# محــددات سعر خصــم اســلامـــي
# Determinants of the Islamic discount rate

**نعيمة برودي***

**أستاذة محاضرة قسم "أ"**

**كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير**

**جامعة ابو بكر بلقايد تلمسان**

**تاريخ النشر:2019/12/31**

**ملخص:**

تهدف هذه الدراسة إلى ابراز أهم المحددات التي يمكن الاعتماد عليها من أجل حساب معدل للخصم اسلامي كبديل عن معدل الفائدة الربوي، والذي يمكن استعماله في تقييم المشاريع الاستثمارية في البنوك الاسلامية وذلك بهدف خصم التدفقات النقدية باستعمال المعايير التي تعتمد على مبدأ الخصم ، وكذا من أجل دراسة ما مدى جدوى المشروعات الاقتصادية ضمن أحكام الشريعة الاسلامية.

**الكلمات المفتاحية:** البنوك الاسلامية، تقييم الاستثمارات، التدفقات النقدية، القيمة الحالية، معدل خصم اسلامي.

**Abstract:**

This study aims to highlight the most important determinant that can be relied on to calculate the Islamic discount rate as alternative to the interest rates, who can be used to evaluate the various projects in the Islamic banks. the objective is to discount cash-flow based on the discount principle. As well as to study the feasibility of economic projects in the provisions of Islamic law.

**Keywords**: Islamic banks, valuation of investment, cash-flow, current value, islamic discount rate

***baroudinaima@yahoo.fr** **تاريخ القبول: 2019/12/07** **تاريخ الارسال:2019/11/12**

**مقدمة:**

تعتبر دراسة الجدوى الاقتصادية من أهم وسائل صنع القرار الاستثماري في عمليات المفاضلة بين البدائل الاستثمارية، ومن الركائز المهمة التي تعتمد عليها البنوك الاسلامية في الكشف عن مدى نجاعة أي مشروع، ومستوى المخاطر التي يتعرض لها، هذا من جهة ومن جهة أخرى لكونها تتعلق بنشاطات مستقبلية ينجم عنها تدفقات نقدية تدخل وتخرج في أوقات مختلفة، وهذا الأمر يستوجب تحديد القيمة المكافئة، وهو ما يعبر عنه بالمعايير المخصومة وفق معدل خصم معين.

لكن الملاحظ في الواقع العملي قصور البنوك الاسلامية عن دراسة الجدوى الاقتصادية للمشاريع، باعتبار أن تلك الدراسات تعتمد على أداتين مهمتين هما: سعر الخصم والقيمة الحالية؛ اللذين يعتمدان على سعر الفائدة الذي يستخدم كمعدل لخصم القيم الآجلة في تقدير ربحية أي مشروع –والمعلوم أن منهج الاقتصاد الاسلامي يقصي سعر الفائدة–. ونظرا لنقص التقنيات والقواعد التي تحكم عملية اختيار وتقييم المشروعات بطريقة اسلامية فقد لجأت البنوك الاسلامية إلى انتهاج أسلوب وطريقة البنوك التقليدية في مجال دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروعات –عدا بعض الاختلافات الطفيفة من الناحية الشرعية– خاصة فيما يتعلق بخصم التدفقات النقدية للمشروعات، إذ أضحى سعر الفائدة هو الفاصل الوحيد في عملية الخصم.

على ضوء ما سبق تتبلور الإشكالية الرئيسية لهذا البحث في السؤال الجوهري التالي:

ما هي العوامل التي يمكن أخذها بعين الاعتبار من أجل تحديد معدل خصم اسلامي يمكن اعتماده في تقييم المشاريع واتخاذ القرارات الاستثمارية بعيدا عن مرجعية سعر الفائدة المحرم؟

## 1. طرق تقييم المشاريع الاستثمارية

توجد مجموعة من الطرق الشائعة الاستعمال عند القيام بعملية المفاضلة والتقييم بين المشروعات الاستثمارية. ويقصد بعملية تقييم المشروع اتخاذ القرار بقبول المشروع أو رفضه بالاعتماد على معايير معينة، ويمكن تصنيف الأساليب المستخدمة في تقييم ترتيب الانفاق الاستثماري إلى مجموعتين هما (النجار2010، ص124):

**المجموعة الأولى: طرق لا تأخذ في الاعتبار القيمة الزمنية للنقود** تتضمن هذه المجموعة عدة طرق منها طريقة درجة الضرورة، وطريقة فترة الاسترداد، والمعدل المتوسط المحاسبي للعائد، وكذا معيار دليل الربحية غير المخصومة.

**المجموعة الثانية: طرق تأخذ في الاعتبار القيمة الزمنية للنقود** تتضمن هذه المجموعة عدة طرق منها: صافي القيمة الحالية، ومعدل العائد الداخلي، ودليل الربحية المخصوم.

سيتم التركيز في هذه الدراسة على معايير التقييم التي تستند إلى فكرة الخصم "تأخذ القيمة الزمنية للنقود بعين الاعتبار.

**أ. معيار (طريقة) صافي القيمة الحالية** Valeur Actuelle Nette (VAN): يعتبر من أهم المعايير المعتمدة في اتخاذ القرارات الاستثمارية طويلة الأجل. ويقصد بصافي القيمة الحالية الفرق بين مجموع الايرادات ومجموع التكاليف للاستثمار بما في ذلك تكلفة الحيازة وتكلفة باقي الاستثمار (عدون 1997، ص167). وعلى أساس معدل للخصم يتمثل في معدل العائد المطلوب على الاستثمار، فمعيار صافي القيمة الحالية يقوم على فكرة بسيطة تتمثل في طرح التدفقات النقدية السنوية الداخلة من مثيلتها الخارجة للوصول إلى التدفقات النقدية السنوية للمشروع وذلك بعد خصمها بسعر خصم محدد مسبقا وثابت، ثم تطرح منها قيمة التكاليف الاستثمارية المنفقة في بداية حياة المشروع (بوغرة 2013، ص256).

وتعتمد هذه الطريقة في الاختيار على حساب صافي القيمة الحالية لكل استثمار، فإذا كان صافي القيمة الحالية لمشروع استثماري موجب، فإنه يمكن الاستثمار في هذا المشروع مجدي (Boissonnade / Fredon2012,p 107)، وبالمقال يتم ترك الاستثمارات التي تحقق صافي قيمة حالية سالبة، أما إذا كنا بصدد ترتيب أو المفاضلة بين عدة مشاريع فيجب تفضيل البديل الذي يحقق أكبر صافي قيمة حالية مقارنة بالبدائل أو المقترحات الاستثمارية الأخرى.

**ب. معيار دليل الربحية** L'indice de profitabilité : يعبر عن نسبة القيمة الحالية للتدفقات النقدية إلى التكاليف الاستثمارية، وبالتالي فهذا المعيار يعبر عن ربحية كل دينار من الاستثمار (Miloudi Boubaker1997, p190)، ولهذا يتم استخدام هذا المعيار لترتيب المشاريع الاستثمارية ذات التكاليف الاستثمارية المتباينة أو ذات الأعمار الاقتصادية المتوقعة المختلفة على أساس ترتيب ربحيتها (بوغرة2013، ص263-264).

وعليه؛ فإن مؤشر الربحية أو الرقم القياسي للربحية يعني حساب مردودية الاستثمار أو تحديد ما تنتجه كل وحدة مستثمرة من الأرباح الناتجة عن الاستثمار خلال حياته وما تبقى منه في نهاية استعماله. وأحسن استثمار يتم اختياره يكون ذو أكبر مؤشر للربحية، أي الأكبر مردودية من الآخرين(Boissonnade / Fredon2012,p 108).

**ج. معيار معدل العائد الداخلي** Le taux de rentabilité interne: تأخذ هذه الطريقة بعين الاعتبار وفي آن واحد التدفقات النقدية الصافية خلال سنوات عمر المشروع والقيمة الزمنية للنقود، ويمكن تعريف معدل العائد الداخلي بأنه "معدل الخصم الذي يجعل صافي القيمة الحالية تساوي صفر" (Boissonnade / Fredon2012,p 107). أو بمعنى آخر هو معدل الخصم الذي تتساوى عنده القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة مع القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة للمشروع، وهذا يعني أن هذا المعدل يحقق تسديد رأسمال الأصلي المنفق في الاستثمار بعد تسديد كل عناصر التكاليف المرافقة لتشغيله. ويبنى معيار معدل العائد الداخلي على أساس منطقي فحواه أن هذا المعدل يشير إلى قدرة المشروع على الكسب، حيث يؤكد على قدرة المشروع لاسترداد جميع التكاليف الاستثمارية وتكاليف التشغيل وبسعر فائدة يعادل معدل العائد الداخلي مقابل استخدام المشروع لما أنفق عليه من مبالغ (النجار2010، ص212-216). وفي ظل طريقة معدل العائد الداخلي فإن معدل الفائدة (سعر الخصم) يكون مجهول، أي أن هذه الطريقة تبحث عن قيمة المعدل أو سعر الخصم الذي يجعل إجمالي القيم الحالية للعائد السنوي مساويا لتكلفة الاستثمار المبدئية.

في هذه الطريقة يتم اختيار أحسن استثمار بعد تحديد المعدل الداخلي للعائد لكل استثمار، فإذا كان هذا المعدل لأي استثمار يقل عن معدل الفائدة الموجود في السوق يرفض المشروع ويتم اختيار المشروع الذي يحقق أكبر معدل داخلي (عدون 1997، ص161).

والملاحظ أن معيار معدل العائد الداخلي كبقية المعايير المخصومة يعالج مشكلة انخفاض قيمة النقد، وأثر ذلك على قيمة النقود وبالتالي أثرها على ايرادات المشروع، إلا أنه يتميز عنها في إمكانية مقارنته بسعر الفائدة على القروض ومعدل كلفة رأس المال المستثمر، مما يعني أن هذا المعيار يعتمد في الحساب على معدلات الخصم المطبقة في صافي القيمة الحالية.

إذن؛ فالمعايير التي تعتمد على خصم التدفقات النقدية تعتبر متعارضة مع أحكام الشريعة الاسلامية، لأن اقرارها يتضمن اعترافا ضمنيا بالفائدة الربوية التي تحرمها الشريعة الإسلامية، ومن ثم فإن خصم التدفقات النقدية على أساس سعر الفائدة الربوي غير مناسب ولا معنى له طالما أن تكلفة الفرصة البديلة، وتكلفة رأس المال في الاسلام لا تتحدد بالفوائد الربوية. ورغم ذلك فإن البعض يرى أن استخدام الفائدة في الحسابات الرياضية مباح شرعا إذا ترجح جانب الفعل بأن جر مصلحة عامة للمسلمين مثلا، وذلك على أساس أن استخدام الفائدة في الحسابات يعتبر وصفا كاشفا وليس وصفا مؤثرا للفعل الذي يسأل عن حكم الشرع فيه (حمدي عبد العظيم 1996، ص 40-41).

## 2. الأساس الفكري للمفاهيم المرتبطة بتقييم البدائل الاستثمارية وفق المنهج الإسلامي

يرتكز تقييم واختيار المشاريع الاستثمارية على ما يعرف بدراسات الجدوى، حيث يستند متخذ القرار الاستثماري على نتائجها في قبول المشاريع أو رفضها. واختيار الاستثمار يعني: "الحسم وتحديد أحد الامكانيات المقترحة أو الممكنة بعد إجراء مجموعة من الدراسات وربطها بإستراتيجية المؤسسة في المدى الطويل" (عدون 1997، ص 154).

### أ. ماهية عملية خصم التدفقات النقدية

من أجل القيام بعملية تقييم واختيار المشروعات، فإن الأمر يستوجب تجميع كافة التدفقات النقدية الداخلة والخارجة والتي تحدث في أوقات مختلفة وإيجاد قيمتها في لحظة واحدة، وهو ما يعرف بخصم التدفقات النقدية، فالخصم كعملية في الواقع ما هي إلا عملية عكسية لعملية الفائدة المركبة، فمن خلال عملية الخصم يتم معرفة القيمة الحالية لمبلغ معين من المال معلوم القيمة في المستقبل (السيد 2004، ص 171). فعملية الخصم وفق الفكر التقليدي يتم بموجبها جعل قيمة التدفقات النقدية المستقبلية مساوية لقيمة التدفقات النقدية الحاضرة، أو في لحظة قرار استثمار الأموال، وفق معدل خصم يحدد طبقا للقيمة الزمنية للنقود وبناءا على المخاطر المرتبطة بتلك التدفقات (الغالي 2013، ص147).

ويتم استعمال معامل الخصم أو الحسم في تقييم المشروعات وذلك من أجل معرفة القيمة الحالية للتدفقات النقدية للمشروعات أو العائد الذاتي للمشروع، وذلك بهدف ابراز أثر القيمة الزمنية على النقود، معنى ذلك أن قيمة الوحدة النقدية التي نحصل عليها اليوم تفوق تلك التي نحصل عليها مستقبلا (عبد الكريم 2004، ص 44)، بما يعني أن للزمن قيمة فيما يختص بالنقود وهذه القيمة هي التي تستعمل كمعامل للخصم (طايل 2012، ص243-244).

وعليه؛ فإن مفهوم عملية خصم التدفقات النقدية تجسد القيمة الزمنية للنقود عن طريق ضبط التدفقات النقدية لتعكس زيادة قيمة الأموال المستثمرة فيه. ويستخدم معدل خصم التدفقات النقدية في تقييم الاستثمارات وهو المضاعف الذي يحول العوائد المتوقعة من مشروع استثماري لقيمتها السوقية الحالية ويعتمد على تكلفة الأموال أو الحد الأدنى من العائد المرغوب، وهو يمثل النسبة المئوية التي تخصم بها التدفقات النقدية المستقبلية للاقتراحات الاستثمارية والذي يهدف إلى تعويض النقص في القيمة الحقيقية للأموال نتيجة تآكلها عبر الزمن بفعل عامل التضخم، ويعتمد الفكر التقليدي على سعر الفائدة كمعدل للخصم، خلال مدة زمنية بين تاريخ الاستثمار والتاريخ المستقبلي للتدفقات النقدية (الغالي2013، ص148-149).

وأساس فكرة الحسم في الاقتصاد الرأسمالي تفكير المستثمر الرشيد الذي يرغب في الحصول على تدفقات نقدية من الاستثمار تكفي لتغطية مجموعة من المخاطر، حيث تعبر تلك التدفقات عن مفهوم العائد المطلوب، والذي يمثل العائد في أدنى مستوياته الذي يطلبه المستثمرون قبل بدئهم بأي استثمار معين (الراوي 2009، ص19)، أي هو العائد الذي يرغب المستثمر في الحصول عليه بما يتلاءم مع مستوى المخاطر التي سيتعرض لها الأصل، فهو يمثل أدنى عائد يعوض المستثمر عن عملية تأجيل الاستهلاك ودرجة المخاطرة المصاحبة للاستثمار (رمضان 2005، ص316).ويتكون معدل العائد المطلوب من شقين هما (أندراوس2006، ص103):

- **معدل العائد الخالي من الخطر** Risk Free Rate: وهو يمثل تعويضا للمستثمر عن عنصر الزمن، ويمثل حافزا لتوجيه موارده المالية للاستثمار بدلا من استخدامها في الاستهلاك الحالي، ويقاس بالعائد المتولد على استثمار لا يتعرض للمخاطر كسندات الخزينة.
- **علاوة المخاطر**: وهي تعكس المخاطر التي يتعرض لها المستثمر، وتتمثل في التقلب الكلي في العائد على الاستثمار في الأصول وتقاس إما بالتباين أو الانحراف المعياري لذلك العائد.

**ب. نظرية الحسم (الخصم) الزمني في الاقتصاد الاسلامي**: يحلل الاسلام استغلال النقود (استثماراها ويمنع كنزها) لتدر عائدا، وهذا يعني أنها بمرور الزمن يتوقع زيادتها، حيث توضح نظرية الحسم (الخصم) الزمني في الاقتصاد الاسلامي أن المبالغ المالية التي تقع على محور الزمن لها قيم مختلفة، وإن تساوت أحجامها سواء من حيث الكم أو المقدار إذ يمكن النظر إلى دينار اليوم بأنه أقيم من دينار الغد، إذ أنه يمكن استثمار هذا الدينار اليوم ليدر ربحا (حلالا) وبذا تكون قيمته أكبر من دينار الغد، فالحاضر خير من المؤجل، والعين خير من الدين، وللزمن اعتبار لخصم المبالغ المالية للديون الآجلة والناجمة عن بيع لا عن قرض، كما اعتبر الزمن كذلك سببا لخصم التدفقات النقدية لإيجاد قيمها الحالية. يقول الامام الشافعي "مائة صاع، أقرب أجلا من مائة صاع أبعد أجلا منها، أكثر في القيمة"، وهذا يدل على أن القيمة الحالية القريبة لمائة صاع أعلى قيمة من القيمة الحالية لمائة صاع بعيدة الأجل (قشوط 2014، ص100). لذا فالخصم في حد ذاته لا يمت للحرمة بصلة ما دام اسلاميا يمكن للنقود أن تزيد بالاستثمار الحلال، فقط القول بأن معامل الخصم لا يمكن أن يكون شيئا مؤكدا، إذ أن التأكيد يعني الدخول في عالم الغيب ويكون ذلك العائد المؤكد نوعا من أنواع الربا المحرم اسلاميا. فنظرة الاقتصادي المسلم إلى عملية خصم التدفقات النقدية لا تكون من منطق التفضيل الزمني للنقود ولكن من منطلق تكلفة الفرصة البديلة للأموال المستثمرة (طايل 2012، ص244).

وتظهر نظرية الحسم الزمني في ظل المنهج الاسلامي تفسيرا لقيمة الزمن في البيوع الآجلة، وتقدم تفسيرا لعدم اعتبار القيمة المادية للزمن في القرض كونها ملغاة لعدم انطباق شروط الحسم عليها، كما تبين النظرية طبيعة الحسم للديون المؤجلة بسبب تعجيل السداد فحصرته في الديون المؤجلة والناجمة عن البيوع لا عن القروض، وهو ما تمثله صيغة "ضع وتعجل"، فإذا قضى الديون لدينه المؤجل الناجم عن بيع أو مات عنه، فإن عملية الحسم بما يتكافأ والمدة المتبقية والتي تفصل تاريخ السداد عن تاريخ الاستحقاق (السويلم 2003، ص11).

ج. **القيمة المالية للزمن في التحليل الاقتصادي:** للحكم على عملية التخصيص الأمثل للموارد ومدى كفاءتها في الاقتصاد الإسلامي، فإن الأمر يتطلب وجود أحكام قيمية يعبر عنها كأداة ومقياس يمكن من خلال استعمالها ترتيب تلك الموارد والمفاضلة بينها، حيث تبرز في إطار هذه الأحكام القيمية ظاهرة التفضيل الزمني، نظرا لما للزمن من اعتبارات فقهية تدخل في جانب المعاملات المالية، كعمليات الاقراض والبيوع، والتي في ظلها يمكن تحليل موقف الاسلام من القيمة الزمنية.

**أولا: القيمة الزمنية في البيع الآجل**

تمثل البيوع الآجلة في فقه المعاملات المالية الاسلامية مدخلا لمفهوم القيمة الزمنية في الاقتصاد الإسلامي، وذلك من خلال آلية تطبيق البيوع المؤجلة في ظل ضوابط أصول التعاملات المالية. ويدخل عنصر الزمن في البيع الآجل بتأجيل وقت تحصيل ثمن السلعة المباعة إلى وقت زمني محدد سلفا، وأما القيمة المالية للزمن في عملية البيع المؤجل تتجلى في زيادة الثمن الآجل عن البيع النقدي الحالي، فالزيادة في الثمن هي مقابل الأجل (الغالي2013، ص172-173).

ولقد نجحت الشريعة الاسلامية في التمييز بين قيمة الزمن وبين نمو المديونية (الربا)، فالفائدة في حقيقتها هي معدل النمو التلقائي لمديونية، وتمثل درجة انحراف التمويل عن القطاع الحقيقي، وأما هامش الأجل في البيوع الاسلامية يمثل قيمة الزمن دون معدل نمو المديونية، وبذلك فإن التمويل الاسلامي يعطي الزمن قيمته المستمدة من النشاط الحقيقي (السويلم 2003، ص52-53).

**ثانيا : القيمة الزمنية في بيع السلم**

يجسد بيع السلم آلية القيمة الزمنية للنقود في ظل ضوابط وقواعد فقه المعاملات المالية في الاقتصاد الإسلامي، وبيع السلم فهو البيع الذي يتم فيه تسليم الثمن في مجلس العقد وتأجيل تسليم

السلعة الموصوفة بدقة إلى وقت محدد في المستقبل (الوادي/ سمحان2007، ص198). ويعرفه فقهاء الشافعية والحنابلة بأنه "عقد على موصوف في الذمة مؤجل بثمن مقبوض في مجلس العقد". أي أن بيع السلم هو عقد يتم بموجبه دفع ثمن سلعة معينة في الحال على أن يتم استلام السلعة لاحقا، أي بموعد معين، ومن ثم فإن الثمن يدفع عاجلا والسلعة آجلا.

يظهر دور الزمن في بيع السلم من خلال الأجل، والذي يعبر عنه بالمدة التي تفصل بين تاريخ عقد السلم والتاريخ الآجل في تسليم السلعة محل التعاقد. وبالتالي فإن للزمن في عملية بيع السلم دور رئيسي في تحديد الثمن، فكلما زادت مدة السلم حُط في سعر المبيع، لأن المشتري قد دفع المال مسبقا فيكافئ بخفض الثمن، وهذا ما يدل على أن للزمن قيمة مالي في بيع السلم.

**ثالثا : القيمة الزمنية في ضع وتعجل**

ضع وتعجل معناه أن يتعجل الدائن في دينه المؤجل عوضا يأخذه وان كانت قيمته أقل من دينه، ويتنازل عن الجزء الآخر (الجواهري 1991، ص103)، وبالتالي فإن ضع وتعجل عبارة عن اتفاق بين المدين والدائن، حيث يقوم بموجبه الدائن بوضع جزء من الدين مقابل أن يعجل المدين بدفع الدين المؤجل، وهي أيضا تنازل عن جزء من الدين المؤجل ودفع الباقي في الحال (غيث، 2010، ص 143). ويستند مبدأ ضع وتعجل على تقديم تاريخ سداد الدين الآجل لم يحن وقت الوفاء به لمنفعة تخص الدائن، على أن يستفيد المدين من تخفيض في قيمة الدين دون قيمته الأصلية مع توفر المدين على القيمة المالية للدين الحالي والمطلوبة للسداد من طرف الدائن تعويضا عن القيمة المالية للدين الأصلي (الغالي2013، ص177).

ويظهر دور الزمن في عملية ضع وتعجل في تقديم زمن دفع الديون المشروعة –غير الربوية– التي لم يحن وقد سدادها بعد، إلى تاريخ قريب غير التاريخ الأول المتفق عليه في العقد وهذا الاسراع في التحصيل يكون بمقابل حط جزء من قيمة الدين لصالح المدين وباتفاق الطرفين، مع اعتبار الجزء المتبقي من الدين تبرعا من الدائن للمدين. وعلى هذا الأساس فإن قيمة الدين التي تم التنازل عنها من طرف الديان للمدين كانت نظير الزمن المعجل، مما يؤكد أن للزمن قيمة مالية في عملية ضع وتعجل (الغالي2013، ص178).

وعليه؛ فإن البيع بالتقسيط (المؤجل)، وضع وتعجل، والصرف ما هي إلا تطبيقات فقهية من أبواب الفقه المالي الاسلامي على نظرية الحسم الزمني، ففي ضع وتعجل تم الحسم بما يقابل

الزمن، وفي السلم تم التخفيض من الثمن بسبب الزمن واشتراط التقابض في الصرف يبين دور الزمن، لأنه إذا لم يقبض في المجلس فيتأخر القبض، وللنقد مزية فتثبت شبهة الربا.

مما سبق؛ يظهر جليا أن هناك بعدا زمنيا للاستثمارات في المنهج الاسلامي (قيمة زمنية للنقود) ويتضح ذلك من خلال البيوع المؤجلة (فإن كان بيعَ سلَم زيد في المبيع، وإن كان بيع نسيئة زيد في الثمن) وتقويم المشروعات، ولا ينطبق على القرض، حيث أن أحكام الزيادة مقابل الزمن في القرض مختلفة تماما عن الزيادة مقابل الزمن في البيع (البيع الآجل، وبيع السلم)، وتأخذ فيه صورة الثواب فقط (قشوط 2014، ص102).

وباعتبار أن القيمة الحالية تعتبر من بين أهم المتغيرات المستخدمة في صياغة دالة الاستثمار وتقويم المشروعات فإن مدلولها في ظل المنهج الاسلامي يعبر عن الثمن النقدي للسلعة مطروحا منه الدفعة النقدية المعجلة، وهو مفهوم جائز، غير أن قبوله يتوقف على الأدوات المستخدمة في قياس هذه القيمة، فإن كان الأساس هو سعر الفائدة فهذا غير جائز، أما إذا ما تم استخدام أسلوب بيع السلم والبيع الآجل فيكون جائزا.

### 3. محددات معدل الخصم (الحسم) في المنهج الاسلامي

على غرار الفكر الاقتصادي الوضعي، فإن الفكر الاقتصادي الاسلامي يعترف بأهمية الزمن ودوره الكبير في عملية توظيف وتخصيص الموارد، لكن المشكلة في استخدام الأداة التي يجب أن تكون متفقة مع أحكام الشريعة الاسلامية في عملية المفاضلة بين المشاريع كأداة لخصم التدفقات النقدية، لذا فالخصم في حد ذاته لا يمت للحرمة بصلة ما دام اسلاميا، فقط القول بأن معامل الخصم لا يمكن أن يكون شيئا مؤكدا، إذ أن التأكيد يعني الدخول في عالم الغيب ويكون ذلك العائد المؤكد نوعا من أنواع الربا المحرم اسلاميا.

#### أ. النظرة الاسلامية لاستعمال معدل الخصم

إن النظرة الاسلامية لمعدل الخصم تستمد شرعيتها من مدى فهم الباحثين في الاقتصاد الاسلامي لمبادئ وتعاليم الدين الإسلامي، ومن هذا المنطلق يتضح أن الاختلاف الأساسي حول عملية الخصم لا يكمن في مدى شرعيتها كفكرة أو كمنطلق للمفاضلة بين مختلف المشاريع، وإنما الاختلاف في مدى اعتماد هذه الطريقة على سعر الفائدة والبديل المطروح له، وعلى هذا الأساس نجد أن هناك رأيين متناقضين حول مدى إمكانية اعتماد سعر الفائدة كمعدل للخصم، يتم ايضاح هاذين الرأيين المتناقضين كما يلي:

**الرأي الأول: الغير مجيز لاستخدام معدل الفائدة الربوي كأساس للقيام بعملية الخصم**

يرى مُحَمَّد أنس الزرقاء أن استعمال الخصم الزمني أمر مرغوب فيه لأنه يساعد على استخدام الموارد استخداما أمثل وعدم الاسراف فيها، غير أن عملية الخصم يجب أن تشمل العمليات الاقتصادية دون عمليات المداينة، حيث لا يجب استخدام الخصم الزمني في حالة تقديم الديون، بتخفيضها أو تأخيرها بزيادة قيمتها عن القيمة الاسمية لها، وهذا باستعمال معدل الفائدة الربوي كمعامل لحساب الخصم لأن خصم الديون والسندات يعد من الأعمال الربوية (بولعيد 2000، ص 289). ووفق هذا الطرح فإن معدل الخصم المستعمل ليس إلا الربح الذي يتوقع أن يدره المشروع، كما أنه ليس من الضروري أن يكون لمعدل الخصم أية علاقة بسعر الفائدة، وبالتالي فإن نظرة الاقتصادي المسلم لعملية خصم التدفقات النقدية لا تكون من منطلق تفضيل زمني للنقود، وإنما من منطلق تكلفة الفرصة البديلة للاستثمار في ضوء الأولويات وأهداف النظام الاقتصادي الاسلامي (الغالي 2012، ص 218).

**ويمكن تلخيص آراء أصحاب هذا التوجه في النقاط التالية:**

- هناك حرج شرعي وحساسية من استخدام معدل الفائدة الربوي كمعيار لخصم التدفقات النقدية، حيث أن هذا المعدل لا يعبر عن إنتاجية الأموال المستثمرة، وأن البديل يجب أن يمثل تكلفة الفرصة البديلة؛
- أن يكون معدل الخصم الذي يمكن استعماله لخصم التدفقات النقدية يمثل معدل الفائدة على أحسن إستثمار بديل له نفس مواصفات المشروع موضوع الدراسة من حيث الشرعية والأولويات الاسلامية وكذا درجة المخاطرة.

**الرأي الثاني: الرأي المجيز لاستخدام معدل الفائدة الربوي كأساس للقيام بعملية الخصم**

وهو يمثل الرأي الشائع والغالب والذي يستند إليه الكثير من رجال الأعمال والاقتصاد لتبرير الاعتماد على معدل الفائدة كمحرك أساسي للاستثمار، وهذا الرأي يجيز استعمال معدل الفائدة الربوي كأساس لحساب صافي القيمة الحالية، أو في حساب معدل العائد الداخلي، ويستند هذا الطرح إلى المبررات التالية (الغالي 2012، ص 219):

- إن إجراء هذه العمليات رياضيا مباح أصلا؛

- إن استخدام معدل الفائدة في الحسابات الرياضية هو وصف كاشف وليس وصفا مؤثرا للفعل المسؤول عن حكم الشرع بشأنه، وإنما يتعلق الحكم بالأوصاف مؤثرة شرعا، كأكل الربا المنهي عنه بالفعل.

والملاحظ أن هذا الرأي المجيز باستعمال معدل الفائدة الربوي كمعدل للخصم يتضمن جملة من النقائص أهمها هو أن التحريم (حسب أصل التحريم) ينطلق أساسا من القاعدة أو الركيزة التي تبنى عليه، وبما أن أساس الحساب هو سعر الفائدة وهو ربا فهو محرم شرعا. وبالتالي ترفض فكرة خصم التدفقات النقدية على أساس معدل الخصم أو معدل الفائدة الربوي، نظرا لأن استخدام هذه المعدلات يعتبر اعترافا ضمنيا بأهمية الفوائد الربوية وهو يتعارض مع احكام الشريعة الاسلامية، كما أن استخدام الفوائد الربوية لقياس تكلفة الاستثمار في المشروع أو تكلفة الفرصة البديلة التي يعني إمكانية إيداع الأموال في البنوك الربوية في حالة عدم استخدامها في المشروع المقترح أو محل الدراسة، وهو ما يتصادم أصلا مع مفهوم وصيغ الاستثمار الاسلامية (حمدي عبد العظيم 1996، ص48).

**ب. أسس تحديد معدل الخصم من منظور إسلامي**

تستند عملية الخصم وفق هذا التصور إلى الربح المتولد من الأنشطة الحقيقية بدلا من سعر الفائدة الربوي في عمليات المفاضلة والاختيار بين البدائل الاستثمارية.

إن تقدير القيمة الحالية للتدفقات النقدية المحتملة مستقبلا في ظل المنهج الاسلامي يعترف بالقيمة الزمنية للنقود وذلك باستبعاد تأثير الزمن فيها وفق عملية الخصم الزمني باعتماد معدل خصم مناسب لذلك. وليس بالضرورة أن يكون معدل الخصم المستعمل في حساب القيمة الحالية للمشروعات هو سعر الفائدة أو ربحا مؤكدا (ذلك الشيء المحرم في الاسلام) إذ أن معدل الخصم المستخدم في تقييم المشروعات هو عبارة عن تكلفة الأموال المستخدمة في ذلك المشروع الاستثماري، وتلك التكلفة هي في الواقع مقدار ما يتوقع أن يدفع نظير توفير تلك الأموال لتمويل المشروع. حيث يتم استخدام تلك التكلفة كمعدل للخصم لمعرفة إمكانية تغطية المشروع لهذه التكلفة على الأقل، إذ أن استخدام معدل الخصم في حساب القيمة الحالية، هو في حقيقة الأمر وسيلة لمعرفة ما إذا كان المشروع سيدر ربحية مادية لتلك التكلفة (القيمة الحالية صفرا) أو سيدر ربحية أكثر (القيمة الحالية موجبة) أو أنه سيدر ربحية أقل من تلك التكلفة (القيمة الحالية سالبة)، وكذا الحال عند حساب العائد الداخلي للمشروع فإن الفكرة أساسا تتركز في حساب ربحية الاستثمار التي يتوقع أن يحققها المشروع لمقارنتها مع تكلفة الأموال المستثمرة (تكلفة التمويل) وعلى ضوئها يتم قبول المشروع، إذا كانت ربحية الأموال

المستثمرة (العائد الداخلي) أكثر من تكلفة رأس المال أو رفضه إذا كانت أقل (طايل 2012، ص244-245).

مما سبق يتضح أن استعمال معامل الخصم ليس إلا كعنصر محاسبي في أداة أو وسيلة من وسائل تقييم المشروعات، وعليه إذا كان التمويل قد تم في غياب استخدام الربا (معدل الفائدة) أي بالمشاركة مثلا، هنا تكون العلاقة بعيدة تماما كل البعد بين معامل الخصم وسعر الفائدة، حيث أنه لا حاجة للتطرق إلى سعر الفائدة بتاتا أي أنه إذا تم التمويل بإحدى الصيغ الاسلامية فيمكن حساب معدل الخصم دون التعرض لمعدل الفائدة، وذلك بالاستناد إلى تكلفة الفرصة البديلة أو معدل العائد على أفضل استثمار بديل يتصف بنفس مواصفات المشروع من حيث الشرعية والأولوية الاسلامية ودرجة المخاطرة ومراعاة الربحية القومية في نفس الوقت (طايل 2012، ص246).

وعلى ضوء مدلول معدل الخصم في الاقتصاد الاسلامي تم التوصل إلى أن معدل الخصم المستخدم في تقييم المشاريع ما هو إلا معدل للربح الذي يتوقع أن يدره المشروع، وما دام الربح حلالا في الاسلام فليس هناك ما يعوق استخدامه في التقييم، كما أنه ليس بالضرورة أن تكون لمعدل الخصم أي علاقة بمعدل الفائدة الربوي، ففي نظام التمويل الاسلامي المتبع في تمويل المشروعات الكبيرة (التي عادة ما تعد لها دراسة تحتوي على تحليل مالي) وهو نظام المشاركة ليس لمعدل الفائدة فيه أو في حساب تكلفة تمويله أية تواجد. وبالتالي فإن معدل الخصم في المنهج الإسلامي يستند على مفهوم الربح الاحتمالي ويبنى على (كوثر الأبجي1985، ص 22-23):

- إن منطق معدل الفائدة يعتمد على الربا المحرم أو الاقراض بفائدة محرمة، أما الربح فيعتمد على النشاط الحقيقي الايجابي. وبذلك يكون العائد المحقق من عملية البيع في النشاط أيا كان نوع هذا العائد هو الأساس العلمي السليم الواجب استخدامه كأداة للخصم، وهذا العائد قد يتمثل من المنظور الاسلامي في ربح أو خسارة أو غلة ...، وهذا العائد بالمنظور المحاسبي هو الربح الاحتمالي.
- أساس القيمة الحالية: يرجع مفهوم القيمة الحالية من منظور إسلامي إلى الفرق النقدي المحقق من سعر البيوع الآجلة عن السعر النقدي، هذا الفرق الذي اعترف به الفقهاء وأجازوه في بيع السلم والبيع الآجل.

وبذلك استند الفقهاء في الاعتراف بالهيكل الزمني للإيرادات على البيوع فقط دون سائر المعاملات الأخرى، على أساس أن هذا الفرق بمثابة ربح، ولم يتم التفرقة بين الثمن النقدي والآجل

على أساس فصل المخاطرة عن عائد رأس المال. لذلك فقد اعتبروا أن ثمن السلعة سواء كان منخفضا عن ثمنها النقدي في بيع السلم أو مرتفعا عن ثمنها، في للبيع المؤجل الثمن، يعتبر كله مقابلا لمنفعة السلعة بالنسبة للمشتري. وعلى ذلك يعتبر الربح من المنظور الإسلامي هو أساس احتساب القيمة الحالية للتدفق النقدي.

**ويمتاز الربح الاحتمالي بالمميزات التالية** (كوثر الأبجي1985، ص 23):

- ✓ يستند هذا الربح على أسس علمية موضوعية ويبتعد عن التقدير الشخصي أو التحيز، كما يعتبر أداة مقارنة صحيحة لأنها تعتمد على العائد الفعلي للنشاط. وبذلك يضع هذا الأساس نهاية للجدل المحاسبي حول كيفية استخدام هذا المعدل لأنه يوفر أساسا صالحا للاستخدام تبعا لنوع النشاط ومعدلات عوائده.
- ✓ يعد الربح الاحتمالي أو معدل الربح المتوقع هو الأساس السليم الذي يمكن استخدامه في ظروف عدم التأكد، وبذلك يأخذ في الحسبان مشكلة عدم التأكد عند التوصل إلى معدل الخصم المطلوب، فهو يمثل بذلك المدخل المناسب لتمثيل الفرص المتاحة أمام المشروع؛
- ✓ الربح وليس الفائدة هو الذي يمثل الندرة الحقيقية للمعروض من رأس المال الحقيقي (العيني)، والربح هو أداة تخصيص رأس المال الحقيقي وليس الفائدة، لأن الفائدة هي نفقة رجل الأعمال بينما الربح هو دخل له، ورجال الأعمال لا يستثمرون حيث تكون الفائدة أعلى، بل حيث يكون الربح أكبر؛
- ✓ يستند الربح الاحتمالي إلى الأسس والأحكام الفقهية الاسلامية، ويرفض الطرق الأخرى المخالفة لها كاستخدام سعر الفائدة، وبذلك فهو يصلح للاستخدام في الاقتصاد الاسلامي، كما يصلح في الاقتصاديات الأخرى.

**مما سبق يجب أن تتوفر في معدل الخصم الاسلامي جملة من الشروط أهمها** (الغالي 2012، ص 186-187):

- أن يمثل معدل الخصم معدل الربح الذي يتوقع أن يدره المشروع:
- ليس من الضروري أن يكون لمعدل الخصم أية علاقة بسعر الفائدة.
- النظرة الاقتصادية الاسلامية لعملية الخصم لا تكون من منطلق تفضيل زمني مجرد للنقود.
- النظرة الاقتصادية الاسلامية لعملية الخصم تكون من منطلق التفضيل الزمني المستمد من النشاط الحقيقي.

- يعبر معدل الخصم الاسلامي عن تكلفة الفرصة البديلة للاستثمار في ضوء أولويات وأهداف النظام الاقتصادي الاسلامي.

**ج. مقترحات لتحديد معدل الخصم من منظور إسلامي**

نظرا لتحريم الفائدة والأصول المالية التي تدرها فقد شغلت مسألة ايجاد بديل عن سعر الفائدة كأداة لخصم التدفقات النقدية من أجل تقييم المشاريع بال الكثير من الباحثين في الاقتصاد الإسلامي، ولم يتم ايجاد طريقة موحدة متفق عليها في كيفية حساب معدل خصم إسلامي، وإنما توجد مجموعة من المقترحات حيث سيتم تسليط الضوء عليها من خلال هذه الدراسة، وتقويمها بهدف الوصول إلى معدل خصم يتفق يمكن استخدامه في عملية خصم التدفقات النقدية، وتتمثل هذه المقترحات فيما يلي:

**أولا : مقترح حسين شحاته 1978**

يقوم مقترح حسين شحاته على استخدام متوسط النسبة المئوية للأرباح المتوقعة إلى رأس المال المستثمر في المشروعات المتماثلة والتي لها نفس درجة المخاطرة وتتشابه في صيغ الاستثمار، حيث يتم استعمال هذه النسبة كمعدل لخصم التدفقات النقدية، وفي كل الحالات يتم تعديل متوسطات معدل الخصم بما يتلاءم مع معدل التضخم وتحليل المخاطر مع معامل التكلفة البديلة، بحيث تكون معدلات الخصم ملائمة للظروف الاقتصادية السائدة في الاقتصاد (القطيط 2009، ص29). ووفقا لهذا المقترح يعتمد تقدير قيمة الاستثمار على تقدير الربح المتوقع من الاستثمار، وذلك من خلال اعداد بيانات عن ربحية المشروعات الأخرى وأخذ متوسطها ليستخدم كمعدل لخصم التدفقات النقدية للمشروعات، ويتم التوصل إلى معدل الخصم وفق هذا المقترح من خلال المعادلة التالية (غيث، 2006، ص 160-161):

$$\text{النسبة} = \frac{\text{ربحية الاستثمار المتوقع}}{\text{حجم رأس المال المستثمر في المشروع}} \times 100\ \%$$

وبعد استخراج النسبة لكافة المشروعات محل المقارنة مع مشروعات تحت الدراسة نجد متوسط هذه الأرباح في المعادلة التالية:

$$\text{متوسط النسبة} = \frac{\text{النسبة المئوية لربح المشروع1} + \ldots\ldots + \text{النسبة المئوية للمشروع ن}}{\text{عدد المشاريع}}$$

وما يأخذ على هذا المقترح ما يلي (قشوط 2014، ص108-109):

- إن استخدام متوسط النسبة المئوية للأرباح يتطلب إعداد بيانات الربحية للمشروعات الأخرى، ولكن لم يتم توضيح المقصود بهذه النسبة المئوية، وهل تعني هذه الطريقة المشروعات المثيلة أم المشروعات الأخرى بصفة عامة .
- إن هذا المقترح يهتم بالأرباح المتوقعة، أي أنه يهتم بالمستقبل أكثر من الماضي ولم يوضح كيفية استخراج متوسط هذه النسبة.
- تساوي هذه الطريقة بين جميع أنواع المشروعات البديلة بغض النظر عن أهميتها النسبية.
- يحتاج هذا النموذج إلى عدد كبير من المعلومات حول المشروعات الأخرى لإعداد البيانات عن ربحيتها المتوقعة والتي سيأخذ متوسطها كمعدل لخصم التدفقات النقدية وهذا المسح على المستوى الكلي للمشروعات قد يستغرق وقتا وجهدا إضافيا وكذلك تحمل تكاليف مادية أكثر.

**ثانيا : مقترح معبد الجارحي 1981**

يقوم هذا المقترح على ما يسمى بـ "المعام" والذي يقصد به معدل العائد على الودائع المركزية القصيرة الأجل، حيث تمثل الودائع المركزية حسابات استثمار التي يفتحها المصرف المركزي لدى المصارف الأعضاء لتستثمرها تحديدا في القطاع الانتاجي (قشوط 2014، ص105 ، وحتى هذا المقترح لم يسلم من الانتقاد، حيث يلاحظ عليه ما يلي (القطيط 2009، ص 30):

- أنه يأخذ في الحسبان أرباح الودائع المركزية قصيرة الأجل فقط، ومن ثم فإنه لا يعبر عن حقيقة الأرباح في المجتمع ككل مما يؤثر على النتائج المستخرجة منه.
- يلزم لتنفيذه وجود نظام اقتصادي يقوم بالتطبيق الكامل للشريعة الاسلامية ويشرف على النظام النقدي فيه بنك مركزي.
- إنه يعطي فكرة عامة عن متوسط عوائد الأنشطة الاقتصادية التي تقوم بها المصارف الاسلامية والمشروعات الاستثمارية التي تتبع صيغ استثمار اسلامية.
- عدم أخذ التغيرات المستقبلية في الأرباح بالحسبان، لاعتماد حساب هذا المعدل على بيانات تاريخية عن سنوات سابقة على تاريخ إعداد دراسات الجدوى الاقتصادية مع أخذ في الاعتبار أنها دراسات مستقبلية.

كما يعتبر هذا المؤشر بديلا يصلح فقط في حالة المشروعات التي تتطلب تمويلات قصيرة الأجل، ولا يمكن اعتماده في عملية المفاضلة بين المشروعات المتوسطة والطويلة الأجل، إضافة إلى أنه لا يأخذ بعين الاعتبار كافة العوائد الأخرى المتحققة من العمليات المصرفية الإسلامية، لكي يعتبر مؤشرا واقعيا

معبرا لكافة أو أغلب الصيغ التمويلية الاسلامية وعوائد بقية المعاملات المصرفية الأخرى الموافقة لضوابط ومعايير الشريعة الاسلامية (الغالي 2013، ص 192).

**ثالثا: مقترح سيد الهواري 1982**

يقوم هذا المقترح على ما أسماه سيد الهواري بـ "**معدل العائد على أفضل استثمار بديل**" يتصف بموصفات المشروع نفسها محل الدراسة من حيث الشرعية و الأولوية الاسلامية ودرجة المخاطرة. ووفق هذا المقترح يتوقع وجود أكثر من معدل للخصم يعكس تفضيلات المستثمر المسلم، ففي حالة المشروعات التي تفي بحاجة انسانية أساسية وتقع في الدرجات الأولى من سلم الأولويات الاسلامية، فإنه من المتوقع أن يكون معدل الخصم منخفضا في حين أن الأمر يتطلب رفع معدل الخصم إذا كان المشروع ينتج كماليات، ومعنى ذلك عمليا أن معدل الخصم هذا بمثابة أداة حاسمة لتخصيص الموارد المالية المتاحة للاستثمار، وبذلك تتحقق الكفاءة من منظور اسلامي بشكل يتسق مع أهداف النظام الاقتصادي (قشوط 2014، 106).

وحتى هذا المقترح لم يسلم من الانتقادات ويمكن ايجازها في النقاط التالية (الغالي 2013، ص 193-194):

- يرتبط معدل الخصم المقترح بمعدل واحد مختار وليس نسبة متوسطة لعوائد الاستثمارات البديلة، وهذا لا يعطي صورة حقيقية عن الربحية لمثل الاستثمار الذي يراد تقويمه من خلال العوائد الفعلية المحققة، وهذا هو الغرض الأساسي من اختيار معدل للخصم يعتمد على الربح بدلا من سعر الفائدة.
- إن هذا المعدل يختص بأحسن استثمار بديل وهذا ما سيؤدي إلى رفع معدلات الربحية المطلوبة على الاستثمارات محل التقييم، وهذا الاختيار غير عادل ولا يتناسب مع الفكر الاقتصادي الاسلامي الذي يرفض فكرة العائد الثابت أو الفائدة، ويتبنى مفهوم الربح الاحتمالي من الأنشطة الفعلية للمشروعات الاستثمارية.
- اختيار أعلى معدل ربحية محقق يأخذ في الاعتبار جانب الربح فقط ويتجاهل الاحتمال الثاني وهو الخسارة، وبذلك يكون اختيار أعلى معدل ربحية اختيارا قاصرا لا يعبر عن حقيقة العائد ولا يحقق الغرض الأساسي من استخدامه وهو خصم التدفقات النقدية باستخدام معدل فعلي للعائد الاحتمالي.
- إن اشتراط الالتزام بسلم الأولويات الاسلامية في تقييم المشروعات العامة وتخصيص الموارد ضروري من قبل الدولة، أما إلزام الأفراد بذلك فلا يجب التمسك به لأنه فرض كفاية، إذا قام

به البعض سقط الاثم عن الآخرين، كما يترتب على إلزام الأفراد بإنتاج الضروريات أن يكون معدل الخصم منخفضا، ومن ثم عدم تحقيق الأفراد إلا معدلات ربحية منخفضة، وهذا أمر غير مقبول علميا، إلا إذا قامت الدولة بتدعيم إنتاج هذه الضروريات بتحمل الفرق الناتج من انخفاض معدل الربحية في إنتاج السلع الضرورية عن مثيله في إنتاج السلع الأخرى. ولا يمنع من أن تتحمل المشروعات الفردية بعض هذه المسؤولية عندما تكون الدولة غير قادرة على القيام بمفردها بتوفير الضروريات.

كما يؤخذ على هذا المقترح اعتماده على قيم احتمالية للربح، والتي تؤخذ كأساس لحساب معدل الخصم، في حين أنه كان من المفترض الاعتماد على قيم واقعية للربح محققة من مشروعات مماثلة في حساب معامل الخصم لأنها أكثر دلالة وتوضيحا لمدى نجاح المشروع المقترح.

**رابعا: مقترح كوثر عبد الفتاح الأبجي 1985**

اقترحت الباحثة أن يتم استخدام متوسط المعدل المتوقع مقدرا بأوزان نسبية لعوائد الاستثمارات المثيلة التي تتصف بنفس درجة المخاطرة للمشروع تحت الدراسة. ويتضمن مقترح معدل الخصم لكوثر الأبجي العناصر التالية (كوثر الأبجي1985، ص 27):

- متوسط المعدل: والذي يتطلب ضرورة استخراج متوسط لمعدلات عوائد الاستثمارات بحيث تتضمن عوائد محققة فعلا من ربح أو خسارة.
- المتوقع: أي التوقع في الفترة الزمنية المقبلة، إذ أن دراسة الجدوى يجب أن تهتم بالأحداث المالية المتوقعة في الفترة المستقبلية التي سيتم فيها الاستثمار.
- مقدرا بأوزان نسبية: أي يجب وضع أوزان نسبية لكل مشروع من المشروعات المثيلة، وتحتاج هذه الأوزان إلى بيانات عن تكرار الحدث لاستخراج الاحتمالات النسبية ثم الاحتمالات المرجحة، فإذا لم تتوافر البيانات الكافية فإنه يمكن استخدام التقدير الشخصي لهذه الأوزان.
- لعوائد الاستثمارات المثيلة: أي المشروعات المختارة لقياس عوائد ربحيتها يجب أن تقوم بنشاط مماثل للمشروع محل الدراسة حتى يعبر معدل الخصم الناتج منها عن الكفاءة الحقيقية للاستثمار محل الدراسة.
- نفس درجة المخاطرة: وهو شرط ثان في هذه المشروعات التي يقاس عائد نشاطها.

ولكن يتوقف ذلك على إمكانية الحصول على كم كبير من البيانات عن هذه المشروعات مثل: حجم رأس المال المستثمر، وهيكل التمويل الخاص بها، والإعانات المقدمة لها من الدولة، والمزايا

والتسـهيلات الممنوحـة لهـا. ويـتم حسـاب معـدل الخصـم وفـق هـذا المقـترح بالمعادلـة التاليـة (كـوثر الأبجي1985، ص 28):

م= [مج$^{ن}_{1}$(ع1و1+ ع2و2+....+ ع ن و ن)/ ن]

حيث أن :

م: تمثل معدل الخصم المطلوب.

ع1: يمثل معدل العائد المتوقع للاستثمار.

و1: يمثل الوزن النسبي أو الاحتمال.

ويمكن استخراج ع1...ع ن باستخدام إحدى الطرق الخاصة بالتنبؤ.

على الرغم من أن هذا المقترح يتفادى النقائص والانتقادات الموجهة للمقترحات السابقة وأيضا تمتعه بخصائص وميزات ايجابية،كالواقعية في الدراسة ومراعاته لمعظم العوامل المؤثرة على المشروعات الاستثمارية، إلا أنه يعاب عليه مجموعة من النقائص وهي (الغالي 2013، ص199-200):

- في حالة عدم توفر البيانات الكافية لاستخراج الأوزان النسبية من خلال دراسة الاحتمالات فإنه يتم اللجوء إلى التقديرات الشخصية والتي تكون تبعا لطبيعة الشخص متخذ القرار والتي يمكن وإلى حد بعيد أن تكون غير دقيقة –فهذا احتمال وارد– وحتى تقديرات الخبير تكون غير صحيحة، نظرا لعدم توافر المعطيات والدراية التامة بظروف التقدير الشخصي، مما ينعكس سلبا على مفردات بناء نموذج معدل الخصم المقترح، ومنه على الاستثمارات محل التقييم والاختيار.
- تتوقف هذه الطريقة على كم كبير من البيانات والمعلومات المتوفرة عن المشروعات المثيلة والتي قد تؤثر وبدرجة كبيرة عن معدل الخصم الذي يتم بناؤه وفق هذا المقترح، وبالتالي فإنه من الضروري تحديد أهم المعلومات والبيانات التي يمكن الاعتماد عليها في تحديد هذا المعدل، كقائمة الدخل مثلا.
- اعتماد هذا المقترح على مبدأ نفس درجة المخاطرة بالنسبة للمشروعات المثيلة فقد يجابه معدل الخصم وفق هذا المقترح بمشروعات يصعب حصرها في مستويات مشابهة أو متطابقة لدرجة المخاطرة، مما يعيق بناء معدل الخصم المقترح.
- لم يوضح هذا المقترح طريقة استخراج معدل الخصم في حالة ما إذا لم يتم ايجاد مشروعات مثيلة لنفس المشروع المراد دراسته وفق أسس ومعايير الجدوى الاسلامية.

- إن كثرة البيانات والمعلومات التي يعتمد عليها المقترح ينتج عنها تحمل الجهة المستثمرة أو الجهة المخول لها بإعداد الدراسة تكاليف إضافية وقد تكون كبيرة، ومما ينعكس سلبا على التكلفة الاجمالية للمشروع المقترح، أو قد يتم إلغاء المشروع من طرف الخواص نظرا للتكاليف الباهضة للدراسة.

**الخاتمة:**

يتطلب اتخاذ القرار الاستثماري في البنوك الاسلامية للمشروعات المطلوب تمويلها بالصيغ الاسلامية توفير كم هائل من المعلومات والبيانات والقيام بمجموعة من الدراسات المتكاملة التي تتفق في جزء منها مع تلك المطبقة في البنوك التقليدية، وتختلف في الجزء الآخر المكرس لإسلامية البنك. وعلى الرغم من وجود بعض المقترحات الحسابية والتقييمية لعدد من الباحثين في مجال الاقتصاد الاسلامي، فإنه لم يتم لحد الآن تطبيق أي من تلك المقترحات على أرض الواقع بما يحيلها إلى مؤشرات معيارية، حيث مازالت الصناعة المالية الاسلامية تعتمد صراحة أو ضمنيا على معدلات الفائدة الربوية أو مشتقاتها.

ومن خلال هذا البحث تم ابراز الدور المهم لمعدل الخصم كأساس للمفاضلة بين الاستثمارات وخاصة بالنسبة للبنوك الاسلامية، وتم التوصل إلى جملة النتائج منها:

- يمكن تحديد معدل خصم اسلامي يتفق مع ضوابط وأحكام الشريعة الاسلامية، ولا يستند على مرجعية معدل الفائدة الربوي؛
- يعد عامل الربح من أهم المتغيرات التي يمكن أن يقوم على النموذج الذي يحدد قيمة معدل الخصم الاسلامي؛
- لا يمكن إهمال الزكاة ولا الضريبة عند احتساب صافي النتائج سواء بالنسبة للبنوك الاسلامية أو بالنسبة للمشاريع محل التقييم والدراسة؛
- للمعدل التضخم دور مهم في تحديد قيمة معدل الخصم الاسلامي خاصة عند تقييم المشروعات المتوسطة والطويلة الأجل؛
- يمكن الاستعانة بمعدل العائد على الودائع المركزية القصيرة الأجل (المعام) عند تحديد قيمة معدل الخصم الاسلامي لتقييم المشروعات ذات الآجال القصيرة.

**قائمة المراجع:**


1. أمين السيد أحمد لطفي (2004). دراسة جدوى المشروعات الاستثمارية. مصر: الدار الجامعية للنشر.
2. أندراوس عاطف وليم (2006). أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويره. الاسكندرية: دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى.
3. بوغرة باديس (2013). المدخل إلى الرياضيات المالية وتطبيقاتها. الجزائر: دار الهدى.
4. بولعيد بولعلوج (2000). المنهج الاسلامي لدراسة وتقييم المشروعات الاستثمارية: دراسة مقارنة، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة قسنطينة، الجزائر.
5. الجواهري حسن (1991). بحوث في الفقه المعاصر، لبنان: دار الذخائر، الطبعة الأولى.
6. الراوي خالد وهيب (2009).إدارة المخاطر المالية. الأردن: دار الميسرة، الطبعة الأولى.
7. زياد رمضان (2005). مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي. الأردن: دار وائل، ط 3.
8. السويلم سامي إبراهيم (2003).التكافؤ الاقتصادي بين الربا والتورق. ندوة البركة الرابعة.
9. طايل مصطفى كمال السيد (2012). البنوك الاسلامية والمنهج التمويلي. الأردن: دار أسامة، الطبعة الأولى.
10. عبد العزيز عبد الكريم (2004). دراسة الجدوى وتقييم المشروعات. الأردن: دار الحامد للنشر، الطبعة الأولى.
11. عبد العظيم حمدي (1996). دراسات الجدوى الاقتصادية في البنك الاسلامي. القاهرة: منشورات المعهد العالمي للفكر الاسلامي، ط1.
12. الغالي بن إبراهيم (2012). أبعاد القرار التمويلي والاستثماري في البنوك الاسلامية: دراسة تطبيقية. الأردن: دار النفائس، الطبعة الأولى.
13. الغالي بن ابراهيم (2013). اتخاذ القرارات الاستثمارية في البنوك الاسلامية: من أجل معامل خصم في ظل الضوابط الشرعية: دراسة حالة بنك البركة الجزائري، رسالة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة مُحَّد خيضر بسكرة، الجزائر 2012-2013.
14. غيث مجدي على مُحَّد (2010). نظرية الحسم الزمني في الاقتصاد الاسلامي. منشورات المعهد العالمي للفكر الإسلامي، ط1.
15. غيث مجدي مُحَّد على (2006). نظرية الحسم الزمني في الاقتصاد الاسلامي. الأردن: جامعة اليرموك رسالة دكتوراه غير منشورة.

16. قشوط هشام كامل (2014) . المدخل إلى إدارة الاستثمارات من منظور إسلامي: دراسة تأصيلية للمفاهيم العلمية والممارسات العملية. الأردن: دار النفائس، الطبعة الأولى.
17. القطيط جهاد صبحي عبد العزيز مُحَمَّد (2009). نحو معدل لخصم التدفقات النقدية بديل عن معدل الفائدة لأغراض تقويم المشروعات الاستثمارية في البنوك الاسلامية. دبي: بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الاسلامية بين الواقع والمأمول.
18. كوثر عبد الفتاح الأبجي (1985). دراسة جدوى الاستثمار في ضوء أحكام الفقه الاسلامي، السعودية: مجلة أبحاث الاقتصاد الاسلامي، المجلد 2، العدد 2.
19. ناصر دادي عدون (1997). الرياضيات المالية. الجزائر: دار المحمدية.
20. النجار يحي غنى(2010). تقييم المشروعات: تحليل معايير ومؤشرات دراسات الجدوى وتقييم كفاءة الأداء. الأردن: دار دجلة، الطبعة الأولى.
21. الوادي محمود حسين/سمحان حسين مُحَمَّد (2007). المصارف الاسلامية: الأسس النظرية والتطبيقات العملية. الأردن: دار المسيرة، الطبعة الأولى .
22. Marie Boissonnade /Daneil Fredon (2012). *Mathématiques financières en 22 fiches*. paris: édition Dunod,4 eme édition.
23. Miloudi Boubaker (1997). *Mathématiques financières: cours et exercices*. Algérie: édition ENAG.