

منتدى الاقتصاد الإسلامي

الحوار الاستراتيجي حول الصعوبات التي تواجه الاقتصاد الإسلامي

والصناعة المالية الإسلامية في مجالات الرقابة والحوكمة والإشراف والتقنين والتدقيق والمنتجات

ملف رقم 11

الحوار الاستراتيجي: المحور الأول: الموضوع الثاني

هل يمكن انجاز دراسات جدوى باستعمال معدل خصم غير ربوي؟

تحرير د.عبدالباري مشعل

مدير منتدى الاقتصاد الإسلامي

القسم العربي

حقوق النشر محفوظة

منتدى الاقتصاد الإسلامي

2017/2/25



## ملخص الموضوع

تقول د.رقية العاني:

نريد دراسات جدوى تعتمد معادلاتها بعيدا عن سعر الخصم ومعدلات الفائدة ومعادلاتهما. ما هو البديل الإسلامي لهذه المعادلات عند الاستثمار في مشروع ما الحقيقة يؤلمني احيانا ان يقف فبول مشروع او رفضه في مصرف اسلامي على دراسات جدوى اقتصادية ربوية.

دار الحوار حول الموضوع.



## تعريف بمنتدى الاقتصاد الإسلامي<sup>1</sup>:

في 2 يناير 2018 كانت الذكرى السنوية الثانية لتأسيس منتدى الاقتصاد الإسلامي، وهو مجموعة علمية متخصصة على برنامج التواصل WhatsApp أسسها الشيخ محمد خالد حسني من باكستان، وتضم بين أعضائها العلماء والخبراء والمهنيين، والاقتصاديين، والأكاديميين، والباحثين، والمستشارين الشرعيين، ويتمثل في المنتدى جميع مؤسسات البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية، مثل البنك الإسلامي للتنمية، وهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (أيوفي)، المجلس العام للمؤسسات والبنوك الإسلامي (سيبافي)، ومجلس الخدمات المالية الإسلامية بماليزيا، والأكاديمية العالمية للبحوث (إسراء)، ومعهد الاقتصاد الإسلامي، والعديد من الجامعات ومؤسسات الفتوى والبنوك والهيئات الشرعية حول العالم.

يُعنى المنتدى بالمناقشة العلمية الإيجابية لمختلف القضايا والتحديات التي تواجه الاقتصاد الإسلامي، واستشراف الحلول الإبداعية. وفي ظل وجود العديد من المجموعات المماثلة؛ فإن المنتدى يركز على التحليل النقدي وإطلاع الأعضاء على المستجدات في هذا المجال.

ولمزيد من التفصيل حول المنتدى ينظر هذا الرابط: <https://goo.gl/ckWfJN>

مؤسس المنتدى: الشيخ خالد حسني

اللجنة الإدارية للمنتدى:

د. عزنان حسن رئيس اللجنة الإدارية

د. عبدالباري مشعل مدير المنتدى العربي

الشيخ أشرف جمعة علي مدير المنتدى الإنجليزي

د. محمد برهان اربونا عضوا

<sup>1</sup> تم تحديث هذه الفقرة بتاريخ 2018/1/26



د. الشيخ إبراهيم موسى تيجاني عضوا

د. محمد إيمان ساسترا عضوا

أ. سراج ياسيني عضوا

أ. عبدالرازق كبا عضوا

الشيخ محمد خالد حسني (مؤسس المنتدى)

### ملفات الحوارات المنجزة:

1. القضايا النقاشية في معيار العملات.
2. صكوك الوقف النيوزيلندية-إسراء.
3. ضمان الأداء وإحالة الضمان في الاستصناع.
4. تصكيك ربع الوقف.
5. التعيين والقبض.
6. الاستصناع المعكوس.
7. عمليات الخزينة العملات فلسطين وأسواق النقد وأسواق رأس المال.
8. الصورية في العقود الشرعية.
9. عمل غير المسلم في وظائف البنك الإسلامي الرقابية والتنفيذية.
10. ما الأهداف الاقتصادية الأصلية للشريعة الإسلامية؟
11. هل يمكن إنجاز دراسات جدوى باستعمال معدل حسم غير ربوي؟
12. كيف يمكن صناعة الصف الثاني في الاقتصاد والصناعة المالية الإسلامية؟
13. هل لدينا نظرية اقتصادية إسلامية موازية للنظرية الغربية؟
14. بنية المصارف الإسلامية أين الخلل؟ حوارات منتدى الاقتصاد الإسلامي 2017.
15. المصرفية الإيجابية



16. مناقشة رأي المفتي د.علي جمعة ومن وافقه بإباحة الفوائد المصرفية المعاصرة على الودائع والقروض
17. التعليم والتدريب في المصرفية الإسلامية
18. الاحتياطات والمخصصات في البنوك الإسلامية
19. القضايا النقاشية في معيار البطاقات
20. حوار منضبط ومحدود حول البنكويين.



## نبذة عن الحوار الاستراتيجي:

عنوان الحوار: الحوار الاستراتيجي حول الصعوبات التي تواجه الاقتصاد الإسلامي والصناعة المالية الإسلامية في مجالات الرقابة والحوكمة والإشراف والتقنين والتدقيق والمنتجات.

مكان الحوار: منتدى الاقتصاد الإسلامي-القسم العربي

إدارة الحوار: د.عبدالباري مشعل

تاريخ بدء الحوار: 2017/2/4

ملفات الحوار: كل موضوع يتم إنجاز الحوار فيه يصدر فيه ملف مستقل ينشر في موقع أكاديمية إسراء، وموسوعة الاقتصاد والتمويل، وبعض الملفات مثل هذا الملف يتحول إلى ورقة عمل على موقع معهد الاقتصاد الإسلامي بجدة.

## خلفية:

في حلقة تلفزيونية على قناة فور شباب أثرت انتقادات لمسيرة البنوك الإسلامية وآليات التصحيح، أسهم في الحوار د.أشرف دوابة، أ.وسام الكبيسي، وشارك عبر الهاتف د.حمزة الفعر. لقد أثارت الانتقادات حفيظة المتعاطفين مع البنوك الإسلامية، لكن المنتدى اختار طريقاً آخر للتعامل معها، وهو مناقشتها من الناحية الموضوعية وبطريقة علمية، فرأى الدكتور أسيد كيلاني أن بعض الواقع هو أسوأ من بعض ما ذكر من انتقادات في الحلقة، وقصد به قلب الدين والتورق، ورأى الأستاذ سراج ياسيني في بعض الانتقادات تحميل للبنوك الإسلامية ما لا تحتمل حسب وظيفتها الحالية، ومع تطور التجاذب في المنتدى توجه المنتدى لفتح حوار استراتيجي على مستوى الصناعة خاصة أنه يضم الخبراء والمؤسسات في أوسع تجمع يمكن تصوره في هذا المجال، فحشد الأعضاء الموضوعات المشكلة على مستوى الصناعة



في بعد البنية الهيكلية للمصرفية، والمنتجات، والبيئة القانونية، والحوكمة والرقابة، وأسهم في طرح العناوين الخبراء والعلماء من مختلف الجهات والأماكن منهم على سبيل المثال لا الحصر د.أسيد كيلاني، د.محمد قراط، د.أحمد طاهري، د.رقية العاني، د.علي القره داغي حيث أضاف أعضاء الموضوع الوعود ومخاطر الإجارة التمليلية، د.أنس الزرقا ركز على قلب الدين والعينة، وغيرهم من أعضاء المنتدى، ثم طرأت الحاجة لمناقشة الموضوع الأول وذو الأولوية فرأى أستاذنا الدكتور الزرقا الحوار حول الأهداف الأصلية غير المشتقة للاقتصاد الإسلامي، وقد بلغت الموضوعات المتجمعة أكثر من 29 موضوعًا فتم تصنيفها وفقًا لمقترح الدكتور محمد فخري الصويلح إلى ستة محاور، وجرى التصويت هل نبدأ بقلب الدين وتوابعه، ام بالاقتصاد الإسلامي فرجحت كفة التصويت لصالح الاقتصاد الإسلامي بأكثر من عشرين صوتًا في مقابل 13 صوتًا لقلب الدين. وابتدأ النقاش بتاريخ 6 فبراير 2017 في موضوع الأهداف الأصلية للاقتصاد الإسلامي ثم انتقل إلى موضوع الحسم الزمني في الاقتصاد الإسلامي، ثم بناء الصف الثاني في الاقتصاد والصناعة المالية الإسلامية ثم الإجابة على سؤال: هل لدينا نظرية اقتصادية إسلامية موازية للنظرية الغربية؟ وقد أنجز الحوار بشأن الإجابة على هذا السؤال بتاريخ 24 / 2 / 2017.

### قائمة عناوين الحوار الاستراتيجي:

١ - قلب الدين والتورق البسيط المنظم . د.أسيد كيلاني .

٢ - التورق المنظم

٣- المراهبة الدوارة والمتقابلة للتحوط ضد تغير السعر



- ٤ - الليس باك (ال شراء مع إعادة الإجارة) المطبق في صكوك الإجارة وتمويل السيولة.
- ٥- بيع الفضولي، وتطبيقاته في جدولة ديون بطاقات الائتمان الإسلامية [بطاقة الأهلي].
- ٦-التدقيق الشرعي الخارجي.
- ٧-التدقيق الشرعي الداخلي.
- نريد للجهاز التنفيذي التابع للهيئات الشرعية الموقرة أن يمارس دوره بشكل فاعل بعد توفير البنية التحتية المتكاملة داخل المؤسسة فهو الرافد الرئيس للهيئة الذي ينقل الصوت والصورة لها.. يتابع تنفيذ قراراتها..أ.سليمان الراعي .
- ٨-حوكمة الهيئات الشرعية
- المصيبة في الجمع بين الفتوى والرقابة، لا بد من تحويل دور الهيئات لرقابة خارجية.. إشكالية توريث واحتكار الرقابة الشرعية.
- الهيئات كغطاء شرعي غير كافية المصرفية الإسلامية ودرها ليس الفتوى فقط بل الإلزام بها. د.حمزة الفعر.)
- ٩-التورق المعكوس والمرابحة المعكوسة .
- ١٠-الخصم السلعي للديون
- ١١-التعامل مع المنتجات الجدلية د. خالد السيارى.
- 12- البيئة القانونية والقضائية وأثرها في ترشيد عمل المصارف





- 13 - عقود تعزيز الضمان.
- 14 - معوقات تحقيق مقاصد الشريعة ومآلاتها في ممارسات المصرفية الإسلامية
- 15 - مدى التزام الهيئات والعاملين في الصناعة بالأخلاقيات المهنية وضوابط الرقابة والإشراف والحوكمة.
- 16 - التعزيزات الائتمانية في تطبيقات الصكوك .
- 17 - الرسوم والعمولات في معاملات التمويل المجمع وإصدارات الصكوك
- 18 - رسوم البطاقات الائتمانية والمغطاة.
- 19 - الباقات المصرفية.
- 20 - آلية الابتكار الفقهي بما يتوافق مع المتطلبات الشرعية ومتطلبات التنفيذ . د. إيمان الفقهاء .
- 21- أهم أهداف اقتصادية أصلية في النظام الإسلامي (خمسة أو أقل)، أصلية. د. محمد أنس الزرقا.
- 22 -نريد دراسات جدوى تعتمد معادلاتها بعيدا عن سعر الخصم ومعدلات الفائدة ومعادلاتهما. د.رقية العاني.
- 23-صناعة الصف الثاني في الاقتصاد الإسلامي. أ. عبد القيوم الهندي.
- 24- أين الخلل في تراخي الملاك أم في مشايخ الهيئات أم في الهندسة المالية الشيطانية والحيل أم في المحسوبة؟  
سعي البنوك الى الضمان وعدم تحمل المخاطر. الحلقة التلفزيونية.



27- دور الحكومات والبنوك المركزية. ليس لدينا نظرية موازية للنظرية الاقتصادية الغربية، التمويل الإسلامي قائم على عدم بيع الدين والمشاركة في المخاطر وهذا لم يتم. البنوك الإسلامية لم تحقق مقاصد الشريعة. تعليقات د. وسام الكبيسي . الحلقة التلفزيونية.

28- رؤية الرواد والتممية الاجتماعية والاقتصادية، ودور البنوك المركزية .

29- مقترحات د.علي القره داغي: الوعود المتقابلة، التوسع في دائرة الوعود حتى أصبحت امبراطورية، المؤشرات التقليدية، التلاعب بمقتضيات العقود، ما يتعلق بعقود الإجارة والإجارة المنتهية بالتملك بشأن ضمان التلف والهلاك والتأمين، وما يتعلق بعقود المشاركات في الضمان والوعد بشراء الحصة أو الصكوك.

30- نظام المصرفية المبني على الاحتياطي الجزئي. أ.سراج ياسيني.

31- توحيد المعايير الشرعية والإلزام بها على مستوى الصناعة المالية الإسلامية. الشيخ بلال الملا.

32- الخطر في الاقتصاد الإسلامي. عبدالكريم قندوز.

المحاور الرئيسية للحوار:

(١) الاقتصاد الإسلامي.

(٢) بنية المصارف الاسلامية

(٣) الحوكمة والرقابة على المصرفية الاسلامية



منتدى الاقتصاد الإسلامي

(4) الجوانب القانونية

(5) منتجات المصرفية الإسلامية (الأصول، الخصوم، الخدمات والرسوم والعمولات)

(6) تحقيق مقاصد الشريعة في المصرفية الإسلامية



## المحور الأول: الاقتصاد الإسلامي:

### الموضوع الأول: الأهداف الأصلية للاقتصاد الإسلامي:

[أخوتي الأكارم تركزت أكثر الموضوعات المقترحة على المصرفية والتمويل (وهي الزوجة الأخيرة) . لا بد من العدل مع الأولى وهي الاقتصاد الإسلامي. اقترح تبادل الرأي حول أهم أهداف اقتصادية أصلية في النظام الإسلامي (خمسة أو أقل)، أصلية بمعنى أن بعضها ليس مشتقا من بعض، ولا مشتقا من أهداف اقتصادية أعلى منها. حتى استشير فضولكم، استبق الأحداث قائلا بأن (عمارة الأرض) ليست في نظري هدفا أصليا، بل لعلها ليست هدفا. محمد أنس الزرقا].

### الموضوع الثاني: دراسات الجدوى بعيداً عن سعر الخصم:

[نريد دراسات جدوى تعتمد معادلاتها بعيدا عن سعر الخصم ومعدلات الفائدة ومعادلاتهما. ما هو البديل الإسلامي لهذه المعادلات عند الاستثمار في مشروع ما الحقيقة يؤلمني احيانا ان يقف قبول مشروع او رفضه في مصرف اسلامي على دراسات جدوى اقتصادية ربوية. د. رقية العاني].

### الموضوع الثالث: صناعة الصف الثاني في الاقتصاد الإسلامي:

[هل تنتهي مهمة الباحث والمتخصص في الاقتصاد الإسلامي، عند إخراج رسالة ماجستير أو دكتوراه أو بحث ترقية أو ورقة علمية بمحفل، تودع على أرفف المكتبات؟ كيف، ومتى ستلمس المجتمعات الإسلامية، ثمار الإثراء المستمر منذ عقود في الجهات الأكاديمية والبحثية المختصة في الاقتصاد الإسلامي. هل ثمة حلقة أو حلقات مفقودة؟ عبدالقيوم الهندي].

### الموضوع الرابع: النظرية الاقتصادية الإسلامية الموازية للنظرية الغربية:

هل لدينا نظرية موازية للنظرية الغربية؟ [د. وسام الكبيسي].



## المحور الأول: الاقتصاد الإسلامي:

### الموضوع الثاني: دراسات الجدوى بعيداً عن سعر الخصم:

#### د. رقية العاني:

إنريد دراسات جدوى تعتمد معادلاتها بعيدا عن سعر الخصم ومعدلات الفائدة ومعادلاتهما. ما هو البديل الإسلامي لهذه المعادلات عند الاستثمار في مشروع ما؟

الحقيقة يؤلمني احيانا ان يقف قبول مشروع او رفضه في مصرف اسلامي على دراسات جدوى اقتصادية ربوية.].

#### د.حسين سمحان:

الموضوع شيق جدا . هناك بحث لي بعنوان ( نحو مؤشرات اسلامية في دراسة الجدوى ) وكتاب بعنوان (دراسات في الإدارة المالية الاسلامية) ناقشت فيها جزءا مهما يتعلق بهذا الموضوع واقترحت أدوات للتسعير والتقييم لا تعتمد على سعر الفائدة . البحث موجود على الانترنت مجانا .

#### عبدالكريم قندوز:

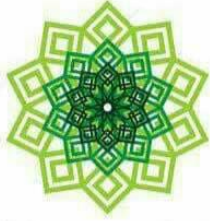
أستاذن في إبداء رأيي بخصوص جزئية : سعر الفائدة والبديل الاسلامي، فأقول:

في تصوري أن البحث عن بديل لسعر الفائدة هو أشبه ما يكون لمحاولة إعادة اختراع العجلة.

سأبدأ بتساؤل أول: هل يأخذ سعر الفائدة حكما شرعيا؟

الذي أعتقده أن سعر الفائدة هو أداة تسعير واسترشاد في المالية، وليس محرما لذاته، بل تحريمه يكون بحسب طريقة استخدامه، حاله كحال الكثير من الأدوات والوسائل الأخرى والتي تأخذ حكمها من طريقة استخدامها.

فسعر الفائدة يعتبر محرما إذا تم استخدامه لحساب العائد (المقابل) على الإقراض، لأن القرض هو عقد تبرعي ارتفاقي وليس عقد معاوضة يستحق عائدا.



تلقى (بالقاف المشددة) الكثير من الباحثين في الاقتصاد الإسلامي والمالية الإسلامية مفهوم سعر الفائدة مرتبطا بالقروض فاعتقدوا أن ليس له من معنى إلا ذلك، والحقيقة أن سعر الفائدة له استخدامات واسعة النطاق، بل في مجال المالية لا تكاد توجد جزئية لا يكون من ضمنها سعر الفائدة، في القيمة الزمنية للنقود وتقدير الخطر وتسعير الأوراق المالية، وتكلفة التمويل وغيرها.

حتى في المالية التقليدية يجري استخدام سعر الفائدة على نطاق واسع دون أن يقصد به بالضرورة سعر الفائدة بمعناه التقليدي أو المعنى السائد لدى العامة من الناس الذي هو الفائدة على القروض، بل له في المالية ما لا يقل عن خمسة إطلاقات منها: تكلفة الفرصة البديلة (Opportunity Cost)، تكلفة رأس المال (Cost of Capital)، معدل النمو (Growth Rate)، معدل الخصم (Discount Rate)...

وهذه المعاني ليست كلها محرمة، بل هي معاني ومصطلحات معتبرة شرعا، إذ لها استخدامات وتطبيقات كثيرة في الاقتصاد الإسلامي.

ويعزز ما سبق، فهمنا لطريقة تحديد تلك المفاهيم المالية، فهي تعتمد في تحديدها على أساليب علمية رائعة جدا، تجعلك تتعجب من دقتها وروعها في نفس الوقت، وكيف أنها تأخذ بعين الاعتبار درجة الخطر والزمن، وتأخذ بعين الاعتبار التوقعات المستقبلية والتجارب الماضية وغيرها، وتستخدم الإحصاء والرياضيات لتقدير قيمها.

على سبيل المثال لو أخذنا تكلفة رأس المال، من بين طرق تحديدها نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) وهو قائم على فكرة إحصائية بسيطة لتقدير قيمة بيتا والتي تجمع بين متغيرين حقيقيين هما أسعار الأسهم وقيم مؤشر السوق المالي (السوق المالي يعكس صورة الاقتصاد ككل)... أي أن تقدير معدل الخصم هنا يتم بطريقة علمية ومنهجية أخذ بعين الاعتبار متغيرات حقيقية (اقتصادية)، وليست مجرد تخمينات أو تقدير عشوائي.

عودة إلى المالية الإسلامية. يوجد بعض المفاهيم القريبة جدا مما ذكرناه، إذ من المتعارف عليه مثلا أن الزمن له حظ في الثمن، لذا نجد أنه لا يكاد يختلف اثنان على جواز بيع سلعة مؤجلا بأعلى من ثمن بيعها حالا، وكذلك لو زاد الأجل زيد في الثمن، وهذا لا إشكال فيه.



لو اتفق كل من في السوق مثلاً على أنه كلما ازداد الأجل شهراً واحداً مثلاً، زاد السعر بنسبة 1%، صار لدينا هنا شيء يمكن أن نسميه معدل خصم أو يمكن أن نطلق عليه أي تسمية علمية، ولا أظن لو أطلقنا عليه مسمى: سعر الفائدة، سيتغير حكمه الشرعي.

وبالنسبة لدراسات الجدوى والتقييم المالي للمشروعات الاستثمارية، فهي تعتمد على معدل الخصم الذي قد يكون تكلفة فرصة بديلة أو تكلفة تمويل.

هذا ببساطة توضيح لوجهة نظري لموضوع (سعر الفائدة والبديل)، ولعل بعض الإخوة والزملاء يوضحون لنا ما خفي عنا، والله المستعان وعليه التكلان.

**رقية العاني:**

المؤشر في الأرباح غير دراسات الجدوى

**عبدالباري مشعل**

حياتك الله دكتور رقية، قد يكون الموضوع متعدد الزوايا، نأمل أن يأتي من يلمس الموضوع من زاوية دراسات الجدوى، ولعلك تقومين بتقديم وجهة نظر مفصلة في الموضوع. مؤشر الأرباح بديلاً عن سعر الفائدة كلها قنوات تصل لبعضها.

**حسين سمحان:**

معدلات العائد على الاستثمار سواء البسيط أو المخصوم وفترة الاسترداد سواء البسيطة أو المخصومة وصافي القيمة الحالية ومؤشر الربحية كلها أدوات تستخدم في دراسات الجدوى إضافة إلى الأدوات الأخرى. ولكن الأدوات التي يثار حولها الجدل من الناحية الشرعية هي الأدوات المالية المعتمدة على خصم التدفقات النقدية.

**عبدالكريم قندوز:**

موضوع النقاش كان معدل الخصم وما هو البديل الممكن في الاقتصاد الإسلامي



وأبديت فيه وجهة نظري .

لكن الدكتورة رقية (وفقها الله ) قالت ان مؤشر الربح يختلف.

طوال الفترة السابقة انتظرت توضيحها لهذه الجزئية للنقاش، لكن مادام لم تقدم توضيحا ، فلدي إضافات فقط سأنهاي تحريرها وأرسلها للمنتدى ان شاء الله.

**عبدالباري مشعل**

**حول معدل الخصم أو معدل الحسم:**

1. يفضل أستاذنا د.الزرقا استعمال مصطلح الحسم وليس الخصم، فالخصم من الخصومة، والحسم من التخفيض، ويبدو أن اشتهار مصطلح الخصم أدى بالبعض إلى استعماله، ومعدل الحسم الزمني ومدى وجوده في الشريعة محور كتابات عديدة في الاقتصاد الإسلامي، وله حضور في كتابات أستاذنا د.الزرقا، وأستاذنا د.منذر قحف، ود.رفيق المصري خصه بكتابات عديدة، ومنها رسالة صغيرة بعنوان الحسم الزمني.

2. معدل الحسم واحد من الأساليب المستخدمة في تقويم المشروعات ودراسات الجدوى وهو يؤثر في أساليب أخرى أيضًا [راجع ص 186-193 في رسالتي للماجستير]، وقد اقترحت ثلاث بدائل له في رسالتي [راجع ص 207-207]، معدل الفائدة (الربح) على البيوع الآجلة، المعدل العادي للعائد، معدل العائد على سندات [صكوك القرض]، وذلك بتأثر واضح بجهود د.رفيق المصري، ود.منذر قحف.

3. المشكلة في نظري ليست ما سبق وإنما أن جميع المعدلات المقترحة بل وتطبيقات المضاربة والمشاركة في المصارف والصكوك، تستند إلى معدل الفائدة السائد كعائد على النقود أو عائد تأجير النقود أو رأس المال النقدي، وليس على السلع أو النشاط التجاري، وهذا تتبته لهذا الأمر د.يحيى الرحمن مؤسس شركة لاربا في أمريكا، وجعل الأساس الرئيس في تقويم الدخول في الاستثمار (التمويل بالإجارة) هو أجر المثل للعقارات السكنية المشابهة للعقار محل التمويل. وفي هذا السياق سأعلق على صكوك بنك دبي الأخيرة في مداخلة مستقلة.

**عبدالباري مشعل**





## عصف ذهني متقدم حول معدل الفائدة/الحسم:

1. كمدخل سأضع جزءاً من نص خبر صكوك بنك دبي الصادرة مؤخراً والذي نشر في المنتدى البارحة أو قبله: (أعلن بنك دبي الإسلامي عن نجاحه بتسعير أكبر إصدار لصكوك ممتازة غير مضمونة من قبل مؤسسة مالية على المستوى العالمي، وتم إصدار صكوك بلغت مليار دولار مع أجل استحقاق يمتد لخمس سنوات، ينتهي 14 فبراير 2022. ويندرج الإصدار ضمن برنامج الصكوك من بنك دبي الإسلامي الذي يبلغ 5 مليارات دولار ويحمل معدل ربح 3.664%؟ مما يعكس الطلب القوي والثقة التي يضعها المستثمرون العالميون في أكبر بنك إسلامي لدى دولة الإمارات. وتم إنجاز الإصدار البارز المتوافق مع معايير Reg S، على إثر سلسلة من الاجتماعات مع المستثمرين في آسيا العام الماضي وحملة ترويجية مرتبطة بالإصدار عقدت في لندن 6 فبراير 2017. واستقطب الإصدار ما يفوق 120 طلباً بقيمة 2.2 مليار دولار شملت قاعدة متنوعة من المستثمرين، وسوف يحمل الصك الإدراج المزدوج في البورصة الإيرلندية وناسداك دبي.

سعر استرشادي: وتم تحديد السعر الاسترشادي الأولي من 185 نقطة أساس MS+ أكثر من ذلك على إثر الطلب القوي لإتمام الصفقة. تم تسعير الإصدار لاحقاً عند معدل ربح بلغ 3.664% (170 نقطة أساس MS+)، عند التحديد النهائي لتحديد السعر، وهو ما يمثل الطلب القوي للحصول على صك بنك دبي الإسلامي واهتمام المستثمرين في إصدارات الصكوك .... إلخ).

2. ما يهمني من الخبر، بأن التسعير تم عند 185 ثم 170 نقطة أساس MS+، عند هذه النقطة ينبغي أن نتوقف وأدعو الزملاء العلماء لتفسير هذه الألفاظ. العبارات ليست مشروحة بما يكفي، واللغة فنية بحتة، إنما ظاهر الأمر يمكن أن يفهم أن التسعير تم على أساس سعر الفائدة (نقاط الأساس) + هامش، إذا كان هذا الفهم صحيحاً لماذا يجب علينا في البنوك الإسلامية والصكوك - كما ذكرنا سابقاً - بالتسعير على أساس سعر الفائدة السائد في السوق؟ وهل هناك تصورات عملية للخروج برؤية بديلة على المستوى العالمي، والعلمي؟

3. لا شك أن هناك جهود في هذا الاتجاه من بعض الباحثين، وقد تناولت ذلك في رسالتي للدكتوراة أيضاً مشجعاً استعمال العائد على الإجارة وصكوك الإجارة بالتناغم مع ما قدمه أستاذنا د. منذر قحف في هذا الموضوع، ولكن أعتقد



بأننا نفتقد للرؤية العالمية في هذا الموضوع، فالحل لا يكون جزئياً، وإنما متولداً من المؤسسات الدولية وعالمي بطبيعته. هنا أعيد إلى الأذهان الدينار الذهبي الذي طرحه د.مهاتير محمد، فقد كان الهدف النهائي لهذه الفكرة هي مزاحمة عملة التسويات الدولية (الدولار) ومنافستها وفق تصور يعتمد التدرج على مستوى ثنائي بين دولتين ثم التوسع في ذلك.

4. إن التفكير بمعدل خصم، أو فائدة بديل أو جديد، يجب أن يكون عالمياً، وليس على مستوى بحثي جزئي، يجب أن تتبناه دول في إقليم معين، أو دول راغبة في التعاون للانتقال إلى هذه الطريقة الجديدة في التسعير، وهي الاعتماد على أساس السلع والخدمات والعقارات في السوق [سعر المثل - أجر المثل - ربح المثل] كأساس للتسعير، والحسم، والسياسات النقدية ... إلخ

### حسين سمحان

فكرة معدل الحسم في الاقتصاد الرأسمالي أساسها تفكير المستثمر الرشيد الذي يرغب في الحصول على تدفقات نقدية من الاستثمار كافية لتغطية تراجع القوة الشرائية للنقود والمخاطر التي يتحملها نتيجة الاستثمار إضافة إلى تغطية ما يسمى بسعر الفائدة البحث وهذه باختصار تعبر عن معدل العائد المطلوب من قبل المستثمر الرشيد . وفي الاقتصاد الرأسمالي يعبر الجزء الأول من المعادلة عن معدل العائد الخالي من المخاطرة والجزء الثاني عن علاوة المخاطرة . طريقة التفكير من وجهة النظر المادية طريقة سليمة . لذا بنيت معادلة العائد المطلوب من قبل المستثمر المسلم على هذا التفكير مع الأخذ بالاعتبار ما يلي:

- لا يوجد عائد خالي من المخاطر في الفكر الاقتصادي الإسلامي فالغنم بالغرم

- الفائدة الربوية ليست عائداً بالنسبة للمستثمر المسلم

ولكن المستثمر المسلم يجب عليه أن يحافظ على كمية المال وقيمه ( عند التفكير كمستثمر) استناداً إلى قوله صلى الله عليه وسلم ( اتجروا بمال اليتيم حتى لا تأكله الزكاة ) أو كما قال عليه الصلاة والسلام وان الأصل في التجارة الربح



لذا فإن المستثمر المسلم يطلب من أي استثمار أن يحافظ له على كمية وقيمة راسماله على أقل تقدير وبالتالي فالعائد المطلوب من قبل المستثمر المسلم يتكون مايلي:

نسبة الزكاة + معدل التضخم + علاوة مخاطرة

وعليه يمكن استخدام ناتج هذه المعادلة كمعدل للحسم

أو يمكن استخدام WACC للمستثمر المسلم ( المتوسط المرجح لتكلفة الأموال بالنسبة للمستثمر المسلم سواء كان فرداً أو مؤسسة ) كمعدل للحسم أيضا بدون استخدام أي وسيلة محرمة للحصول على رأس المال هذا هذه المعادلات وتطبيقها تعرضت لها في أطروحة الدكتوراة وفي كتاب دراسات في الإدارة المالية الإسلامية بل وناقشت تسعير أدوات التمويل الإسلامي بناء على هذه المعادلات

أما بالنسبة بمعدل العائد على الصكوك أو المرابحة ... الخ فمن وجهة نظري لا يمكن الاعتماد عليها لان عوائدها بنيت على أسس تقليدية منها اللابور او ما شابهه ولم يراعى في احتسابها طبيعة مصادر الأموال.

عبدالباري مشعل

شكرا د.سمحان أتفق معك في النتيجة، وفي التحليل السابق عليها.

حسين سمحان:

تسعير الصكوك كلمة تحتاج إلى تفصيل ..

أرى أن تسعير الصكوك التي يتم الحديث عنها من قبل مؤسسات مالية دولية لا تختلف عن تسعير السندات مع أخذها تفاصيل بعض الاختلافات بالاعتبار



فإذا كانت صكوك مضاربة كيف يكون السعر أقل من 4 بالمئة . تسعير المضاربة هنا يجب أن يكون بنسبة ما سيحصل عليه رب المال من ربح استثمار حصيلة أموال الصكوك لا من رأسمال الصكوك وعليه فمعادلة السعر تبنى على مايلي:

العائد المتوقع من استثمار أموال الصكوك ( وهو معلوم من دراسة الجدوى )

يضرب في (×) حصة رب المال التي تساهم في تحقيق العائد المطلوب من قبله ( وهي المجهول الذي نرغب في إيجادها) .. ثم يتم قسمة (÷) حاصل الضرب على رأسمال المضاربة.

نجعل حاصل نتيجة المعادلة السابقة ( الطرف الأيمن من المعادلة ) مساويا لمعدل العائد المطلوب من قبل المستثمر المسلم ( الذي تم تحديده سابقا)

وهكذا بالنسبة للمشاركة

أما سعر كالذي أوردته دكتور فلا يصلح في حالة المشاركة والمضاربة

ثم إن السعر الذي أوردته دكتور لا يكون على سبيل الإلزام طبعا في الحالات التي يصلح فيها كالتاجير مثلا

لذا نحن بحاجة إلى معرفة نوع الصكوك بالتفصيل.

محمد أنس الزرقا:

السلام عليكم

" ..بعيدا عن سعر الحسم.. " عبارة فيها نظر.

إذ لا بد أولا ان نعرف ما هي ميررات الاقتصاديين للحسم الزمني عند تقويم الاستثمار، وهل هي وجيهة شرعا؟ ثم هل الحسم قاعدة مطردة أم لها استثناءات اقتصاديا؟ وهل يلزم أن يستخدم سعر الفائدة لهذا الغرض؟ وماذا عن استخدام ما يسمى جداول الفائدة المركبة في تقويم مشروعات اسلامية، هل يجوز ذلك؟

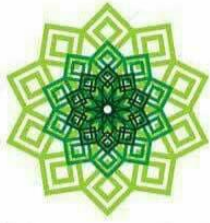


أرفق لكم مقتطفات من بحث أجبت فيه عن هذه الأسئلة وما إليها.

**ملاحظة: يوجد ملف مستقل بعنوان اقتباسات في معدل الحسم.**

أشرف دواية:

نحو دراسة جدوي إسلامية للمشروع هو كتاب لي صدر في العام ٢٠٠٨ وقد تضمن عددا من المعايير الاقتصادية والاجتماعية لتقويم المشروع من منظور إسلامي وبالنسبة لقضية سعر الحسم فقد سطرته في الصفحات التالية والله تعالى أعلم



$$ص ق ح = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{أ}{(ع + 1)^n}$$

حيث إن :

ص ق ح = صافي القيمة الحالية .

ص ق ح = تمثل صافي التدفق النقدي .

ف = تمثل معدل الخصم أو معامل القيمة الحالية .

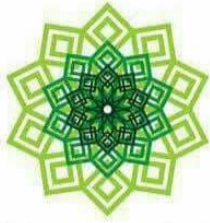
ع = العمر الافتراضي للمشروع .

ن

وبذلك فإن صافي القيمة الحالية لاستثمار ما تتمثل في الفرق بين القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية المستقبلية المتولدة من ذلك الاقتراح وبين التكلفة المبدئية اللازمة لتنفيذه ، فإذا كانت النتيجة رقمًا موجبًا ، يتم قبول المشروع ، والعكس إذا كانت النتيجة رقمًا سالبًا ، حيث يتم رفض المشروع ، أما إذا كانت النتيجة صفرًا فإنه يمكن قبول أو رفض المشروع على ضوء الاعتبارات غير المالية ، وفي حالة وجود أكثر من مشروع يتم قبول ذلك المشروع الذي يحقق أعلى صافي قيمة حالية موجبة .

وبراعي هذا المعيار التغير في القيمة الزمنية للنقود ، وبذلك لا يتضمن أوجه القصور في المعيارين السابقين من تجاهلهما القيمة الزمنية للنقود ، ولكن مما يؤخذ عليه اهتمامه بالعائد الاقتصادي دون الاعتبارات الاجتماعية الأخرى ، كما أنه لا يكون ملائمًا بدرجة كبيرة في حالة المشروعات الاستثمارية التي تختلف من حيث قيمة الاستثمار المبدئي أو الأصلي اللازم لتنفيذ المشروع ، وأيضًا في حالة اختلاف أعمارها الاقتصادية ، إضافة إلى أنه في حالة المشروعات المتنافسة - عندما تساوى القيم الموجبة - فإنه يصعب تفضيل مشروع على آخر ، مما يترتب عليه الاستعانة بمعايير أخرى لترتيب المشروعات .

ويعبر معدل الخصم الذي يتم به خصم التدفقات النقدية عن تكلفة الأموال أو الحد الأدنى من العائد المرغوب ، ويعتمد الفكر التقليدي على سعر الفائدة كمعدل



١١٢  
للخصم ، مما جعل عند البعض محاذير شرعية لاستخدام هذا المعيار ، وأصبح الحديث  
عنه شبهة لارتباطه بالفائدة وهي محرمة شرعاً ، مع أن هذا المعيار ما هو إلا مؤشر  
حسابي للكشف عن ربحية المشروع ، ومن ثم قبوله أو رفضه ، كما أنه يمكن تحديد  
معدل للخصم يتناسب مع القواعد الشرعية من خلال النظر لعملية خصم التدفقات  
النقدية لا من منطلق التفضيل الزمني للنقود ، بل من منطلق تكلفة الفرصة البديلة  
للأموال المستثمرة ، فليس بالضروري أن يكون معدل الخصم المستخدم في حساب  
القيمة الحالية للمشروع هو سعر الفائدة ؛ إذ أن معدل الخصم المستخدم في تقويم  
المشروع هو عبارة عن تكلفة الأموال المستخدمة في ذلك المشروع ، وتمثل تلك  
التكلفة في الواقع مقدار ما يتوقع أن يدفع نظير توفير تلك الأموال لتمويل المشروع ،  
وقد تكون تلك التكلفة في صورة فائدة وهذا الذي لا ينبغي اللجوء إليه لحرمة .  
أما تكلفة أموال المستثمر نفسه فهي ما يتوقعه من عائد تلك الأموال ، وعادة ما تكون  
هي تكلفة الفرصة البديلة ، أو معدل العائد على أفضل استثمار بديل للمشروع ، أي  
أن معدل الخصم هنا ما هو إلا معدل للربح الذي يتوقع أن يدره المشروع ، ويمكن  
تقدير هذا المعدل من خلال استخدام متوسط النسبة المئوية للأرباح المتوقعة إلى رأس  
المال المستثمر في المشروعات المماثلة ، ونفس درجة المخاطرة وصيغ الاستثمار ، أو معدل  
العائد على أفضل استثمار بديل يتصف بنفس مواصفات المشروع تحت الدراسة من  
حيث الشرعية ، والأولوية الإسلامية ودرجة المخاطرة ، أو متوسط معدل الأرباح في  
المشروعات الاستثمارية سواء كانت هذه المشروعات صناعية ، أو تجارية ، أو زراعية ،  
أو خدمية وذلك في ضوء محددات ومقاصد وصيغ الاستثمار في الفكر الاقتصادي  
الإسلامي ، أو متوسط العائد في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية ، أو معدل  
العائد على الصكوك الإسلامية التي يصدرها البنك المركزي .  
ويبقى بعد ذلك ما يؤخذ أيضًا على هذا المعيار من كون عملية الخصم النقدي  
التي تقوم عليه تؤدي إلى أهمية متناقصة مع الزمن للمنافع المتولدة من المشروع ،  
لكنها تبلغ في ذلك إلى حد يتجاهل كليًا آثار المشروع بعد خمسين سنة ، أي على  
حساب الأجيال المقبلة ، وتزداد حدة تلك المشكلة كلما طال عمر المشروع ، وكلما  
ارتفع معدل الخصم ، خاصة وأن هذا المعيار يستخدم أسعار السوق للمنافع



## رقية العاني:

دكتور [محمد أنس الزرقا] كنت ابحث عن بديل اسلامي ومسمى اسلامي كالذي تفضل به د عبدالباري. والا فموضوع الحل والحرمة امر مفروغ منه لدراسات الجدوى الحالية بمعطياتها ومعادلاتها التي درسناها.

## محمد أنس الزرقا

د. اشرف سلم الله يديك، قرأت الآن ما اتحفتنا به. كله صحيح وأفاق عليه. انصح الجميع بقراءته.

## عبدالكريم قندوز:

### معدل الخصم، القيمة الزمنية للنقد والبديل

#### مبدأ الخصم:

مبدأ حسم أو خصم التدفقات النقدية هو مبدأ متفق عليه لدى الباحثين والعلماء في مجال المالية الإسلامية. غير أن محل النقاش هو طريقة تحديد معدلات الخصم. فالزمن والخطر من العناصر الأساسية في علم المالية، والمالية تعتبر كاملة أو بوصف أدق منتهية من دون وجود الزمن والخطر، ولن تكون هناك أية حاجة لمزيد من البحث أو التحليل.

طرق خصم التدفقات النقدية (Discounted Cash Flows) تتعدد بشكل كبير جداً، ويوجد بعض الطرق تقوم على أسس المحاسبة، وهي طرق تأخذ قيم التدفقات النقدية كما هي، ولا تعترف بمبدأ القيمة الزمنية للنقود.

معدل الخصم (الحسم) أو سعر الفائدة أو لنسمه ما شئنا، ليس أمراً منافياً لمبادئ المالية الإسلامية، بل هو أداة مالية تستخدم لإدخال عنصرين ضمن ما يعرف بالتدفقات النقدية، هذان العنصران هما: الزمن والخطر.

#### تقييم المشروعات الاستثمارية:





دراسة جدوى أى مشروع لها خطوات ومراحل، وتشمل الدراسة الفنية والتسويقية وغيرها، غير أن أهم خطوة هي التقييم المالي أو الجدوى المالية للمشروع، ولأن إعداد الموازنة الرأسمالية (Capital Budgeting) يتم على أساس محاسبي (الربح، الإهلاك، إيرادات التشغيل، تكاليف التشغيل...)، فإن الجدوى المالية تستدعي إدخال العنصرين الأساسيين المذكورين سابقاً وهما: الزمن والخطر.

طريقة صافي القيمة الحالية (Net Present Value) ومؤشر الربحية (Profitability Index) ومعدل العائد الداخلي (Internal Rate of Return) كلها طرق تأخذ البعد الأول، وهو الزمن، لكنها لا تأخذ البعد الثاني وهو الخطر.

ولإدخال عنصر الخطر، يتم إجراء تعديلات على الطرق السابقة، إضافة لوجود طرق أخرى (مثلاً أسلوب الخيارات الحقيقية). حيث يمكن إدخال الخطر في التدفقات النقدية من خلال أسلوب يعرف بأسلوب معامل معادل (بكسر الدال) التأكد (Certainty Coefficient)، ويمكن إدخاله في معدل الخصم من خلال مثلاً استخدام: معدل الخصم المعدل وفق الخطر (Risk Adjusted Discount Rate: RADR)، كما يمكن إدخاله في كل عناصر المشروع الاستثماري (تكلفة المشروع، معدل الخصم، تدفقات المشروع...) من خلال المحاكاة (Monte Carlo Simulation) وتحليل الحساسية. (Sensitivity Analysis).

#### ما هو معدل الخصم؟

معدل الخصم المستخدم في تقييم المشروعات الاستثمارية وفي غيره من موضوعات المالية قد يكون هو تكلفة الفرصة البديلة وقد يكون معدل عائد وقد يكون سعر فائدة وقد يكون معدل نمو متوقع وقد يكون تكلفة تمويل وقد يكون غير هذه المفاهيم.

لأغراض التوضيح والتبسيط، سنقوم بتثبيت عنصرين هما الزمن والخطر، وسنفترض أن مدة الاستثمار هي سنة واحدة وأن درجة المخاطرة لجميع الاستثمارات هي ذاتها، وبالتالي سيكون المحدد الوحيد لقرار الاستثمار هو العائد.

لنفترض أن لدى شخص مستثمر 100 ألف ريال ويرغب باستثمارها (لمدة سنة واحدة).



أمامه العديد من الفرص الاستثمارية، مثلا الاستثمار في مشروع عقاري عائده 10%، ولديه فرصة الدخول في مشاركة مع صديق بعائد قدره 12%، ولديه فرصة الدخول في صندوق استثماري بعائد 20%. إن تكلفة الفرصة البديلة هي أفضل معدل عائد لاستثمار ممكن (بديل) متوفر في السوق وبنفس درجة الخطر للمشروع الذي نحن بصددده.

لو أن شركة معينة أرادت القيام بمشروع استثماري معين، وترغب في استقطاب رؤوس أموال من الجمهور، فأقل عائد (متوقع) يجب أن تقدمه للجمهور هو تكلفة الفرصة البديلة والتي هي في مثالنا 20%، لأن أي عائد أقل لن يقبل به الناس، وعلى هذا الأساس، فإن على الشركة عند إعداد جدوى المشروع أن تأخذ هذا المعدل بعين الاعتبار.

#### أيهما يحدد معدل الخصم: الشركة أم السوق؟

لو أن الشركة قالت لمستثمر ادفع لنا الآن مبلغ 100 ألف ريال، وستحصل من خلال مشروعنا على 115 ألف ريال بعد سنة (المبلغ الأصلي زائدا الربح) (أذكر هنا أننا استبعدنا عنصر الخطر)، بمعنى آخر هي التي قررت أن يكون معدل العائد (وهو نظير معدل الخصم) 15%، دون النظر إلى السوق، فإن المستثمر رشيد ويعلم بوجود فرص بديلة. سيفكر بأحسن فرصة متوفرة في السوق، وهي الصندوق الاستثماري الذي يعطي 20%، ولو استثمر 100 ألف ريال الآن ستصبح 120 ألف ريال بعد سنة، وبالتالي يرفض تمويل مشروع الشركة أي الدخول فيه. إن على الشركة أخذ هذا الأمر بعين الاعتبار، وإلا ستجد نفسها بالضرورة خارج السوق.

#### معدلات العائد، كفاءة السوق والأسعار:

في النظرية المالية السوق هو فضاء واحد متجانس، وعلى ذلك تفترض النظرية أن حركة الأموال بين القطاعات المختلفة تتم بشكل سلس ومرن، ودونما أية قيود ودون وجود احتكاكات (Frictions)، وكل القطاعات ضمن النظام المالي هي كتلة واحدة. فالسوق يوفر المعلومات بسرعة ودقة، والمستثمرون يدركون ذلك وعقلاء (Rational) في قراراتهم. والأسعار هي التي تحدث التوازن في السوق، ولو حاولت جهة معينة كسر قوة السعر، فستكون حتما خارج السوق.



مثال ذلك أن إصدار سندات بفائدة سنوية 4%، سيكون فاشلا، إذا كان سعر الفائدة لدى البنوك 6% (دائما بافتراض ثبات درجة الخطر)، ولو أصدرت السندات بفائدة 7%، فالحاصل أن أسعار السندات سترتفع أو أن الفوائد لدى البنوك سترتفع، وهنا تظهر آلية السعر في إحداث التوازن، وكذلك لو حدث وأن صارت أسعار فائدة البنوك 8%، فسيتم حدوث تصحيح أو توازن من خلال انخفاض أسعار السندات.

وتبعا لذلك لنا أن نتساءل، إلى أي مدى يمكن تحديد مؤشر عائد الإجارة أو أي مقياس آخر كمقياس استرشادي للصكوك أو أية أدوات مالية إسلامية

في الواقع والتطبيق، قد يكون ذلك ممكنا حاليا، لأن السوق غير متجانسة، فمستثمر مسلم يفضل عائدا حلالا 1% على 10% فيها شبهة ربا أو حرام، أي أن هناك في الحقيقة سوقان، وليست سوقا واحدة متجانسة.

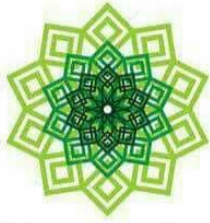
وإذا توسعت السوق الإسلامية مستقبلا، وصارت سوقا كبيرة ومتجانسة، أعتقد أن نفس المبادئ التي تحكم الأسواق المالية التقليدية هي التي ستحكم السوق الإسلامية، وسيبقى مفهوم معدل الخصم يقوم على ذات الطريقة التقليدية.

ملاحظة: الشرح السابق، يعني من بين أمور كثيرة أنه لا يمكن اعتبار العائد على صكوك الإجارة بديلا عن معدل الخصم. قد يكون معدل الإجارة في لحظة معينة أو خلال فترة معينة هو ذاته معدل الخصم، لكنه ليس هو دائما.

### هل لمعدل الفائدة حكم شرعي؟

يقول الدكتور محمد عبيد الله في كتابه (تمويل الشركات من منظور إسلامي، ص 21) (مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي: 2006) عند تناول موضوع القيمة الزمنية للنقود من وجهة النظر الإسلامية: (ويبدو أن الطالب في ظل التمويل الإسلامي سيجد نفسه غير مرتاح للمناقشة المذكورة أعلاه (يقصد طرق حساب القيمة الحالية والقيمة المستقبلية باستخدام سعر الفائدة)، والسبب هو استخدام معدل الفائدة في المعادلات، فعلى المدرس أن يبرهن هنا أن الأمر لا يحتاج إلى أكثر من مجرد استبدال معدل عائد حلال على الاستثمار بمعدل الفائدة).

### الخلاصة:



- ليس المقصود بسعر الفائدة دائما ما يتبادر إلى الأذهان من أنه الفائدة على القروض، بل له معاني وإطلاقات كثيرة تشمل: معدل الخصم، تكلفة الفرصة البديلة، تكلفة رأس المال، معدل العائد، معدل النمو...
- سعر الفائدة هو أداة أو مؤشر أو وسيلة، وكذلك طرق التقييم المالي للمشروعات والتي تقوم على خصم التدفقات النقدية، ولا أرى أنه يمكن أن ينسحب عليها الحكم الشرعي للفائدة على القروض، وبالتالي قد لا يكون مناسباً وصفها بأنها أدوات أو معايير أو طرق ربوية، ولو اعتمدت في حسابها على سعر الفائدة.
- إن معايير التقييم المالي للمشروعات الاستثمارية تقوم على مبدأ أساسي هو القيمة الزمنية للنقود أو بمعنى آخر قيمة الزمن، حيث تحاول أن تدخل هذا المفهوم في القيمة، وللزمن قيمة معتبرة في الإسلام، لذا فمن المتعارف عليه مثلاً أن يتم بيع أصل (سلعة) بسعر معين إذا كان حالاً، فإن تم سداده مؤجلاً (أو مقسطاً) كان بسعر أزيد من سعر البيع الحال، ولا ينكر أحد مشروعية ذلك.
- يجد الكثير من الباحثين والتطبيقات العاملين في مجال المالية الإسلامية حرجاً نحو أي شيء يستخدم سعر الفائدة، والحقيقة أن كل ما علينا فعله لرفع الحرج هو استبدال سعر الفائدة بمعدل العائد المتوقع على الاستثمارات أو معدل الربح المتوقع أو ما شابه.
- معدل الفائدة الخالي من الخطر لا يقصد أنه فعلاً خال تماماً من الخطر، والنظرية المالية فضلاً عن الوقائع أثبتت أنه حتى الدولة معرضة للإفلاس (الأرجنتين 2002، اليونان 2011). وسعر الفائدة الخالي من الخطر ليس مرتبطاً دوماً بأذونات الخزنة أو سندات الخزنة، بل هو العائد الأكثر تأكيداً (أي العائد الأقل خطراً) من ضمن البدائل أو الفرص الاستثمارية الموجودة، ومثال ذلك أننا عند تقييم أدوات مالية بالمملكة العربية السعودية حيث توقف إصدار سندات التنمية (الحكومية) سنة 2007، فإننا نعتبر سعر الفائدة الخالي من الخطر هو سعر الفائدة بين البنوك السعودية (SIBOR)، ولو افترضنا أن هذا الأخير غير متوفر، فيمكن أن ننقل إلى العائد التالي الأكثر تأكيداً وهو غالباً سعر الفائدة على الودائع التي تمنحها البنوك التجارية، وهكذا...
- معدل الخصم مفهوم عام وشامل، وليس شيئاً معيناً، لذا قد يكون هو سعر الفائدة على القروض (المحرم شرعاً) وقد يكون معدل عائد (في اقتصاد تقليدي أو اقتصاد إسلامي)، وهدفه الأساسي هو أخذ أهم متغيرين



في علم المالية (الزمن والخطر) بعين الاعتبار سواء في تقييم المشروعات أو في تسعير الأوراق المالية أو غيره.

**حسين سمحان:**

**بالنسبة لخالص د. قندوز**

سعر الفائدة هو سعر الفائدة على القروض وما ذكرته دكتور كله مبني على سعر الفائدة على القروض وقد بينت في مداخلة سابقة كيفية تفكير المستثمر الرشيد في ظل الاقتصاد الرأسمالي

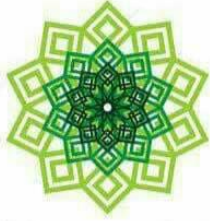
أما الاسترشاد بسعر الفائدة فأنا معك بأنه لا يوجد ما يوجب تحريم الاسترشاد به . ولكن من العيب علينا أن نرفض فكرة الفائدة الربوية ومبرراتها ( وهي مبررات تتناسب مع التفكير العقلاني المادي) ثم نعتمد عليها كأساس في تسعير عملياتنا وتسييرها. ولكن الاسترشاد به ( وان كان هو المعتمد ) من قبل المستثمر المسلم سواء كان مؤسسة أو فرد لا يعتبر استرشادا دقيقا لأن مكونات العائد المطلوب من قبل المستثمر المسلم ومصادر أمواله تختلف عنها بالنسبة للمستثمر الذي لا يهتم بالنواحي الشرعية.

**عبدالباري مشعل**

شكرا د. سمحان للتعقيب

ونقدر أن هناك فجوة بين الرأي والتعبير عليه بسبب أن المداخلات مفصلة وهذا مطلبنا وتحتاج إلى قراءة متأنية قبل التعقيب والاستدراك. وهنا أذكر بمداخلات أستاذنا د. أنس الزرقا ود. أشرف دوابة و د. حسين سمحان ومن د. عبدالكريم قندوز .. فكلها تحتاج لقراءة وتأمل في ضوء المستهدف من طرح الموضوع فهل تناولت تلك المدخلات الإجابة على سؤال:

**هل يمكن اتخاذ قرارات استثمارية بدون معدل حسم ربوي؟ وهل بالإمكان تطبيق ذلك وكيف؟ وهذا كله تحت عنوان دراسات جدوى بدون سعر حسم ((ربوي)).**



عبدالكريم قندوز

إضافات وتعليقات بخصوص موضوع الحسم الزمني للنقود

أود بداية التنبيه على مصطلحين وردا في ورقة الدكتور الزرقا، وقد استخدمهما كما العديد من الباحثين في حالات على أنهما شيء واحد:

### معدل الخصم (Discount Rate) ومعامل الخصم (Discounting Factor)

الوصول إلى معامل الخصم يمر عبر تحديد معدل الخصم، وفيه يتم استخدام الجداول المالية. ومعدل الخصم هو محل النقاش وهو ما يعبر عنه بتكلفة رأس المال، معدل النمو، معدل العائد، تكلفة الفرصة البديلة، سعر الفائدة...

### معدل الخصم وكفاءة اختيار المشروعات الاستثمارية:

يساعد معدل الخصم في توجه الأموال نحو المشروعات الاستثمارية الأكفأ، حيث تؤدي زيادة درجة الخطر إلى ارتفاع معدل الخصم، فلو كان لدينا استثمار صافي قيمته الحالية موجبة عند معدل خصم (تكلفة رأس المال) معين، وبدرجة خطر معينة، فإنه قد يتحول إلى استثمار ذي صافي قيمة حالية سالبة عند درجة خطر أعلى.

وهذا أمر يتوافق تماما مع المنطق دونما الحاجة إلى إثبات رياضي، فلو خيرنا أي فرد (حتى لو كان غير مستثمر) بين مشروعين لهما نفس القيمة (العائد) مع درجتى خطر مختلفتين، فإنه سيختار المشروع ذو درجة الخطر الأقل. في هذه الحالة، فإن ما قام به الفرد هنا هو أنه أعطى للمشروع ذي درجة الخطر الأعلى قيمة أقل، وبالتالي فضل المشروع الثاني.

غير أن إيجاد قيمة معدل الخصم بطريقة علمية رياضية يصبح أمرا مهما للغاية عندما تنتوع المشاريع وتختلف درجات الخطر.

وبالإشارة إلى ورقة الدكتور محمد أنس الزرقا حول موضوع (الحسم الزمني)، أضيف إلى ما قاله: كل من سعر الفائدة على القروض والعائد على الاستثمار يمكن أن يكون معدلا مستخدما لخصم التدفقات النقدية للمشروعات الاستثمارية، وكذلك يمكن لأي منهما أن يكون هو الفرصة البديلة.



ويعزز ما سبق لي تناوله في مساهمة سابقة حول كون معدل الخصم ليس شيئاً معيناً، وأنه مفهوم مرن قول الزرقا (ص 3): "بنفس المنطق فإن شركة معاصرة لو قررت لأي سبب أن تعزل نفسها تماماً عن أسواق المال فإنها مع هذا تستطيع أن تحسب بصورة صحيحة معدلات العائد على مشروعات متعددة تقوم بها داخلياً، وأن تخصص بكفاءة بعض أرباحها السابقة بين هذه المشروعات"... في الحقيقة أن هذا ما يقوم به معدل الخصم.

### هل يمكن أن يكون معدل الخصم مؤكداً؟

يقول الزرقا (ص 6): "أما معدل الفائدة على القرض فإنه يحدد تعاقدياً، فيمكن أن يكون مؤكداً"

وأقول: نعم سعر الفائدة على القرض مؤكد في إطاره التعاقدى فقط، أي بين الطرفين، لكنه للأخريين ليس مؤكداً.

يوجد أسعار فائدة مختلفة: سعر فائدة قصيرة ومتوسط وطويل الأجل، يوجد سعر فائدة بين البنوك وسعر الفائدة على أنواع مختلفة من المنتجات، بل قد تختلف أسعار الفائدة بين عميل وآخر ضمن نفس الخدمة الائتمانية.

كذلك تختلف أسعار الفائدة الفعلية عن أسعار الفائدة الاسمية، وسبب ذلك طبيعة القرض، فالقرض برهن غير القرض من دون رهن، والقرض مع دفع الفائدة مقدماً يختلف عن قرض تدفع الفائدة في نهاية الفترة كما يختلف عن قرض مع وجود رصيد تعويضي وهكذا... فهذه كلها قد تتساوى فيها أسعار الفائدة الاسمية، لكن سعر فائدتها الفعلية تختلف.

لنفترض في بيئة معينة لدينا بنك يحدد سعر الفائدة حسب سياسته الائتمانية.

لو أنني استثمرت أموالاً في أصل يعطيني عائداً قدره 10%، وقد قبلت الدخول فيه لأنني أعتقد أنه أفضل استثمار متاح، لأن سعر فائدة البنك هو 8%.

ماذا تعني 8%؟ تعني أن البنك قد دخل في عقود مع عملاء على أساس أنه سيعطيهم عائداً مؤكداً قدره 8%.

لكن لتغير السياسة الائتمانية للبنك صارت أسعار الفائدة 12%. سيبقى سعر الفائدة على العقود السابقة ثابتاً 8% أي أن هذا العائد يعتبر ثابتاً من وجهة نظر المتعاقدين، لكنه بالنسبة لي كمستثمر ليس كذلك



إن التغيير السابق، يجعل استثماري غير كفاء، لأنني أستثمر أموالني بعائد 10% بينما توجد فرصة بديلة 12%. السلوك الرشيد للمستثمر في هذه الحالة، يوجب عليه تحويل أمواله للبنك بدلا من المشروع الاستثماري.

**خلاصة الأمر:** سعر الفائدة ثابت لطرفي العقد، لكنه ليس ثابتا للأطراف الخارجية. ولهذا يمكن أن يكون سعر الفائدة في أي وقت هو معدل الخصم الذي يجب علينا استخدامه لخصم التدفقات النقدية لمشروع معين.

يناقش الدكتور محمد أنس الزرقا في نهاية البحث دور نظرية مالية الشركات في تحديد معدل الخصم والمقاربة الإسلامية (ص 6 وما بعدها): **ولي بعض التلميحات هنا أيضا:**

أقول: تكلفة رأس المال هي معدل العائد المتوقع الذي يتطلبه المشاركون في السوق لجذب الأموال لمشروع معين أو هو العائد الذي يجب أن يحققه المشروع من أجل الوفاء بمعدلات العائد المطلوب من قبل الملاك (المساهمين)

بمعنى أو بآخر: تكلفة رأس المال هي تكلفة الفرصة البديلة، فالمستثمر لن يستثمر أمواله في مشروع ما إذا وجد استثمارا آخر أكثر جاذبية.

هناك مداخل لقياس تكلفة رأس المال، أيسرها وأشهرها التكلفة المتوسطة المرجحة (Weighted Average Cost of Capital) وفكرتها ممكنة التطبيق في التمويل الإسلامي

يقول الدكتور محمد أنس الزرقا: (على هذا فإن شركة تتمول بالدين الربوي إلى جانب تمويلها بالمشاركة يدخل معدل الفائدة مع تكلفة التمويل بالمشاركة في تحديد معامل الحسم الذي تتصح باستخدامه.)

هنا أتفق تماما معه في ذلك. ثم يقول بعدها: (لكن شركة تتمول بالمشاركة فقط (بمعنى أنه ليس لديها ديون طويلة الأجل) ينبغي أن يكون لمعدل الفائدة وزن في تحديد معامل الحسم الذي تتصح باستخدامه، أي أن معامل الخصم هو تكلفة التمويل بالمشاركة فقط)

وأتساءل لماذا انتقل الدكتور الزرقا من استخدام هيكل يدخل ضمنه تمويل بديون محرمة (لوجود فائدة) إلى هيكل يحوي فقط مشاركة (حقوق ملكية). ألا يوجد بين هاتين الحالتين المتطرفتين حالة وسط؟

**الحقيقة أنه يمكن النظر للأمور بطريقة مختلفة:**





أولاً: نظرية الهيكل المالي للمنشأة تقر بأن الشركة تعتمد على مصدرين للتمويل (طويل الأجل) هما: الديون والمشاركة (حقوق الملكية). نظرياً وعملياً لا يمكن لشركة أن تعتمد في جانب الخصوم (Liabilities) على المشاركة (Equity) فقط، وهنا تصبح الحالة التي ذكرها الدكتور الزرقا حالة افتراضية فقط (وفي هذه الحالة لا حاجة للتبريح وستكون تكلفة المشاركة هي تكلفة رأس المال).

ثانياً: إذا اتفقنا على أنه يستحيل على الشركة (حتى في اقتصاد إسلامي) الاعتماد فقط على التمويل بالمشاركة، لنا أن نتساءل، ما هو مصدر تمويلها من غير المشاركة.

نظرية التمويل التقليدية في تطرقها لهيكل التمويل كانت دقيقة جداً، فقسموا مصادر التمويل إلى: ديون (Debts) ومشاركة (Equity)، وليست الديون هي بالضرورة قروضاً بل تشمل مثلاً السندات (وهي في حقيقته قروض)، لكن (وهو الأهم هنا) يمكن أن تشمل أية أدوات مديونية. وتبعاً لذلك يمكن للشركة التي تعمل في بيئة إسلامية أن تحصل على دين تورق، وله تكلفة يمكن حسابها ببساطة. ثم بعد ذلك يمكن حساب التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال أخذاً بعين الاعتبار المصدرين: الديون (التورق) والمشاركة، وهذه هي الحالة الأقرب في رأيي للواقع، وهنا لن تكون تكلفة رأس المال هي تكلفة المشاركة فقط، كما أنها لا تدخل ضمن حساباتها سعر الفائدة.

خلاصة الأمر في هذه الجزئية أن الدكتور محمد الزرقا -بحسب تحليله- حصر الديون في القروض (الربوية)، لهذا لما انتقل للوجهة النظر الإسلامية. اعتبر أن تكلفة رأس المال هي التمويل بالمشاركة لامتناع المؤسسة الاقتصادية الإسلامية عن استخدام القروض بفائدة، في حين أن الديون قد تأخذ أشكالاً كثيرة عدا القرض (بفائدة)، ومثاله ما ذكرناه.

والله تعالى أعلم

محمد أنس الزرقا:

السلام عليكم أيها الزملاء الكرام

أوجز فيما يلي بعض نتائج وإيضاحات حول الأسئلة التي ذكرناها مجدداً د عبد الباري:



**أولاً:** أن حسم التدفقات النقدية في دراسات الجدوى لمشروعات استثمارية خاصة، هو مرغوب اقتصادياً، ولا مانع منه فقها .

**ثانياً:** أما المشروعات الاستثمارية العامة غير التجارية، وبخاصة التي تمتد حياتها لعدة أجيال، فإن الحسم الزمني فيها، أو عدم الحسم، مسألة فيه جدل بين الاقتصاديين، وكثيرون لا يرونه صواباً إلا بمعدلات حسم أقل بكثير من المألوف في السوق.

**ثالثاً:** هل من الصواب بناء معدل الحسم في المشروعات الخاصة الملتزمة بالشريعة، على معدل فائدة، لايبور مثلاً؟ اقتصادياً، الجواب بالنفي، لأن المبرر الاقتصادي هو أن تستخدم ما يساوي معدل الربح الذي يتوقعه المستثمر من استثمارات بديلة، ذات مخاطر تقارب المشروع المدروس . وحيث أن الإقراض والاقتراب بالفائدة مرفوض من أصحاب المشروع، فلا يصح اقتصاداً أن يبنوا حساباتهم عليه. ولو فعلوا كان ذلك في غير مصلحتهم التجارية. فالاحسن لهم دنيوياً بناء المعدل على مثل أفضل بديل متاح (مثلاً مرابحة)

**رابعاً:** ما سبق في ٣ اقتصر على الاعتبار الاقتصادي (ربح وخسارة مالية)، لكن ماذا عن الاعتبار الفقهي؟ هل يحرم استخدام معدل مبنى على الفائدة الربوي؟

لا شك أنه لا يبطل العقد، لكنه قببح، بل لعله مكروه، لماذا؟ لأنه يثير الريبة في قلوب كثير من عامة المسلمين. ونحن مأمورون أن نتحاشى ما يثير الريبة .

معذرة .. أردت الاختصار فاطلت!.

**عبدالباري مشعل**

شكراً د.عبدالكريم قندوز على الإثراء .

شكراً أستاذنا د.أنس الزرقا على المساهمة والمتابعة والإثراء لموضوع الحوار . بهذا التعليق بدأنا نعزز أسس رفض استخدام معدل حسم ربوي، ولكننا نددن على ما هو أكثر من وصفه بالقبح وهو كيفية صياغة معدل مختلف عن سعر تأجير النقود.



## عبدالباري مشعل

السلام عليكم ورحمة الله وبركاته

وأسعد الله صباحكم،

نحن على موعد اليوم بالانتقال إلى الموضوع الثالث، ضمن المحور الأول الاقتصاد الإسلامي من الحوار الاستراتيجي. نوقش موضوع الحسم الزمني، وراوح في إطار المفهوم الفني، والجواز الشرعي ولم ينتقل إلى مرحلة استشراف المستقبل لإمكانية استعمال سعر حسم غير ربوية، ولي مداخله في هذا السياق أدرجها بعد قليل، لتشير إلى جانب مهم من مناقشة هذا الموضوع الذي لا ينبغي أن تقتصر على جواز ما هو قائم.

## عبدالباري مشعل

استشراف إمكانية تخطي سعر الحسم الربوي:

أثر هذا الموضوع بمداخلاتهم القيمة والمتكررة أستاذنا د.محمد أنس الزرقا، د.حسين سمحان، د.أشرف دوابه، د.عبدالكريم قندوز، وقد أسهمت المداخلات السابقة في تحرير الموضوع من الناحية الفنية تحريرًا دقيقًا، سأقوم بعصف ذهني لاستشراف إمكانية تخطي سعر الحسم الربوي، بعد التأكيد على ما ورد في تلك المداخلات.

1. في ضوء المعلومات التاريخية يمكن التأكيد على أهمية استخدام سعر الحسم في اتخاذ القرارات الاستثمارية، وأن سعر الحسم ليس بالضرورة هو سعر الفائدة، وإنما هو تكلفة الفرصة البديلة، أو عائد الاستثمار البديل الأقل خطرًا. والذي يعني أنه إذا لم يتوقع من الاستثمار المتاح عائدًا أعلى من ذلك العائد التي توفره الفرصة البديلة فإن الأموال ستتجه إلى تلك الفرصة البديلة.
2. ولكن الذي يحدث في اقتصاد تسيطر عليه الفائدة، هو أن الأمور تؤول إلى اعتبار إيداع النقود بفائدة (تأجير النقود) هو الفرصة البديلة الأقل خطرًا لأي استثمار، ومن ثم استقرت التطبيقات على هذا على مستوى الأفراد والمؤسسات، ومعدل الخصم وإعادة الخصم التي تحدده البنوك المركزية، هو أيضًا سعر تأجير النقود، ورغم أنه تؤثر فيه عوامل عديدة اقتصادية إلا أنه في النهاية هو ناتج فلسفة تأجير النقود، أي الفلسفة الربوية.



3. اتفق الجميع على أن الإيداع بالفائدة ليس استثماراً بديلاً في حال اتخاذ قرارات الاستثمارات الإسلامية، لكن في واقع الحال يعامل على أنه الاستثمار البديل، بحيث لا يمكن أن تصدر صكوك في العالم بأقل من سعر الفائدة على السندات المماثلة، ولا يمكن أن يتم تمويل مرابحة أو إجارة في العالم بأقل من سعر الفائدة على القروض الربوية السكنية مثلاً. هنا يبدو القبح بشكل أكثر وضوحاً. ولذلك فإننا عندما نعتمد عائد التمويل بالمرابحات كفرصة بديلة في عالم اليوم فإننا نعتمد في الحقيقة سعر الفائدة مع اختلاف التسمية.
4. إن استعمال مؤشر الفائدة في اتخاذ القرارات الاستثمارية والتمويلية في اقتصاد إسلامي أو في المصارف الإسلامية يعني بالضرورة الركون إلى فلسفة غير إسلامية، وهي فلسفة تأجير النقود السائدة في اقتصاد تقليدي، ومن ثم فإن الحكم الشرعي وإن انتهى إلى جواز استخدام مؤشر الفائدة في اتخاذ القرارات الاستثمارية الإسلامية إلا أن التحليل الاقتصادي الإسلامي يأبى هذا السلوك، والذي يعزز فلسفة تأجير النقود في التطبيقات الاقتصادية الإسلامية.
5. إن سلوك منظومة التطبيقات المالية الإسلامية القائمة حالياً، يعزز في الواقع تبعية رأس المال الإسلامي أو المستثمر من خلال المؤسسات المالية الإسلامية في حركته لسعر الفائدة الذي يحدده الاحتياطي الفيدرالي.
6. إذا كان الإيداع بالفائدة ليس استثماراً بديلاً فإن من المتوقع أن تقوم البنوك الإسلامية بإصدار الصكوك، والتمويلات بسعر المثل في السوق، مع مراعاة التكاليف الأساسية كالزكاة مثلاً، والتضخم - كما أشار أخي د.سمحان- وهذا يتطلب آليات لقياس سعر المثل في السوق الحقيقي، لكل مجال من مجالات التمويل، عندئذ تتغير الفلسفة ويكون استعمال الحسم بناء على معدلات عائد من السوق الحقيقي، وليس بناء على تأجير النقود. وتطبيق هذه الفكرة يعني الانفكاك تدريجياً عن فلسفة تأجير النقود كما ذكرت في مداخلتي السابقة.

محمود أبو سليمان:

((وهذا يتطلب آليات لقياس سعر المثل في السوق الحقيقي، لكل مجال من مجالات التمويل، عندئذ تتغير الفلسفة ويكون استعمال الحسم بناء على معدلات عائد من السوق الحقيقي، وليس بناء على تأجير النقود. وتطبيق هذه الفكرة يعني الانفكاك تدريجياً عن فلسفة تأجير النقود)) .. بمعنى البحث عن أدوات، وتطبيقها كي تكون نموذجاً للقياس.



## رقية العاني:

السؤال الان ما هو البديل هل هو مثلا ما تعتمده اميركا من مؤشرات سوق الاوراق المالية؟

سواء أكان العقاري منها او الصناعي وهذا سيخضعنا لأمزجة المضاربين لكنه حكم السوق وهو سوق قائمة وإذا اعتمد الا يمكن هذا ان يضيف فقاعة اكبر للسوق ام انه سيسهم فعلا في استقرار السوق لانه لن يتعامل الا بالواقع ربحا وخسارة ولا توجد فائدة مفروضة على المساهم والمضارب والمشتري

حبذا شبابنا طلبة الدكتوراه يدخلون معترك سوق الاوراق المالية الصناعي منها والعقاري لا المالي ويخرجوا لنا بنتائج تطبيقية عملية سواء على مستوى داو جونز او الاسواق المحلية

## فؤاد المحيسن:

في رأيي انه في اقتصاد مختلط، وفي ظل غياب نظام اقتصاد اسلامي كامل سيبقى سعر الفائدة ومن بعده سعر اعادة الخصم مؤشر تسعيري سواء لعائد الصكوك او بأسعار المرابحة، وهذا ما يفرضه توازن العرض والطلب .

وللتدليل على ذلك هناك كثير من متعاملي البنوك الاسلامية هم من غير المسلمين يحصلون على التمويل كون معدل العائد اقل احيانا.

البنوك الاسلامية تستثمر جزء كبير من سيولتها ايضا في مرابحات دولية ، وان عائد هذه المرابحات قريب من معدل الفائدة.

الحل الامثل هو قيام فرص استثمار حقيقية باسلوب المشاركة والمضاربة، وبالتالي ايجاد معدل عائد فعلي حقيقي وهذا لا يخفى عليكم وانتم اهل العلم والمعرفة

## عبدالباري مشعل:

شكراً مهندس محمود أبو سويلم، شكرا د.رقية، هذه دعوة لتغيير فلسفة التمويل بأدوات تتسجم مع فلسفة الاستثمار الإسلامي.



شكرا د.فؤاد المحيسن، وأرحب بإطلائكم من جديد في المنتدى، ما تفضلت به هو الواقع الآن فالجميع يتحيز لسعر الفائدة وكأنه استثمار بديل فعلي، في الوقت الذي هو ليس كذلك، المطلوب من الأموال الإسلامية سواء تعاملت مع المسلمين أو غير المسلمين بأن الفائدة ليس فرصة بديلة لها، حتى لو كان التمويل بالمرابحة والإجارة، ويجب التسعير على أساس أجر وسعر المثل، لكن أتفق معكم أن هذا نوع من التحدي، وربما لا يقوم به بنك واحد منفردًا ويحتاج إلى كتلة نقدية كبيرة أو إقليم جغرافي معين مثلاً.

لسنا بصدد إنشاء الأسعار أو إنما بحاجة إلى طرق قياس تلك الأسعار، ولا شك بأن المؤشرات موجودة في الأسواق المختلفة وما نحتاجه هو البحث والتقييم العلمي للأسعار التي تمثل الفرص البديلة.

#### عبدالباري مشعل

السلام عليكم ورحمة الله وأسعد الله جمعتم

أردنا الاستجابة في الحوار الاستراتيجي لمناقشة كل المسائل التي تم جمعها بشكل علمي، وقد وفقنا بحمد الله في تحقيق هذا الهدف على صعيد الأهداف الاقتصادية للشريعة الإسلامية، وكذلك على صعيد مناقشة معدل الحسم حيث تلقينا في إثراء علميا متميزا من الخبراء أهل الاختصاص في المجال.

ندرك أن بعض الموضوعات المطروحة قد لا تلامس اهتمام جميع الأعضاء من ناحية التخصص التدقيق، لكنها بالتأكيد في صلب تخصص الاقتصاد الإسلامي والصناعة المالية الإسلامية وقد إدراجها في قائمة موضوعات الحوار الاستراتيجي بناء على طلب شريحة من الأعضاء، وهي جزء من المخزون العلمي للبحث في الاقتصاد الإسلامي خلال الفترة الماضية غير أنها تتراجع إلى الخلف كلما زاد التركيز على التطبيق ومجاراته.

كما كان مخططاً فإن الوقت متاح خلال هذا اليوم للتعليق والإثراء في الموضوع الثالث من المحور الأول بشأن صناعة الصف الثاني في الاقتصاد الإسلامي.



يمكنكم الاطلاع على ما سبق من مداخلات أولية في الصفحات 46-48 من الملف الجاري تطويره بشأن الحوار الاستراتيجي. وأدرجه هنا للتسهيل عليكم. كما سأدرج بعده مباشرة الحوار نفسه منسوخًا من الملف نفسه من الصفحات المذكورة.

**محمد أنس الزرقا:**

1- سعر الحسم الأقرب إلى الصواب اقتصاديا ليس العائد على استثمار بديل أقل خطرا، بل الصحيح أن يكون مكافئا في خطره للمشروع المدروس.

2- ان مما يعقد الموضوع لكن لا بد من ملاحظته، هو أن قوى السوق الدولية في التجارة والتمويل تدفع عفويا وبإطراد نحو تحرك معدلات الربح على التجارة بنفس اتجاه معدلات الفائدة، والعكس أيضا. فإذا ارتفعت معدلات الأرباح بعيدا عن الفائدة، فإن كثيرا من الأموال الدولية تتسحب من الإقراض وتتجه إلى التمويل التجاري، فيتآكل معدل الربح، ويتصاعد معدل الفائدة. والعكس صحيح، حتى مع وجود متعاملين يتحاشون الإقراض والاقراض الربوي تماما. وآخرون لا يتعاملون إلا ربويا . والسبب وجود فئة تتعامل في المجالين الربوي والتجاري.

وفوق ما سبق، هناك التدخل الحكومي وبخاصة من البنك المركزي الأمريكي (Fed) في اسعار الفائدة، مما يؤثر على جميع اقتصادات العالم.

**عبدالباري مشعل**

شكراً أستاذنا د.أنس الزرقا، وأقدر عالياً مداخلاتكم بشأن التنويه إلى سبب الترابط وهو وجود رؤوس أموال تتعامل في المجالين، والمطلوب حينئذ قياس ذلك، وقياس حجم رؤوس الأموال التي لا تتعامل إلا بالحلال وإمكانية استقلالها عن القياس بالفائدة.

**محمد أنس الزرقا:**



ان التصاعد والهبوط المتزامن بين معدلات الربح ومعدلات الفائدة ظاهرة سوقية مطردة لا يتوقع اختفائها، ما دام هناك انتقال حر للأموال.

**عبدالباري مشعل**

جميل أستاذنا د.الزرقا، ولكن في تصوركم متى يمكن أن يكون لنا اقتصاد يحتوي على رؤوس أموال إسلامية ضخمة لا تعتبر الفائدة بديلاً استثمارياً من الناحية الحسابية؟ وهل تعتقد بأن أي من اقتصادات اليوم النامية لديه التأهيل للاستقلال عن الفائدة الربوية كأساس في توجيه السياسة النقدية، والتمويلات؟

**محمد أنس الزرقا.**

بحسب ما نرى رأى العين، لا يوجد رغبة لدى ذوي التأثير لأي استقلال في اي مجال، اقتصادي أو سواه. وكثير مما يجري يدعم التبعية القسوى مع الأسف.

مع ذلك لا اکتکم أنني لا أشعر أن موضوع معامل الحسم والسعي لاستقلاله عن معدل الفائدة، هو ذو أولوية في الوضع الحاضر، بل لا يتجاوز مستوي التحسينيات . في حين أن بعض الضروريات غائب، وأهمها على الإطلاق: السعي لتقليل نسبة قلب الدين في مجموع التمويل الذي تقدمه المصارف. لاحظ أن هذا بعض الفروض الذي يجب التوقف عنه تماما. ارجو ان تدعوا للحوار عن أسبابه والوسائل الفعالة لتقليله تمهيدا للنجاة منه

**عبدالباري مشعل**

شكرا أستاذنا د.الزرقا، من منطق الأولويات لا ترون أن التفكير باستخدام بديل حسابي لمعدل الفائدة كمؤشر حسم مسألة مهمة، بالمقارنة بتطبيقات قلب الدين المتفشية في البنوك الإسلامية، لكن من منطق كلي قد يعتقد البعض أن نظرية الحسم لها أولوية ما، على كل ستكون مسألة قلب الدين على قائمة الحوارات قريباً ضمن حوارات المصرفية الإسلامية، وسندعو إليها في القريب العاجل بإذن الله، ونتطلع لمشاركتكم ومشاركة الدكتور أسيد وباقي الأعضاء الأكارم غير أن لدينا وظيفة الآن ينبغي علينا إنجازها وهي النظر في الموضوع الثالث على مستوى الاقتصاد الإسلامي، وهو صناعة الصف الثاني في الاقتصاد الإسلامي والصناعة المالية الإسلامية والذي سبق إدراج المداخلات الأولية بشأنه،





ولدينا موضوع رابع وهو: هل نملك نظرية اقتصادية إسلامية موازية للنظرية الغربية، وسنتيج الفرصة فيما يأتي للموضوع الثالث وهو صناعة الصنف الثاني في الاقتصاد الإسلامي والصناعة المالية الإسلامية لهذا اليوم فقط إن شاء الله. أشكركم أستاذنا د.الزرقا، كما أشكر كل الأساتذة والزملاء الأكارم الذي أثاروا الحوار حول معدل الحسم ونعتقد بأن الفرصة مواتية لإغلاق الحوار حول معدل الحسم والتركيز على الموضوع الثالث صناعة الصنف الثاني لبقية هذا اليوم.

**إسكندر شروقي**

السلام عليكم ورحمة الله وبركاته، قال الدكتور الزرقا:

فإذا ارتفعت معدلات الأرباح بعيدا عن الفائدة، فإن كثيرا من الأموال الدولية تنسحب من الإقراض وتوجه إلى التمويل التجاري، فيتآكل معدل الربح، ويتصاعد معدل الفائدة.

لم أفهم كيف يمكن لمعدل الربح أن يتآكل تقنيا ؟

هل يظل مرتفعا إلى أن يصل إلى سقف معين ثم يبدأ تدريجيا بالهبوط فيما ترتفع معدلات الفائدة أم ماذا! يعني ما سبب تآكله رغم أنه في فترة ارتفاع ؟ هل استمرارية ارتفاعه تؤول به في النهاية إلى التآكل تدريجيا !؟

**محمد أنس الرزقا:**

ان تدفق كثير من الأموال إلى تمويل التجارة ينتظر أن تؤدي إلى تآكل معدلات الربح في التجارة لأنها لن تجد مجالا جديدا إلا في الفرص الأقل ربحية. وليس المقصود أن مشروعا قائما سبق حصوله على التمويل انه ستتحقق ربحيته لكن متوسط الأرباح في القطاع ككل يتوقع اتجاهه إلى الانخفاض.

**إسكندر شروقي:**

جزاك الله خيرنا دكتورنا الفاضل على التوضيح والشرح، بارك الله لك ونفع بك المسلمين.

**فياض عبدالمنعم:**



لم اشأ ان اشارك في التعليق علي الموضوع المثار...لحاجة خاصة في نفسي ...

لكن اود ان اشير..الي ان استخدام سعر الخصم القائم علي سعر الفائدة..في تقييم جودة القرار الاستثماري ليس بهذه البساطة...ولعل د.انس المح الي ذلك من بعيد... فهناك عوامل عديدة ينبغي ان تؤخذ في الحسبان (المناخ الاستثماري.. وحالة التفاؤل بالمستقبل ..وطبيعة المنافسة في السوق وخصائص المنتج. ومدى توفر وتنوع مصادر الاموال.الخ.) كما ان سعر الخصم حتي في حالة اعتماد سعر الفائدة...لا يؤخذ هكذا...وانما تجري عليه تعديلات لمواءمته مع الأوضاع الاقتصادية السائدة والمستقبلية ..وتوقعات التضخم ..ونستعمل هنا النماذج الاحتمالية الحديثة...وقد قطع العلم الاقتصادي فيها شوطا بعيدا..ونحن لا نزال لم نبرح اماكننا!!

ونزيد في الأمر فنقول :عن اي سعر فائدة نتحدث...ان هناك العديد والعديد من اسعار الفائدة...فأيها سنأخذه كأساس للخصم ايها السادة الكرام، وما هو نوع الفرصة الاستثمارية التي يراد تمويلها.

وأنه لمن المعلوم لكم ان النظام المالي الرأسمالي يفصل بين قطاعين :البنوك والوسطاء الماليين عموما ... وهو قطاع تحشد فيه الاموال ثم يعاد تخصيصها بالاقتراض ..علي اساس آلية القرض بفائدة، والقطاع الآخر هو القطاع الحقيقي والذي يحصل علي الأموال اما من البنوك بقروض بفوائد (بالعموم) أو من السوق المالي ببيع حقوق الملكية بالربح او بالاقتراض بالسندات بالفائدة... بينما يشغل هذه الاموال في السوق الاقتصادي الحقيقي بعائد الربح... ونظرا للفجوة بين اساس احتساب تكلفة التمويل بالاقتراض وبين ثمره استثمار تلك الاموال بالربح في السوق ينشا عن ذلك اختلالات،عندما تتعمق تسبب الازمات الاقتصادية الكبرى التي نعرفها.

فهل البنوك الاسلامية هي في نموذجها النظري وعمليا اقرب الي حشد المدخرات وفي تشغيلها ايضا الي مؤسسة مصرفية تقليدية ام مؤسسة تعمل بالاقتصاد الحقيقي؟... وعندما نصل الي الوصف الصحيح يمكننا ان نختار المعدل الصحيح لاجراء اسلوب الخصم في دراسة تقييم كفاءة التمويل لمؤسسة لا تتعامل بالربا.

عبدالباري مشعل

شكرا معالي د.فياض ونحمد الله أننا حظينا بتعليقكم النفيس والذي انتهى إلى السؤال العميق:



فهل البنوك الإسلامية هي في نموذجها النظري وعمليا أقرب إلى حشد المدخرات وفي تشغيلها أيضا إلى مؤسسة مصرفية تقليدية أم مؤسسة تعمل بالاقتصاد الحقيقي؟

**محمد أنس الزرقا:**

أوافق الأخ الكريم د فياض على كل ما قال، وهو كله يجب أخذه بالحسبان في القرار الاستثماري. وعادة الاقتصاديين التحفظ بافتراض بقاء الأشياء الأخرى على حالها إلا المتحول محل البحث. وكان على أن اتحفظ كذلك.

جزاك الله خيرا على التنبيه د فياض

**عبدالباري مشعل**

شكرا أستاذنا د.الزرقا ...بهذا يتفق المتحاورون إلى أن استخدام سعر الحسم ليس بالبساطة التي يمكن أن يتصورها البعض.

**فؤاد المحيسن:**

شكرا دكتورنا الحبيب [دكتور فياض] على هذه النتيجة العميقة والتي تصلح لنقطة حوارية ... فهل دور البنوك الإسلامية دور وسيط؟ ام ان المصارف الإسلامية جاءت لتفكيك دور الوساطة والتميز بهذا الدور عن البنوك الربوية؟

**سليمان الراعي:**

هل تبحث المؤسسات المالية الإسلامية عن نظام مالي خاص بها..يعكس حقيقتها.. أم يجب أن تستمر في جلباب النظام المالي التقليدي، إذ يجب لفهم أي معاملة أو معلومة أن يكون ذلك تقليديا... فيكون الحل في ضوء ذلك. للأسف يجب ان تكون تقليديا وإن كنت مصرفي إسلامي للتعامل مع مافرضه واقع الصناعة.. !!

**عبدالباري مشعل**

شكرا د.فؤاد المحيسن كذلك أ.سليمان الراعي



أصبح واضحاً أن معدل الحسم ليس أمراً حسابياً فقط وإنما يخفي خلفه مشكلة أساسية تتعلق بالاقتصاد الإسلامي. لا بأس بالتعليقات الإضافية حول معدل الحسم، وكذلك الصف الثاني والثالث في الاقتصار والصناعة،

لكننا في كل حال سنكون بعد ظهر الغد أمام سؤال الموضوع الأخير من محور الاقتصاد الإسلامي وهو: هل لدينا نظرية اقتصادية موازية للنظرية الغربية؟ بعدها ننقل إلى المحور الثاني: بنية المصارف الإسلامية يوم الأحد إن شاء الله.

#### أسامة حلمي:

ان استخدام المؤسسات المالية الإسلامية لادوات التسعير او معدلات الخصم او أسعار الفائدة المتداوله بالسوق لا يعني بالضرورة ان هذه المؤسسات تستمر في جلباب النظام المالي التقليدي لان الذي يفرق بين النظام المالي الاسلامي والتقليدي يكمن في آلية التنفيذ وكذلك قبول درجة المخاطرة

ولا يخفي علي الجميع ان البنوك الاسلامية هي بنوك تجارية في المقام الاول وطالما تتلقي ودائع من العملاء فقطعا ستلجأ الي أسعار الخصم او تكلفة الأموال عند التسعير في التمويل والتشغيل لهذة الأموال

أما اذا اتجهت البنوك الاسلامية الي الاستثمار من خلال المضاربات والمشاركات، فيجب ان يكون المناخ مهياً لقبول المخاطر المرتبطة بهذة المنتجات ومنها خسارة جزء من راس مال المودع

وهنا يكمن سؤال ما هو موقف البنوك المركزية والحكومات العاملة فيها البنوك الاسلامية من ذلك وهل سيتم تعويض خسائر هذه البنوك؟ مثل ما راينا في فترة الأزمة الاقتصادية التي بدأت في عام ٢٠٠٧ حيث قامت هذه الحكومات بضخ أموال جديدة من خلال شراء حصص في البنوك التي تعرضت لهزة بسبب الأزمة.

#### عبدالباري مشعل

شكراً د.أسامة حلمي على مساهمتكم في الحوار حول معدل الحسم. هل يلزمني في المراجعة أن أنطلق من معدل فائدة القروض وأضيف عليه هامشاً أن أنطلق من سعر البيع الآجل في سوق العقارات بدون وساطة تمويلية؟ علماً أن الإقراض بسعر الفائدة ليس من البدائل المتاحة أمامي في البنوك الإسلامية.



**أحمد ظاهري:**

الأصل ان يكون في كل سوق ثمن للسلعة حال و ثمن اجل . ويتحدد كل من الثمنين بحسب العرض والطلب على السلعة في البيوع الاجلة والنقدية. وان انتشار القروض الربوية ادى في اغلب الاحيان الى انعدام الائتمان الاجلة واكتفى التجار بالثمن الحال. والبنوك الاسلامية التي تعتمد البيوع الاجلة وجدت نفسها مضطرة الى استعمال معدلات الحسم الفائدة لعدم وجود ثمن اجل للسلع في السوق

**أسامة حلمي:**

اعتقد ان اغلب البنوك الاسلامية تلجأ الي سعر الأساس المعلن من البنوك المركزية ويضاف الهامش عند الاقراض اما السعر الأجل في سوف العقارات لا اعتقد ان البنوك تلجأ اليه عند التسعير لصعوبة احتسابه بدقة لغياب عناصر أساسية منها الشفافية وعنصر المضاربة الذي يكون في الأغلب بعيد عن السعر الحقيقي.

**عبدالباري مشعل**

شكرا د.أحمد ظاهري شكرا د. أسامة حلمي

هل لدينا فعلا معلومات عن غياب السعر الاجل في سوق العقارات او السلع ؟

**أحمد ظاهري:**

دكتور عبد الباري لا اعلم بوجود سعر اجل للعقار او لاي سلعة من السلع

**عبدالباري مشعل**

أخشى أن تكون العودة لسعر الحسم هروب من موضوع الصف الثاني ☹️

**أسامة حلمي**



تحياتي دكتور عبد الباري والحقيقة إدارتكم لهذا المنتدى بدرجة احترافية ومهنية سوف تضيف لاشك لتطوير الصناعة خاصة وإنني أري ان هناك كوكبة من رجال الصناعة المصرفية والاقتصادية انضمت و تشارك في المنتدى فجزاكم الله خيرا.

**عبدالباري مشعل:**

شكرا د.أسامة المنتدى بأعضائه بارك الله بجهود الجميع. شكرا د.طاهري مثلا للإيجارات متوفرة وهي في حد ذاتها أجرة المثل ويمكن البناء عليها في الإجارة التمليكية. طرح ابتدائي للفكرة

**محمد فرحان:**

الشكر والتقدير لكل المداخلات بخصوص موضوع الحسم؛ والسؤال لأساتذتنا الكرام في هذا السياق: كيف يمكن الربط بشكل واضح بين نسبة الحسم الزمني وتقدير العائد المستحق على عنصر رأس المال باعتباره أحد عناصر الانتاج؟ باعتقادي أن المشكلة في استخدام مؤشر الفائدة في كونه لا يعكس حقيقة العائد المستحق فعلا لرأس المال باعتباره أحد عناصر رأس المال؛ بل أنه مؤشر يشرعن لاستحقاق رأس المال للحصة الأكبر من العائد على العملية الانتاجية؛ على حساب استحقاق العناصر الأخرى؛ وأتمنى من أساتذتي الكرام التصحيح أو التوضيح.

**عبدالباري مشعل:**

السلام عليكم ورحمة الله وبركاته

وأسعد الله أوقاتكم

استعراض سريع لتطور الحوار الاستراتيجي.

أما معدل الحسم فقد حظي بتعليق ختامي راق جداً ويعد أساساً علمياً متيناً لنظرة الاقتصاد الإسلامي لمعدل الحسم، كان التعليق من معالي د.فياض عبدالمنعم، فالمسألة ليس مسألة حسابية فقط، وإنما أعمق من ذلك بكثير، وقد وافق



منتدى الاقتصاد الإسلامي

---

أستاذنا الدكتور محمد أنس الزرقا على التعليق جملة وتفصيلا. بارك الله بالأستاذين الجليلين ونفعنا بعلمهم. ويسعنا بهذا التعليق أن نغلق من جديد موضوع معدل الحسم.

والحمد لله رب العالمين.

( هذه اقتباسات تتصل بموضوع الحسم من بحث طويل نشرته في

مجلة جامعة الملك عبدالعزيز: الاقتصاد الإسلامي، م25 ع1، ص ص: 3-44 (2012م/1433هـ عنوانه :

## تخصيص الموارد الرأسمالية والكفاءة، والنمو، في اقتصاد لاربوي إسلامي

محمد أنس بن مصطفى الزرقا<sup>(1)</sup>

كبير المستشارين - شوري للاستشارات الشرعية- الكويت

[anaszarka@gmail.com](mailto:anaszarka@gmail.com)

رابط البحث كاملا

<https://drive.google.com/open?id=0B-M39FAWyUrlM2NoWUIyNHJwbVU>

.....

### - تخصيص الاستثمار الحقيقي

1/4 تمييز معدل "العائد على الاستثمار" من "معدل الفائدة على القروض"<sup>(2)</sup>

إن أهم فرق من الوجهة الإسلامية بين معدل الفائدة على قرض ومعدل العائد على استثمار حقيقي هو أن الأول محرم تماما بينما الثاني مباح بالتأكيد. وقبل أن نبحت عن فروق أخرى بينهما لنبدأ بتأكيد وجوه الشبه والصلات الظاهرة بين المعدلين:

---

(1) أشكر شركة شوري على تشجيعها وتيسيرها إعدادي هذا البحث. وانصح الابتداء بقراءة الملحق المنهجي أولاً، وأرحب بالتصحيح والمناقشة. وأشكر الدكاترة معبد الجارحي و محمد السحبياني و سامي السويلم و محمد نجاة الله صديقي على ملاحظاتهم الدقيقة المشار إليها في مواطنها ، وإن لم يطلعوا على كامل البحث، وقد لا يتفقون مع بعض ما ذهب إليه. كما أشكر محكمين اثنين أفدت من انتقاداتهما في التنقيح.

(2) إن عددا من الاقتباسات الواردة في هذا البحث تستعمل عبارتي (معدل العائد ومعدل الربح) بوصفهما مترادفين، وسوف أجري على ذلك تسهيلا للتعبير وإن لم يكن دقيقا تماما. ذلك أن هذين المفهومين متماثلان تماما في الاستثمار لفترة واحدة، ويختلفان إذا كان لعدة فترات زمنية. وحيثما وردا في هذا البحث فإنني أقصد بهما العائد المتوقع غير المتين على استثمار حقيقي.



أولاً: إن معدل العائد ومعدل الفائدة كلاهما يعبر عنه بنسب مئوية (2%، 13%... الخ).

ثانياً: في سوق رأسمالية غير مقيدة تبيح الفائدة، يتوقع اقتصادياً أن أي تغيرات مهمة في معدل العائد سوف تجرّ معدلات الفائدة في الاتجاه نفسه. لأن ارتفاع معدلات العائد سيغري المستثمرين بالاقتراض بالفائدة للدخول في استثمارات حقيقية وشراء حقوق مشاركة وملكية (equities). ومع تزايد الاقتراض ستميل أسعار الفائدة للارتفاع. وعلى العكس لو أن معدلات العائد انخفضت كثيراً فسيصبح من المغري بيع حقوق المشاركة وإقراض الأرصدة بالفائدة، مما يميل بمعدلات الفائدة إلى الانخفاض. وبعبارة أخرى فإن الاتجاه العام في المدى الطويل في سوق رأسمالية حرة هو أن تلتحق معدلات الفائدة بمعدلات العائد، وليس العكس<sup>(3)</sup>.

ثالثاً: إن أهم وجه للتشابه بين معدل الفائدة ومعدل العائد هو أنهما يصبحان توأمين متماثلين تماماً في عالم افتراضي نعلم فيه المستقبل الاقتصادي بيقين، عالم العزافين<sup>(4)</sup>.

وهذا مفهوم. إذ لو كنا نستطيع التنبؤ بالمستقبل، فإن أسهم الشركات التي نعرف سلفاً قيمتها والعائد عليها في كل فترة قادمة، لا بد عندما يتوازن السوق، أن تعطي نفس العائد الذي تعطيه سندات القرض التي رأس مالها ومدفوعات الفائدة عليها محددة تماماً في العقد.

وغني عن البيان أننا عندما نتنازل عن الاقتراض الخيالي بإمكان التنبؤ بالمستقبل، فإن معدل العائد المتوقع (وهو غير مضمون) سوف يختلف بوضوح ويكون أعلى من معدل الفائدة (المضمون)، إذا استوت الأمور الأخرى.

لنلتفت الآن إلى الاختلافات الأخرى الجوهرية بين هذين العائدين : العائد على الاستثمار، والفائدة على القروض.

لا بد ابتداءً أن نأخذ بالحسبان حقيقة طالما جرى تناسيها، وحاول الاقتصادي الشهير إرفنغ فشر (Irving Fisher) جاهداً أن يؤكد، هي أن معدل العائد ظاهرة اقتصادية أولية وأصلية تتبع من الاستثمار الحقيقي، بصورة مستقلة تماماً عن معدل الفائدة الذي ينشأ من علاقات الإقراض والاقتراض. فروبنسن

(3) Robinson(1952) p. xxii; Boulding (1966), p.140; Hicks(1965), pp. 287-92).

(4) يقول بانتنكن (ص472) في عالم "من اليقين بمعرفة المستقبل ومع الأسواق الكاملة، فإن نسبة الأرباح الموزعة على الأسهم (شاملة للزيادة الصافية في قيمة السهم) منسوبة إلى سعر السهم، وكذلك نسبة الإيجارات لأصل ثابت (صافية من تكاليف الاستهلاك ونفقات التشغيل الأخرى) منسوبة إلى السعر الأصلي للأصل المؤجر، وكذلك نسبة ربح المنشأة إلى المبلغ المستثمر فيها، إن هذه النسب جميعاً ستكون متساوية ومساوية أيضاً لسعر الفائدة". ويقول سامولسن (1959، ص409 الحاشية): "إذا افترضنا منافسة كاملة وتجاهلنا عدم التيقن. فإن معدل الفائدة ومعدل الربح يصبحان شيئاً واحداً".

كروزو أو حي بن يقظان يستطيع احتساب معدلات العائد على بعض المشروعات البسيطة التي يمكنه القيام بها، مع أنه لا يُتصور وجود معدل فائدة في اقتصاده الفردي (حي ابن يقظان يقرض نفسه بالفائدة!). وبنفس المنطق فإن شركة معاصرة لو قررت لأي سبب أن تعزل نفسها تماما عن أسواق المال (بمعنى أنها عازمت أن لا تقرض ولا تقترض ولا تتمول بإصدار أسهم جديدة) فإنها مع هذا تستطيع أن تحسب بصورة صحيحة معدلات العائد على مشروعات متعددة تقوم بها داخليا، وأن تخصص بكفاءة بعض أرباحها السابقة بين هذه المشروعات.

كما حاول اقتصادي لامع آخر هو فرانك نايت (Frank Knight) أن يقضي، بحسب تعبيره "على الخلط الفطيع الناجم عن عدم التمييز بين معدل العائد على الاستثمار ومعدل الفائدة على القروض" (نايت، ص 29).

ونظرا لأن معدل العائد ينشأ من الاستثمار الحقيقي مباشرة فإنه "مستقل تماما عن الترتيبات المؤسسية في الاقتصاد" (سولو R.Solow، ص 16). بمعنى أن معدل العائد يوجد ويمكن تحديده سواء سمح المجتمع بالفائدة على القروض أم لم يسمح، أو سمح بالملكية الخاصة لرأس المال أو منعها.

وحيث إنه لا يمكن في أي مجتمع قيام استثمار حقيقي متيقن في قيمته الاقتصادية وغير معرض لخطر قليل أو كثير في نتيجته، فإن معدل العائد المتوقع لا يمكن أن يكون متيقنا بحال<sup>(5)</sup>. أما معدل الفائدة على القرض فإنه يحدد تعاقديا، فيمكن أن يكون مؤكدا. ويمكن التوقي تعاقديا في بعض صورته من الخطر الائتماني أي خطر عدم الوفاء (بإقراض حكومة مليئة، أو بطلب رهن كبير)، وكذلك التوقي من خطر التضخم (إذ توفر بعض الحكومات سندات محصنة من التضخم كالتي تصدرها الخزانة الأمريكية باسم (TIPS) والحكومة البريطانية باسم (Index-linked GILTs)).

فالفائدة بصفة زيادة إلزامية مقدرة على رأس المال لا يوجد لها نظير في أي نشاط اقتصادي حقيقي، إذ لا يوجد نشاط مؤكد أن نبدأ فيه برأس مال محدد ثم ننتهي بعد تصفيته بمبلغ أكبر، ناهيك أن تفوق الزيادة معدل التضخم أو أي مقدار محدد سلفا.

ومع ذلك لا تستغني الفائدة عن نشاط حقيقي تتسلق عليه، ذلك أن تمويل المشروعات الإنتاجية عموما لا يتصور أن يقوم بكامله على القروض، حتى في اقتصاد رأسمالي، بل لابد أن يوجد في

---

(5) لن نحتاج في أكثر هذا البحث للتمييز بين عدم التيقن (uncertainty) حيث لا يمكن ان نصل الى توزيع احتمالي مستقر للمخاطرة، والخطر (risk) حيث يتوافر توزيع احتمالي مستقر. وسوف نستعمل الكلمتين على الترادف سهيلا للتعبير إلا حيث يقتضي المقام التصريح بخلاف ذلك.

المشروع بعض حقوق ملكية تتعزز عليها هذه القروض. وكما قال الاقتصادي دورفمن "فإن النشاط التجاري لا يمكن تمويله كله برأس مال غير مخاطر أي بقروض بفائدة، بل لابد أن توجد نسبة معينة من رأس المال المخاطر أو حقوق الملكية لتكون ضمانا [لوفاء الديون]". (Dorfman, p. 245).

**نتيجة:** من الصحيح القول بأن معدل العائد هو مفهوم أصلي، يسبق اقتصاديا ومنطقيا معدل الفائدة ويتميز منه. فكل اقتصاد يمارس الاستثمار يولد معدلات عائد، سواء سمح أم لم يسمح بمؤسسة الفائدة.

### 3/ ثلاثة أسئلة حول الحسم الزمني في اقتصاد لا ربوي

إن الحسم الزمني لتيار المنافع والتكاليف المتوقعة مهم تحليليا في نظريات الاستثمار كما هو مهم تطبيقيا في تقويم المشروعات الاستثمارية لاختيار أفضلها. وتفترض كثير من الكتابات الاقتصادية أن عملية الحسم الزمني لا تقوم إلا على معدل الفائدة وتعتمد منطقيا عليه.

وحيث إن الإسلام يمنع الفائدة على القروض تماما فإن مفهوم الحسم الزمني وتطبيقاته تثير عددا من التساؤلات.

**س1:** "هل نطبق طريقة الحسم الزمني للوصول إلى القيمة الحالية للموارد المستخدمة في النشاط الإنتاجي؟ أو أن هذه الطريقة تناقض بعض المبادئ الأساسية في الاقتصاد الإسلامي؟ وإن كان هناك تناقض فما هي الطريقة البديلة المتاحة" (سلطان أبو علي، ص9).

**س2:** ألا يعني سقف الصفر على الفائدة وجوب استخدام معدل حسم يساوي الصفر (أي عدم إجراء أي حسم، بل احتساب المنافع والتكاليف المتوقعة في الفترات المختلفة كما هي بلا تعديل)، ومن ثم افتقاد الكفاءة في القرارات الاستثمارية.

**س3:** أليس هناك تناقض منطقي بين رفض الفائدة على القروض، مع الاستمرار في استعمال (جداول الفائدة المركبة) في اتخاذ القرارات في التمويل وبرمجة الاستثمارات وتقويم المشروعات... إلخ.

وإجابتي هي التالية:

#### ج1: الحسم الزمني جائز لتقويم المشروعات

(أ) إن الحسم الزمني في تقويم المشروعات الاستثمارية وما إليها، إنما يقصد به جعل المبالغ النقدية والموارد الأخرى المتوقعة في فترات زمنية متباعدة قابلة للمقارنة بعضها ببعض، مما يسهل

اتخاذ القرار الصحيح بقبول استثمار مقترح أو رفضه. وقد أكد عدد من فقهاء الشريعة المرموقين جواز هذا الحسم الزمني بالرغم من أنه يستخدم نفس الصيغ الرياضية المستخدمة في حسابات الفائدة الربوية<sup>(6)</sup>.

فهذا الحسم الزمني مباح. لكن هل هو مرغوب من الوجهة الشرعية؟

يعتمد الجواب على ما إذا كان هذا الحسم يساعد على تحقيق حكم أو مقصد شرعي. والاقتصاديون عموماً يرون هذا الحسم وسيلة لازمة لتحقيق الكفاءة (بمعنى استخدام الحد الأدنى اللازم من الموارد لتحقيق هدف معين، وهذا يعني اجتناب الإسراف الذي هو هدف شرعي مهم). فعلى هذا قد يكون الحسم ليس مباحاً فقط بل واجباً.

ويستثنى من هذه النتيجة الحالات التي يؤدي فيها الحسم إلى إبعادنا عن مقصد آخر من مقاصد الشريعة، كما سنذكر في الفقرة 10/4 لاحقاً.

(ب) أما الحسم الزمني للديون أي شراء الديون بحطيفة معينة، كما يجري في حسم (خصم) الأوراق التجارية والسندات والذمم المدينة، فهذا حرام بلا خلاف، لأنه إقراض بفائدة لمالك الدين الأصلي، إذ يعجل له مبلغ معين، لقاء استيفاء مبلغ أكبر بعد حين.

### ج2: إلغاء الفائدة لا يقتضي عدم الحسم

إن الحسم الزمني مبرره اقتصادياً هو وجود فرصة بديلة لاستثمار الموارد، وهذه الفرصة هي: إما العائد المتوقع من استثمار حقيقي آخر مقارب في مخاطرته للاستثمار المدروس، أو العائد المتوقع من تمويل تجاري ذي مخاطرة مشابهة للتمويل المدروس. وفي الحالين لن تكون تكلفة الفرصة البديلة صفراً في اقتصاد لاربيوي إسلامي، مع أن الفائدة على القروض فيه ما زالت صفراً بقوة الشريعة.

أما إن كنا نفاضل بين بدائل استخدام مبلغ معين في تمويلات بالقرض الحسن يحرم فيها الاسترباح، فإن المنطق الاقتصادي نفسه يقضي بعدم الحسم الزمني في هذه الحالة فقط (انظر الفقرة 7/4 فيما بعد).

### ج3: جواز استخدام ما يسمى جداول الفائدة المركبة

إن الصيغة الرياضية التي تبنى عليها وتحسب على أساسها هذه الجداول ليس لها أية علاقة

(6) هذا هو الجواب الذي سمعته مباشرة عن سؤال طرحته في أوائل الثمانينيات على اثنين من الفقهاء المعروفين رحمهما الله هما الشيخ البروفسور/الصادق محمد الأمين الضرير رئيس الهيئة الشرعية لبنك فيصل السوداني حينئذ، والشيخ مصطفى الزرقا أستاذ الشريعة في الجامعة الأردنية حينئذ.

لازمة بالفائدة، ولا حتى بالاقتماد. بل هي مجرد صيغة رياضية تصدق على أية كمية تتغير، زيادة أو نقصا، لكن بمعدل مستقر عبر الزمن. وقد استخدمت في حساب نمو الجرائم وتخامد الإشعاع في المواد المشعة، والتقدير التقريبي لنمو السكان ولكثير من المتحولات الاقتصادية والاجتماعية.

فكون هذه الصيغة الرياضية نفسها يمكن استخدامها أيضا في حساب نمو قرض ربوي، ليس مبررا للإصرار على تسميتها "صيغة الفائدة المركبة"، ولا مبررا لاجتناب استعمالها لو سميت كذلك. والحقيقة أن تسميتها بجداول (التغير المطرد) هو اسم أكثر واقعية ودقة.

ونلاحظ في هذا المقام أن الاقتصاديين الماركسيين لديهم أسباب عقائدية لرفض الحسم الزمني، ومع ذلك فإنهم يلاحظون الحاجة إليه لاتخاذ القرارات الاستثمارية بكفاءة.

وكان بعض من الاقتصاديين الغربيين نوه بذلك على أنه تراجع فكري عن المبادئ الماركسية (سامولسن 1976م، ص606، إيكهاوس، ص40-42).

أفلا يمثل قبول الحسم الزمني من الاقتصاديين المسلمين ترجعا فكريا مماثلا؟  
الجواب بوضوح هو بالنفي. لأن معضلة الماركسيين ليس سببها رفضهم الفائدة، بل رفضهم أيضا للأرباح وللعائد على الاستثمار المباحين في اقتصاد إسلامي. حيث يرى ماركس أن الربح وأية عوائد على حقوق الملكية هي جزء من "فائض القيمة" الذي كله استغلال من الرأسماليين للعمال. (انظر: وولف (Wolff).

#### 4/4 هل نبنى الحسم الزمني على معدل الفائدة أم على معدل الربح؟

إن كثيرا من الكتب والأدلة الإرشادية لتقويم المشروعات والاقتصاد الهندسي توصي باستخدام معدل الفائدة معدلا للحسم الزمني وتعتبرهما مترادفين. وهذا غير صحيح علميا. إذ متى أخذنا بالحسبان حقيقة عدم التيقن بنتائج الاستثمار المستقبلية، فإن معدل الفائدة ومعدل العائد على الاستثمار يتميزان فكريا وتطبيقيا. وحينئذ يكون معدل الربح أو العائد، وليس معدل الفائدة، هو الأساس الصحيح للحسم الزمني، مع تفصيلات سترد لاحقا.

إن الحسم بناء على معدل العائد يقوم كما أسلفت على المبدأ المشهور اقتصادا وهو مبدأ تكلفة الفرصة البديلة أو الضائعة.

وحيث إنه لا يوجد أي استثمار حقيقي خال من المخاطر، فإن تيار الإيرادات (والتكاليف) لا يصح أن يحسم باستخدام معدل فائدة خال من الخطر، بل ينبغي حسمه بتكلفة فرصته الحقيقية. وإن "الفرصة البديلة على رأس المال المشارك هي ما كان يمكنه تحصيله لو استثمر رأس مال مشاركا في منشأة أخرى" (دورفمن، ص245).

وبعبارة لمبرتن :

"على المنشأة أن تحسم دخلها المستقبلي بمعدل إقراض [كذا] يختلف عن المعدل الذي تقتضيه به..... إن معدل الإقراض المذكور يمكن قياسه بما ترى المنشأة أنها تستطيع تحصيله من اكتساب حقوق ملكية في شركات أخرى تتعرض للمخاطرة بمستوى قريب مما تتعرض له الاستثمارات الإضافية في المنشأة نفسها" (لمبرتن ص 113-114). [ لاحظ خطأ استخدام كلمة "إقراض"، والصحيح "تمويل" ].

ومن الاقتصاديين من يختارون طريقة غير مباشرة للوصول إلى معدل العائد المطلوب استخدامه لتقويم المشروعات، يسمونها " طريقة ضمنية المخاطرة" (Risk premium method) ففي مواجهة عدم التيقن يقترحون التوصل إلى معامل الحسم عن طريق إضافة ضمنية (علاوة) مخاطرة فوق معدل الفائدة المحض. على أن هذه الطريقة، "لا تأتي بتعليمات عن كيفية تقدير ضمنية المخاطرة التي عادة ما تبنى على تخمين أو رأي شخصي". (باومول، ص 479).

وأرى أن "طريقة ضمنية المخاطرة" هي أسلوب آخر للتأكيد على أن معدل الفائدة ليس هو معدل الحسم الصحيح في ظل عدم التيقن الذي تتميز به الحياة الاقتصادية الواقعية.

#### 5/4 دروس من نظرية تمويل الشركات Theory of Corporate Finance

إن سؤال: "أي معدل حسم نستخدم"؟ هو سؤال كبير تدرسه نظرية تمويل الشركات تحت عنوان ما يسمونه (كلفة رأس المال cost of capital). وهذه النظرية قد تَبَدَّت - وأحسنت بهذا النبذ- ذلك الافتراض التغيري الذي افترضه لتبسيط تحليلاتهم كثير من الاقتصاديين، وهو أننا نعلم المستقبل بيقين. وبعد أن نزلت نظرية تمويل الشركات هذه الغِمامة عن عينيها، أمكنها أن ترى بعض مسائل مهمة طالما تجاهلها الاقتصاديون، مثل خطر الإفلاس، وأثر أسلوب تمويل الشركة (بالمشاركة أو بالاستدانة) على قراراتها، والاختلاف بين معدلات العائد ومعدلات الفائدة.

على أن التركيز في تمويل الشركات هو عادة أضيق منه في التحليل الاقتصادي، وينحصر في هدف "تعظيم القيمة السوقية للشركة" (ليولن ص 2-6، وبرومويك، ص 113).

وكما قلت، فإن أحد الأسئلة الكبرى التي تسعى نظرية تمويل الشركات أن تجيب عنها هو: بأي معدل ينبغي على الشركة أن تحسم التيارات المتوقعة لاستثماراتها، بحيث تعظم القيمة السوقية لأسهم الشركة. أو بعبارة أخرى: ما هي كلفة رأس المال الصحيحة لهذه الشركة. وبعبارة ثالثة: ما أفضل معدل حسم تستخدمه هذه الشركة لتقويم استثماراتها الجديدة.

وفي نظرية تمويل الشركات وجهتان مشهورتان في الإجابة عن هذا السؤال، الوجهة التقليدية

التي تحظى بتأييد جمهور المتخصصين في هذا الفن، وتقول بأن أفضل معدل حسم هو (المتوسط المرجح) لتكاليف الصيغ المختلفة التي تتمول بها الشركة (أي صيغ التمويل بالدين وصيغ التمويل بالمشاركة)، حيث الترتيبات تساوي الحصة النسبية لكل نوع من التمويل في الهيكل المالي للشركة. وعلى هذا فإن شركة تتمول بالدين الربوي إلى جانب تمويلها بالمشاركة، سيدخل معدل الفائدة مع تكلفة التمويل بالمشاركة في تحديد معامل الحسم الذي تتصح باستخدامه.

لكن شركة تتمول بالمشاركة فقط (بمعنى أنه ليس لديها ديون طويلة الأجل) لا ينبغي أن يكون لمعدل الفائدة وزن في تحديد معامل الحسم الذي تتصح باستخدامه. أي أن معامل الحسم الصحيح لها هو تكلفة التمويل بالمشاركة فقط. وأفضل مقياس لهذه التكلفة في رأي عدد من الباحثين هو معدل العائد المتوقع على الاستثمارات السابقة لهذه الشركة نفسها (لون، ص44؛ برمويك، ص 115-120، 138، 147). وهذا المعدل يقارب معامل الحسم الضمني لهذه الشركة في سوق الأسهم، ويساوي: (العائد المتوقع للسهم) مقسوما على (سعر السهم).

فالناتجة العملية للوجهة التقليدية في نظرية تمويل الشركات هي أن معدل الفائدة وحده لا تتصح باستخدامه للحسم أية شركة يدخل في هيكل تمويلها حقوق ملكية (أي رأس مال مشاركون)، وهذا هو الشأن في جميع الشركات! بل تتصح باستخدام متوسط مرجح كما سبق.

#### 6/4 نموذج (مودigliاني) مع (ملر)<sup>(7)</sup>

إن نموذج مودigliاني مع ملر Modigliani- Miller هو الوجهة الثانية في نظرية تمويل الشركات. وبحسب هذا النموذج فإن التغير في البنية التمويلية للشركة (نسبة الدين إلى حقوق الملكية) لا أثر له على قيمة الشركة في السوق ولا على كلفة رأسمالها. وحتى لو كانت الشركة تفترض بمعدل فائدة محدد لتمول مشروعاً جديداً، فلا ينبغي لها أن تستعمل معدل الفائدة لحسم التيار المتوقع لمشروعها. بل إن معدل الحسم الأمثل لها هو نفس معدل العائد المخاطر الذي تستخدمه شركة لا تتمول بالقروض على الإطلاق. وبعبارة أخرى فإنه مهما كان أسلوب تمويل الشركة، فإن كلفة رأسمالها تبقى هي هي دون تغيير، وتساوي معدل العائد على فئة المخاطرة التي تنتمي إليها تلك الشركة (أي فئة الشركات المعرضة لنفس الدرجة من الخطر). هذه باختصار هي "الفرضية الثالثة" (proposition 3) المشهورة لمودigliاني مع ملر. وهي فرضية تأخذ بالحسبان حقيقة جوهرية كثيراً ما تنسى، وهي أن الشركة عندما تمول بمزيد من الاستدانة مشروعاتها الجديدة الواعدة، فإن أرباحها المتوقعة تزداد، لكن يزداد أيضاً خطر إفلاسها إن خابت التوقعات. ويبين نموذج مودigliاني مع ملر أن القيمة السوقية للأثر الإيجابي، تساويها بالضبط وتأكلها القيمة السوقية

(7) Franco Modigliani and Merton Miller, (1958).

للأثر السلبي وهو زيادة الخطر.

إن النموذج المذكور مبني على افتراضات تبسيطية أهمها: عدم وجود ضرائب، ولا تكاليف لعقد الصفقات، مع توافر أسواق ذات كفاءة عالية<sup>(8)</sup>، وهي جميعا افتراضات ضمنية شائعة تبنى عليها أكثر المقولات الاقتصادية التقليدية، وبخاصة في مجال رأس المال والاستثمار. لكن يمتاز هذا النموذج (شأن كل النظريات الحديثة في تمويل الشركات) ببنائه على حقيقة عدم التيقن، أي براءته من الافتراض الخيالي المضلل بأننا نعلم المستقبل بيقين.

لذلك أرى في هذا النموذج تصحيحا جوهريا للنتائج التقليدية التي تكررنا دون تمحيص أكثر الكتب الاقتصادية.

نتيجة الدروس من نظرية تمويل الشركات: تأخذ هذه النظرية بالحسبان عدم التيقن، واختلاف معدل العائد عن معدل الفائدة، في ظل اقتصاد رأسمالي يبيح الفائدة الربوية إلى جانب التمويل بالمشاركة. ومع هذا لا تقول النظرية التقليدية في تمويل الشركات باستخدام معدل الفائدة وحده في حسم التيارات النقدية المتوقعة، بل تتصح باستخدام متوسط مرجح من العائد والفائدة. أما نظرية موديلغلياني مع ملر فتري أن معامل الحسم الصحيح يبني على معدل العائد فقط في سائر الأحوال.

#### 7/4 ما كلفة رأس المال لشركة إسلامية؟<sup>(9)</sup>

إذا جارينا الوجهة التقليدية في نظرية تمويل الشركات، لكن في اقتصاد إسلامي يمنع الفائدة، فإن تكلفة رأس المال، لشركة تتمول بالمشاركات وأيضا بالمداينات الإسلامية المباحة، هي المتوسط المرجح لتكلفة مصدري التمويل<sup>(10)</sup>.

وقد ذكرت قبل قليل أن تكلفة التمويل بالمشاركة يمكن استنتاجها من معلومات في سوق الأسهم. فمن أين نستنتج تكلفة التمويل بالمداينة لشركة إسلامية؟ الجواب: نستنتجها من الهامش الإضافي (markup) الذي تتحمله عندما تشتري بعض رأسمالها الثابت بثمن مؤجل<sup>(11)</sup>.

(8) انظر عرضا وتوضيحا لنموذج موديلغلياني مع ملر في المراجع التالية:

Baumol, pp. 488-96; Bromwich, pp. 112-167; Llewlen, pp. 52, 72 and *passim*; and Mossin, p. 123.

(9) أشكر الدكتور سامي السويلم على مناقشة أفادتي جدا في إيضاح هذه الفقرة.

(10) لو جارينا افتراضات نموذج (موديلغلياني مع ملر) سوى اننا طبقناه على اقتصاد إسلامي له الخصائص المبينة في هذا البحث. ماذا ستكون كلفة رأس المال لشركة إسلامية حينئذ؟ يحتاج الجواب لبحث دقيق، ولا أستغرب أن يبقى الجواب كما هو، أي معدل العائد فقط ولو لشركة تتمول بالمشاركات وأيضا بالمداينات الإسلامية المباحة.

(11) الهامش الإضافي = (مجموع الثمن المؤجل) - (الثمن النقدي بلا تأجيل).



هذا الهامش الإضافي وما يقابله من تكلفة رأس المال ليست قيماً اعتباطية، بل إنها متحولات اقتصادية تخضع لقوى السوق. فلكي يقرر البائع الهامش الإضافي الذي يطلبه لبيع بئمن مؤجل، لابد أن يأخذ بالحسبان معدل العائد الذي يتوقع أن يحصل عليه لو أنه صرف موارده إلى استثمارات حقيقية ولم يصرفها في البيع بئمن مؤجل. كما أن عليه أن يأخذ بالحسبان الهوامش التي يطلبها الباعة الآخرون في صفقات مشابهة. ومثل هذا المنطق ينطبق أيضا على من يشتري بئمن مؤجل؛ فهو سيأخذ بالحسبان البدائل المتاحة له للشراء نقدا في مثل هذه الصفقة ولو بتسييل بعض استثماراته أو تأجيل بعض نفقاته الأخرى.

بعبارة أخرى، هناك معدل عائد حقيقي متوقع للنشاط في كل قطاع، لمن يبيعون بئمن نقدي، ومعدل آخر أعلى عادة لمن يبيعون بئمن مؤجل في القطاع نفسه. والفرق بين المعدلين هو عائد حلال لمن يقدمون التمويل، وهو كلفة لمن يتلقون التمويل. وهذا الفرق يخضع لقوى السوق صعودا وهبوطا ويساهم في عملية تخصيص الموارد المالية والاستثمار الحقيقي.

#### 10/4 طغيان الحسم الزمني

إن هدف الحسم الزمني هو تحقيق الكفاءة الإنتاجية أي اجتناب الإسراف الذي هو واحد من أهداف الإسلام. وعدم الحسم يؤدي إلى الإسراف، بمعنى استخدام مقدار من الموارد أكبر من الحد اللازم لتحقيق هدف معين.

لكن ثمة اعتبارات مضادة. إذ قد يطغى الحسم الزمني على أهداف أخرى إلى حد منفرّ أخلاقيا، وبخاصة في الاستثمارات بعيدة الأجل التي تمتد إلى أكثر من جيل واحد<sup>(12)</sup>.

فعلى سبيل المثال، عند معدل حسم قدره (7.5%) سنويا، ينخفض كل مقدار إلى أقل من واحد من المئة من قيمته بعد 65 سنة، وإلى أقل من واحد من الألف من قيمته بعد تسع وتسعين سنة. وهذا يعني

---

إن تكلفة رأس المال للتمويل بالمداينة، الضمنية في مثل هذه الصفقة، تساوي حسابيا (معدل الحسم) الذي يحقق المساواة ما بين الثمن النقدي والثمن المؤجل، سواء أكان هذا المؤجل دفعة واحدة مستقبلية أو سلسلة من الأقساط. ويحسب معدل الحسم هذا رقميا باستخدام المعادلة المعروفة للتيار النقدي المحسوم *discounted cash flow* ، بالطريقة نفسها التي يحسب بها معدل العائد الداخلي *internal rate of return* على تيار نقدي مرتبط باستثمار معين. وحيث إن جميع المبالغ في مثل هذا التيار النقدي هي دفعات مؤجلة غير سالبة، فإن المشكلة النادرة وهي تعدد حلول هذه المعادلة لا تنشأ في هذه الحالة. فكل صفقة بيع بئمن مؤجل تعطينا كلفة وحيدة للتمويل بالدين لهذه الصفقة.

(12) انظر (أرو K. Arrow).

أن نرفض اليوم بذل موارد قيمتها دينار واحد، ولو كانت منفعتها المتوقعة لجيل يأتي بعد مائة سنة هي 999 ديناراً.

إن إعطاء مثل هذا الوزن التافه لمصالح الأجيال القادمة يحتاج لتبرير أخلاقي حتى في أذهان كثير من الناس غير المتدينين<sup>(13)</sup>، فما ظنك بمسلمين يعتقدون بأن رعاية مصالح الأجيال القادمة هو هدف شرعي صريح. وجددير بنا أن نذكر هنا النقاش بين الصحابة الكرام في خلافة عمر، رضي الله عنهم أجمعين، حول فرض الخراج بدل تقسيم الأراضي المفتوحة. وأن نذكر أن كثيراً من سياسات حماية البيئة سيتم التخلي عنها لو أعملنا بصرامة حسابات الحسم الزمني.

وفضلاً عن ذلك فإن العديد من الاقتصاديين المشهورين ومنهم (F.P. Ramsey, ) (A.C. Pigou, and Roy Harrod) شككوا في عملية الحسم الزمني، وأكدوا بخاصة أن التفضيل الزمني الموجب الذي غالباً ما تيرر به تلك العملية هو سلوك غير رشيد اقتصادياً<sup>(14)</sup>. وتزداد وجهة هذا الموقف عند تقويم المشروعات الاستثمارية العامة الطويلة الأجل جداً.

ومن جهة أخرى، يصح القول كقاعدة عامة بأن الوصول إلى الوضع الأمثل في أي نظام متعدد الأهداف كالاقتصاد الإسلامي، يقتضي تعديل ما يتطلبه تكبير هدف واحد (مثل الكفاءة الإنتاجية)، إن كان ذلك لازماً لمراعاة أهداف أخرى (كالعدالة أو رعاية لأجيال قادمة)<sup>(15)</sup>.

والمحصلة هي أن الحسم الزمني ليس قاعدة مطلقة، بل هو قاعدة أغلبية لها استثناءات وجيهة اقتصادياً أو اجتماعياً تبرر أحياناً تعديل نتائجها أو عدم تطبيقها<sup>(16)</sup>.

---

<sup>(13)</sup> لاحظ أن عند المؤمنين دافعا إضافيا هو ثواب الآخرة على الاستثمارات الخيرية كما في الوقف، مهما بعدت منافعها المستقبلية.

<sup>(14)</sup> بينت في بحث سابق Zarka (1983G/1403H) أن السلوك الرشيد لا يرتبط منطقياً ولا يؤدي دوماً إلى التفضيل الزمني الموجب، بل قد يؤدي في أحوال كثيرة شائعة إلى التفضيل السالب (تفضيل منفعة مستقبلية على حاضرة)، أو إلى تفضيل صفري يستوي عنده الأمران. لذا فإن التفضيل الزمني مزلة لا تصلح مستنداً للحسم الزمني في تقويم المشروعات. لكن لهذا الحسم مستند منطقي وواقعي أوثق من التفضيل الزمني الموجب، هو الإنتاجية الصافية المتوقعة من استثمار بديل، يولد ربحاً صافياً غير متيقن، لكنه غالباً ما يكون موجباً.

<sup>(15)</sup> هذا ظاهر منطقياً، ومعروف أيضاً في رياضيات تعظيم دالة المنفعة إذا تعددت المتغيرات المستقلة المؤثرة فيها.

<sup>(16)</sup> انظر بعضاً من هذه الاستثناءات في بحثي Zarka (1983G/1403H)