقعة له عدد من المزايا منها:

(١) أن القيمة السوقية لأصول الشركة كما يتوقعها المستثمرون تعد

مؤشراً للربحية المستقبلية بدرجة أفضل من الأداء السابق.

(٢) يعد المؤشر (q) أداة داخلية لتقدير المخاطر مستقلة عن أية مفاهيم

مسبقة للمستثمرين في تحديد درجة المخاطر. انظر (Zamir Iqbal 1997)

وقد جرى مقارنة النموذج الذي قدمه ميراخور بنماذج التسعير المعروفة مثل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (Capital Assets Pricing Model (CAMP) وهذا النموذج يشرح العلاقة بين المخاطرة والعائد المتوقع كما جرت مقارنة النموذج بنموذج المراجعة (Arbitrage Pricing Model (APM) ، ووفقاً لزمير إقبال فلم تكن هناك فروقات ملموسة في الحساب (Iqbal 1997).

من جهة أخرى نشر زمير إقبال دراسة حول بحث عباس ميراخور في سنة ١٩٩٧ ودراسة أخرى حديثة بعنوان:

The Benchmark Issue In The Islamic Financial System

جرى نشرها في عام ٢٠٠٢م وكلا الدراستين تقدمان شرحاً توضيحياً للنموذج الأساسي الذي قدمه ميراخور . وفي بحثه الأخير يوضح إقبال أنه بالدراسة والبحث العميق يمكن تحديد المعدل (q) سواء بالنسبة للشركات أو على مستوى الاقتصاد ككل وأن تحديد المعدل (q) على مستوى الاقتصاد يمكن من خلال تحديد الكفاية الحدية لرأس المال على مستوى اقتصاد ككل ، أي تحديد معدل العائد الداخلي الكفاء لتخصيص الموارد .

كما يشير إقبال إلى أن تحديد مثل هذا المؤشر في الاقتصاد الإسلامي مهم سواء على مستوى الاقتصاد الجزئي أو الاقتصاد الكلي ، فعلى المستوى الجزئي يساعد المؤشر على تسعير الأصول ، كما يساعد على استخدام معدل قائم على حقوق الملكية . أما على المستوى الكلي فهو يساعد على تطوير السوق الثانوية ، وعلى تطوير سوق النقود الإسلامية (Interbank Market) وهو أمر يحدد الطريقة التي ستعمل بها المؤسسات المالية الإسلامية.

ويشير إقبال إلى أن المعدل (q) يمكن أن تستخدمه الدولة لتمويل المشروعات العامة وذلك عن طريق إصدار أوراق مالية على أساس حقوق الملكية حيث تكون العوائد المتوقعة أساساً لخصم العوائد الحالية على أن يؤخذ في الاعتبار معدل الخصم الاجتماعي (Social Rate of Return).

دراسة أخرى لم يتسن لنا الاطلاع عليها:

أشار زمير إقبال إلى دراسة أخرى قدمها كل من Haque و Mirakor وهي دراسة لم يتسن لنا الاطلاع على تفاصيلها ، وطبقاً لزمير إقبال فإن هذه الدراسة هدفت لتطوير مؤشر عام على مستوى الاقتصاد يأخذ في اعتباره أداء أسواق الأسهم المحلية والدولية لتستخدمه الدولة في إصدار الأوراق المالية ، وبالتالي فإن هذا المؤشر هو عبارة عن المتوسط المرجح لمؤشر السوق المحلية والمتوسط المرجح لعائد سوق الأسهم الدولية والعائد من مشروعات الدولة.

فما لا شك فيه أن هذه الآراء التي قدمها الباحثان والدراسات اللاحقة لهما تشكل أرضية لبناء مؤشر يمكن استخدامه في تحديد الكفاءة الحدية لرأس المال غير أني أود أن أشير إلى أن المؤشر (q) المقترح يستند في تحديده على المستوى الجزئي على القيمة السوقية لأسهم الشركة وهو أمر قد لا يمكن تطبيقه في كثير من المؤسسات والشركات بالدول الإسلامية المعاصرة ، والسؤال هنا هل يمكن الاستعاضة عن ذلك باستخدام تكلفة الودائع الاستثمارية التي بحوزة المصارف ، ودون أن يكون في ذلك تغيير ملموس في النتائج كما يقول محسن خان* .

(*) انظر محسن خان ، النظام المصرفي الخالي من الفائدة " تحليل نظري ، مجلة جامعة الملك عبدالعزيز ١٩٩٧م ص ١٥ .

خاتمة:

في ختام هذا البحث أود أن أخلص إلى ما يلي:
الليبور ، ما هو إلا إحدى الأدوات المستخدمة من قبل المصارف التقليدية لتحديد تكلفة رأس المال ، والذي في ضوءه تستطيع المصارف أن تتخذ قرارات التمويل والاستثمارات التي تدخل فيها .

النموذجان اللذان جرى استعراضهما يقومان على أسس موضوعية تتفق مع مبادئ الاقتصاد الإسلامي التي تحرم الفائدة ، وحيث إن الإطار الفني اللازم لصياغة المؤشر وتثبيته يتطلب الماماً واسعاً بأدوات التحليل المالي لذا فإنني أقترح في هذا الصدد ما يلي:

١- تشكيل لجنة من المختصين في التحليل المالي من أساتذة الجامعات والممارسين في المصارف الإسلامية تحت إشراف البنك الإسلامي للتنمية وهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ، تتولى اختبار الافتراضات العلمية التي يقوم عليها المؤشر والتأكد من صحتها .

٢- في حال التسليم بموضوعية الافتراضات التي قام عليها المؤشر ، اقتراح الكيفية التي يمكن من خلالها توسيع نطاق هذا المؤشر لتطبيقه على المستوى الجزئي والكلي .

٣- إجراء مقارنة موضوعية بين هذا المؤشر والمؤشرات المماثلة .

وصلى الله وسلم على سيدنا ونبينا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين