

وزارة التعليم العالي
جامعة الملك عبد العزيز
مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي

المذكرة التدريسية

تمويل الشركات

من منظور إسلامي

إعداد

د. محمد عبيد الله

الحرم ١٤٢٧هـ

فبراير ٢٠٠٦م

بسم الله والحمد لله والصلاة والسلام على رسول الله

الأصل الإنجليزي بعنوان :

Teaching Corporate Finance

From an Islamic Perspective

مقدمة

بسم الله والحمد لله والصلاة والسلام على رسول الله وبعد ،

فإن المركز يقوم بعقد اجتماع دوري لرؤساء أقسام الاقتصاد والاقتصاد الإسلامي ، تطرح فيه هموم تدريس مقررات الاقتصاد الإسلامي في المملكة وخارج المملكة .

وكان آخر اجتماع عقد بتاريخ ١٤-١٥/١١/١٤٢٧هـ وطرح فيه مشكلة تدريس مقرر "تمويل الشركات من منظور إسلامي" . وكلف المركز أحد الباحثين فيه ، وهو سعادة الدكتور محمد عبيد الله بإعداد مذكرة تدريسية حول هذا المقرر ، أرسلت إلى الأقسام المختلفة ، ونوقشت في الاجتماع المذكور .

ويطيب للمركز أن يوزع هذه المذكرة على نطاق أوسع من المهتمين عسى أن يجدوا فيها ما يعين الأستاذ على تدريس المقرر ، والله الموفق .

مدير المركز

د . عبد الله قريان تركستاني

مقدمة

تهدف هذه الورقة المتخصصة إلى الربط بين عدد من الأفكار المهمة في تمويل الشركات ، واكتشاف كيفية عرضها من منظور إسلامي . وتشكل مقررات تمويل الشركات في الجامعات عبر العالم جزءاً من برامج الماجستير في إدارة الشركات والتمويل والاقتصاد . كذلك فإن تمويل الشركات يظهر في مناهج الجامعات على أنه قلب المقررات التي يتم تدريسها في الفصل الأول أو الثاني من العام الدراسي . سنركز في هذه الدراسة على الأفكار والمفاهيم التي تشكل جزءاً من قلب المقررات في تمويل الشركات .

ومن أجل تسهيل هذا المقرر على المدرس المكلف بتدريس تمويل الشركات في المعاهد التجارية ، فإننا سنتبع هيكلاً مماثلاً لمعظم الكتب الدراسية النمطية المتعلقة بالموضوع . وأهم الكتب الشائعة التي تستحق الذكر :

1. Brealey, Richard A. and Stewart C. Myers, *Principles of Corporate Finance*, 6th Edition, Mcgraw Hill, 2004
2. Ross, Westerfield and Jordan, *Essentials of Corporate Finance*, 4th Edition, Mcgraw Hill Irwin, 2004
3. Brigham, Eugene F. and Joel F. Houston, *Fundamentals of Financial Management*, 8th Edition, The Dryden Press, 1998
4. Brigham, Eugene F. and Louis C. Gapensky, *Financial Management: Theory and Practice*, 6th Edition, The Dryden Press, 1991

وفي حين أن التغطية في بعض الكتب أوسع ، إلا أننا حاولنا التعامل مع أهم الأفكار والمفاهيم ، واضعين في الأذهان آخر إسهامات الباحثين المسلمين في هذا الحقل . ويبدو لنا أن تدريس تمويل الشركات يمثل تحديًا للمدرس لسبب بسيط ، وهو ندرة الكتابات والبحوث في هذا الباب . فليس هناك أي كتاب منشور حتى الآن يعالج هذا الموضوع من منظور إسلامي . وعلينا الاعتماد في الغالب على المقالات والأوراق النادرة المنشورة في المجالات المختلفة ، لكي نلتقط معًا بعض الأفكار والمفاهيم ذات الصلة . وبعض هذه الأفكار والمفاهيم أصيل بالكامل ، ويعرض لأول مرة من قبل الباحث . والاستثناء الوحيد من القاعدة هو الفصول المتعلقة بمصادر الأموال . ولحسن الحظ ليست هناك ندرة في الكتب والبحوث والمقالات حول المصارف الإسلامية والمؤسسات والأسواق المالية . وفي هذه الدراسة، استقيت بعض المواد من كتابي الدراسي "الخدمات المالية الإسلامية" Islamic Financial Services الذي نشره مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي ، ولخصت هذه المواد في الفصلين ٦ و ٧ . ويمكن للمدرس أن يربط محتويات هذين الفصلين بالمباحث ذات الصلة في هذا الكتاب . وهناك نسخة منشورة من هذا الكتاب على موقع المركز متاحة بالمجان .

وقد أثرنا الاختصار كلما وجدنا المادة المقدمة في الكتب الدراسية التقليدية من أدوات تحليل ونظريات لا تحتاج إلى أي تعديل في ضوء المبادئ الإسلامية ، والأمثلة العددية ، والبراهين التجريبية .

ومن أجل تجنب الازدواج ، ننصح المدرس باتباع المحتويات ذات الصلة من الكتب الدراسية الشائعة . وحيثما وجدنا أن الأفكار والمفاهيم المعروضة تتطلب مراجعة أو تعليقًا أو تعديلًا في ضوء المبادئ الإسلامية، حاولنا تطوير وتعديل الأفكار المتاحة حول الموضوع في هذه الدراسة .

وإنني مدين جداً بالفضل للدكتور محمد نجيب غزالي خياط ، مدير المركز ، ولجميع زملائي فيه ، لأنهم كانوا مصدراً دائماً للتشجيع على هذا العمل .

كذلك أود أن أسجل شكري وتقديري لجميع طلابي في تمويل الشركات، الذين ساعدتني أسئلتهم الذكية ومشاركاتهم الحيوية على مزيد من الفهم للمفاهيم التي أحاول تدريسها . وأسجل أيضاً شكري وتقديري لأخ آزاد علي من شبكة IBF ، إذ أعانني على تصميم نموذج الطباعة ورسم الأشكال البيانية ، بمهاراته الممتازة في MSWORD ، وكذلك للسيد أنور محمود من مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي ، من أجل إنتاج مخطوط حسب أسلوب Camera Ready .

المحتويات

٨	..... المنشأة والمدير المالي	- ١
٨	..... ١-١ تنظيم العمل	
١٦	..... ٢-١ دور المدير المالي	
١٩	..... القيمة الزمنية للنقود	- ٢
٢٢	..... ١-٢ الحكمة الكامنة وراء المفهوم	
٢٥	..... الخطر والعائد	- ٣
٢٥	..... ١-٣ الخطر وعدم التأكد	
٢٦	..... ٢-٣ تكافؤ الخطر والعائد	
٢٨	..... ٣-٣ المحفظة ونظرية سوق رأس المال	
٣٤	..... ٤-٣ نماذج تسعير الأصول	
٣٧	..... كفاءة السوق	- ٤
٣٨	..... ١-٤ أشكال الكفاءة	
٣٩	..... ٢-٤ أشكال كفاءة التسعير	
٤١	..... ٣-٤ قرارات الاستثمار والتمويل في الأسواق الكفوءة	
٤٢	..... ٤-٤ دروس من نظرية السوق الكفوءة	
٤٣	..... ٥-٤ كفاءة السوق والأخلاق	
٤٦	..... ٦-٤ أخلاق السوق الإسلامية	
٤٨	..... ٧-٤ كفاءة الأسواق الإسلامية	
٥٢	..... قرارات الاستثمار	- ٥
٥٤	..... ١-٥ الأساليب الفنية لموازنة رأس المال	
٥٨	..... ٢-٥ منظور إسلامي لأساليب التدفق النقدي المخصص	
٦٢	..... ٣-٥ الخطر وعدم التأكد في موازنة رأس المال	
٦٣	..... ٤-٥ تقدير الاستثمارات لتعزيز القيم الإسلامية	
٦٥	..... مصادر التمويل : المؤسسات التمويلية	- ٦
٦٦	..... ١-٦ التمويل القائم على حقوق الملكية	
٦٨	..... ٢-٦ التمويل القائم على الدين	

٧٨	.....	٧- مصادر التمويل : الأسواق المالية	-٧
٧٩	.....	١-٧ السوق الأولية والسوق الثانوية	
٨٩	.....	٢-٧ السوق الفورية وسوق العقود الآجلة	
٩١	.....	٣-٧ سوق الخيارات	
٩٣	.....	٤-٧ سوق العملات	
٩٦	.....	قرارات التمويل	-٨
٩٦	.....	١-٨ كلفة رأس المال وقيمة المنشأة	
١٠٠	.....	٢-٨ الدين وحقوق الملكية في اقتصاد إسلامي	
١٠٤	.....	٣-٨ العوامل المؤثرة في هيكل رأس المال	
١٠٩	.....	الدمج والاستحواذ	-٩
١١٠	.....	١-٩ أخلاقيات الاستحواذ العدوانية : وجهة نظر المغير	
١١٢	.....	٢-٩ أخلاقيات الاستحواذ العدوانية : وجهة نظر الهدف	
١١٥	.....	٣-٩ مجالات التحليل الأخلاقي للدمج والاستحواذ	
١١٩	.....	المصطلحات والرموز المستخدمة	

١ - المنشأة والمدير المالي

هذه هي عادةً الدورة التمهيدية حول الموضوع ، التي يزود فيها المدرس طلابه بنظرة شاملة إلى حقل تمويل الشركات . وتقدم هذه الدورة شرحاً مختصراً للشركات ، والمديرين الماليين ، والقرار المالي الذي يصنع العملية . ويناقش المدرس بصورة خاصة مزايا ومساوئ تنظيم العمل بوصفه عملاً تجارياً ، ودور المدير المالي في المنشأة ، والنماذج المختلفة للقرارات المالية المتعلقة بصحة المنشأة .

١-١ تنظيم العمل

يؤثر اختيار التنظيم التجاري على الخطر والعائد المحتمل ، ومن ثم على قيمة المنشأة . ويمكن أن يناقش المدرس هنا الأشكال الحديثة للتنظيم التجاري ، مثل المنشأة الفردية والشركة والشركة المحدودة المسؤولة وشركة المساهمة . ويلاحظ أن هذه الأشكال مشابهة كثيراً للأشكال التنظيمية المعروفة في الفقه الإسلامي القديم ، مثل المضاربة والمشاركة واجتماع المضاربة والمشاركة معاً . أما شركة المساهمة فهي ابتكار حديث ، ويمكن باختصار بيان آراء العلماء في مشروعيتها . ويجب أن تحتوي المناقشة أيضاً على مقارنة بين مختلف هذه الأشكال التنظيمية ، من حيث (١) مدى تعرض الأموال الشخصية للمخاطر التجارية : المسؤولية المحدودة وغير المحدودة ، (٢) سهولة وكلفة التنظيم وصيانة تنظيم المنشأة ، (٣) العمر المتوقع للمنشأة في كل شكل من أشكال التنظيم ، (٤) مدى تعرض مكاسب المنشأة للضرائب ، (٥) السهولة النسبية للحصول على رأس المال في الأسواق المالية .

١-١-١ المنشأة الفردية :

المنشأة الفردية تمتزج فيها الأموال الشخصية والتجارية للفرد في المخاطرة التجارية . ويتعرض صاحب المنشأة الفردية لمسؤولية غير محدودة (تعريض الممتلكات الشخصية لمخاطر الالتزامات التجارية) ، والعمر المحدود ، وفرض الضرائب على دخوله وأصوله الشخصية والتجارية معاً . ولهذا يجد هذا الفرد صعوبة كبيرة أمام هذه المخاطر، للحصول على الأموال من الأسواق المالية .

٢-١-١ المشاركة

المشاركة هي اتفاق بين مُلاك فرديين لجمع أموالهم ومهاراتهم في عمل تجاري . وهنا يتعرض الشركاء ، كما في المنشآت الفردية ، للمسؤولية غير المحدودة والعمر المحدود للعمل التجاري ، وخضوع الدخل التجاري والدخل الشخصي معاً للضرائب . وخلافاً للمنشأة الفردية، هناك أكثر من شخص واحد ، وأكثر من رأس مال واحد يجب الحصول عليه من الأسواق المالية . وللمشاركة الحديثة ما يوازيها في الفقه القديم من مشاركة ومضاربة .

١-٢-١-١ المضاربة

وهي في معظم المذاهب الفقهية عبارة عن عقد بين طرفين على الأقل، أحدهما يدعى المستثمر (رب المال) ، يعهد بماله إلى طرف آخر يدعى الوكيل : المدير (المضارب) الذي يستثمر المال في مشروع تجاري ، ويديره بطريقة متفق عليها . ورب المال هو مالك رأس المال والأصول . والمضارب مسؤول عن إدارة العمل ، وتقديم خبرته المهنية والإدارية والفنية لإنشاء المشروع وتشغيله . ويتم اقتسام الربح حسب النسبة المتفق عليها مسبقاً . أما الخسائر إذا وقعت فإنه يتم تحميلها جميعاً لمقدم رأس المال . والمضاربة على نوعين : مضاربة مقيدة ، ومضاربة مطلقة . وفي

المضاربة المقيدة ، يمكن للممول تحديد عمل تجاري معين ، تستثمر فيه الأموال . ويمكن أن تكون المضاربة مطلقة ، بحيث يستطيع فيها المضارب أن يستثمر رأس المال المقدم له في أي عمل يراه مناسباً . وقد تسمى المضاربة مقارضة أو قراضاً ، ويتم فيها اقتسام الأرباح بين الطرفين بالضرورة حسب الأساس التناسبي ، ولا يمكن أن تكون هذه الأرباح مبلغاً مقطوعاً أو عائداً مضموناً . وفي المضاربة الشرعية لا يتعرض رب المال للخسائر التي تتجاوز رأس ماله المدفوع . وبالمقابل فإن المضارب الذي لا يساهم عادة في الاستثمار مساهمة نقدية لا يتحمل أي حصة في الخسائر ، إنما يخسر فقط وقته وجهده .

١-١-٢-٢ الشركة

الشركة هي عبارة عن خلط الأموال لغرض المشاركة في الأرباح . وهي على نوعين : شركة ملك ، وشركة عقد . وتنشأ شركة الملك بطريق الإرث أو بصورة إرادية أو بظروف أخرى مماثلة . المهم أن هناك شخصين أو أكثر يمتلكون معاً مالاً مشتركاً، ويشتركون في الأصل الحقيقي والعوائد الناجمة عنه . أما شركة العقد فيتم إنشاؤها بعقد يتفق فيه شخصان أو أكثر على أن يشترك كل منهم في رأس مال الشركة وأرباحها وخسائرها . وهي على أنواع، منها شركة العنان التي لها قبول وانتشار واسع . وهي جائزة عند جميع الفقهاء، حيث يساهم فيها كل طرف من الأطراف بحصة من رأس المال والعمل . وهناك خلاف فقهي حول ما إذا كان يجب اقتسام الأرباح والخسائر بنفس نسبة رأس المال أو حسب الاتفاق . فالحنفية والحنابلة يجيزون التفاضل في الأرباح . وبعبارة أخرى فإن الأرباح يجب اقتسامها بين الشركاء حسب النسبة المتفق عليها فيما بينهم . وقد تكون هذه النسبة مساوية لنسبة حصصهم في رأس المال أو غير مساوية . ذلك لأنه بالإضافة إلى رأس المال ، يساهم الشركاء في المدخلات الإدارية، وهي لا تقل أهمية عن رأس المال، ويمكن أن تختلف من مشروع إلى آخر . غير أن الخسائر يجب اقتسامها حصراً حسب أنصبتهم في رأس المال، لأنها

تعبّر عن مسؤولياتهم في تحمل الخسائر . ويقبل المالكية والشافعية هذا النوع من الشركة ، بشرط أن تكون أرباح الشركاء وخسائرهم متناسبة مع حجم مساهماتهم في رأس المال ، فهم يرون أن الربح في هذا النوع من الشركات هو العائد على رأس المال .

١-١-٢-٣ الجمع بين المضاربة والشركة

غالبًا ما تجمع المضاربة مع الشركة ، وفي مثل هذا التسهيل يشترك المضارب (المنظم) في رأس مال المشروع ، كما يفعل رب المال أو الممول . وكأي مضاربة أخرى ، يكون المضارب (المنظم) فيها مسؤولاً وحده عن إدارة العمل ، ويكون الممول مجرد شريك نائم . واللافت هنا أن نسبة الحصة في الربح للممول مجرد (لايشترك في إدارة المشروع وعملياته) تقف عند نسبة مساهمته في رأس مال المشروع ، ولا تتعداها .

١-١-٢-٤ المشاركة المتناقصة

المشاركة المتناقصة هي ابتكار حديث . وتنشأ شعبيتها من حقيقة مفادها أن المشاركة القديمة تقوم على شركاء دائمين في المشروع . وقد لا تكون هذه الفكرة مرغوبة لأحد الأطراف ، مثل رب مال مخاطر في مشروع جديد . فمثل هذا الشريك يريد سيولة استثماراته ، أو أن يكون هناك أجل محدد لها . وفي المشاركة المتناقصة ، تكون مساهمة الشريك في رأس المال متناقصة سنويًا ، من خلال عائد جزئي على رأس المال . ويتلقى الشريك أرباحًا دورية تعتمد على حصته المتناقصة في رأس المال ، والتي تبقى مستثمرة خلال الفترة . أما حصة الشريك الآخر في رأس المال فإنها تتزايد باستمرار مع الزمن ، إلى أن تنتهي أخيرًا بالملكية التامة للمشروع .

١-١-٣ شركة المساهمة

شركة المساهمة هي كيان قانوني منفصل عن مُلاكه الذين يسمون بالمساهمين . وقد كان من شأن مفهوم الكيان القانوني أن تختلف شركة المساهمة اختلافاً جذرياً عن المنشأة الفردية وشركة الأشخاص . فشركات المساهمة هي كيانات خاضعة للضرائب ، ولها أعمار أبدية، وهي قادرة على جمع رأس المال من عدة مساهمين ، ولها تكاليف تنظيمية وقانونية أعلى ، ولكنها أكبر قدرة على جمع رأس المال من الأسواق المالية . والمساهمون مسؤوليتهم محدودة ، وأملاكهم الشخصية متحررة من التزامات الشركة ، وهم أكثر ميلاً للاستثمار في مشاريع ذات مخاطرة أكبر ، من أجل زيادة القيمة . ويصوت المساهمون لمجلس المديرين ، الذي يقوم بالمقابل بتعيين الإدارة العليا ، وهذا ما يحقق الفصل بين ملكية المشروع وإدارته . ففي المشروع الصغير يكون المالك وعضو المجلس والمدير العام شخصاً واحداً أو عائلة واحدة ، بخلاف شركات المساهمة التي تضم مجالس وإدارة محترفة ، يمكن أن تكون لها قاعدة عريضة من المساهمين ، وهي معروفة بأنها شركات ذات جمهور كبير .

١-١-٤ المضاربة والمشاركة وشركة المساهمة : مقارنة

المضاربة والمشاركة هما شكلان من أشكال الشركات التي تتطوي على شركة في العوائد والمخاطر . فالعوائد يمكن أن تكون في شكل أرباح دورية، من شأنها إحداث تغيير في قيمة الأصول . وهناك ملمح مهم من ملامح المضاربة ، وهو النسبة المتفق عليها مسبقاً لاقتسام الأرباح بين الممول والمنظم المضارب . ويمكن تخصيص أي ربح بمبلغ مطلق بغير النسبة المتفق عليها . وهذا ينطبق على المشاركة أيضاً . أما الخسائر في المضاربة فتقع كلها على الممول ، لكن المضارب (المنظم) قد يتحمل الخسائر إذا كانت ناشئة عن إهماله الإداري أو سوء تصرفه . وفي

المشاركة يتحمل كلا الطرفين الخسائر بنسبة استثمار كل منهما في المشروع .

كذلك فإن المضاربة توفر مسؤولية محدودة للممول كما في شركة المساهمة الحديثة . فمسؤولية الممول محدودة باستثماره في المشروع . وهذا أمر رشيد وعادل ، لأن الممول لا يشترك في صنع القرار الإداري ، ولا يمكن أن يُسأل عن المخاطر التي ينشئها المضارب (المنظم) ، لكن المشاركة تتطوي على مسؤولية غير محدودة للشركاء ، لأن الطرفين يصنعان القرار في المنشأة . ولهذا إذا تجاوزت التزامات المنشأة أصولها ، وتمت تصفيتها ، فإن جميع التزامات التجاوز يتم توزيعها على الشركاء حسب حصصهم . وفيما يخص تغير قيمة الأصول الناشئ في ظل المضاربة ، ليس للمضارب (المنظم) الحق في الربح ، ولا الالتزام بالخسارة ، نتيجة هذا التغير . فهذه المكاسب أو الخسائر تعود فقط للممول وحده . لكن في المشاركة يختص كلا الطرفين بهذه المكاسب والخسائر في قيمة الأصول الممولة بمجموع المال المشترك .

وهناك ملامح من ملامح المضاربة والمشاركة ، وهو أن أيًا من طرفي العقد له الحق في إنهائه أو الانسحاب من المشروع في الوقت الذي يريده . وبهذا فإن سيولة الاستثمارات مكفولة لهما . وفي نهاية العقد تتحدد الأرباح بأنها ما يزيد على قيمة تصفية جميع الأصول المستثمرة . وبمجرد تحديد الأرباح يجري توزيعها بين الشركاء حسب النسبة المتفق عليها . وهذا أمر فيه إشكال بالنسبة للمشروعات التي تتطلب فترة زمنية قبل أن تظهر نتائجها . وفيه إشكال أيضًا بالنسبة للمشروعات المستمرة . فإن انسحاب أحد الشركاء من المشروع يمكن أن تكون له آثار مادية على المشروع . وفي الوقت نفسه ، يحتاج الشركاء إلى تسهيل استثماراتهم في المشروع . ولهذا قام الباحثون المعاصرون بتصميم مفهوم "التصفية الحكيمة" ، التي يمكن أن تتم برضا جميع الشركاء . ويستلزم هذا المفهوم أن تحسب القيمة الصافية

لأصول المشروع في فترات دورية ، بعد تنزيل جميع الخصوم من قيمة الأصول . وبهذا يستطيع المستثمر أو الشريك تسهيل استثماره بهذه القيمة .

ولشركة المساهمة الحديثة كثير من الملامح المشابهة للأشكال المذكورة من الشركات (١) . فهي شبيهة بالمشاركة من حيث إنها تجمع الأموال من العديد من مقدمي رأس المال ، وتعهد بالمسؤولية الإدارية بصيغة متفق عليها . لكنها تختلف عن المشاركة القديمة من عدة جوانب مهمة . ففي المشاركة تكون مسؤولية مقدمي رأس المال غير محدودة ، أما شركة المساهمة الحديثة فإنها كيان قانوني مستقل وذو مسؤولية محدودة . ويمكن أن يلاحظ هنا أن الفقه الإسلامي يقر المسؤولية المحدودة لرب المال في المضاربة ، ربما لأن هناك فصلاً تاماً بين الملكية والإدارة في الشركة . فكل القرارات الإدارية (مع آثارها المالية المحتملة) يتخذها المدير المضارب ، ولا يُسأل رب المال (بأكثر من مساهمته في الشركة) عن أعمال المدير المضارب . وهذا هو السائد في شركات المساهمة الحديثة والكبيرة ، التي تتميز أيضاً بالفصل بين ملكية الشركة وإدارتها . كذلك فإن ملمح الكيان القانوني المستقل ليس غريباً على الفقه الإسلامي ، فهو مطبق في الوقف . وهذا الملمح ، إلى جانب المسؤولية المحدودة ، يوفر الحصول على رأس المال بسهولة أكبر ، بالمقارنة مع المشاركة (٢) .

١-١-٥ فصل الملكية ومشكلات الوكالة

في بعض أشكال التنظيم المبينة أعلاه ، هناك فصل بين الملكية والإدارة . فالمدير يتصرف وكيلاً عن المالك الأصلي . وهذه الحالات تذكر بقائمة مشكلات الوكالة ، لأن هناك إمكانية لأن لا يتصرف الوكيل المدير لصالح المالك الأصلي . ففي المضاربة والمشاركة وشركة المساهمة الحديثة، يُنتقد الأول على الخصوص ، لأنه يثير مشكلات وكالة صارمة ، ففي حين أن مقدم المال (رب المال) يتحمل جميع الخسائر ، إذا كانت النتيجة سلبية ، فإنه قد لا يكون في مركز يخوله إجبار المدير (المضارب) ، لكي يتصرف تصرفاً مناسباً ، أو لكي يمارس المستوى المطلوب من الجهد

اللازم لتوليد المستوى المتوقع من العوائد . ويمكن للمدير (المضارب) استغلال مثل هذه الأوضاع . كذلك فإن مقدم المال (رب المال) ليس له الحق في الإشراف على المشروع، أو المشاركة في إدارته ، ومن ثم فقد يخسر استثماره الأصلي ، بالإضافة إلى حصته المحتملة من الربح ، إذا أسفر المشروع عن خسارة . وأكثر من هذا ، قد يكون للوكيل المدير (المضارب) حوافز للتوسع في الإنفاق على المشاريع ، وزيادة استهلاك الأرباح غير النقدية ، على حساب العوائد النقدية ، لأن الاستهلاك المتزايد يتحمله جزئياً الأصيل (رب المال) ، في حين أن الأرباح يستهلكها كلياً الوكيل المدير (المضارب) . وقد تتخفف مشكلات الوكالة في المشاركة ، حيث يكون رأس مال الشريك معرضاً للخطر . وأكثر من ذلك ، قد تؤدي المشاركة في رأس المال إلى تخفيض مشكلة عدم تماثل المعلومات ، لأن جميع الشركاء لهم الحق في الاشتراك في إدارة المشروع الذي يستثمرون فيه أموالهم . ومع ذلك فإن تنظيم المشاركة يفقد جاذبيته من وجهة نظر أرباب المال ، بسبب المسؤولية غير المحدودة للشركاء .

إن شركة المساهمة الحديثة توفر المسؤولية المحدودة لمقدمي المال ، وهذا ما يسهل جمع الأموال ، بالمقارنة مع المشاركة . على أن مشكلات الوكالة موجودة أيضاً في حالة شركة المساهمة الحديثة ، ولكن بدرجة أقل من حالة المضاربة . ففي حالة شركة المساهمة ، يهتم المساهمون بأن يعمل المديرين من أجل تعظيم ثروة المساهمين ، وليس ثروة المديرين وأسلوب حياتهم . وتوجد مشكلات وكالة أيضاً عندما تتنازع مصالح المديرين ، بوصفهم وكلاء للمساهمين ، مع مصالح هؤلاء المساهمين . لكن خطط التعويض Compensation Plans تدفع المديرين للعمل لمصالحهم الشخصية ولمصلحة المساهمين ، وبهذا تتحل بعض مشكلات الوكالة . كذلك فإن مجلس المديرين ، المنتخب من قبل المساهمين ، يشرف ويتدخل في بعض الأحيان إذا لم يعمل المديرين لمصلحة المساهمين . والمديرون الذين لا تقدم شركتهم إنجازاً لمصالح المساهمين هم مرشحون لأن تسيطر عليهم مجموعة استثمارية جديدة . وشركة المساهمة ومديروها خاضعون للتدقيق والرقابة

من قبل محللين ماليين . وهذه الرقابة المتخصصة تدفع المديرين للتركيز على خلق القيمة .

١-٢ دور المدير المالي

الوظيفة الأولى للمدير المالي ، أو لصانع القرار المالي ، هي الحصول على الأموال من الأسواق المالية (قرار التمويل) ، من أجل استثمارها (الموازنة الرأس مالية أو القرار الاستثماري) ، لتوليد الأموال من عمليات كفؤة ، ولتخصيص الأموال المتولدة من إعادة الاستثمار ، أو لدفع التوزيعات النقدية للأرباح (قرارات توزيع الأرباح) . ويقوم المدير المالي بجمع الأموال من الأسواق المالية ، ببيع الأصول المالية أو الأوراق المالية إلى المستثمرين . وتستثمر الأموال ، في حالة المنشآت الصناعية، في أصول حقيقية ، أو أصول مادية تستخدم في إنتاج السلع والخدمات .

سوف نناقش قرارات الاستثمار في الفصل الخامس ، وقرارات التمويل في الفصل الثامن ، وعملية جمع الأموال من المؤسسات والأسواق المالية في الفصلين السادس والسابع على التوالي .

١-٢-١ أهداف المنشأة والمدير المالي

يفترض التمويل التقليدي أن هدف المنشأة ، ومن ثم هدف المدير المالي ، هو تعظيم ثروة ملاكها المساهمين . وتعظم ثروة المساهمين عندما تعظم القيمة السوقية للمنشأة . وعليه فإن المساهمين يريدون من المديرين أن يصنعوا قرارات ، من شأنها تعظيم القيمة السوقية للمنشأة . وصنع قرارات تعظم القيمة السوقية يجعل المدير يركز على التدفقات النقدية المتوقعة من الاستثمارات ، وتوقيت هذه التدفقات ، وتنوعها وأخطارها .

ويفترض علم الاقتصاد التقليدي أن هدف أي منشأة هو تعظيم الربح . وهناك أهداف أخرى قابلة للمناقشة ، وهي تعظيم الإيرادات وتعظيم حصة

السوق . ويمكن للمدرس أن يرسم خطأ واضحاً للتمييز بين هذه الأهداف ، وليبيان الفرق (لأن المتغيرات قد تكون مترابطة) . ومعيار القرار البديل ، مثل تعظيم الربح أو حصة السوق ، لا يبلغ تعظيم القيمة السوقية . وقد تركز صناعة القرارات ، المعتمدة على تعظيم الربح ، على الدخل المحاسبي ، ولا تعتبر التدفق النقدي . وهذا فيه انحياز إلى العوائد القصيرة الأجل ، وقد يكون فيه تجاهل لآثار القرارات في المدى الطويل ، وللمخاطر النسبية للبدايل .

١-٢-٢ الأخلاق ومصالح المعنيين والأهداف الإدارية

إن التطورات الحديثة للتمويل التقليدي تضيء أهمية الأخلاق، وتركز على أن متابعة المعايير العليا للسلوك الأخلاقي يجب أن لا تكون موضع تنازع مع هدف تعظيم ثروة المساهمين . وعلى العكس ، فإن التركيز على الأخلاق يساعد على خلق القيمة في صورة "رأس مال سمعة" . وفي الحد الأدنى ، فإن المساهمين والجمهور معنيون بأن يعمل المديرون ضمن القانون ، والحفاظ على سمعة المنشأة ، ومكانتها الأخلاقية . فالعلاقات العادلة والأخلاقية تبني وتحفظ القيمة في الأجل الطويل .

هناك عدة مجموعات متنوعة لها "حصة" في حسن سير المنشأة : المديرين ، والعمال ، والموردون ، والزبائن، والحكومة ، والمساهمون ... إلخ . وهذه المصالح قد يقع بينها تنازع في بعض الأوقات ، وعلى المديرين أن يعملوا على حل هذه المصالح المتباينة .

ويمكن للمدرس أن يلاحظ هنا أن الامتثال للأخلاق ليس خياراً بالنسبة للمنشأة في اقتصاد إسلامي . فعلى المدير المالي أن يتبنى المعايير الأخلاقية الإسلامية كما هي في الشريعة . وسواء أكان هذا التبني تعريفاً للقيمة (المادية) أو انتقاصاً منها ، فإنه يبقى إلى حد كبير مسألة التحليل المتبقي Residual Analysis . ومع ذلك فإن الدلائل المتاحة تشير إلى قوة إمكانية تعزيز قيمة المنشآت التي تعمل في المجتمعات الإسلامية . ففي دراسة

حديثة حول ما يجب أن تكون عليه الرؤية - الرسالة - الهدف (VMG) في المؤسسات المالية الإسلامية ، شعر المجيبون بأن التوافق مع الشريعة ، والأخذ بالقيم الإسلامية ، لا بد وأن يترسخا في هذه المؤسسات ، مع الإشارة الصريحة إلى الإسلام والقيم التي يحبذها الإسلام. وفي حين أن تعظيم ثروة المساهمين هدف معترف به بأنه مشروع ، إلا أن أهميته تأتي في المقام الثاني . وعلى التقارير أن تعترف صراحة بمصالح الفرقاء الآخرين غير المساهمين ، كالعمال والزبائن والحلفاء التجاريين . وأهم من هذا أن يتحدثوا عن واجباتهم ومسؤولياتهم كمواطن ذي شخصية معنوية إسلامية ، والخدمات المقدمة للمجتمع الإسلامي ، وما شاكل ذلك . وهناك ذكر متكرر لقيود الشريعة ، والالتزام بالقيم والأخلاق الإسلامية ، مثل الأمانة والاحترام المتبادل والمشاركة (٣) .

هوامش الفصل

١ - من أجل مناقشة مفصلة للحكم الفقهي على شركة المساهمة الحديثة انظر :

Seif El-Din Tag El-Din, "The Stock-Exchange from an Islamic Perspective", *Journal of King Abdulaziz University: Islamic Economics*, Vol. 8, pp. 29-48 (1416 A.H. / 1996 A.D).

٢ - من أجل أدلة مبدأ المسؤولية المحدودة والشخصية المعنوية المستقلة ، انظر :

Justice Muhammad Taqi Usmani (1999), *An Introduction to Islamic Finance*, Idaratul Maarif, Karachi.

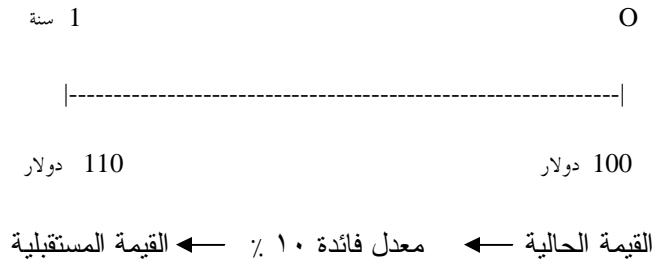
٣ - انظر :

Obaidullah, M. Rating of Islamic Financial Institutions: Some Methodological Suggestions, Islamic Economics Research Centre, King Abdulaziz University (forthcoming)

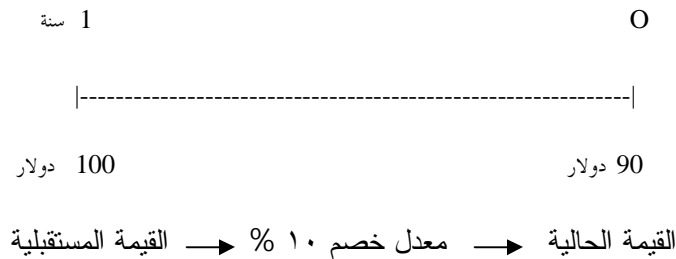
٢ - القيمة الزمنية للنقود

القيمة الزمنية للنقود هي حجر الزاوية في التمويل الحديث . وهي تعني بلغة مبسطة أن للنقود قيمة زمنية . فإن ١٠٠٠ دولار اليوم لا تساوي ١٠٠٠ دولار بعد سنة . والشخص الرشيد يفضل الأولى على الثانية . تحليل ذلك أنه إذا قبض ١٠٠٠ دولار اليوم كان بإمكانه استثمارها بمعدل فائدة ١٠ ٪ ، وتحقيق كسب ١٠٠ دولار في السنة . وعلى هذا فإن ١٠٠٠ دولار اليوم تعادل ١١٠٠ دولار بعد سنة ، إذا كان معدل الفائدة ١٠ ٪ . وهذا يعني أن للنقود قيمة زمنية .

يبدأ المدرس عادة بطرح أسئلة على طلابه : هب أنك استثمرت ١٠٠ دولار بـ ١٠ ٪ سنويًا ، فكم يكون لديك في نهاية السنة ؟



وبالمثل إذا قبضت ١٠٠ دولار بعد سنة من اليوم ، فكم تكون قيمتها اليوم ؟



ويمكن إضافة أمثلة أخرى تتجاوز السنة إلى هذين المثالين التوضيحيين، حتى يتعلم الطالب من خلال عدة أمثلة وتمارين :

- ١ - كيف يحدّد القيمة بتاريخ مستقبلي لمبلغ نقدي معجل ، أو ما يسمى بالرسملة ؛
- ٢ - كيف يحدّد القيمة اليوم لمبلغ نقدي يقبضه مستقبلاً ، أو ما يسمى بالخصم (الحطيطة) .

والخيار بين مبلغ نقدي اليوم ومبلغ نقدي لاحق يعتمد ، من بين أمور أخرى ، على المعدل الذي يكسب به في الاستثمار . والقيمة المستقبلية لتدفق نقدي هي أعلى من قيمته الحالية ، بشرط أن يكون معدل الفائدة أو الحطيطة، أو القيمة الزمنية للنقود ، معدلاً موجباً .

ويبدو أن الطالب في ظل التمويل الإسلامي سيجد نفسه غير مرتاح للمناقشة المذكورة أعلاه . 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 . والأرقام تعمل كما هو مبين سابقاً . ويستطيع المدرس الآن أن يصرح بالمفهوم بالطريقة التالية : النقود لها قيمة زمنية ، فإن ١٠٠٠ دولار اليوم ليست مثل ١٠٠٠ دولار بعد سنة . والإنسان الرشيد يفضل الأولى على الأخرى . فإذا قبض ١٠٠٠ دولار اليوم ، وتوقع أن يكسب عائداً حلالاً بمعدل ١٠ ٪ خلال السنة التالية ، فإنه سيستوي عنده ١٠٠٠ دولار اليوم و ١١٠٠ دولار بعد سنة . ويمكن توسيع المجال كما في السابق لإدخال فترات زمنية متعددة . وسيكون معدل الفائدة والحطيطة الآن تابعاً للعوائد المتوقعة من قبل صانع القرار على الفرص الاستثمارية المتاحة . وهذا المعدل في التمويل التقليدي يرجع إلى "تكلفة الفرصة" للأموال .

إن مفهوم القيمة الزمنية للنقود يشكل أساس القرارات المالية الكبرى .
ومن الشروح المتقدمة أعلاه نستنتج أن التدفقات النقدية الواقعة في نقط
زمنية مختلفة غير قابلة للمقارنة ، فلا يمكن جمعها أو طرحها دون حساب
قيمها التعادلية المعدلة زمنياً . وبما أن القرارات المالية تتطوي عادة على
مقارنة بين التدفقات النقدية الداخلة والتدفقات النقدية الخارجة الواقعة في نقط
زمنية مختلفة ، فيجب تعديلها لأجل الفروق الزمنية ، قبل عقد أي مقارنة
بينها . فكيف يتم هذا التعديل ؟ هذا أمر يجب أن يفهمه كل أحد . فإنه مهارة
تجارية أساسية جداً ، وتدخل هذه المهارة في تحليل عدة نماذج مختلفة من
ترتيبات الاستثمار والتمويل .

وتخصص الكتب الدراسية عادة فصلاً لتأهيل الطلاب وتزويدهم
بالأساليب الحسابية الفنية :

- ١ - القيمة المستقبلية لمبلغ حالي ؛
- ٢ - القيمة الحالية لمبلغ مستقبلي ؛
- ٣ - القيمة المستقبلية لقسط سنوي (مبلغ سنوي ثابت) ؛
- ٤ - القيمة الحالية لقسط سنوي (مبلغ سنوي ثابت) ؛
- ٥ - القيمة المستقبلية والحالية للرسملة والحطيطة لفترات زمنية
متعددة ؛
- ٦ - القيمة المستقبلية والحالية للرسملة والحطيطة المستمرتين .

و حالما يعالج عدم الارتياح إزاء معدل الفائدة ، ويُستبدل به معدل
العائد، فإن باقي النطاق يبقى كما هو . ويجدر بالمدرس أن ينقل المهارات
الضرورية للحساب المذكور ، باستخدام أو بدون استخدام الجداول (الواردة
عادة في نهاية كتب التمويل الدراسية) أو الآلات الحاسبة .

٢-١ الحكمة الكامنة وراء المفهوم

هناك عدة أسباب مذكورة لشرح القيمة الزمنية الموجبة للنقود ، وبعضها موضع شك . أولاً : تدفق نقدي ١٠٠٠ دولار اليوم بالنسبة لشخص ما يعني أنه يستطيع أن يشتري ويستهلك سلعةً وخدمات بقيمة هذا المبلغ الآن ، في حين أن ١٠٠٠ دولار غداً تعني أن عليه الانتظار حتى الغد لكي يتمكن من هذا الاستهلاك . هذا التأجيل في الاستهلاك يتضمن تضحية ، ومن ثم فإن هذا الشخص يحتاج إلى تعويض عن "الانتظار" . ويمكن أن يلاحظ أن حجة "التفضيل الزمني الموجب" أساسها ضعيف . فيمكن الاحتجاج بأن الأشخاص يهتمون بالاستهلاك في "المستقبل" ، كما يهتمون بالاستهلاك في الحاضر . وعندما يدخر الشخص بوعي لـ "اليوم الممطر" ، أو لتمويل احتياجات محددة في المستقبل ، فهذا الاستهلاك المستقبلي أهم من الاستهلاك الحالي . فالتفضيل الزمني الموجب ليس ميلاً بشرياً منظماً (مثل كراهية الخطر) ، بل هو في أحسن الأحوال فرض يمكن قبوله أو رفضه بالاستناد إلى أدلة تجريبية . فإن افتراض تفضيل زمني موجب دائماً قد يؤدي إلى نتيجة مستغربة ، وهي أن الإنسان الذي لا يستطيع استثمار معظم أجره (من أجل ضمان استهلاك أعلى في المستقبل) يجب عليه أن يستهلكه جميعاً عند أول يوم من الشهر ، بل عند أول ساعة من اليوم ! فإذا أمعنا النظر في هذا المثل المتطرف أمكن التوصل إلى العديد من الأفكار (١) .

هناك حجة أخرى في صالح القيمة الزمنية للنقود ، قد تكون لها قيمة أكبر . وتقوم هذه الحجة على أن الإنسان يفضل ١٠٠ دولار الآن على ١٠٠ دولار في الغد ، لأنه يملك الآن بديل استثمار هذا المبلغ لمدة يوم ، ويكسب بالإضافة إلى ذلك عائداً عليه . ويستخدم التمويل التقليدي تقليدياً "معدل الفائدة" على أنه معدل العائد . وبما أن تحريم الربا في التمويل الإسلامي يمنع معدل الفائدة الموجب ، فهل يعني هذا أن القيمة الزمنية للنقود هي صفر ؟ بيتاً سابقاً أن القيمة الزمنية للنقود لها مكانتها في التمويل

الإسلامي . فالعائد المتاح للمدخر في المثال المذكور أعلاه لا يرتبط بالضرورة بالفائدة أو بمعاملة ربوية . فالعائد المتاح على ثاني أفضل استثمار "جائز" (من التجارة أو غيرها) ، وهو يشكل القيمة الزمنية للنقود في التمويل الإسلامي .

٢-١-١ وَهْمُ الْقِيَمَةِ الزَّمَنِيَّةِ الصَّفْرِيَّةِ

إن وهم "القيمة الزمنية الصفريّة للنقود" قد يقود في الحقيقة إلى بعض النتائج الخاطئة . منها أن الثمن المؤجل في البيع سيكون نفس الثمن المعجل، وهذا أمر غريب (٢) . ففي النطاق الإسلامي تعدّ التجارة (بثمن مؤجل أو بدونه) استثماراً جائزاً ، لما فيه من المخاطرة . وهو مختلف عن الدين الربوي الخالي من المخاطرة . فالبايع في التجارة ، سواء على أساس الدفع الفوري أو المؤجل ، هو حرّ في أن يطلب أي ثمن ، والربح الذي يحصل عليه هو ربح مشروع . ولهذا فإن هناك إمكانية لأن يكون الثمن "الفوري" أقل من الثمن "المؤجل" . ويعزى هذا الفرق في الثمن إلى التأجيل، ويعد من القيمة الزمنية للنقود ، وهذه القيمة الزمنية مقبولة إسلامياً . وما هو غير جائز هو القيمة الزمنية للنقود في سياق الدين . ولا حاجة للقول بأنه عندما يقرر المشتري في البيع ذي الثمن المؤجل أن يؤجل الدفع إلى أجل أبعد من الأجل المحدد له ، فإنه لا يجوز له ولا للبايع زيادة الثمن بعد ذلك . ففي منظار الشريعة ، يصبح كل من المشتري والبايع مقترضاً ومقرضاً على التوالي . ولهذا لا يمكن زيادة الثمن بعد أن يصير هذا الثمن في حكم الدين ، ولا يمكن أن يحل محل هذا الدين دين آخر أعلى منه أو أدنى . فالدين الأعلى الذي يحل محل الدين الأدنى يؤدي إلى الربا على الدين القديم .

هوامش الفصل

١ - في الرفض المطلق للتفضيل الزمني أساساً للقيمة الزمنية للنقود، انظر :

Zarqa, M.A. (1983) 'Project Evaluation in Islamic Perspective', in Z. Ahmad et al. (ed.), *Fiscal Policy and Resource Allocation in Islam*, Islamabad, Institute of Policy Studies.

٢ - في الأدلة الشرعية المنظمة لصالح القيمة الزمنية للنقود ، واختلاف الثمن النقدي عن الثمن المؤجل ، انظر :

Ridha Saadallah (1994) 'Concept of Time in Islamic Economics', *Islamic Economic Studies*, Vol.2, No.1.

٣ - الخطر والعائد

٣-١ الخطر وعدم التأكد

المستقبل غير مؤكد ، قال تعالى على لسان نبيه الكريم : ﴿ ولو كنت أعلم الغيب لاستكثرت من الخير وما مسني السوء ﴾ الأعراف ١٨٨ . وقال أيضاً : ﴿ وما تدري نفس ماذا تكسب غداً ﴾ لقمان ٣٤ .

هاتان الآيتان ، من بين آيات أخرى عديدة ، تركزان على عدم التأكد من المستقبل . وهذه حقيقة يعترف بها أيضاً علم التمويل السائد . فالوحدات الاقتصادية ، عندما تواجه عدم التأكد ، تحاول أن تضارب وتتوقع وتفهم المستقبل بالمعلومات والأدوات المتاحة لمعالجة هذه المعلومات . وبلغة علم التمويل الحديث فإن وجود معلومات لفهم المستقبل وتقديره ، ولو كانت ناقصة ، يعني ترجمة "عدم التأكد" بـ "الخطر" . ولا تتخذ القرارات الرشيدة إلا في ضوء المعلومات وتحت ظروف الخطر . وأكثر من هذا ، يجب أيضاً الاعتراف بأن المعلومات لن تكون أبداً كاملة ، ولهذا يمكن تقدير الخطر ، ولا يمكن حسابه . ومن غير الممكن صنع قرار رشيد ، إذا لم تكن هناك معلومات على الإطلاق ، أو لم يكن هناك من سبيل إلى المستقبل أو كنا تحت ظروف عدم التأكد .

الخطر وعدم التأكد ، كما في التمويل الحديث ، يمكن مقارنتهما بمفهوم الغرر في الفقه الإسلامي ، فالفقه الإسلامي يمنع المعاملات التي تشتمل على غرر كثير ، يترجم غالباً بعدم التأكد وأحياناً بالخطر . وأحد معاني الغرر هو عدم دقة وعدم ملاءمة المعلومات المتاحة لدى أي من طرفي العقد . فعدم ملاءمة المعلومات حول محل المبادلة ، وشروط المبادلة ، يبطل العقد . ويلاحظ أن هذه الحالات تشكل مصادر محتملة للنزاع بين

طرفي العقد . لكن الخطر أو عدم التأكد بالنسبة للنتائج المستقبلية ، أو للتدفقات النقدية ، في حال الاستثمار في الأصول المادية ، كالاستثمار الذي يتم من خلال المضاربة والمشاركة ، يغتفر إذا كانت شروط المشاركة (مثل نسبة المشاركة) واضحة للطرفين ، وموافقة للشريعة ، وليس فيها مصدر محتمل للنزاع .

وعندما يتخذ المدير المالي قراراً بالاستثمار في أصول مادية أو مالية ، عليه أن يعترف بمخاطرة الناتج ، أي التدفقات النقدية الداخلة أو عوائد الاستثمار ، بالإضافة إلى الناتج نفسه . ولكن الكتب الدراسية القديمة في التمويل كانت تغفل هذا الأمر المهم ، وتركز على العوائد والمكافآت فقط ، ولا تعتبر الخطر إطلاقاً ، بوصفه بعداً ثانياً في صنع القرار . لكن ما لبث أن أدخل الخطر صراحة في نطاق التحليل الاستثماري ، في مرحلة تطويرية لاحقة . هذا وإن النطاق الإسلامي يعترف دائماً بدور الخطر في المسائل المالية ، بالتأكيد على أن أيًا من طرفي العقد المالي لا تطيب له العوائد إلا إذا تحمل المخاطرة .

٣-٢ تكافؤ الخطر والعائد

الارتباط بين الخطر والعائد أمر مركزي في التمويل الإسلامي . فقاعدة "الخراج بالضمان" تعد أساساً مهماً في جميع أشكال التعاقد المالي في الفقه الإسلامي . وتستلزم هذه القاعدة ، بعبارات سهلة ، أن يكون هناك توافق بين الأرباح (العوائد) والمسؤوليات (الخطر) . ويقتضي التأمل المنطقي في هذه القاعدة استبعاد الربا (حرمة العوائد الموجبة على الأصول ذات الخطر الصفري) ، وعدم قبول عقد الشركة عندما يعطي الحق لأي شريك بالاشتراك في الأرباح دون الخسائر ، كما يقتضي ذلك أن يتحمل المؤجر في عقد الإجارة ، وهو الذي يتقاضى الأجرة ، الخسائر التي تنشأ من هلاك الأصل . وهكذا فإن الطرف الذي يكون له الحق في العوائد الناجمة عن عقد مالي لا يكون له هذا الحق إلا إذا تحمل الخطر .

والمواد التالية من مجلة الأحكام العدلية (١) تؤكد هذه القاعدة :

المادة ٨٥ : الغنم بالغرم ؛

المادة ٨٦ : الأجر والضمان لا يجتمعان .

وتمضي المجلة خطوة أخرى إلى الأمام ، وتصرح في المادة ٨٨ بأن
النقمة بقدر النعمة ، والنعمة بقدر النقمة .

ولهذا آثار عميقة ، إذ فيه اعتراف بكراهية الخطر ، وتقدير التكافؤ بين
الخطر والعائد ، بالمعنى المعياري والوضعي . ويمكننا شرح هذه الآثار
بالنسبة للمدير المالي بالكلمات التالية :

١ - **قرارات الاستثمار** : المشروع يجب أن يأتي بعوائد أعلى ، إذا
كان ينطوي على مخاطر أعلى ، وبالعكس . وبكلام آخر فإن
المدير عندما يرتب عدة مشروعات لا يراعي فقط ربحيتها
المستقبلية ، وتدفقاتها النقدية وعوائدها ، بل يراعي فيها أيضاً
الخطر المرتبط بالعائد . وسنعود إلى هذا بتفصيل أكبر في
الفصل الخامس .

٢ - **قرارات التمويل** : إن تكلفة مصدر ما من مصادر الأموال
يجب أن تكون أكبر ، إذا انطوى هذا المصدر على خطر
أكبر ، وبالعكس . وتتمثل تكلفة رأس المال بالنسبة لمستخدم
الأموال في معدل العائد الذي يطلبه مورد الأموال ، وهذا
يتضمن التعويض الذي يتكافأ مع الخطر المرتبط بتدفقاته
النقدية . وسنعود إلى هذا بتفصيل أكبر في الفصل السادس .

لكن قد يكون من المفيد الآن إدخال أساسيات تحليل الخطر . ونختار
الاختصار عند تقديم مفاهيم يمكن العثور عليها بسهولة في الكتب الدراسية

النمطية الباحثة في تمويل الشركات . وعلى المدرس أن يلاحظ أن هذا الفصل مهم جدًا ، لأنه يعالج نظرية المحفظة ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية . وهذا فصل يعسر على الطلاب استيعاب مفاهيمه استيعابًا كاملاً. وسنعرض لهذين الأمرين بصورة مبسطة في المبحثين التاليين ، ثم ننتقل إلى بعض التعليقات من منظور إسلامي .

٣-٣ المحفظة ونظرية سوق رأس المال

- ١- جميع الأشخاص الراشدين يكرهون الخطر ، ويحاولون تخفيضه. وكراهية الخطر ، كما هو مبين أعلاه ، بوصفها نزعة بشرية فطرية معترف بها في النطاق الإسلامي ، وتخفيض الخطر يتفق مع الرشد الإسلامي .
- ٢- يقدم التنوع طريقة طبيعية لتخفيض الخطر . وهذا ما يشرح لماذا لا يضع المستثمر جميع البيض في سلة واحدة ، ويستثمر في محفظة (متنوعة) .
- ٣- كم عدد الأصول التي تشكل محفظة متنوعة بشكل جيد ؟ حسب الدلائل التجريبية المتاحة ، في الأسواق المالية ، فإن الأصول التي يبلغ عددها ثلاثين فقط ، يمكنها أن تظفر بجميع منافع التنوع الخافض للخطر .
- ٤- المستثمرون يحبون العوائد ، ويحاولون تعظيمها .
- ٥- المستثمرون يختارون مزيجًا أمثل للأصول التي تعظم عوائدهم المتوقعة بالنسبة لمستوى معين من الخطر ، أو تخفض الخطر بالنسبة لمستوى معين من العوائد المتوقعة .
- ٦- بالنسبة لمجموع السوق أو الاقتصاد ، جميع المحافظ الكفوءة (للأصول الخطرة) تقع على حد الكفاءة . وتعرف المحفظة الكفوءة بأنها المحفظة التي لا تتفوق عليها أي محفظة أخرى . وتتفوق المحفظة على محفظة أخرى عندما تقدم عوائد أعلى عند

نفس المستوى من الخطر ، أو تقدم نفس المستوى من العوائد عند مستوى من الخطر أقل . وحد الكفاءة هو أحد إسهامات نظرية المحفظة الشهيرة ، كما طورها رجل الاقتصاد المالي Harry Markowitz .

٧- إن إدخال أصل خالٍ من الخطر يؤدي إلى كفاءة إضافية ، ويسمح للمستثمرين بمحافظ متفوقة ، تمزج بين أصل خالٍ من الخطر ومحفظة سوقية فريدة (ذات أصول خطيرة) . ويسمى موقع Locus هذه المحافظ خط سوق رأس المال ، ويسيطر على حد الكفاءة . وخط سوق رأس المال CML هو أحد إسهامات نظرية سوق رأس المال الشهيرة ، كما طورها رجل الاقتصاد المالي William Sharpe .

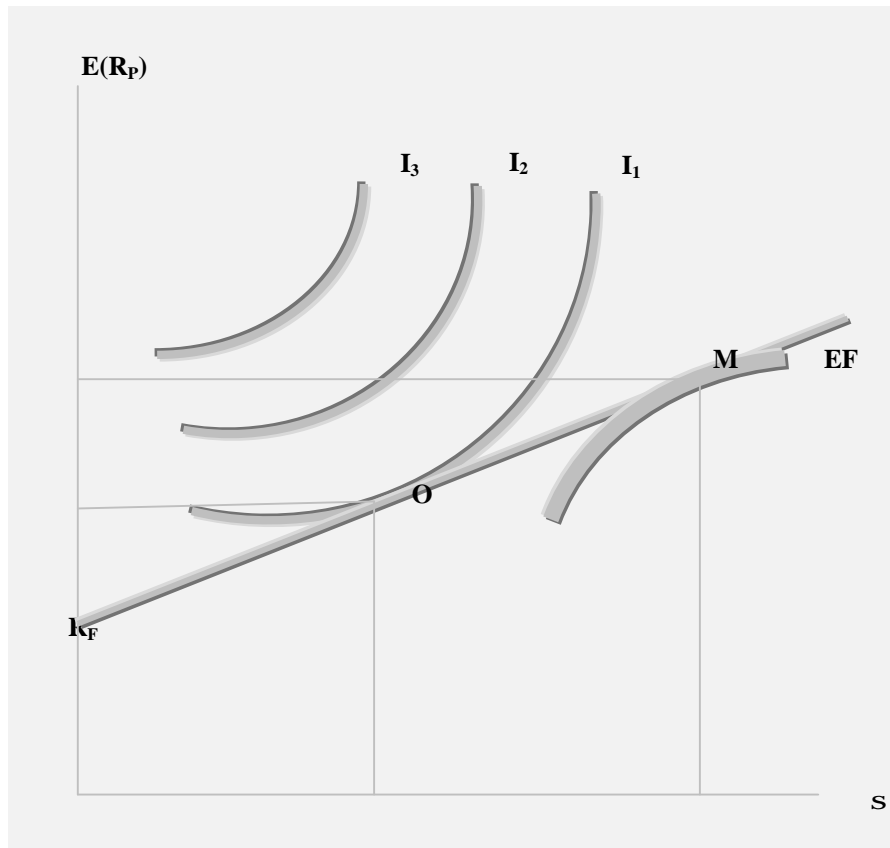
٨- إن إدخال منحنيات منفعة المستثمر يسمح باختيار المحفظة المثلى بالنسبة لمستثمر معين .

سنشرح نظرية المحفظة عند Markowitz ، ونظرية سوق رأس المال عند Sharpe ، في الشكل البياني ١-٣ . و EF هو حد الكفاءة الذي يرسم المحافظ الكفؤة . وخط سوق رأس المال CML هو R_{FOM} الذي هو مماس لـ EF عند النقطة M . ولهذا فإن النقطة M على كل من CML و EF هي المحفظة السوقية . ويريد المستثمر تعظيم منفعته باختيار المحفظة O على CML . وهذه هي نقطة التماس بين CML ومنحنى سواء المنفعة للمستثمر .

٣-٣-١ نظرية المحفظة و CML من منظور إسلامي

كم هو مناسب هذا النطاق المبين أعلاه من منظور إسلامي ؟ من الواضح أن هناك حاجة لبعض التعديل . نبدأ بتقديم النطاق المعدل ، كما هو مقترح في دراستين حديثتين ، ثم نغامر بتقديم نطاقنا الخاص .

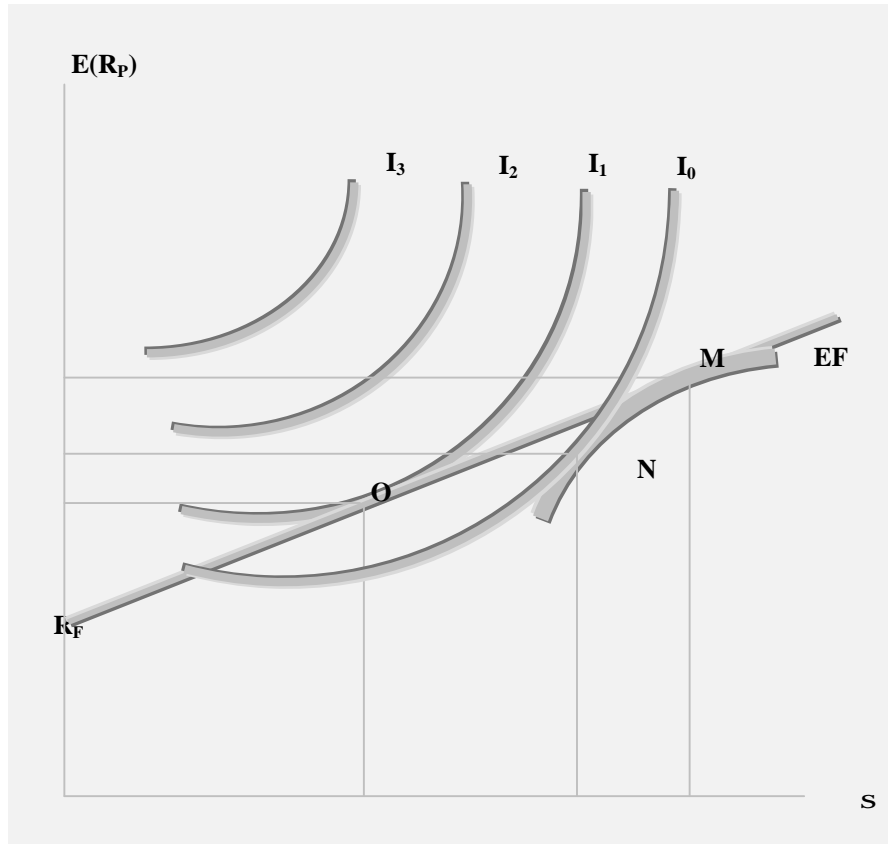
بعض الباحثين المسلمين (نقوي ١٩٨٦م) تسرعوا في القول بأنه ليس هناك أصل خالٍ من الخطر R_F في اقتصاد إسلامي (٢) . فإن مبدأ تحريم الربا يمنع بالطبع أي عائد موجب إذا لم يوجد خطر . والنتيجة ليس هناك CML . ويحتوي السوق على أصول خطرة (مشابهة لحقوق الملكية) فقط، وعلى المستثمر أن يختار من بين المحافظ الكفوءة على حد الكفاءة EF فقط.



الشكل ١-٣ إيجاد محفظة مثلى في الأسواق التقليدية

ويمكن الآن تحديد اختيار مستثمر ما بنقطة التماس بين EF ومنحنى سواء منفعة المستثمر . والنتيجة هي خسارة الرفاه ، لأن المستثمر يعمل الآن على منحنى سواء أدنى . وهذه الإمكانية معروضة في الشكل البياني ٢-٣ . لكن تاج الدين (١٩٩١م) تحدى هذه النتيجة ، إذ لاحظ أن

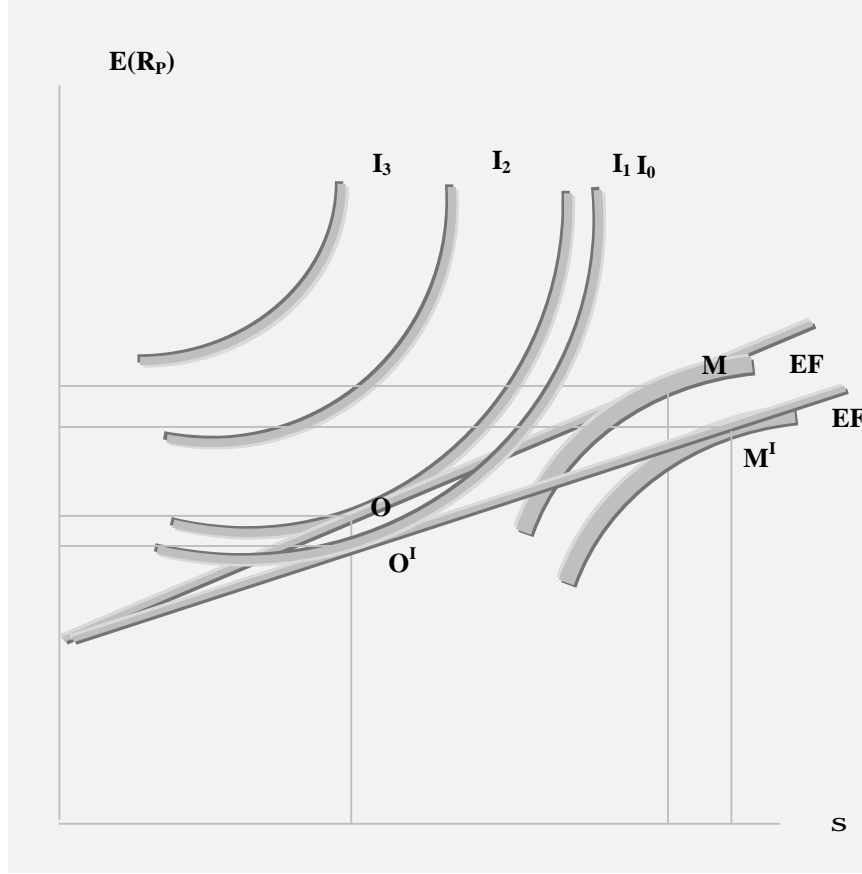
النتيجة المتعلقة بخسارة الرفاه كانت تابعة لفرض تحذب منحني سواء منفعة المستهلك . واستند فرض التحذب نفسه إلى فروض تقليدية ، وربما تم استخدامه لأسباب براغماتية للتخلي عن نموذج اختيار محفظة ملائم حسابيًا. ولهذا فإن فرض خسارة الرفاه في ظل النطاق الإسلامي كان وهماً (٣) .



الشكل ٣-٢ إيجاد محفظة مثلى في أسواق تقليدية وإسلامية

هناك دراسة أخرى لـ Johnson و Neave (١٩٩٦م) تفترض أن النطاق الإسلامي سيكون مختلفًا ، بسبب القيود التي يضعها على إمكانيات التنويع . فالمستثمر الإسلامي يغربل عالم الأسهم والمشروعات حسب شرعيتها . فما لا يتفق مع مَعْلَمَات التوافق الشرعي (مثل شركات الخمر ، والخنزير ، واللهم ، والخدمات المالية، أو الدين الذي يحمل فائدة عالية ...) .

يتم استبعاده من ميدان الاختيار ، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض إمكانيات التنويع . وهذا ما قد يستلزم انتقال حد الكفاءة إلى اليمين (خطر أعلى لنفس مستويات العوائد المتوقعة) . ويدع الباحثان Johnson و Neave الأصل



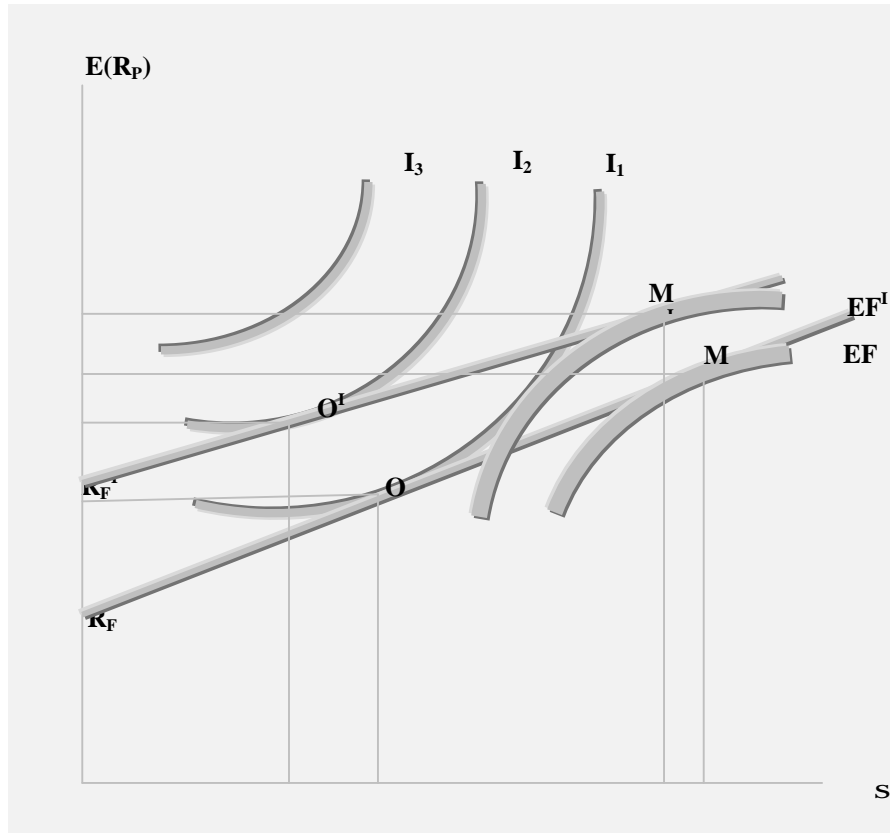
الشكل ٣-٣ إيجاد محفظة مثلى في أسواق تقليدية وإسلامية
(Johnson and Neave 1996)

الخالي من الخطر دون مساس ، ويمضيان في تحديد محفظة مثلى للمستثمر . والنتيجة مبينة في الشكل البياني ٣-٣ . ومن السهل أن نرى أن هناك خسارة رفاة مرة أخرى ، لأن المستثمر يعمل الآن على منحني سواء منفعة أدنى (٤) .

إن الدراستين المذكورتين أعلاه قد تم إعدادهما منذ ما يزيد على عقد زمني، وقد تغير الكثير في مشهد التمويل الإسلامي . فهناك تطور مهم ، وهو ظهور سندات دين إسلامية مدعومة بأصول ، مثل صكوك الإجارة ، التي لا تكاد تنطوي على أي خطر للمستثمر . والخطر المتبقي في الإجارة الإسلامية (الذي يمنح المشروعية لهذا الاستثمار) يتم تحويله إلى طرف ثالث يتحمل طوعاً مثل هذا الخطر . والنتيجة هي أن هذه الصكوك تعمل مثل سندات الخزينة أو السندات الحكومية ، أو مثل الأصل الخالي من الخطر في نطاقنا، إذا ما تكلمنا نظرياً. وعلى شاكلة فرض William Sharpe ، يمكن للمرء أن يفترض بمرونة أن يكون للعوائد على سندات الدين الإسلامية ارتباط قليل بالعوائد من الأصول الخطرة كحقوق الملكية . وبالطبع فإن عوائد السندات المدعومة بالأصول يبدو أنها في النطاق الإسلامي أعلى من عوائد السندات التقليدية المماثلة لها . وعلى هذا فإن المعدل الخالي من الخطر R_F^I في النطاق الإسلامي يرجع إلى العوائد من سندات الدين الإسلامية الخالية من الخطر والمدعومة بالأصول . وأكثر من هذا نلاحظ أن $R_F^I > R_F$.

إن فرض دراسة Johnson و Neave ، بخصوص انتقال حد الكفاءة إلى اليمين ، يظهر أنه غير واقعي . فالاستثمار الإسلامي أولاً يغربل عالم الأسهم الذي هو كبير بما يكفي لتوليد محافظ متنوعة تنوعاً جيداً . وهناك عدد كبير من الدراسات التجريبية التي تؤكد أن حجم المحفظة لا يجب أن يكون كبيراً جداً لبلوغ منافع التنويع الكفؤ . وألاحظ أن معلم الغرلة الكبير يتصل بالرفع المالي الذي تستخدمه المنشأة . والمنشآت ذات النسب العالية من الدين – رأس المال تُستبعد تلقائياً ، والعالم المقبول يتضمن السندات التي فيها دين يحمل فائدة قليلة جداً في هيكل رأس مال هذه المنشآت . إنها نظرية شهيرة في التمويل الحديث ، هي أن بيتا ، التي هي مقياس الخطر المنظم الذي لا يمكن تنويعه كثيراً ، لها علاقة خطية ومباشرة بالرفع المالي. ويبدو أن المنشآت ذات الدين القليل لها بيتا قليلة . وثانياً فإن إضافة سندات إسلامية جديدة قد توسع عالم الأصول المالية ، وتزيد في فرص

التنوع . وبهذا فإن نتيجة استبعاد بيتا العالية ، وإضافة سندات إسلامية ، سوف يؤدي في الحقيقة إلى انتقال EF إلى اليسار ، وليس إلى اليمين . وبهذا التحليل المبين أعلاه ، نصبح الآن في مركز نستطيع معه إعادة رسم شكلنا البياني . ولتسهيل المقارنة ، نجمع بين النطاق التقليدي والإسلامي في الشكل البياني ٣-٤ .



الشكل ٣-٤ إيجاد محفظة مثلى في أسواق تقليدية وإسلامية (نطاق مقترح)

إن حدّي الكفاءة هما EF و EF^I على التوالي . وخط سوق رأس المال في النطاق الإسلامي هو $R_F^I O^I M^I$ الذي هو مماس لـ EF^I عند النقطة M^I . وقد يعظّم المستثمر منفعته باختيار محفظة O^I على الخط الجديد لسوق رأس

المال . ومن السهل أن نرى أنه قد يكون ثمة مكسب رفاه للمستثمر ، لأنه قد انتقل إلى منحى سواء أعلى .

٣ - ٤ نماذج تسعير الأصول

في حين أن EF و CML يُظهران جميع المحافظ الكفوءة في السوق ، فإن العلاقة بين الخطر والعائد ، على مستوى السندات الفردية والأصول والمحافظ ، هي أسيرة نماذج تسعير الأصول . وأهم نموذج لتسعير الأصول ، من بين هذه النماذج ، هو نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM . ويمكن عرض هذا النموذج بالعبارات التالية :

- ١ - التنويع هو الطريق الطبيعي لتخفيض الخطر .
- ٢ - الخطر الذي يمكن تنويعه جداً هو الخطر غير المنظم .
- ٣ - الخطر الذي لا يمكنه تنويعه جداً هو الخطر المنظم .
- ٤ - المستثمرون في المحفظة يتعرضون للخطر المنظم ، ولهذا فإنهم يطلبون تعويضاً عن هذا الخطر .
- ٥ - نموذج السوق يقدم طريقاً لقياس الخطر المنظم . ويسمى هذا القياس "بيتا" ، ويعبر عن درجة ارتباط عوائد الأصول بعوائد محفظة السوق .
- ٦ - بيتا صفر تستلزم عوائد أصول ليس لها ارتباط بعوائد السوق . وهذا هو الأصل الخالي من الخطر . وبيتا واحد تستلزم أن تكون عوائد الأصول ذات ارتباط موجب تماماً بالعوائد على السوق . والآن بما أن الأصل (بيتا صفر) الخالي من الخطر يتوقع أن يولد عائداً مساوياً لـ R_F ، والمحفظة السوقية يتوقع أن تولد عائداً مساوياً لـ R_M ، فإن نموذج تسعير الأصل الرأسمالي يربط العائد المتوقع والمطلوب على الأصل الخطر بالبيتا الخاصة به بالطريقة التالية . فإن فائض العائد على الأصل المعطى (فائض فوق العائد على الأصل الخالي من الخطر) يجب أن يكون متناسباً مع فائض العائد على محفظة السوق .

$$E(R_P) - R_F = \beta [E(R_M) - R_F]$$
$$\text{Or, } E(R_P) = R_F + \beta [E(R_M) - R_F]$$

وبهذا فإن CAPM يقدم طريقة لقياس تكلفة الأصول الخطرة ، مثل حقوق الملكية . وينشئ في الواقع علاقة خطية بين الخطر الذي يقاس بواسطة "بيتا" وتكلفة حقوق الملكية $E(R_P)$ في المعادلة أعلاه . وتذكر هذه العلاقة فيما يسمى خط سوق الأوراق المالية SML .

٣-٤-١ نظرية تسعير الأصل من منظور إسلامي

من CAPM هناك عدة أنواع من هذا النموذج تتقلها الكتابات المالية . ومن أهمها نظرية تسعير المراجعة ، التي تستخدم أساساً عدة عوامل ، بدلاً من محفظة سوقية واحدة ، لإدراك الخطر المنظم . وماعدا ذلك يبقى النطاق الرئيسي كما هو . فمعدل العائد المطلوب على أصل ما يقدر بمبلغ من عنصرين : المعدل الخالي من الخطر ، وعلاوة الخطر . وعلاوة الخطر هي تعويض عن الخطر المنظم . ولهذا فإن المشكلة تقلص إلى حد كبير التقدير المناسب للخطر المنظم ، وتترجم هذا القياس للخطر في علاوة خطر . كيف يتم فعل هذا ؟ هذه مسألة صارمة علمياً إلى حد بعيد ، وذات صحة تجريبية . ومن الوجهة الإسلامية ترتبط هذه المسألة بوجود المعدل الخالي من الخطر في المعادلة . هل يجب أن نستبدل بهذا المعدل معدل العائد على صكوك الإجارة الخالي من خطر التخلف عن الدفع ، والذي يمكن أن يفترض بأنه آمن ، لأن ارتباطه بعوائد سوق حقوق الملكية صفر أو مهمل ؟ هذا حل واقعي . وهناك بديل آخر يمكن للمرء أن يبحث فيه عن حل تجريبي لهذه المشكلة . وهذا الحل ينطوي على محفظة بيتا صفر ، ومن ثم استخدام العائد الملحوظ على محفظة بيتا صفر وكيلاً عن R_F .

هوامش الفصل

- 1) *Majallahel-Ahkam-I-Adliya* (n.d) translated by C.R. Tyser, Law Publishing Company Lahore, Pakistan
- 2) Naqvi, S.N.H. (1986), *A Model of Dynamic Islamic Economy*, Pakistan Institute of Development Economics, Islamabad, Pakistan.
- 3) Tag el-Din, Seif. I. (1991), "Risk-Aversion, Moral Hazard and The financial Islamization Policy", *Review of Islamic Economics*, Volume1, No. 1, pp. 49-66.
- 4) Lewis D. Johnson and Edwin H. Neave (1996) *Efficiency and Effectiveness of Islamic Financing: The Cost of Orthodoxy*, Working Paper # 96-26, Queen's School of Business, Queen's University, Canada

٤ - كفاءة السوق

التمويل الحديث للشركات يفترض أسواقاً كفؤة . وهذه الأسواق تؤمن صلة وثيقة بين القيمة الحقيقية (أو الذاتية) والقيمة السوقية للمنشأة . فإذا كانت المنشأة في المحصلة ذات قرارات استثمارية وتمويلية وتشغيلية سليمة، فإنها تكون قوية مالياً ، ومن ثم فإن أسعار أسهمها تعبر عن هذا التغير الإيجابي بالصعود . وتؤدي زيادة سعر سهم المنشأة ، أو قيمتها السوقية ، إلى زيادة ثروة المساهمين . وبالمثل فإن المنشأة إذا كانت في المحصلة ذات قرارات استثمارية وتمويلية وتشغيلية غير رشيدة وغير سليمة ، فإنها تكون ضعيفة مالياً ، ومن ثم فإن أسعار أسهمها تعبر عن هذا التغير السلبي بالهبوط . ويؤدي نقصان سعر سهم المنشأة ، أو قيمتها السوقية ، إلى نقصان ثروة المساهمين . وعلى هذا فإن هدف المدير المالي في تعظيم ثروة المساهمين لا يتوقف على سلامة قراراته فحسب ، بل يتوقف أيضاً على كفاءة السوق ، التي تتحدد فيها قيمة المنشأة بصورة مستمرة .

وتقدم فكرة الأسواق الكفؤة ضمن نظرية تحمل هذا الاسم . وهذه النظرية تشكل أساساً للعديد من النظريات الأخرى في التمويل الحديث . وفي حين أن المدرس يمكنه استخدام التجريب في أسواق محددة ، للحكم على ما إذا كانت النظرية تصح أو لا تصح ، قد يكون من المفيد أكثر من جهته تفهيم الطلاب ما الذي يجعل السوق كفؤة . وهناك مسألة لا تزال مهمة جداً ، وهي اكتشاف ومناقشة ما إذا كانت الأسواق الإسلامية المسترشدة والمقيدة بمعايير الأخلاق الإسلامية هي أسواق كفؤة . سنبدأ أولاً بمفاهيم كفاءة السوق .

٤- ١ أشكال الكفاءة

إن مفهوم **كفاءة التخصيص** يستلزم أن تتجه الأموال إلى المشروعات المرغوبة . فيجب أن تتدفق الأموال أكثر إلى المشروعات ذات الربحية العالية والخطر القليل (ومن ثم القيمة الأعلى) ، وبالعكس . وهذا يستدعي أن تنال الأسهم المصدرة من هذه المشروعات سعراً أعلى في السوق . فيجب أن تعبر الأسعار عن القيمة الحقيقية للأسهم في السوق الأولية ، حيث تم طرح الأولي العام للأسهم ، وفي السوق الثانوية ، أو بورصة الأوراق المالية ، حيث يتم تبادل الأسهم الموجودة باستمرار .

أما **كفاءة التسعير** فهي مطلب سابق لكفاءة التخصيص ، وهي تعني أن أسعار الأسهم يجب أن تكون مساوية لقيمتها الحقيقية في جميع الأوقات . ويمكن بلوغ التعادل بين سعر السهم وقيمه فقط عندما تكون هناك كفاءة معلومات . فعلى سبيل المثال ، في السوق الثانوية حيث يتم تبادل الأسهم باستمرار ، يمكن أن يحدث تغير في قيمة السهم إذا تغيرت المعلومات ، سواء أكان تغيراً في الربحية أم في الخطر أم في كليهما معاً . فمع تغير القيمة يكون هناك تعديل . وفي سوق كفاءة تكون ردة الفعل هذه آنية ودقيقة . ومن ثم فإن التكافؤ بين السعر والقيمة يجب الحفاظ عليه في جميع الأوقات .

أما **كفاءة المعلومات** فتستلزم ألا تكون هناك فواصل زمنية بين نشر المعلومات واستيعابها .

وهناك متطلب سابق لكفاءة التسعير ، وهو **كفاءة التشغيل** التي تتطلب أن تنفذ المعاملات بأدنى التكاليف . فارتفاع تكلفة المعاملات يمنع تعديل السعر من أن يأخذ مجراه بصورة فورية ودقيقة .

ومن الواضح ، في ضوء ما سبق ، أن أي تحرك أو تنظيم من شأنه تخفيض تكاليف الصفقات يؤدي إلى تسهيل نظام التبادل ، وزيادة توافر المعلومات ودقتها ، وتحسين المعلومات التي يعالجها المشتركون كخطوة

باتجاه تحسين كفاءة تخصيص النظام . كذلك فإن تعديل السعر الفوري والدقيق يفترض أن تجبر الضغوط التنافسية المكثفة فيه جميع المشاركين على رد فعل ، بدون أي فاصل زمني ، وأن يهيمن على الأسواق مستثمرون رشيدون ليست لهم ردود فعل أعلى مما يجب ولا أقل . كذلك فإن السوق الكفؤة هي سوق مستقرة ليس فيها تأرجحات عنيفة ، بسبب السلوك غير الرشيد من جانب المستثمرين .

إن الأسواق الكفؤة ، كما نوقشت أعلاه ، تتصل بكفاءة التسعير .

٤ - ٢ أشكال كفاءة التسعير

أول شكل من أشكال كفاءة السوق هو **كفاءة الشكل الضعيف** ، وهي الوضع الذي تعكس فيه أسعار السوق بسرعة جميع المعلومات الموجودة في تاريخ الأسعار الماضية . وإن حركات الأسعار الماضية هي حركات عشوائية ، ولا يمكن للماضي أن يتنبأ بتغيرات الأسعار المستقبلية .

ويحاول المحللون الرئيسيون إيجاد أوراق مالية مقومة بأقل أو بأكثر من القيمة ، وذلك بتحليل معلومات "رئيسي" ، كالمكاسب وقيم الأصول ... إلخ ، لكشف ما لم يكشف بعد من المعلومات حول مستقبل المنشأة . إنهم يفكرون في محاولة التنبؤ بالمعلومات المستقبلية . ويدرس المحللون الفنيون أسعار الماضي ، ويبحثون عن النماذج القابلة للتنبؤ . وسرعان ما تظهر معلومات جديدة في سعر الورقة ، دون أن يكون المستثمرون قادرين على اكتساب عوائد عليا ، بالشراء أو بالبيع بعد تاريخ الإعلان .

والشكل الثاني من أشكال كفاءة السوق هو **كفاءة الشكل شبه القوي** ، وهي وضع سوقي تعبر فيه أسعار السوق عن جميع المعلومات المتاحة للجمهور .

والشكل الثالث من أشكال كفاءة السوق هو **كفاءة الشكل القوي** ، وهي وضع تعبر فيه الأسعار بسرعة عن جميع المعلومات التي يمكن

استخدامها لتحديد القيمة الحقيقية . وفي هذه السوق تكون جميع الأسعار عادلة ، ولا يستطيع أي مستثمر أن يقوم بتنبؤات متفوقة ودقيقة عن تغيرات أسعار المستقبل . حتى مديري المحفظة المحترفين لا يستطيعون أن يحققوا إنجازاً أعلى بصورة مستمرة في السوق ، ولهذا يتحملون إنشاء محافظ "مؤشر" Index Portfolios ، يتم تجميعها من أجل تحقيق مؤشرات سوقية شعبية ملائمة .

وتستلزم نظرية السوق الكفاءة أن تعبر أسعار سوق الأوراق المالية عن قيمة عادلة . ويرى البعض أن هذا غير ممكن ، لأن الأسعار ترتفع وتخفض ، ولا تتغير القيمة العادلة إلا قليلاً ، وتتغير القيمة السوقية العادلة بتجدد المعلومات حول التدفقات النقدية المستقبلية المرتبطة بالورقة . وتستلزم نظرية السوق الكفاءة أن يعمل مديرو المحافظ في سوق تنافسية جداً مع مزايا مضافة قليلة أو معدومة ، فوق مدير المحفظة التالي . إنهم يحققون القليل من العوائد الاستثنائية ، ليس لأنهم غير مؤهلين ، ولكن لأن الأسواق تنافسية ، وهناك القليل من الأرباح السهلة .

وبالرغم من أن فرض الأسواق الكفاءة قد تم تدعيمه بحثياً ، إلا أن هناك القليل من الحوادث والاستثناءات لاتزال غير مفسرة . وأحد هذه الاستثناءات هو بدهاة أن المديرين قد حققوا باستمرار أرباحاً عالية من التجارة بأسهم شركتهم ، ربما بالاستناد إلى معلومات خاصة جيدة ، ولكن باختبار نظرية كفاءة الشكل القوي .

ويعلم المديرون عن فرص الشركة أكثر من غيرهم من المشتركين في السوق . فقد حققت أسهم المنشآت الصغيرة باستمرار إنجازاً يفوق أسهم المنشآت الكبيرة ، ولاسيما في يناير ، وهذا ما أضعف حتى فرض كفاءة الشكل الضعيف . ويبدو أن حقيقة دخول متغيرات أخرى غير مفسرة بعد هي الجواب المرجح .

٤-٣ قرارات الاستثمار والتمويل في الأسواق الكفوءة

قد يلاحظ المدرس هنا أن هذا الفصل يحتوي على مادة ، تفترض مسبقاً فهماً لكيفية اتخاذ قرارات الاستثمار والتمويل . وبما أن هذا سيناقش في الفصلين الخامس والثامن ، فيمكن للمدرس أن يغفل المحتويات أولاً ، فيذهب ثم يعود فقط بعد تغطية الفصول ذات الصلة .

١- قرارات التمويل أعقد من قرارات الاستثمار ، لأن الأوراق المالية المعروضة للبيع متنوعة كثيراً ومتزايدة باستمرار ، وعدد المؤسسات المالية التي تقدم التمويل كبير جداً ، والسوق تنافسية جداً .

٢- في بعض الحالات ، تكون قرارات التمويل أسهل من قرارات الاستثمار . وقد تعود القرارات المالية أكثر سهولة من القرارات الاستثمارية . ومستوى التنافس في الأسواق المالية واسع إلى درجة يكون معها من الصعب اتخاذ قرار مالي غير صحيح . فكل الأسعار والمعدلات والشروط عادلة ، أو هي قيم حقيقية . وخلافاً للقرارات الاستثمارية التي تقدم في العادة قيمًا حالية صافية موجبة، تقدم القرارات التمويلية في العادة قيمًا حالية صافية صفرية مسعرة تسعيرًا عادلاً .

٣- تجمع الأموال وتباع الأوراق المالية في أسواق رأس مال كفوءة ، أو أسواق تعبر فيها أسعار الأوراق بسرعة عن جميع المعلومات ذات الصلة ، والمتوافرة باستمرار ، حول قيم الأصول .

٤- في الأسواق الكفوءة ، تسعر جميع الأوراق المالية تسعيرًا عادلاً ، بحيث يكون التمويل دائماً عبارة عن صفقة ذات قيمة حالية صافية صفرية .

٤ - ٤ دروس من نظرية السوق الكفوة

أ/ الأسواق ليس لها ذاكرة : حتى لو افترضت نظرية الأسواق الكفوة أن الأسعار الماضية لا تحتوي على معلومات عن الأسعار المستقبلية ، أو أن الأسعار هي مسار عشوائي ، فإن المديرين الماليين غالبًا ما يتصرفون كما لو أنهم لا يقبلون هذا الفرض :

- ١ - المديرون يعارضون إصدار أسهم بعد الهبوط ، وينتظرون النهوض.
- ٢ - المديرون يفضلون إصدار أسهم ، بدل سندات دين ، بعد زيادة قيم الأسهم . ويحاولون البيع عندما ترتفع الأسهم ، لتخفيض تضخم إيراد السهم الواحد EPS .
- ٣ - المديرون يرفضون بيع حقوق الملكية ، إذا كانت هناك معلومات مواتية عن المستقبل ، لكن المعلومات الخاصة لا تفعل شيئًا بالأسعار الماضية ، إلا مستقبل المنشأة .

ب/ لا توجد أوهام مالية : المستثمرون غير معنيين بالدخل المحاسبي وقياسه وتوقيته ، بل هم معنيون فقط بالتدفقات النقدية . والمحاسبة الخلاقة هي حجاب غير مرئي للمحللين ، لكن المديرين يشعرون بأن آخرين ينتفعون بطرقهم المحاسبية "دخان ومرآيا" Smoke and Mirrors . وتشير البحوث إلى أن مثل هذه الإفصاحات لا تنتج قيمة طويلة الأجل ، وأن المعلومات المتصلة فقط بالتدفقات النقدية المستقبلية هي معلومات "القيمة المناسبة" للسوق .

ج/ لا توجد وجبات طعام مجانية في سوق الأسهم : أسعار السوق موثوقة في سوق كفوّة ، ولا يوجد صفقة أفضل في الغد .

٤-٥ كفاءة السوق والأخلاق

يجب أن تكون السوق المالية كفوّة وأخلاقية وعادلة أيضاً بالنسبة لجميع المشاركين . وفكرة الأخلاق أو العدالة في السوق المالية تتناقص عموماً في نطاق مؤهلات وحقوق المدخرين والمستثمرين . ويمكن للمدرس أن يضيء حقيقة مفادها أن هناك ندرة عامة في أدبيات الأخلاق المالية . وثمة دراسة أعدها Shefrin و Statman (١٩٩٢م) تبين سبعة أصناف من عدالة النظام المالي : التحرر من الإكراه ، التحرر من تشويه الحقائق ، الحق في معلومات متساوية ، الحق في سلطة تعامل متساوية ، التحرر من الاندفاع ، الحق في تجارة بأسعار كفوّة ، الحق في قوة تفاوضية متساوية (١) .

٤-٥-١ التحرر من الإكراه

تستلزم الحرية أن يكون للمستثمرين الحق في أن لا يكونوا مكرهين على التعامل . وتكون المعاملة عادلة إذا ساندتها إرادة حرة من جميع أطراف العقد . وهناك بعد آخر لهذه الحرية ، وهو الحق في عدم المنع من الدخول في التعاقد . وتستلزم هذه الحرية أيضاً الحق في البحث عن معلومات ، وفي الوقت نفسه بدون إجبار على إبداء إفصاحات معينة.

٤-٥-٢ التحرر من تشويه الحقائق

تستلزم الحرية أن يكون لجميع المستثمرين الحق في الاعتماد على معلومات ، يتم الإفصاح عنها إرادياً على أنها صادقة . وهذا لا يستلزم أي نوع من الإجبار على الكشف عن معلومات . ولكن حالة الإفشاء المتعمد لمعلومات غير دقيقة تستدعي مساءلة مقدم هذه المعلومات .

٤-٥-٣ الحق في معلومات متساوية

هذا الحق يخول جميع المستثمرين في الوصول المتساوي إلى مجموعة خاصة من المعلومات . فالطرف الذي يملك مجموعة محددة من المعلومات ذات الصلة بالقيمة يلزم بالإفصاح عنها للآخرين . فمثلاً في وقت الطرح العام الأولي IPO قد يجبر المروجون على أن يكشفوا للسوق جميع المعلومات ذات الصلة بالقيمة والمعروفة لهم .

وكذلك يمنع المستثمرون الذين يتمتعون بوصول متميز إلى "معلومات داخلية" Inside Information من استخدام هذه المعلومات في معاملاتهم . وإن معايير الإفصاح الإلزامي ، وكذلك تنظيمات التجارة الباطنة Insider Trading تنكر بوضوح التحرر ضد الإكراه ، بالنسبة لأي مشترك في السوق .

٤-٥-٤ الحق في سلطة معالجة معلومات متساوية

هذا الحق يخول جميع المستثمرين ليس فقط في الوصول إلى مجموعة مشتركة من المعلومات ، بل أيضاً في القدرة على معالجة معلومات "الحد الأدنى من الأهلية" Competency Floor ، والحماية من "أخطاء المعرفة" . وقد يأخذ هذا الحق شكل كشف إجباري عن معلومات في شكل "معالج" ، أو حرمة بعض الصفقات حيث تعاني بعض مجموعات المستثمرين من سيئة معالجة المعلومات .

٤-٥-٥ التحرر من الاندفاع

هذا الحق يخول جميع المستثمرين للاحتماء من مراقبة الذات الناقصة . وهذا يؤكد أن المستثمر ممنوع من ارتكاب أخطاء ، تلحق الضرر بمصالحه الخاصة . فمثلاً يمكن أن تطالب السلطة المنظمة البائعين بتقديم ثلاثة أيام فترة "تبريد" ، يمكنهم فيها إلغاء صفقة اندفاعية . وفي حين أن

السلطة المنظمة تشترط حقوق سلطة معالجة متساوية ، والتحرر من الاندفاع ، فإنها تفرض دوراً ألبوياً ، وتبحث عن حماية المستثمرين .

٤-٥-٦ الحق في التجارة بأسعار كفوّة

هذا الحق يخول جميع المستثمرين بالتجارة بأسعار يرون أنها كفوّة وصحيحة . والبديل هو ترك الأسعار تتعدل بأي مبلغ ضروري لمساواة العرض بالطلب من قبل المستثمرين ، حتى لو أدت هذه العملية إلى خلق تقلبات مفرطة .

٤-٥-٧ الحق في قوة تفاوضية متساوية

هذا الحق يخول جميع المستثمرين قوة متساوية في المفاوضات المؤدية إلى عقد الصفقات . ويمكن أن تنشأ قوة تفاوضية غير متساوية عندما يعاني أحد الطرفين في الصفقة من عجز أو نقص في معالجة المعلومات، أو من رقابة ذاتية ناقصة . وقد توجد قوة مفاوضة غير متكافئة من جهة أخرى ، كما في حالة المستثمرين الذين يتمتعون بثروة صافية منخفضة، ويتنافسون مع مستثمرين يتمتعون بثروة صافية عالية ، من أجل الحصول على حصة في الطرح العام الأولي IPO . ويلاحظ أن المعايير الستة الأخيرة تنفي المعيار الأول ، وهو التحرر من الإكراه .

وغالبا ما تعزز تنظيمات السوق المالية كلاً من الكفاءة والأخلاق . ولكن في عدد من الأمثلة قد يوجد نزاع بين المشاريع حول الكفاءة والأخلاق . ففي مثل هذه الحالات ، تنطوي التنظيمات على خيار بين الاثنين . وتقدم دراسة قام بها Shefrin و Statman حساباً شفافاً لحوادث بارزة ، ويصفان التنظيمات الحالية بأنها نتيجة "صراع عنيف" ومستمر بين الاهتمام بالأخلاق والاهتمام بالكفاءة . وفي نظام إسلامي بالتعريف يتفوق الاهتمام بالأخلاق على أي اهتمامات أخرى . لكن هل يستلزم هذا أن تكون

الأسواق المالية الإسلامية أقل كفاءة؟ ما هي مفاهيم الأخلاق في السوق المالية الإسلامية؟

٤-٦ أخلاق السوق الإسلامية

في نظام مالي إسلامي ، يحتوي على أسواق ومؤسسات ، يجب عدم انتهاك المعايير الشرعية ، ويجب أيضاً أن يتفوق الاهتمام بالأخلاق المالية الإسلامية على جميع الاهتمامات الأخرى . ما المعايير الرئيسية للأخلاق المالية الإسلامية؟ عند هذه المرحلة ، يمكن للمدرس أن يعرف باختصار المعايير والاهتمامات التالية :

٤-٦-١ حرية التعاقد

يوفر الإسلام حرية أساسية للدخول في الصفقات . قال تعالى : ﴿ وأحل الله البيع ﴾ البقرة ٢٧٥ . ولا يصح العقد إذا كان فيه إكراه لأي من الطرفين .

٤-٦-٢ التحرر من الربا

جميع العقود والصفقات يجب أن تكون خالية من الربا . والربا هو "الزيادة" ، وحرمة الربا تعني أن ليس هناك تعويض عن التفضيل الزمني وحده . فالتعويضات أو العوائد أو الأرباح يجب أن تقترن دائماً بالمسؤولية أو بالخطر . ومسألة الربا حظيت بكتابات كثيرة ، وهناك إجماع عام حول معنى الربا ومستلزماته .

٤-٦-٣ التحرر من الغرر (عدم التأكد المفرط)

جميع أشكال العقود والصفقات يجب أن تكون خالية من الغرر (أو عدم التأكد) الكثير . وهذا يستلزم عدم جواز التعاقد تحت ظروف عدم التأكد

المفرط . وقد بيّن الفقهاء الظروف والأوضاع التي تنطوي على عدم تأكد مفرط ، وتمنع العقد .

٤-٦-٤ التحرر من القمار والميسر (الدخل غير المكتسب)

التعاقد في ظل عدم التأكد المفرط (الغرر) يشبه القمار . والمضاربة على الأسعار ، التي لا تقوم على المعلومات وفي شكلها السيئ تشبه القمار أيضاً . والقرآن والحديث النبوي يحرمان صراحة المكاسب التي تعتمد على ألعاب الحظ ، وتنطوي على دخل غير مكتسب (ميسر) .

٤-٦-٥ التحرر من مراقبة الأسعار والتحكم بها

يريد الإسلام سوقاً حرة ، تتحدد فيها الأسعار بقوى الطلب والعرض . فلا يجب أن يكون ثمة تدخل في عملية تكون الأسعار ، حتى لو كان هذا التدخل من قبل هيئات تنظيمية . ويلاحظ هنا أن التسعير مقبول فقط لمواجهة حالات شذوذ السوق الناشئة من فساد شروط المنافسة الحرة .

٤-٦-٦ حق التعاقد بأسعار عادلة

في بعض الحالات ، يقوم التسعير على عملية تقويم . ففي مثل هذه الحالات ، يكون الفرق بين السعر الذي تنفذ به الصفقة والسعر العادل (حسب رأي خبراء التقويم) غيباً ، ووجود الغبن يجعل الصفقة غير أخلاقية .

٤-٦-٧ الحق بالمعلومات المتساوية والملائمة والدقيقة

يعطي الإسلام أهمية كبرى لدور المعلومات في السوق ، فلا يجوز تسريب معلومات غير دقيقة . كذلك فإن إخفاء معلومات غير حيوية (الغش) يعدّ انتهاكاً لمبادئ الأخلاق الإسلامية . وحسب الأحاديث النبوية، يعطى الطرف المتضرر بالمعلومات في وقت التعاقد ، خيار إلغاء العقد . ويرى الفقهاء أن العقد يجب أن يكون خالياً من الجهالة والخداع حتى يكون

إسلامياً. ولهذا فإن السوق الشفافة مهمة تماماً ، ويجب تنفيذ العقود في السوق ، بعد أخذ جميع المعلومات ذات الصلة بعين الاعتبار .

٤-٦-٨ التحرر من الضرر

وهذا يشير إلى إمكانية وجود طرف ثالث يصيبه الضرر بالعقد المبرم بين الطرفين . فإذا تم تنفيذ عقد بين طرفين بالتراضي ، وكان من شأن ذلك إلحاق ضرر بمصالح طرف ثالث ، فهذا يعطيه بعض الحقوق والخيارات . والحالة المهمة هنا هي حق الشفعة الذي يعطى للشريك في عقد الشركة .

٤-٦-٩ التعاون والتضامن

هذا المعيار هو قلب الأخلاق الإسلامية . قال تعالى : ﴿ وتعاونوا على البر والتقوى ولا تعاونوا على الإثم والعدوان واتقوا الله ﴾ المائدة ٢ .

إن قائمة معايير الأخلاق الإسلامية المذكورة أعلاه ليست قائمة حصرية على الإطلاق . وهي تختلف اختلافاً جوهرياً عن القائمة التقليدية السائدة، من حيث تحريم الربا والقمار والميسر .

٤-٧ كفاءة الأسواق الإسلامية

الأسواق الإسلامية أسواق أخلاقية ، فكل الصفقات في الأسواق الإسلامية يجب أن تكون متوافقة مع معايير الأخلاق المالية الإسلامية ، مثل حرمة الربا والغرر والقمار والميسر والنجش والضرر وما شاكل ذلك . كذلك تحاول الأسواق المالية التقليدية تأمين معايير أخلاقية متنوعة، مثل التحرر من الإكراه ، والتحرر من تشويه الحقائق ، والحق في معلومات متساوية ، والحق في قوة معالجة متساوية ، والتحرر من الاندفاع ، والحق في التعاقد بأسعار كفؤة ، والحق في قوة تفاوضية متساوية . لكن هناك في العادة صراع عنيف أو خيار بين الاهتمام بالكفاءة والاهتمام بالأخلاق ، مع ميل الميزان عموماً إلى الأول . وهذا بالطبع ما يثير المخاوف حول كفاءة

الأسواق الإسلامية ، حيث يجب أن تسود المعايير الأخلاقية في حال الخيار .
كم هي واقعية هذه المخاوف ؟

هناك نقطة اختلاف رئيسية للأسواق الإسلامية عن مثيلتها التقليدية، وهي دور المضاربة في هذه الأسواق . فالأسواق التقليدية تقدم تشكيلة من الآليات مثل متطلبات الهامش ، والإقراض بفائدة ، والبيع القصير ، وفترات التسوية الممتدة ... إلخ ، التي تشجع المضاربة . وأحد الانتقادات المبكرة للمضاربة جاء من جون مينارد كينز الذي أضاء على الأثر السيء للمضاربة على كفاءة الأسواق التخصيصية والتسعيرية والمعلوماتية . ولاشك أن المضاربة تقيد في زيادة السيولة والكفاءة التشغيلية للأسواق ، بتخفيض تكاليف الصفقات ، لكن الأثر الصافي أثر سالب بوضوح ، طبقاً لرأي كينز . ومع ذلك فإن معظم رجال الاقتصاد المالي في أيامنا هذه لا يرون هذا الرأي . ولم تجد الدراسات الحديثة النظرية والعملية عموماً دليلاً على أي أثر سيء للمضاربة المفرطة ، على كفاءة التخصيص والتسعير والمعلومات . وبما أن المضاربة تعزز بالتأكيد كفاءة التشغيل ، فإن الحكم هو لصالح السماح للمضاربين بلعبة حرة . ولكن ليس الأمر كذلك في حالة الأسواق الإسلامية ، حيث تكون مسائل الكفاءة داخلة بوضوح في المصلحة المرسلة، أو المصلحة العامة غير المقيدة ، ويجب توجيهها كذلك . وبعبارة أخرى فإن هذه المسائل تستحق أهمية أقل من أهمية أثر الربا والقمار . فإذا لوحظ من آلية مراقبة السوق أن السوق يهيمن عليها المضاربون ، وانحطت إلى أداة للقمار ، عندئذٍ يجب كبح هذه المضاربة ، حتى لو استدعى ذلك انخفاض كفاءة تشغيل النظام .

هذه مسائل أخرى عديدة تتحدى سياسة واضحة المعالم في الأسواق التقليدية ، وتستمر في كونها موضع جدل ، ويقدم النطاق الإسلامي جواباً حاسماً حول شرعيتها أو عدم شرعيتها . فعلى سبيل المثال ، تنطوي مسألة التجارة الباطنة Insider Trading دائماً على خيار بين كفاءة التسعير والمعلومات من جهة والحق في معلومات متساوية من جهة أخرى . فكبح

التجارة الباطنة يعوق الكفاءة ، ولكنه يعزز الأخلاق . والنتيجة أن التجارة الباطنة ممنوعة في بعض الأسواق ، ومسموحة في أسواق أخرى . ومع ذلك ففي سوق أسهم إسلامية ، يكون الخيار بين الحق في معلومات متساوية، وله سند من الشريعة ، وبين الكفاءة ، وهي مسألة مصلحة . فالتجارة الباطنة ليس لها محل في سوق أسهم إسلامية ، حتى لو ترتب عليها كفاءة تسعير أدنى .

يجب على سوق الأسهم الإسلامية أن تكون متحررة من الربا ومن السندات الربوية وصفقات الهامش ذات الرافعة الربوية ... إلخ . ويجب أن تكون متحررة أيضاً من الغرر ، بتأمين تدفق ملائم ودقيق لجميع المعلومات المتصلة بالقيم ، من خلال الإفصاح الإلزامي ، وإتاحة مثل هذه المعلومات في صورة خاضعة للمعالجة . ومثل هذا التحرك لتخفيف الغرر يساهم بوضوح في تحقيق مستويات أعلى فأعلى من كفاءة المعلومات ، ومن ثم كفاءة التسعير والتخصيص .

وفي سوق أسهم إسلامية بالتعريف ، يتفوق الاهتمام بالأخلاق الإسلامية على الاهتمامات الأخرى ، بما في ذلك الاهتمام بالنماذج المختلفة من كفاءة السوق . ومع ذلك فهذا لا يستلزم أن تكون سوق الأسهم الإسلامية أقل كفاءة من سوق الأسهم التقليدية . فالواقع أن الاهتمام بالكفاءة واضح جداً في النطاق الأخلاقي والفقهني الإسلامي ، في نطاق المصلحة المرسلية أو المصلحة العامة غير المقيدة . ويتطلب نظام الأولويات المصمم بعناية في النطاق الأخلاقي والفقهني الإسلامي ، أن تكون المعايير المستمدة مباشرة من القرآن والسنة والإجماع ذات أولوية على الاهتمام بالمصلحة . وهذا يعني أن المرء يجب أن لا يقع في مستنقع الجدل الدائم والدوري حول الأثر الصافي للمضاربة على الكفاءة، ومن ثم فائدة أو عدم فائدة الأشكال المختلفة للتدخل من قبل الهيئة المنظمة لكبح المضاربة . فإذا جنحت المضاربة لأن تأخذ شكل القمار ، وتولد دخلاً غير مكتسب ، فيجب كبحها ، بغض النظر

عن أثرها على الكفاءة. كما أن البحث عن تخفيف الغرر لابد وأن يعزز كفاءة المعلومات والتسعير في السوق .

هوامش الفصل

1. H Shefrin and M Statman (1992) *Ethics, Fairness, Efficiency, and Financial Markets*, The Research Foundation of Institute of Chartered Financial Analysts, Virginia
2. Obaidullah, M. (2001) Ethics and Efficiency in Islamic Stock Markets, *International Journal of Islamic Financial Services*, Vol.3, No.2. Also see Seif el-Din Ibrahim Tag el-Din (1996) "Charaterizing the Stock Exchange from an Islamic Perspective", *Journal of King Abdulaziz University: Islamic Economics*. Vol. 8 and Comments by Obaidullah, M. (2000) on this paper, *Journal of King Abdulaziz University: Islamic Economics*. Vol. 12

٥ - قرارات الاستثمار

أحد مواضع الاهتمام الرئيسية للمدير المالي هو : ما هي الاستثمارات الطويلة الأجل التي يجب أن تقوم بها المنشأة ؟ أمام المنشأة في العادة عدة استثمارات أو مشروعات ممكنة . وكل استثمار ممكن هو خيار متاح للمنشأة . وبعض الخيارات قابلة للتقييم ، وبعضها غير قابل . ولهذا من المهم بالنسبة للمدير المالي تقييم البدائل المتاحة . وتخصص الكتب الدراسية النمطية في العادة مباحث كاملة ، تضم ثلاثة فصول أو أربعة للأساليب الفنية التي تساعد المدير المالي على هذا العمل ، بطريقة رشيدة وكفؤة .

إن قرارات الاستثمار ، التي تعرف أيضاً بقرارات موازنة رأس المال Capital Budgeting ، لا تتعلق فقط بشراء الأصول الثابتة ، بل تتضمن أيضاً جميع القرارات (١) التي يوجد فيها التزام بمبالغ كبيرة في الحال ، في حين أن (٢) الأرباح المتوقعة من القرار تمتد على فترة زمنية طويلة ، والأمثلة متنوعة : شراء آلات ، إدخال منتج جديد ، أو خط عمل جديد ، إقامة مصنع جديد ، اكتشاف سوق جديدة ، استثمار في البحث والتطوير ، والمهارة .

وفي إطار إسلامي ، تزداد اهتمامات المدير المالي . وتقوم مسؤوليته التقويمية على شقين : الأول يجب عليه كالمدير التقليدي أن يبين الاستثمارات أو المشروعات التي لا تخلق القيمة فحسب ، بل تعظمها أيضاً ، وتعظم معها ثروة المساهمين . والثاني يجب أن تكون الاستثمارات مقبولة شرعاً ، ليس هذا فقط ، بل يجب البحث عن بلوغ أعلى مستوى ممكن من الأخلاق الإسلامية . سنبين أولاً الاهتمام الأول .

مثل جميع القرارات الإدارية ، تنطوي قرارات الاستثمار ، أو موازنة رأس المال ، على مقارنة التكاليف بالأرباح . وهناك خطوتان أساسيتان في هذه العملية :

أ/ تهيئة الجو للمشروعات الاستثمارية التي تخلق القيمة . وبعبارة أخرى بيان المشروعات التي تتجاوز أرباحها تكاليفها ، أو التي تحقق أرباحاً صافية موجبة ، ورفض المشروعات التي تهدم القيمة ، أو التي تتجاوز تكاليفها أرباحها ، أو التي تحقق أرباحاً صافية سالبة .

ب/ من بين المشروعات "المقبولة" ، يتم اختيار المشروع الذي يعظم القيمة . وبعبارة أخرى ، ترتب المشروعات حسب أرباحها الإيجابية الصافية . ويبدو أن المدير المالي يواجه هنا بعض الصعوبات العملية بسبب :

أ/ التكاليف يصعب قياسها (كتدفقات نقدية خارجة) وتقديرها، في حين أن الأرباح يصعب قياسها (كتدفقات نقدية داخلية).

ب/ الأرباح حتى لو أمكن قياسها ، إلا أنه يصعب تقديرها ، لأنها ترتبط بالمستقبل ، ويتوقع أن تتوزع طيلة العمر الاقتصادي للمشروع .

ومهما كانت الصعوبة في هذا ، إلا أن هناك حاجة للقيام بذلك قبل أي مقارنة (بالمعنى المالي) بين الأرباح والتكاليف القابلة للمقارنة .

وبعد تقدير التدفقات النقدية الخارجة (التكاليف) والداخلية (الأرباح)، كيف يمكن الوصول إلى الأرباح ؟ يمكننا أن نفترض واقعياً أن تكلفة المشروع تمتد طيلة الفترة الزمنية الجارية . ولكن هل يمكننا أن نفعل الشيء نفسه في حالة الأرباح المتوقعة ؟ بما أن الأرباح (التدفقات النقدية الداخلة) من مشروع طويل الأجل يتوقع حدوثها على فترات

زمنية مستقبلية ، فإننا لا نستطيع أن نفعل شيئاً إضافياً ، حتى نقوم بتعديل التدفقات النقدية المستقبلية حسب فروق توقيتها ، وجعلها قابلة للمقارنة . وتستلزم عملية التعديل هذه خصم التدفقات النقدية المستقبلية وحساب قيمها الحالية ، بمعدل خصم مناسب .

٥-١ الأساليب الفنية لموازنة رأس المال

نقدم فيما يلي عرضاً موجزاً لمختلف أساليب المقارنة بين الكلفة والربح وموازنة رأس المال . أولاً ندرس الأساليب الأكثر علمية وهي التدفق النقدي المخصوم DCF ، مثل القيمة الحالية الصافية ، والمعدل الداخلي للعائد IRR ، ومن ثم أقل الأساليب علمية ، مثل معدل الاسترداد، والمعدل المحاسبي للعائد ARR .

٥-١-١ القيمة الحالية الصافية NPV

تقيس القيمة الحالية الصافية إسهام كل مشروع في ثروة المساهمين. وفي حين أن هناك عدة معايير للقرارات الاستثمارية الطويلة الأجل ، إلا أن أفضلها هو معيار القيمة الحالية الصافية ، لأنه يميل للتركيز على بناء قيمة المساهم ، وله أقل عدد من الفروض التقييدية .

القرار بهذه الطريقة يمكن اتخاذه حسب الخطوات القليلة التالية :

- ١- التنبؤ بتدفقات المشروع النقدية المستقبلية ، مع ملاحظة متى يقع التدفق .
- ٢- تقدير تكلفة فرصة رأس المال ، وهذه التكلفة هي المعدل المتوقع للعائد الذي يتم التخلي عنه نتيجة الاستثمار في المشروع الذي تتم مراجعته .

- ٣ - حساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية المخصومة بمعدل تكلفة فرصة رأس المال . وتمثل هذه القيمة الحالية أقصى مبلغ يدفعه المستثمرون للاستثمار .
- ٤ - مقارنة القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية بنتيجة الاستثمار . والقيمة الحالية الصافية هي فائض القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية على نتيجة الاستثمار . فإذا كانت القيمة الحالية الصافية موجبة (أكبر من الصفر) تم القيام بالاستثمار . وإذا كانت سالبة أهمل الاستثمار .
- ٥ - ترتيب جميع المشروعات الاستثمارية ذات القيمة الحالية الصافية الموجبة حسب هذه القيمة . والمشروع ذو القيمة الحالية الصافية الموجبة الأعلى هو المشروع الأكثر جاذبية . والاستثمار الفعلي يمكن أن يتم حسب ترتيب المشروعات :

$$NPV = \sum A_t / (1+K)^t - C$$

حيث :

A_t هي سلاسل التدفقات النقدية على الفترات الزمنية من الفترة 1 إلى الفترة t .

K هي تكلفة رأس المال

C هي تكلفة المشروع .

إن القيمة الحالية الصافية المتوقعة لأي مشروع هي ثروة المساهمين المضافة المقدمة من المشروع . والقيم الحالية الصافية الإضافية المتولدة من الاستثمارات يعبر عنها بأسعار أسهم أعلى . والقيمة الحالية الصافية تنوب عن تحليل المستثمر السوقي المالي للاستثمارات التجارية . والمشروعات التي يتوقع منها توليد قيم حالية صافية سالبة تؤدي إلى إنقاص ثروة المساهمين ، بسبب القيمة الحالية

الصافية السالبة المتوقعة . وتجدر الإشارة هنا إلى أن العملية الموصوفة تفترض أسواقًا كفؤة ، حيث توجد صلة وثيقة بين التغيرات في القيمة الرئيسية أو الحقيقية للمنشآت وقيمتها السوقية كما تظهر في أسعار الأسهم .

وتذكر الكتب الدراسية عدة أساليب فنية أخرى لموازنة رأس المال . وهي ليست أدق من طريقة القيمة الحالية الصافية . وسنذكر هذه الأساليب بإيجاز ، ونبين حدودها .

٥-١-٢ المعدل الداخلي للعائد

هناك بديل لطريقة القيمة الحالية الصافية ، وهو المعدل الداخلي للعائد IRR ، أو معدل الخصم الذي إذا خصمت به التدفقات النقدية المتوقعة أنتج القيمة الحالية المساوية لكلفة المشروع . وبعبارة أخرى ، فإن المعدل الداخلي للعائد هو معدل الخصم الذي يولد قيمة الحالية صافية تساوي الصفر . وحسب طريقة المعدل الداخلي للعائد ، يمكن للمرء أن يستثمر في أي مشروع يقدم أعلى معدل عائد لتكلفة فرصة رأس المال .

$$\sum A_t / (1+R)^t = C : \text{عندما ، هي المعدل الداخلي للعائد ، } R$$

المعدل الداخلي للعائد لتدفق نقدي مستقبلي وحيد (القيمة الحالية) أو التدفق السنوي (القيمة الحالية للقسط السنوي) يمكن تحديده بسهولة ، وهو رياضياً معدل الخصم الذي يعادل بين كلفة المشروع والقيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية . والمعدل الداخلي للعائد لتيار تدفق نقدي متعدد وغير منتظم إنما ينطوي على أكثر من مجهول واحد ، وليس من السهل حله رياضياً . ويجب على المرء أن يكرر ، عدة مرات في الغالب ، اختيار معدل داخلي للعائد متوقع ، وخصم التدفقات النقدية إلى أن تصبح القيمة الحالية الصافية للمشروع تساوي الصفر .

هذه الطريقة تنتج نتائج تشبه من بعض الوجوه طريقة القيمة الحالية الصافية . فالمعدل الداخلي للعائد IRR ، أو معدل عائد التدفق النقدي المخصوم DCF ، هو معدل الخصم الذي به تساوي القيمة الحالية الصافية الصفر . وإذا كان معدل العائد أعلى من تكلفة فرصة رأس المال ، فإن القيمة الحالية الصافية للمشروع أعلى من الصفر . وإذا كانت القيمة الحالية الصافية لمشروع ما أقل من الصفر (سالبة) ، فإن معدل العائد يكون أقل من تكلفة فرصة رأس المال . وبهذا فإن دستور معدل العائد يساوي دستور القيمة الحالية الصافية .

ويجب عدم خلط المعدل الداخلي للعائد بتكلفة فرصة رأس المال . فإن المعدل الداخلي للعائد هو معدل العائد المتوقع من التدفقات النقدية للاستثمار . وتكلفة فرصة رأس المال هي العائد الأدنى المقبول للمنشأة ، ومعدل العائد الأدنى المقبول الذي يطلبه المستثمرون في الأسواق المالية على استثمارات مشابهة في الخطر . وفي حين أن المعدل الداخلي للعائد أسهل فهمًا من القيمة الحالية الصافية ، إلا أنه يجب استخدام القيمة الحالية الصافية بوصفها معيارًا للقرار النهائي للاستثمار ، لأن المعدل الداخلي للعائد يشكو من عدة محاذير نظرية :

- ١ - عندما يواجه المدير المالي عدة مشروعات متنافية ، ويتعين اختيار مشروع واحد ، وتأجيل الباقي أو إلغاؤه ، هنا يمكن أن يقدم المعدل الداخلي للعائد خيارًا تنازعيًا بالنسبة للقيمة الحالية الصافية التي تركز تركيزًا أدق على قيمة المساهم Shareholder Value . إن تحليل المعدل الداخلي للعائد ، على أساس إضافي ، هو الذي يعطي فقط قرارات متفقة مع القيمة الحالية الصافية .
- ٢ - في حالة المشروعات المتنافية التي تتطوي على نتائج مختلفة ، ولكن لها أعمار واحدة ، قد يتم اختيار مشروعات صغيرة اختياريًا خاطئًا على مشروعات كبيرة تستخدم المعدل الداخلي للعائد .

٣ - أي تغيير في إشارة (+ ، -) التدفقات النقدية الدورية ينتج عدة معدلات داخلية للعائد ، لأن هناك تغيرات في اتجاهات التدفق النقدي للاستثمار . وهناك عدة استثمارات ، مثل آبار الزيت أو الغاز ، تستدعي نتائج إضافية بعد عدة فترات زمنية من التدفقات النقدية الموجبة ، تنتج إمكانية حسابية لتعدد المعدلات الداخلية للعائد .

٥-١-٣ الطرق الأخرى غير طريقة التدفق النقدي المخصوص

هناك معيار قرار استثماري للتدفق النقدي الشعبي والمبسط نسبياً ، هو الاسترداد الذي يعرف بأنه الزمن الذي ينقضي لحين استرداد التدفقات النقدية للاستثمار الأولي للمشروع . وتبين قاعدة الاسترداد أن الاستثمار يجب أن يتم إذا تجاوزت فترة الاسترداد فترة محددة . وفي حين أن التدفقات النقدية معتبرة ، فإن توقيت التدفقات النقدية والتدفقات النقدية التي تتجاوز فترة الاسترداد ليست معتبرة . فطريقة الاسترداد تتجاهل خطر التدفقات النقدية للمشروع وتكلفة فرصة رأس مال المستثمرين . لكن طريقة الاسترداد طريقة تقدير شعبية ومبسطة في المشروعات القصيرة العمر .

وهناك معيار قرار آخر ، هو المعدل المحاسبي للعائد ، أو الدخل المحاسبي المتوسط لكل فترة ، مقسماً على القيمة الدفترية للاستثمار . وإن المعدل الدفترى للاستثمار لا يعتبر التدفقات النقدية ، ولا توقيت هذه التدفقات ، ولا تكلفة فرصة رأس مال المستثمرين .

٥-٢ منظور إسلامي لأساليب التدفق النقدي المخصوص

لدى معالجة أساليب موازنة رأس المال ، يستخدم بعض مؤلفي الكتب الدراسية معدل الفائدة كمعدل خصم . ويعدّ هذا بالطبع مصدر قلق

لطلبة التمويل الإسلامي . ولهذا يجب على المدرس أن يثير الأسئلة التالية بينهم للمناقشة:

أ/ ألا يتطلب الأمر الإسلامي بمعدل فائدة صفر منطقيًا استخدام معدل خصم صفر ، مع ما ينشأ عن هذا من فقدان الكفاءة في الاستثمار ؟

ب/ هل من المناسب استخدام "جداول الفائدة المركبة" في صناعة القرار، بالرغم من حرمة الفائدة ؟

الجواب ليس بعيدًا . فهؤلاء المؤلفون الذين يستخدمون معدل الفائدة في هذا النطاق يرون أنه مجرد مسألة تبسيط وملاءمة . فمعدل الفائدة هو تكلفة فرصة رأس مال المستثمرين ، أو المعدل المتوقع للعائد من الاستثمار في مشروع بديل ، عندما يقوم هذا المشروع على الاقتراض بالفائدة . ففي اقتصاد فيه ، أو ليس فيه ، معدلات فائدة ، فإن العائد المتوقع للمستثمر من ثاني أفضل مشروع حلال ، يصلح أن يكون المعدل المناسب للخصم . وبهذا فإن النطاق الأساسي للتقويم لا يحتاج إلى أي تعديل .

وبالطريقة نفسها يمكن الإشارة إلى أن جداول معدل الفائدة المركبة إن هي إلا أدوات لحساب القيمة المستقبلية أو الحالية للمبالغ التي يتوقع أن تنمو بهذه المعدلات . فاستخدام معدل الفائدة كمعدل نمو هو أحد تقاليد التمويل الحديث في أحسن الأحوال ، ويمكن بسهولة الاستغناء عنه . ويمكن تسمية هذه الجداول "جداول النمو الدوري" ، أو أي تسمية أخرى تعبر عن المعنى الصحيح .

وحتى الآن استخدمنا مفهوم القيمة الزمنية للنقود ، لتبرير آلية خصم الأرباح المستقبلية في عملية تقويم الاستثمار . كما استخدمنا أيضًا بحق تكلفة فرصة الاستثمار كمعدل خصم ، بافتراض أن الموارد المقبوضة مبكرًا تتمتع بفرصة استثمارها لمدة أطول . ونفترض ضمناً

أن فرصة استثمارها موجودة فعلاً . وهذا الفرض فرض واقعي بالنسبة لمعظم المشروعات . وبهذا يمكن استخدام أسلوب القيمة الحالية الصافية والمعدل الداخلي للعائد استخداماً ذا مغزى في تقويم المشروعات . ومع ذلك فإن هناك بعض الاستثناءات ، منها فقدان الفرص الاستثمارية المناسبة ، بسبب عوامل مؤسسية دولية أو محلية . وفي غياب الفرص الاستثمارية ، لا مسوغ لافتراض أن تكون تكلفة فرصة رأس المال موجبة .

ولحسن الحظ فإن عدم الاعتراف بالحقيقة المذكورة يؤدي إلى بعض المشكلات الحسابية الخطيرة ، في مجال التمويل السائد . فمثلاً إذا قارنا طريقة القيمة الحالية الصافية بطريقة المعدل الداخلي للعائد ، كانت الطريقة الأولى هي المفضلة . وفيما يلي أهم نقاط الاختلاف بين الطريقتين :

أ/ حساب القيمة الحالية الصافية يفترض أن التدفقات النقدية خلال الفترة يعاد استثمارها بكلفة رأس المال ، في حين أن المعدل الداخلي للعائد يفترض أن التدفقات النقدية خلال الفترة يعاد استثمارها بالمعدل الداخلي للعائد .

ب/ المعدل الداخلي للعائد يعطي أجوبة متعددة (معدلات العائد) عندما يكون نموذج التدفق النقدي غير تقليدي ، أي إن التدفقات النقدية الخارجة تتم أيضاً في فترات زمنية مستقبلية .

والطريقة المقترحة لتسوية الفروق كما في (أ) ، أو لحل المشكلة كما في (ب) تتطلب ما يلي :

أ/ تقدير معدلات إعادة الاستثمار لجميع الفترات الزمنية .

ب/ السماح للتدفقات النقدية الداخلة بالنمو بمعدلات إعادة استثمارها .

ج/ إيجاد مبلغ جميع التدفقات النقدية الداخلة المستقبلية في التاريخ المستقبلي النهائي .

د/ خصم هذا المبلغ في الحاضر باستخدام كلفة رأس المال كمعدل خصم، وطرح هذا المبلغ من كلفة المشروع ، للحصول على القيمة الحالية الصافية .

هـ/ بديل الخطوة (٤) هو السماح بكلفة المشروع للنمو بكلفة رأس المال حتى التاريخ النهائي ، وطرح القيمة المستقبلية للمشروع من القيمة المستقبلية للتدفقات النقدية الداخلة خلال الفترة ، للحصول على القيمة المستقبلية الصافية .

ويمكن الإشارة إلى أن كلا البديلين يعطيان النتيجة نفسها . ويمكن حل المشكلة كما في (ب) أيضاً بطريقة مماثلة . فإذا كان هناك بالإضافة إلى ذلك تدفقات نقدية خارجة خلال الفترة ، فيسمح لها أيضاً على أنها التدفق النقدي الأولي الخارج ، بالنمو بكلفة رأس المال حتى التاريخ النهائي ، ومن ثم تحسب القيمة المستقبلية الصافية .

وبهذا فإن الطريقة الصحيحة من وجهة نظر إسلامية هي التالية :

أ/ معدلات الفائدة (والخصم) للتدفقات النقدية الداخلة هي معدلات إعادة استثمارها . فإذا كان معدل إعادة الاستثمار هو صفر ، لفترة زمنية ما ، فإن التدفق النقدي الداخل المناسب يجب رسملته بمعدل صفر .

ب/ معدل الفائدة (والخصم) للتدفقات النقدية الخارجة هي كلفة رأس المال .

ج/ وأكثر من هذا فإن كلفة رأس المال ليست هي نفسها كما في معدل الفائدة ، بل هي كلفة مصادر الأموال الجائزة شرعاً ،

مثل حقوق الملكية. لاحظ أن معدل الفائدة i لا محل له في النطاق الإسلامي، حيث كلفة حقوق الملكية (أو أي أصل خطر جائز شرعاً) هي معدل الفائدة i بالإضافة إلى علاوة خطر مناسبة (θ) ' $i+\theta$ '، لأن معدل الفائدة أو الخصم لا يطرح مشكلة، فهو عائد نشاط خطر ومباح .

٥-٣ الخطر وعدم التأكد في موازنة رأس المال

المدخلات الأساسية في تحليل التدفق النقدي المخصوم هي التدفقات النقدية المستقبلية في المشروع . وبما أنها تتصل بالمستقبل فمن المستحيل بشرياً التأكد من حدوثها . وكما بيئنا في الفصل الثالث يجب أيضاً أخذ مخاطر النواتج بعين الاعتبار ، عند تقويم أي قرار . وفي سياق قرار موازنة رأس المال ، قد نحتاج إلى أن نكتشف ، بالإضافة إلى القيمة الحالية الصافية للمشروع ، مقياساً للخطر المرتبط بهذه القيمة الحالية الصافية .

ولأجل تحليل الخطر ، يمكننا استخدام نفس نطاق نظرية المحفظة ، كما بيناه في الفصل الثالث . ويمكن تقويم مخاطر القيمة الحالية الصافية لأن σ_{NPV} يمكن تقديرها بعدة طرق . وتخصص الكتب الدراسية النمطية في تمويل الشركات ، في العادة ، فصلاً كاملاً لموازنة رأس المال ، تحت ظروف الخطر . وتقدم نظرية الاحتمالات طريقة معالجة الخطر . وبدلاً من افتراض أن التدفقات النقدية مؤكدة ، ومن ثم اكتشاف القيمة الحالية لكل منها والقيمة الحالية الصافية ، نفترض الآن أن كل تدفق نقدي له توزيع احتمالي مناسب له . والانحراف المتوسط والمعاري لكل من هذه المتغيرات هما إذن ممتزجان لإنتاج σ_{NPV} مقياس الخطر للمشروع . وحالما يكون لدينا القيمة الحالية الصافية والـ σ_{NPV} لكل مشروع من المشاريع ، يكون من الممكن بيان المحفظة الكفوءة للمشروعات . ويتوقف الاختيار الصحيح ، كما بينا سابقاً بالتفصيل ،

على موقف المستثمر من الخطر . وعلى حد الكفاءة يكون المشروع ذو الخطر الأعلى σ_{NPV} هو المشروع ذا العائد الأعلى NPV .

ومع ذلك فإن المدير المالي يواجه مشروعات لا يمكن تقسيمها تمامًا (بخلاف الأصول المالية) ومتناهية في العدد . ولهذا فإن حد الكفاءة بالنسبة للمشروعات ذات العمر الحقيقي هو ذو إمكانية نظرية أكبر . ونقطة الانطلاق في تحليل الخطر هي تقويم التوزيع الاحتمالي لكل تدفق نقدي . ويمكن للمديرين الماليين أن يوقفوا القصور الفعلي لاشتقاق التوزيعات الاحتمالية ، وأن يتبنوا بدلاً منه أساليب أخرى مثل تحليل الحساسية الذي يقوم بجزء من عملية تقدير الخطر المرتبط بالمشروع .

٥ - ٤ تقدير الاستثمارات لتعزيز القيم الإسلامية

استخدمنا حتى الآن مفهوم القيمة الزمنية للنقود ، لتبرير آلية خصم المنافع المستقبلية ، في عملية تقويم الاستثمار . واستخدمنا أيضاً بحق تكلفة فرصة عملية الاستثمار ، لأن معدل الخصم يفترض أن الموارد المقبوضة قبل غيرها تكون هناك فرصة لاستثمارها لمدة أطول . ونفترض ضمناً أن فرصة استثمارها توجد فعلاً . وهذا الفرض واقعي بالنسبة لمعظم المشاريع ، ومن ثم فإن أسلوب القيمة الحالية الصافية وأسلوب المعدل الداخلي للعائد يمكن استخدامهما بنجاح في تقويم المشروعات ، بالرغم من وجود بعض الاستثناءات .

ومن الممكن وجود حالات استثنائية يكون فيها مسوغ الخصم مفقوداً ، منها فقدان فرص الاستثمار المناسبة ، بسبب عوامل مؤسسية دولية أو محلية . وفي غياب الفرص الاستثمارية ، لا مسوغ لافتراض أن تكون تكلفة فرصة رأس المال موجبة . وهناك حالة أخرى تظهر عندما يكون ناتج الاستثمار المقترح غير قابل للتبادل في مقابل موارد قابلة للاستثمار . والأمثلة التالية التي ذكرها الزرقا (١٩٨٨م) تبدو مهمة :

- مسجد يكون فيه عدد الحضور أو المصلين مقياساً للنتائج .
- وحدة صحية ناتجها عدد الناس الذين يخفف عنهم ألم ما .
- شارع يجري تحسينه لتقليل الحوادث المميتة (أي إنقاذ عدد من الأرواح في السنة) .

وكما يذكر الزرقا فإن تكاليف الاستثمار في جميع هذه الحالات الثلاث يجب أن تخضع للخصم ، إذ يمكن استخدامها في مكان آخر من الاقتصاد. لكن ليس من الواضح لماذا تخصم منافع هذه المشروعات . فهل عشرة أشخاص تم تخفيف الألم عنهم (أو تم تزويدهم بمكان للصلاة) لعشرين سنة من الآن ، أقل في القيمة من عدد مماثل قدمت لهم نفس المنافع في السنة التالية" ؟ (١) .

هوامش الفصل

- 1- see Zarqa, M.A. (1983) 'Project Evaluation in Islamic Perspective', in Z. Ahmad et al. (ed.), *Fiscal Policy and Resource Allocation in Islam*, Islamabad, Institute of Policy Studies.

٦ - مصادر التمويل : المؤسسات التمويلية

تستلزم الإدارة المالية للشركات جمع رأس المال . ويمكن الحصول عليه لأجل قصير أو لأجل طويل ، وهذا يتوقف على طبيعة المتطلب المالي . ويمكن جمع الأموال لتمويل رأس المال العامل ، أو لتمويل شراء الأصول الثابتة ، في صورة حقوق ملكية أو ديون . ويجب جمع الأموال من النظام المالي .

وكما بيئنا سابقًا فإن النظام المالي يبحث عن (١) تعبئة الأموال من وحدات الادخار الفائض ، مثل الأفراد في الاقتصاد ، و (٢) اجتذابها إلى المنشآت والوحدات المحتاجة إلى المال . ويفترض أن تقوم هذه الوحدات باستخدام هذه الأموال بكفاءة في مشروعات إنتاجية ، تضيف إلى ثروة الاقتصاد . وتتطوي هذه العملية على استخدام المنتجات والخدمات المالية، التي تخلقها وتقدمها المؤسسات المالية .

من المهم في البدء فهم أن هذه المؤسسات المالية تنهض بنوعين مختلفين من الأدوار في العملية ، دور الوسطاء ودور المسهلين . وهذا يتوقف على ما إذا كانت العملية مباشرة أو غير مباشرة . ففي نظام مالي أقل تطورًا ، تكون العملية في الغالب غير مباشرة ، عن طريق الوسطاء الذين يقومون بدور رئيسي في العملية . فهم يتوسطون بين المدخرين والمنشآت المستثمرة . ويحشدون الأموال من المدخرين بأن يقدموا لهم تشكيلة من منتجات الودائع ، ويمنحون الأموال إلى المنشآت المستثمرة بأن يقدموا لها منتجات تمويلية متنوعة . فلا توجد إذن هنا صلة مباشرة بين المدخرين والمستثمرين . وليست لهم حقوق أو واجبات لكل منهما حيال الآخر . والمؤسسات المالية التي تعمل كوسطاء هي في الغالب المصارف التجارية . وفي نظام مالي أكثر نضجًا ، تتطوي العملية على

عرض مباشر للمنتجات المالية من المنشآت إلى المدخرين . وهنا تعمل المؤسسات المالية على تسهيل العملية . فهي تساعد المنشآت التجارية والحكومات بطرق مختلفة ، للحصول على الأموال من الأسر والأفراد . كما تساعد المنشآت على تصميم وخلق "صكوك" ، تسعّرها وتسوّقها للمدخرين . والمؤسسات المالية التي تقوم بدور المسهّل تسمى مصارف الاستثمار .

وعلى هذا تؤخذ احتياجات ومتطلبات المنشآت بعين الاعتبار ، في تصميم منتجات وخدمات مالية . ويمكن أن ترتبط هذه الاحتياجات بكلفة الأموال ، وتاريخ الاستحقاق ، ومستوى ونوع التدفقات النقدية الداخلة المتوقعة من المشروع ، وما شابه ذلك . وتأخذ المنتجات شكل منتجات تمويلية متنوعة ، يقدمها الوسطاء (حيث تكون العملية غير مباشرة) ، وشكل أوراق مالية تقدمها المنشآت (حيث تكون العملية مباشرة) .

٦-١ التمويل القائم على حقوق الملكية

تقدم المؤسسات المالية التقليدية الوسيطة تمويلاً طويلاً الأجل إلى عملائها من الشركات ، وذلك بالاشتراك في حقوق ملكية هذه الشركات . غير أن هذا المنتج ليس كثير الانتشار في المصارف التقليدية . وفي حين أن المصارف الإسلامية يمكنها الاستثمار في أسهم عادية لدى عملائها من الشركات ، إلا أنها لا تجد أن هذا العمل كثير الجاذبية ، شأنها في ذلك شأن المصارف التقليدية . وتقدم المصارف الإسلامية منتجات إضافية مستندة إلى حقوق الملكية ، وهي التالية :

٦-١-١ المضاربة

المضاربة هي صيغة تمويلية يقدم المصرف من خلالها تمويلاً لمشروع معين يحدده الزبون . ويسمى المصرف رب المال ، ويسمى الزبون المضارب (المنظم) ، الذي هو مسؤول عن إدارة العمل ، وتقديم

خبرته المهنية والإدارية والفنية ، لبدء وتشغيل مشروع تجاري . ويتم اقتسام الربح حسب النسبة المتفق عليها مسبقاً . وإذا وجدت خسارة فإنها تحمّل كلها على رب المال ، وهو المصرف . والمضاربة نوعان : مقيدة ومطلقة . في المضاربة المقيدة ، يحدد المصرف أو الممول مشروعاً محدداً تستخدم فيه الاستثمارات . وقد تكون المضاربة مطلقة يستثمر فيها المضارب رأس المال المقدم له في أي عمل تجاري يراه مناسباً . ويلاحظ أن تسهيل المضاربة صيغة مفيدة في تمويل المشروعات ، مثل التطوير العقاري والإسكان وإنشاء الطرق العامة والمرافق والأسواق والعمارات والمصانع والمخازن والمرافق العامة الأخرى .

٦-١-٢ المشاركة

المشاركة يشترك فيها طرفان : المصرف والمستهلك الزبون ، وكلاهما يشترك في التنظيم ورأس المال . فهي اتفاق يقبل فيه الزبون والمصرف بخلط مواردهما المالية للقيام بأي مشروع تجاري ، وإدارته وفق شروط العقد . وتقسّم الأرباح بين المصرف والزبون بنسبة متفق عليها مسبقاً . والمشاركة تلائم جميع المشروعات المذكورة أعلاه في المضاربة . فهي في الحقيقة ملائمة لتمويل أي نوع من أنواع المشاريع التجارية والصناعة والتجارة وغيرها ، حيث يرغب المصرف في العمل شريكاً في المشروع . وبالإضافة إلى تمويل المشروعات ، يمكن للمشاركة أن تقوم بتمويل صفقة منفردة . وأحد التطبيقات المفيدة لتمويل المشاركة هو خطاب الائتمان الإسلامي . وينطوي هذا الخطاب على الخطوات التالية:

أ/ الزبون يخطر المصرف بخطابه الائتماني ، ويفاوضه في شروط التمويل بالمشاركة .

ب/ الزبون يضع وديعة لدى المصرف حسب مبدأ الإيداع ، ويساهم في كلفة السلع الواجب شراؤها أو استيرادها حسب اتفاق المشاركة .

ج/ المصرف ينشئ خطاب الائتمان ، ويدفع العوائد إلى المصرف المفاوض ، مستخدماً وديعة الزبون مع حصته في التمويل ، وربما يتخلى عن الأوراق ذات الصلة للزبون .

د/ الزبون يمتلك السلع ويتصرف فيها بالطريقة المتفق عليها .

هـ/ المصرف والزبون يشتركان في الربح الناجم عن المشروع حسب الاتفاق .

٦-١-٣ المشاركة المتناقصة

المشاركة المتناقصة هي ابتكار حديث ، تتناقص فيه حصة المصرف في رأس المال كل سنة ، عن طريق استرداد جزئي لرأس المال . ويتقاضى المصرف أرباحاً دورية تعتمد على حصته المتناقصة في رأس المال ، والتي تبقى مستثمرة خلال الفترة . وتترايد حصة الزبون في رأس المال مع الزمن باستمرار ، إلى أن تنتهي بالملكية التامة للمشروع . ويلاحظ أن المشاركة المتناقصة قد تكون واعدة في مجال علم التمويل الجزئي Microfinance للمشروعات الصغيرة والمتوسطة .

٦-٢ التمويل القائم على الدين

يبقى التمويل المعتمد على الدين حجر الزاوية في العمل المصرفي التقليدي ، فمعظم التمويل المصرفي يأخذ شكل القروض المباشرة ، القصيرة والطويلة الأجل . وقد تأخذ القروض المباشرة شكل قرض بسيط ذي مبلغ محدد قابل للوفاء بعد فترة زمنية معلومة . وتتطوي هذه

القروض على دفع فائدة من مستخدم الأموال . وقد تأخذ القروض أيضاً شكلاً مختلفاً ، مثل فتح اعتماد أو سحب على المكشوف يمكن بموجبه للمستفيد أن يسحب مبلغاً من المصرف ، يختلف من زمن لآخر ضمن حدود قصوى كلية . ويمتد المصرف في تمويله إلى الشركات من خلال خصم السفاتج (الكمبيالات) . وهذا الخصم له تأثير كبير على التجارة من حيث إنه أداة لتمويل رأس المال العامل القصير الأجل . وفي عملية خصم الأوراق ، قد ينتظر الدائن حتى الاستحقاق لقبض مبلغها من المدين ، أو يخصمها في أي مصرف ، ويقبض القيمة المخصومة منه في أي وقت قبل تاريخ الاستحقاق . والقيمة المخصومة هي القيمة الاسمية مطروحاً منها مبلغ الخصم . وهذا الخصم ليس إلا الفائدة التي يفرضها المصرف على الزمن الفاصل بين تاريخ الخصم وتاريخ الاستحقاق . والحقيقة أن جميع المنتجات القائمة على الدين والمقدمة من المصارف التقليدية هي منتجات ربوية . وتقدم المصارف الإسلامية منتجات قائمة على الدين ، بعضها قريب جداً من منتجات المصارف التقليدية ، وبعضها يستخدم الحيل للالتفاف على حرمة الربا . وهناك بالطبع منتجات دين إسلامية متفقة مع الشريعة بشكل أصيل . سنهتم بهذه المنتجات أولاً .

٦-٢-١ المراجعة

المراجعة هي أحد المنتجات المالية المنتشرة جداً ، وربما هي الأكثر انتشاراً من بين المنتجات التمويلية الإسلامية . والبيع المؤجل هو البيع الذي يتأجل فيه الثمن إلى تاريخ مستقبلي . وغالباً ما يتضمن هذا البيع ملامح المراجعة التي هي عبارة عن بيع بالكلفة مع ربح معلوم . ويمكن وصف العملية كالتالي : الشركة (أ) تحتاج إلى السلعة (س) . فنتصل بالمصرف (ب) . يشتري المصرف (ب) السلعة (س) من البائع أو المورد بالسعر (ص) . وهذا السعر يكون معلوماً أيضاً لـ (أ) . ثم يبيع (ب) السلعة (س) إلى (أ) بسعر الكلفة مع ربح ، لنقل بـ : ص +

ر ، حيث (ر) هي الربح المتفق عليه والذي يحصل عليه (ب) . ويتأجل دفع الثمن ص + ر إلى تاريخ مستقبلي ، كله أو على أقساط .

وهناك سيناريو ممكن عندما لا يجب المصرف التعامل مباشرة مع البائع، بالنسبة للشراء أو البيع الأول للسلعة ، فيتخذ البنك من الزبون وكيلاً له . ويتعامل الزبون بهذه الصفة مع البائع ، بخصوص الشراء أو البيع الأول للسلعة . وهذه الآلية عندما يعمل الزبون وكيلاً للمصرف بالنسبة لصفقة البيع الأولى ، قد تكون مثالية عندما يطلب الزبون تجهيزات متخصصة ، وهو أكثر علمًا من المصرف حول المنتج ومصدر التوريد . وبما أن المصرف يتعامل مع العديد من الزبائن الذين ينتمون إلى شرائح متنوعة ، فإن هناك احتمالاً لأن يقوم المصرف بشراء بعض السلع لإعادة بيعها إلى الزبائن ، دون أن تتمتع بمواصفات محددة من الزبائن . ولاستبعاد هذا الاحتمال ، يتخذ المصرف الزبون وكيلاً له لاختيار السلع الصحيحة . وقد يكون هذا الترتيب مرغوباً أيضاً في صفقات تمويل التجارة المتكررة ، أو تمويل رأس المال العامل . كذلك المرابحة المؤجلة هي مناسبة لشراء الأصول الثابتة ، مثل الأراضي والمباني والآلات والتجهيزات والسيارات والحاسبات والأثاث وغير ذلك . وفي سياق التمويل الطويل الأجل ، يجب أن نتذكر أن المرابحة المؤجلة هي من المنتجات التمويلية ذات السعر الثابت . وبمجرد تحديد السعر لعقد ما ، لا يجوز أن يتغير هذا السعر بتغير أسعار الفائدة ، ولا بتغير أي سعر آخر .

أ/ الزبون يطلب من المصرف أن يقدم له تمويلاً لرأس ماله العامل ، لشراء بضائع أو قطع تبديل أو مواد خام أو منتجات نصف مصنعة ، وفق مبدأ المرابحة .

ب/ الزبون والمصرف يوقعان اتفاقية مواعيد أساسية تحكم الصفقات المتكررة . والمصرف يشتري أو يوكل الزبون بشراء السلع المطلوبة ، مستخدماً أمواله الخاصة .

ج/ المصرف يبيع بعد ذلك السلع إلى الزبون ، بالثمن المتفق عليه على أساس المراجعة .

د/ المصرف يسمح للزبون بسداد ثمن البيع مؤجلاً لـ ٣٠ يومًا ، أو ٦٠ أو ٩٠ ، أو أي مدة أخرى حسب اتفاق الطرفين .

وهناك طريقة أخرى شائعة لتمويل رأس المال العامل ، وهي فتح خطاب اعتماد ، يتم التفاوض عليه من قبل بلدان أجنبية على أنه مطلوب من قبل زبون مؤهل له . ويعاد دفع مرابحة الاستيراد كلها إلى المصرف الإسلامي بناءً على إعادة بيع السلع المستوردة .

٦-٢-٢ الإجارة

الإجارة بعبارة مبسطة هي عبارة عن تأجير أصل مادي . وهي منتج منتشر وقائم على الدين ، يأخذ فيه المصرف الإسلامي دور المؤجر ، ويسمح لعميله باستخدام أصل محدد يملكه . ويحتاج الزبون أو المستأجر إلى هذا الأصل . ومن خلال الإجارة يتقاضى المصرف المنافع المرتبطة بملكية الأصل في مقابل دفع أجرة محددة مسبقًا ، ضمن فترة زمنية معلومة .

والإجارة تشبه المرابحة المؤجلة من عدة أوجه . ففيهما لا يكون المصرف مالكا طبيعياً للأصل (المبيع بالمرابحة أو بالإجارة) . ويحصل على الملكية بعد تسلمه طلباً من زبونه . والإجارة كالمرابحة المؤجلة تدفع كذلك على أقساط ، ويفترض أن تغطي هذه الأقساط كلفة الأصل أو كلفة الاستثمار بالنسبة للمصرف ، وأن تقدم عائداً عادلاً على الاستثمار . والمرابحة المؤجلة والإجارة كلتاهما موافقة للعقود الشرعية المسماة التي تنشئ ديناً . لكن كما سنرى لاحقاً فإن للإجارة بعض الخصائص الفريدة التي تجعلها مختلفة جداً عن المرابحة .

ففي الإجارة يستمر المصرف في التملك خلال مدة الإجارة ، في حين أن الزبون يستفيد من منافع التملك أو منافع استخدام الأصل . وبهذا فإن الأخطار المرتبطة بملكية الأصل تبقى على المصرف ، ويفترض إرجاع الأصل إلى المصرف بنهاية مدة الإجارة . وفي المراجعة المؤجلة من جهة أخرى تنتقل منافع ومخاطر ملكية الأصل إلى الزبون طيلة مدة الملكية . وهناك نقطة اختلاف أخرى تتصل بالتدفقات النقدية المقترنة بالمنتجات . ففي كليهما تنطوي المنتجات على تدفقات نقدية خارجة بالنسبة للزبون ، أو تدفقات نقدية داخلية بالنسبة للمصرف ، خلال فترة زمنية مستقبلية محددة . وتنظم التدفقات النقدية بحيث تغطي كلفة الأصل، وتقدم عائداً عادلاً عليه للمصرف . ومع ذلك فإن هذه التدفقات النقدية تحدد مسبقاً في حالة المراجعة المؤجلة ، ولا تجوز أي زيادة لاحقة فيها أو نقص بعد ذلك . لكن في حالة الإجارة تكون الأجرة مرنة ومعبرة عن الظروف الاقتصادية والتجارية المتغيرة .

وبما أن الإجارة تبقى فيها ملكية الأصل للمصرف ، إلا أن الأصل يعود إلى المصرف بنهاية العقد . وهذا ما يسمى "الإجارة التشغيلية" باللغة التقليدية . ويمكن للمصرف عندئذٍ أن يؤجر الأصل إلى زبون آخر، إذا كان لا يزال صالحاً .

ويمكن للمصرف أن يبيع الأصل في السوق الثانوية ، ويحصل على "تعويض الإنقاذ" Salvage أو القيمة المتبقية . ولكن هذين البديلين ليسا بديلين جيدين جداً ، إذا كان الأصل عبارة عن تجهيزات متخصصة تلائم احتياجات الزبون الأول وحده . ففي هذه الحالة يكون من الصعب جداً بالنسبة للمصرف إيجاد زبون ثانٍ يريد استئجار الأصل . وفي غياب السوق الثانوية للأصل ، قد يكون من الصعب أيضاً بيعه .

ولا تنشأ هذه المشكلة إذا كانت مدة الإجارة هي العمر الاقتصادي للأصل أو قريبة منه . عندئذٍ تكون القيمة المتبقية للأصل قليلة أو مهملة . ولهذا قد يحول المصرف الأصل إلى الزبون هبة بدون مقابل ، أو يتركه

له بكل بساطة . لاحظ أن عقد الهبة يجب أن يكون عقداً مستقلاً عن عقد الإجارة .

ماذا يحدث عندما تكون القيمة المتبقية جوهرية بنهاية فترة الإجارة، لأن هذه الفترة أقصر بكثير من العمر الاقتصادي للأصل ؟ أحد البدائل بالنسبة للمصرف هو أن يبيع الأصل إلى الزبون ، بنهاية مدة الإجارة، بثمن محدد مسبقاً . وهذا ما يسمى البيع الإيجاري ، أو الإجارة ثم البيع. لاحظ هنا أيضاً أن عقد البيع عقد مستقل ومنفصل عن عقد الإجارة . ويمكنك أيضاً أن تلاحظ أن المصرف قد يهب الأصل ، حتى عندما تكون قيمته المتبقية كبيرة بنهاية مدة الإجارة . فغرض المصرف هو استعادة استثماره ، والحصول على عائد عادل عليه . وهذا ما يحصل للمصرف إما من خلال إيجارات الفترة بالإضافة إلى ثمن بيع الأصل (كما في البيع الإيجاري) ، أو من خلال الإيجارات المعدلة بالارتفاع في حال الإيجار مع الهبة . وفي ظل كلا البديلين ، يبقى الأصل مع الزبون. وهذا ما يسمى "الإجارة المالية" باللغة التقليدية .

وفي جميع أشكال التمويل الإسلامي ، من المهم بالنسبة للمصرف أن يتحمل جزءاً من مخاطرة الأصل ، لكي تكون أرباحه مشروعة . وعليه ففي الإجارة الإسلامية يجب أن تقع جميع الأخطار والمسؤوليات الناشئة عن ملكية الأصل على المصرف المؤجر، في حين أن المسؤوليات الناشئة عن استخدام الأصل المؤجر يجب أن يتحملها الزبون المستأجر. وفي الإجارة المالية التقليدية يحول المؤجر إلى حد كبير الأخطار والعوائد الطارئة على ملكية الأصل المؤجر إلى المستأجر ، سواء تم تحويل سند ملكية الأصل المؤجر إلى المستأجر أو لم يتم . لكن التحويل الكامل للمخاطر يجعل الإجارة المالية موضع خلاف فقهي كبير .

٦-٢-٣ السلم

السلم هو عقد يكون فيه التسليم مؤجلاً . فهو اتفاق أجل أساساً ، يقع فيه التسليم في تاريخ مستقبلي ، مقابل دفع الثمن فوراً . وخلافاً لما سبق من آلية المرابحة وآلية الإجارة ، تم تصميم السلم أو السلف أصلاً ليكون آلية تمويل لصغار المزارعين والتجار . وفي اتفاق السلم ، تحتاج شركة ما إلى تمويل قصير الأجل ، فتبيع منتجاتها إلى المصرف على أساس التسليم المؤجل ، وتقبض كامل ثمن المنتجات فوراً ، بما يسمح لها بتمويل حاجتها المالية الحاضرة . وفي التاريخ المستقبلي المتفق عليه مسبقاً تسلم المنتجات إلى المصرف . والمصرف يبيع البضاعة في السوق بالسعر السائد . وبما أن السعر الفوري الذي يدفعه المصرف يتحدد بأقل من السعر المستقبلي المتوقع ، فإن الصفقة تؤدي إلى الربح بالنسبة للمصرف .

٦-٢-٤ الاستصناع

الاستصناع عقد صناعي يقوم فيه البائع بتطوير أو صنع سلعة ذات مواصفات واضحة ، بثمن متفق عليه ، وتسليم يقع بعد فترة زمنية متفق عليها . والخصيصة الفريدة للاستصناع أن التبادل لا يتم فوراً ، أو في وقت العقد ، بل هو عقد أجل محض ، وربما هو العقد الوحيد الذي ترتبط فيه التزامات الطرفين بالمستقبل . ويسدد المشتري الثمن على أقساط في الفترة الزمنية المتفق عليها ، أو جملة واحدة في نهاية الفترة . وفي الاستصناع قد يكون البائع مختلفاً عن الصانع . وهذا ما يسمح للممولين أو الوسطاء ، مثل المصارف الإسلامية ، بالدخول في الاستصناع ، مع إيكال عمل التطوير أو الصنع أو البناء إلى طرف ثالث ، بموجب عقد استصناع مواز .

٦-٢-٥ الاستجرار

في الاستجرار تشتري الشركة كميات مختلفة من سلعة معينة ، من بائع واحد ، على فترة زمنية ما . وبعبارة أخرى ، يسلم البائع كامل كمية السلعة المشتراة على أقساط . وهناك خلاف فقهي فيما يتعلق بتوقيت تثبيت الثمن وسداده . وبما أن الاستجرار عبارة عن مشتريات متكررة من بائع واحد ، فإن بعض العلماء يرون أن هناك مجالاً للمرونة في مسألة تحديد السعر وتسديده . وحسب هذا الرأي ، يمكن أن يؤجل دفع الثمن إلى تاريخ مستقبلي ، ويمكن أن يستند هذا الثمن في الواقع إلى الثمن العادي أو الثمن المتوسط السائد في السوق . والاستجرار منتج مثالي لتمويل رأس المال العامل .

٦-٢-٦ القرض

هذا هو الأسهل من بين جميع البرامج التمويلية . فحسب هذا البرنامج ، إذا كانت هناك شركة محتاجة إلى مبلغ محدد من المال ، فإنها تقترض هذا المبلغ من مقرض ، مع شرط واضح بخصوص تاريخ الاستحقاق ، أو بدون هذا الشرط . ويسدد القرض في الاستحقاق بدون زيادة أو فائدة. فإذا لم ينص على تاريخ الاستحقاق ، فإن القرض يسدد تحت طلب المقرض ، بدون أي زيادة . ويجوز للمقرض أن يطلب ضمناً ، تسري عليه أحكام الرهن في الفقه الإسلامي . ويجوز للمقرض أيضاً تحميل المقرض المصاريف الإدارية الفعلية الناجمة عن آلية عمل القرض .

٦-٢-٧ بيع العينة

المصارف الإسلامية في بلدان جنوب شرق آسيا امتد عملها إلى بيع العينة . ويمكن أن تتحول المرابحة إلى عينة ، إذا كان شخص البائع مختلفاً عن شخص عميله ، وذلك عندما يشتري المصرف سلعة من

عميله على أساس فوري ، ويعيد بيعها إليه مرابحة ، وعلى أساس مؤجل . وعندئذ فإن معدل الربح لا يمكن تمييزه في هذه الحالة عن معدل الفائدة المحرم .

٦-٢-٨ خصم الأوراق التجارية وبيع الدين

الفقهاء في الاتجاه السائد منعوا إمكان قيام الممول بالاكْتساب من الفائدة ، عبر خصم السفاتج أو شراء الديون بخصم ، بالتركيز على أن أي بيع للدين أو حوالة له يجب أن يتم بالقيمة الاسمية . وهذا يعني أن المصرف عندما يشتري شهادة الدين من البائع الأصلي ، لا يجوز له أي خصم . فأبواب الربا مغلقة بإحكام لمنع أي فرق بين ما يدفعه (ثمن شراء الورقة) وما يقبضه في الاستحقاق (قيمة الاستحقاق) . وعلى الرغم من الحكم القاطع على هذه العملية ، إلا أن بعض المصارف الإسلامية تقدم منتجات خصم إسلامية ، وتعامل الدين إلى حد كبير مثل أي أصل مادي، يمكن المتاجرة به بثمن تفاوضي .

٦-٢-٩ التورق

أصبح التورق مصدرًا للتمويل ، وذلك بالمزج بين عقدي بيع وشراء منفصلين . فالعميل المحتاج إلى المال يشتري سلعة من المصرف على أساس الدفع المؤجل ، ثم يبيعه في السوق للحصول على النقود . وتتم العملية وفق الخطوات التالية :

- ١- الزبون يتصل بالمصرف لحاجة محددة إلى النقود .
- ٢- المصرف يشتري السلعة س ، بقيمة معادلة لاحتياج الزبون (لنقل:ث) من البائع .
- ٣- المصرف يبيع السلعة س إلى الزبون على أساس مؤجل بثمن : ث+ف .

٤ - المصرف بوصفه وكيلًا عن الزبون يعيد بيع السلعة س إلى البائع بثمن قدره ث* على أساس نقدي .

لاحظ أن ث* قد تكون مختلفة عن ث إذا كانت الأسعار تتقلب في السوق، وكان هناك فاصل زمني بين الأنشطة المختلفة . الزبون يقبض ث* وهو المبلغ الذي يسد احتياجه المالي تمامًا . وقد أجاز الفقهاء التورق ، لأنه يسد حاجة حقيقية ، هي الحاجة إلى المال . وهو جائز طالما أنه لا ينتهك المبادئ الشرعية . ومن ثم يجب اتخاذ جميع الاحتياطات كي لا يكون فيه ربا . فأول وأهم مطلب هو وجود طرف ثالث في الصفقة . ويجب على الزبون بيع السلعة في السوق إلى طرف ثالث (النشاط ٤) ، وإلا كانت هناك عينة . وأهم من هذا هو أن يكون هناك فاصل زمني بين النشاط ٣ و ٤ ، أي بين البيع من المصرف إلى الزبون والبيع من الزبون في السوق . وهذا بالإضافة إلى الفاصل الزمني بين النشاط ٢ و ٣ ، أي بين الشراء من المصرف والبيع إلى الزبون كما في حالة المرابحات الجائزة . وهناك شرط آخر للتورق الصحيح والجائز ، وهو عدم وجود أي ترتيب مسبق بين الأطراف الثلاثة . فهناك إمكانية دخول الأطراف الثلاثة : المصرف والزبون والبائع ، في ترتيب مسبق ، تكون فيه القيمة ث أو ث* أو ث + ف ، بحيث لا تكون لها علاقة بثمن السوق النقدي أو المؤجل للسلعة س . وعلى العكس فإن البيع المؤجل إلى الزبون (النشاط ٣) قد يكون عبارة عن قرض وفائدة ، في حين أن الشراء النقدي من البائع (النشاط ١) والبيع النقدي إلى البائع (النشاط ٤) قد يكون عبارة عن المبلغ الذي يحتاج الزبون لاقتراضه . والحقيقة أن ترتيب الأنشطة غير مهم في الترتيب الذي يتواطأ فيه جميع الأطراف .

لهذا يجب في التورق الحذر الشديد ، وإخضاع المنتج إلى جرة إضافية من الفحص قبل اعتباره موافقًا للشرع .

٧ - مصادر التمويل : الأسواق المالية

يمكن أن تحصل الشركات على الأموال من الأسواق المالية . وفي هذا الفصل ، سوف نصف بإيجاز مكونات الأسواق المالية ، وسوف نحاول فهم كيف نقارن الأسواق المالية الإسلامية بنظيراتها التقليدية ؟

- ١ - **السوق الأولية والسوق الثانوية** : يمكن تقسيم الأسواق المالية إلى أسواق أولية وأسواق ثانوية . وتمثل السوق الأولية النقطة التي تعرض فيها المنتجات المالية والأوراق المالية لأول مرة من قبل الوحدات العاجزة ادخارياً . والسوق الثانوية هي السوق التي يعيد فيها المشترون الأولون بيع منتجاتهم وأوراقهم المالية قبل استحقاقاتها . ويمكن بيع المنتجات والأوراق مرة واحدة فقط في السوق الأولية ، بينما تجري جميع العمليات التالية في الأسواق الثانوية . فوظيفة الأسواق الثانوية هي توفير السيولة للمنتجات .
- ٢ - **الأسواق النقدية وأسواق رأس المال** : يمكن تقسيم الأسواق المالية حسب استحقاق المنتجات المالية موضع التجارة . فالسوق النقدية تتاجر بأدوات الدين القصير الأجل الذي يستحق بعد سنة أو أقل . أما أسواق رأس المال فتهدف إلى جذب المدخرات إلى استثمارات إنتاجية طويلة الأجل . فأسواق رأس المال تضم جميع أدوات الدين الطويل الأجل ، والتزامات حقوق الملكية .
- ٣ - **السوق الفورية وسوق العقود المستقبلية** : السوق الفورية هي السوق التي يتم فيها تبادل المنتجات ، مثل الأسهم والسلع والعملات الأجنبية ، على أساس التسليم والدفع الفوريين . وتسمى السوق الفورية أيضاً السوق النقدية . أما سوق العقود المستقبلية

فهي السوق التي يتم فيها تبادل المنتجات على أساس التسليم المؤجل وبثمن محدد .

- ٤ - سوق الخيارات : سوق الخيارات هي السوق التي يتم فيها تبادل الأدوات بشرط التسليم المؤجل . ومن الناحية النموذجية ، يقدم الخيار لطرف ما حق شراء منتج أو بيعه ، بدون أي التزام ، مثل الأسهم والسلع والعملات الأجنبية .
- ٥ - سوق العملات الأجنبية : هي السوق التي يتم فيها شراء وبيع العملات الأجنبية التي يتم تبادلها فوراً أو لأجل .

١-٧ السوق الأولية والسوق الثانوية

تتطوي عملية جمع رأس مال حقوق الملكية على عدة مراحل . وهناك اعتبار مهم وهو ما إذا كانت الشركة خاصة أو عامة . والشركات الخاصة كما يدل عليها اسمها هي التي تدار إدارة خاصة . والشركة الخاصة تضم عددًا صغيرًا من المساهمين والملاك ، وتحتاج إلى كشف القليل من المعلومات حول الشركة . ومعظم المنشآت الصغيرة تدار إدارة خاصة . وبالطبع فإن هناك عدة شركات خاصة كبيرة . ومن غير الممكن عادة شراء أسهم في شركة خاصة . والشركة العامة من ناحية أخرى هي التي تبيع على الأقل جزءًا منها إلى الجمهور ، وتتاجر في البورصة . وأول بيع للأسهم من الشركة إلى الجمهور يسمى الطرح العام الأولي IPO ، ويعني هذا الطرح الاتجاه إلى الجمهور Going Public ، والشركات العامة فيها آلاف المساهمين ، وتخضع لقواعد وتنظيمات صارمة . ويتم تبادل أسهم الشركة العامة في السوق المفتوحة كأى سلعة أخرى ، ولا يمنع أي مستثمر من شراء مثل هذه الأسهم . ومن نافلة القول أن السبب الرئيسي للجوء الشركات إلى الجمهور هو تعزيز قدرتها على جمع الأموال . ومع ذلك فالشركات الخاصة الوحيدة ذات الأساسات القوية هي المؤهلة للطرح العام . والمستثمر المتوسط أو الجمهور لا يهتم بالشركات الصغيرة الناشئة التي

لاتزال تبحث عن سجل سباق سمعة الأداء . فعندما تكون الشركة في المراحل الأولى من دورة عمرها ، يجب عليها أن تبقى خاصة . ويمكن تغطية احتياجاتها من خلال ما يسمى تمويل رأس المال المغامر Venture Capital . وتتجه الشركة إلى توظيف خاص وهو طريقة لإصدار الأوراق المالية ، يتم فيها بيع هذه الأوراق من المصدر مباشرة إلى المستثمرين النهائيين . وتبحث عن مساعدة مصرف استثماري يكون دوره جلب الشاري والبائع معاً ، والمساعدة على تحديد ثمن عادل للأوراق وإبرام الصفقات . ليس ثمة شيء غير أخلاقي في دخول صياغة الاستثمار Investment Bankers في عملية جمع الأموال ، عبر رأس المال المغامر والتوظيف الخاص أو الطرح العام IPO ، ما دام أن الأوراق المالية التي قد أنشئت في العملية موافقة للشريعة . والحقيقة أن عملية توليد الموارد وتخصيصها تصبح أصعب إذا قدم صياغة الاستثمار خبرتهم في تسعير الأسهم وتوقيتها وتسويقها (ما لم تتجاوز بالطبع النفقات ، من أجور وعمولات ، الإيرادات) .

في تمويل رأس المال المغامر ، يشتري المصرف الاستثماري Investment Bank سهماً خاصاً في شركات ناشئة . وهذا أمر جائز إسلامياً ومرغوب ، لأنه يضيف إلى كفاءة النظام . وبسبب عدم تماثل معلومات خطير بين المستثمرين والمروجين في حالة الشركات ذات المرحلة المبكرة ، يمكن أن ينطوي الاستثمار على جهالة أو غرر من جانب المستثمرين غير المزودين بالمعلومات . لكن عدم تماثل المعلومات لا يوجد في جانب صياغة الاستثمار الذين يفترض أن يقوموا بفحص دقيق جداً للآفاق المستقبلية ، في ضوء المعلومات المتاحة لهم ، من قبل المروجين غالباً . وفي المرحلة الثانية يقوم صياغة الاستثمار بالتخلص من الأسهم ، حالما تتوصل الشركة إلى بناء سجل سبقي . وبهذا يقل في هذه المرحلة عدم تماثل المعلومات بدرجة كبيرة ، ويصبح المستثمر المتوسط في مركز يمكنه من اتخاذ قرار مبني على المعلومات، وخال نسبياً من الجهالة والغرر .

الآن دعنا نلتفت إلى عملية الطرح العام الأولي IPO . فإحدى طرائق طرح الأوراق المالية وبيعها في IPO هي "طريقة المزايمة" Tender Method ، وفيها يعطي مختلف المستثمرين سعراً للأوراق المالية . وهذه العملية جائزة ومرغوبة أيضاً ، شريطة اتخاذ إجراءات وقائية مناسبة ضد النجش الممنوع . ففي حالة النجش ، بينما تكون الصفقة في طريقها إلى الإبرام بين الطرفين ، البائع والمشتري ، يتدخل طرف ثالث بنية زيادة سعر المشتري . والمشتري الثاني في النجش ليس مشترياً أصيلاً ، بل هو موجود فقط لزيادة السعر على المشتري بدون قصد الشراء . ولهذا يجب في طريقة المزايمة التأكد من أن جميع المزايديين هم مزايدين أصلاء .

وهناك طريقة أخرى للطرح والبيع ، وهي ضمان الاكتتاب بالأوراق المالية ، ويقوم فيها صيرفي الاستثمار بـ (١) شراء جميع الأوراق بالجملة لإعادة بيعها بالتجزئة إلى المستثمرين بتاريخ لاحق بربح ، أو (٢) يجمع معاً المشترين والبائعين المحتملين في مقابل أجر أو عمولة ، تسمى أيضاً ضمان الاكتتاب بأفضل الجهود ، أو (٣) يتحمل خطر نقص الاكتتاب من قبل المستثمرين . الطريقة الأولى في حال الشركات الموجودة وذات السمعة هي غير ضرورية ، ويمكن استخدامها في بعض الحالات عندما يتمتع صيرفي الاستثمار بسلطة احتكارية ضخمة . وهذه طريقة غير صحيحة بلاشك ، سواء من وجهة نظر الأخلاق الإسلامية أو الكفاءة . والطريقة الثانية جائزة إسلامياً بوضوح ، وتعزز الكفاءة عموماً . وهذه الطريقة هي شكل من أشكال التأمين ضد نقص الاكتتاب . وعمولة ضمان الاكتتاب في هذه الحالة تشبه قسط التأمين . ويظهر التزام ضامن الاكتتاب فقط عندما لا يكون هناك مشتررون كافون في السوق . وينطوي هذا النوع من العقود بوضوح على قدر من عدم التأكد، ويثير مسائل المشروعية .

والمشتركون في السوق بعد السوق After-Market أو السوق الثانوية هم بشكل عام فئتان : الأولى وهي غالبًا الفئة الأكثر سيطرة وتضم المضاربين الذين يعرفون عمومًا على أنهم ذوو أفق قصير الأجل، ويهدفون إلى الربح من تقلبات الأسعار القصيرة الأجل . والفئة الثانية تضم مستثمري القيمة Value-Investors الذين يعرفون عمومًا بأنهم ذوو أفق أطول أجلاً ، ويرمون إلى الربح من التقييم الرأسمالي الطويل الأجل، بسبب الزيادة الأصلية في قيمة الأسهم . ويغتنق حضور المضاربين في السوق ، وغالبًا ما يشجع من الهيئات المنظمة ، لأن حضورهم يفترض فيه أن يزيد حجم المعاملات والسيولة ، ويخفض تكاليف التعامل. وغالبًا ما يصمم الهيكل الجزئي السوقي لتسهيل مثل هذه المضاربة ، من خلال المعاملات بالهامش مثلاً . غير أن الفقهاء غير مرتاحين أبدًا لإمكانية المضاربة في أسواق الأسهم . ويشبه بعضهم أسواق الأسهم بأندية القمار ، ويرون أن ليس لها محل في النظام الإسلامي ، على الرغم من أن مستوى عدم الارتياح لا يصل إلى التحريم الكامل . فأنشطة صياغة الاستثمار أو مديري الأموال في حدودها المضاربة أو في حدود تشجيعها للمضاربة ، ليس لها محل في النظام الإسلامي . ولهذا فإن خدمات السمسرة يجب أن لا تسمح بالاقتراض و (أو) الاقتراض بفائدة ، أو بتجارة الهامش . وكما لاحظنا في سياق السوق الأولية ، فإن صياغة الاستثمار يجب أن يتجنبوا خدمات السمسرة للأسهم غير الجائزة . ولكن يلاحظ أن الفقهاء ليسوا مع تحريم كامل اللعبة . ذلك أن قسمًا كبيرًا من أنشطة صياغة الاستثمار ، مثل خدمات المعلومات المقدمة للمستثمرين ، يمكنها في الحقيقة تشجيع الاستثمار القيمي Value Investing .

دعنا الآن نلتفت إلى أنواع الأوراق المالية الإسلامية ، وكيف يتم إنشاؤها؟ هذه العملية يمكن أن تأخذ شكلين من خلال (١) بناء مباشر للأوراق ، و (٢) عملية توريق الأصول . الأول عبارة عن عملية يتم فيها إصدار الأوراق أولاً ، وتستثمر الأموال المجموعة من خلال

الإصدار عندئذ في إنشاء نماذج محددة من الأصول أو المشروعات مع الزبائن من الشركات ، ومن ثم يوزع الدخل المتولد من الأصول أو المشروعات بين حملة السندات . والثاني عبارة أساسًا عن عملية معاكسة، يتم فيها بيان واستقطاب الأصول الموجودة لدى الزبائن من الشركات (المحتاجة إلى المال) ، ومن ثم يتم إصدار الأوراق في مقابلها. دعنا نلتفت الآن إلى الإنشاء المباشر للأوراق .

٧-١-١ الإنشاء المباشر للأوراق المالية

يمكن لمصرف استثماري أن ينشئ أوراقًا مالية ، واضعًا في الذهن مطلب تمويل الزبائن من الشركات . والخيار هو إلى حد كبير بين صكوك المشاركة أو حقوق الملكية وسندات الدين . ففي حين أن صكوك الملكية أقل تنوعًا ، مثل المضاربة ، والمشاركة ، والمشاركة المتناقصة، فإن سندات الدين أكثر تنوعًا . تقريبًا جميع آليات التمويل التي تمت مناقشتها في سياق العمل المصرفي التجاري هي كذلك ملائمة لصيرفي الاستثمار. غير أن هناك فرقًا ، وهو أن الزبائن من الشركات ، بدلاً من الاتصال بوسيط ، تصدر هنا مباشرة وتبيع الأدوات إلى المجتمع الاستثماري . فمثلًا ، بدلاً من منفعة التسهيل الائتماني القائم على المرابحة أو الإجارة والمقدم من المصرف التجاري ، تقوم الآن الشركة بإصدار صكوك مرابحة أو إجارة للمجتمع الاستثماري .

وتتطوي العملية على إصدار أداة ذات غرض خاص SPV ، أو مرابحة ذات غرض خاص (مع طبيعة متميزة) من قبل الشركة، بالتشاور مع مصرف استثماري لهذا الغرض. ويمكن للمصرف الاستثماري أو الشركة أن تعمل مضاربًا في هذه المضاربة الخاصة . وتعهد هذه المضاربة الخاصة مع مهمة إصدار الأوراق المالية إلى الجمهور الاستثماري ، الذي يجمع الأموال ويستثمرها في نماذج خاصة من الأصول أو المشروعات ، لأجل مواجهة متطلبات الشركة . وهنا تملك

للمستثمرين ، وتجمع أموالاً وتستخدمها في شراء الأصول (المطلوبة للاستخدام في الشركة) . وعندئذ تقدم الأصول على سبيل الإجارة إلى الشركة في مقابل إيجارات دورية . وتتمرر الإيجارات المقبوضة من المضاربة الخاصة من الشركة (حسب الشروط) إلى حملة الأدوات . وخلافاً للمرابحة ، فإن أداة الإجارة ليست وثيقة دين ، ولكنها وثيقة ملكية تناسبية للأصل المؤجر . وبهذا فإن من الممكن تسعير الأداة بحرية في السوق الثانوية، وتبادلها بأي ثمن تفاوضي .

ويمكن إنشاء سندات سلم وبيعها من قبل المضاربة الخاصة ، ويسدد فيها المال المعبأ من المستثمرين مسبقاً إلى الشركة SPV ، بدلاً من وعد بتسليم سلعة في تاريخ مستقبلي . وجميع المتطلبات الشرعية النمطية المطبقة على بيع السلم تطبق على صكوك السلم ، مثل قيام الشاري بدفع كامل الثمن بتاريخ عقد البيع ، ومثلية أو نمطية الأصل المعني ، ومعلومية الكمية والنوعية وزمان ومكان تسليم الأصل ، وما شابه ذلك . وفي الوقت نفسه ، يمكن تعيين الـ SPV وكيلاً لتسويق الكمية الموعودة في تاريخ التسليم ، ربما بثمن أعلى . والفرق بين ثمن الشراء وثمان البيع هو ربح الـ SPV ، ومن ثم فهو ربح حملة الصكوك. وتتطوي هذه الصكوك بوضوح على مخاطر سوقية ، لأن ثمن الأصل المعني يمكن أن ينخفض ، بدلاً من أن يرتفع في المستقبل .

والمخاطر السوقية ، أو مخاطر الثمن على المستثمرين ، يمكن تخفيضها إذا قدم طرف ثالث وعداً من طرف واحد لشراء السلعة بثمن متفق عليه مسبقاً ، في فترة زمنية مستقبلية . وبما أن الـ SPV التي تمثل المستثمرين ليست بحاجة للاشتراك في السوق ، فمن الممكن عزلها عن مخاطر الثمن . وهذا الطرف الثالث يمكن أن يكون أحد زبائن الشركة المحتملين . والوعد الصادر من طرف واحد هو وعد ملزم لهذا الزبون. وحالما تحول الحقوق الناشئة من الوعد إلى الـ SPV ، فإن الـ SPV يفترض أن تقوم بدور البائع إلى زبون الطرف الثالث ، بتاريخ

مستقبلي محدد . و الـ SPV قادرة على تحقيق سعر أعلى متفق عليه مسبقًا ، بدون الاشتراك في السوق . وقد يأتي تخفيف الخطر في بعض الأحيان من خلال بعض الضمانات السيادية .

ويمكن إنشاء أدوات أو صكوك الاستصناع بالطريقة نفسها . ففي هذا البرنامج ، تصبح الـ SPV هي الممثلة للمستثمرين : البائع والمتعاقد والصانع للأصل بالنسبة للمشتري (لنقل : الحكومة) ، ويستخدم الاستصناع الموازي لإنشاء التسهيل . وبعبارة أخرى ، فإن الـ SPV تأخذ على عاتقها المسؤولية القانونية لبناء التسهيلات ، وتتعاقد من الباطن مع الصناعيين أو المتعاقدين لإنجاز العمل . والتمن المؤجل الذي سيدفعه المشتري قد يأخذ شكل صكوك ، هي عبارة عن وثيقة مديونية (شهادة دين) ، تعادل قيمتها الاسمية الكلية تمامًا الثمن الكلي المؤجل . وقد تكون لهذه الصكوك تواريخ استحقاق مؤجلة ، لمواجهة خطة التقسيط التي تم الاتفاق عليها بين الطرفين . فهي تمثل دين المشتري ، ومن ثم تمنع الشريعة بيع شهادات الديون هذه إلى طرف ثالث ، بأي ثمن آخر غير قيمتها الاسمية .

وبالمقارنة بين مختلف طرق إنشاء سندات دين ذات دخل ثابت ، بالاستناد إلى العقود الإسلامية القديمة المتعلقة بالبيع بأثمان آجلة : المرابحة والإجارة والسلم والاستصناع ، يتضح أن من بين جميع هذه الأدوات يبدو أن أدوات السلم تقييدية جدًا في مداها ، وأدوات الاستصناع مفيدة تمامًا في تمويل مشروعات البنية التحتية الكبيرة ، في حين أن أدوات المرابحة والبيع بثمن أجل مفيدة في تمويل التجارة . لكن كلا النوعين ينطوي على بيع دين أو ذمم مدينة ، ومن ثم يشكو من قيود التداول . ولا محل في الغالب لسوق ثانوية لهذه الأدوات . أما أدوات الإجارة فهي خالية من جميع هذه القيود . ويبدو أن الإجارة تقدم مرونة قصوى من حيث التداول وإدارة مخاطر الثمن وغير ذلك ، ومن ثم فإن

صكوك الإجارة يتوقع أن تلعب دوراً مهماً في تطوير سوق دين إسلامية.

٧-١-١-٢ أسهم حقوق الملكية الإسلامية

كما في عملية إنشاء سندات دين إسلامية ، عندما يطلب من الـ SPV استثمار حصائل بيع الأسهم في عقود حقوق الملكية ، فإن مثل هذه الأسهم ستكون في شكل أسهم حقوق ملكية إسلامية . وتتطوي عقود حقوق الملكية على المشاركة واقتسام الخطر والعائد في المشروع . وقد نوقشت الآليات التعاقدية التي تتطوي على هذه الشركة والاقتراس بتوسع في فئة المضاربة والمشاركة . وتدخل أسهم حقوق الملكية الحديثة أو الأسهم العادية كذلك في هذه الفئة العريضة ، وهذه الأخيرة لا تتطلب تدخلاً . وتوجد الأسواق المنظمة للأسهم في معظم الاقتصادات في جميع أنحاء الكرة الأرضية . وهي تمثل أهم شكل من أشكال رأس المال المغامر ، أو رأس مال الملاك ، في المشروعات التجارية الحديثة.

٧-١-٢ توريق الأصول

يمكن لصيارفة الاستثمار أن يقوموا أيضاً بإنشاء الأوراق المالية من خلال عملية تسمى توريق الأصول . وهذه عملية معاكسة تتطوي على تجميع الأصول الموجودة لإحدى الشركات ، ومن ثم إصدار أوراق مالية في مقابل هذه الأصول . وتبدأ العملية ببيان الأصول المولدة للدخل في الشركة ، وتقويم طبيعة وكمية التدفقات النقدية الداخلة المتوقعة من هذه الأصول . وعندئذ تحول الأصول إلى أيدي أداة الغرض الخاص SPV المنظمة كمضاربة تعد خصيصاً لهذا الغرض . ويمكن أن يقوم مصرف الاستثمار بدور المضارب في مضاربة الغرض الخاص . وفي مقابل هذه الأصول والدخل المتوقع منها ، والذي يمكن تقديره بدرجة معقولة من الدقة ، تقوم مضاربة الغرض الخاص بإصدار أوراق مالية تباع إلى المستثمرين . ويتم تمرير الدخل في المستقبل إلى حملة

الأوراق، بعد تنزيل نسبة مئوية للمضارب . وغالبًا ما تكون هناك محاولة للتوريق لإنشاء سندات ذات دخل ثابت . لهذا سنناقش العملية في سياق المضاربة والإجارة فقط . ومن المسائل ذات الدلالة الكبيرة في عملية التوريق مسألة تطوي على بيع العينة ، أي البيع وإعادة الشراء مقارنة بالبيع وإعادة التأجير . وهناك مسألة خلافية أخرى تتصل بالبيع أو تحويل الذمم المدينة أو الدين (بيع الدين) . أولاً سنناقش الحالة الخلافية لتوريق المرابحة والبيع بثمن أجل ، كما هو مطبق في ماليزيا .

فما يجب ملاحظته في العملية المذكورة أعلاه هو استخدام البيع وإعادة الشراء (بيع العينة) الذي يضارع في الواقع الافتراض الربوي . فإن بيع أصل وإعادة شرائه يقطع الصلة بين التمويل والأصل المعني . ولهذا فإن هذه الآلية غير مقبولة في النطاق الإسلامي ، وإن كانت مستخدمة على نطاق واسع من مصارف الاستثمار في ماليزيا . وهناك آلية أخرى ممنوعة تستخدم لتحقيق سيولة الأدوات ، وهي بيع الدين بخضم أو بثمن تفاوضي . وعندئذ فإن صكوك المرابحة التي أنشئت من خلال الآلية المذكورة أنفاً يمكن تداولها بحرية ، بأي ثمن تفاوضي بين الطرفين (هو دائماً أقل بسبب خصم الدين) . والنتيجة النهائية لهذه الممارسة هي ظهور سوق صاخبة للسندات ، إسلامية بالاسم ، وتقليدية بكل معنى آخر .

وتهتم المشكلات المبينة أعلاه بتوريق الإجارة . ويجب ملاحظة أنه بينما يحرم بيع العينة التمويل من أي صلة بالأصول المعنية ، إلا أن البيع وإعادة التأجير لا يفعل ذلك . فالأول محكوم عليه بأنه اقتراض وإقراض ربوي ، في حين أن الآخر ليس كذلك . وينطوي توريق الإجارة على تحويل الملكية ، ومن ثم تتحول جميع أخطار وعوائد ملكية الأصول الموجودة للشركة إلى الـ SPV التي تمثل المستثمرين ، وكل مستثمر يصبح الآن مالكا جزئياً لمجموعة الأصول . وتقدم الأصول عندئذ إجارة في مقابل مدفوعات إيجارية مستقبلية . وما يجعل هذه الآلية

مختلفة عن الآلية السابقة هو أن المستثمرين يستمرون ملاكًا للأصول . ويتعرض المستثمرون للخطر المرتبط بملكية الأصول ، وكذلك للأخطار المرتبطة بالمدفوعات الإيجارية . وفي بعض الأحيان هناك طرف ثالث ، مثل الحكومة ، يريد تحمل هذه الأخطار أو المشاركة فيها ، الأمر الذي يقدم المعادل الإسلامي لسندات الخزانة الأمريكية ، أو السندات البريطانية Gilts . لاحظ أننا استخدمنا هذا السند على أنه أصل إسلامي خال من المخاطرة في تفسير إيجاد محفظة Markowitz المثلى في الفصل الثالث .

٢-٧ السوق الفورية وسوق العقود الآجلة

في عقد مؤجل Forward يتعهد الطرفان بإبرام صفقة بتاريخ مستقبلي، ولكن بثمن محدد مسبقًا هذا اليوم . وقد يكون أحد الطرفين منتجًا يعد بتقديم المنتج (الأصل المعني) ، والآخر مستهلكًا يحتاج إلى المنتج بتاريخ مستقبلي . فإذا كان ثمن المنتج مرتفع التقلب ، كان الطرفان معرضين للخطر : المنتج معرض لخطر نزول الثمن ، والمستهلك معرض لخطر ارتفاع الثمن . ويستطيع كلا الطرفين التحوط من الخطر الذي يتعرض له بالدخول في عقد مؤجل Forward . وقد يلاحظ هنا أنهما في العملية يخسران أيضًا احتمال تحقيق كسب ، بسبب تغير الثمن . وهناك منفعة أخرى لهذا ، فيما أن كلا الطرفين قد حدد سعره وكلفته ، فإنه سيكون إذن في مركز أفضل كثيرًا لتخطيط أنشطته التجارية .

إن العقود المؤجلة Forward عندما تكون منمطة من حيث حجم العقد والاستحقاق ونوعية المنتج ومكان التسليم ... إلخ بالاستناد إلى وساطة سوق منظمة ، فإنها تسمى العقود المستقبلية Futures . ويعتقد أن تضيف هذه المستقبليات مزيدًا من الكفاءة إلى النظام ، وذلك بالتخلص من مشكلة توافق الاحتياجات ، وخطر التخلف من الطرف الآخر . وعلاوة على هذا ، هناك مشكلة أخرى في تجارة البورصة بالعقود

المؤجلة Forward ، وهي إمكان إبرامها بسعر غير عادل وغير موجود . ذلك لأن كل طرف هو أخذ سعر Price Taker (لا صانع سعر) في سعر المستقبلات الذي يسود في السوق ، في وقت الشروع بالعقد .

وأهم اعتراض على العقود المستقبلية هو أن تسويتها تتم بفروق الأسعار فقط ، ولا تنتهي بالتسليم الفعلي لمحل التبادل . والملح الوحيد للعقود المستقبلية والآجلة هو أن تسوية الصفقة تؤجل كلها إلى تاريخ مستقبلي . وبما أن المشتري والبائع يلتزمان بتسليم الثمن ومحل التبادل على التوالي في تاريخ مستقبلي ، فإن الصفقة تختزل بصورة أساسية إلى مبادلة دين بدين أو كالى بكالى . وهذا ممنوع صراحة في جميع المذاهب الفقهية ، وعند جميع العلماء تقريباً .

كذلك فإن العقد المستقبلي فيه انتهاك صريح للتحريم الشرعي لبيع المعدوم ، أو بيع ما لا يملك ، أي على أساس الغرر . ويلاحظ هنا أن الفقهاء ، بالاستناد إلى الضرورة العامة ، قد أبدوا بعض المرونة في مسألة الغرر لتسوية العقود . فبالنسبة للمنتجات المتجانسة ، أجاز الفقهاء بيع السلم ، وهو بيع ما لا يملك ، ولكن وجوده سيكون مؤكداً بدرجة معقولة . وفي هذه الحالة ، ركز الفقهاء على وجوب تسليم أحد عوضي العقد فوراً ، أي على المشتري أن يسلم الثمن ، في وقت التعاقد إلى البائع . أما البائع فيبقى التزامه مؤجلاً إلى تاريخ مستقبلي .

كذلك أجاز الفقهاء المعاصرون عدة صور من البيع ، يتأجل فيها كلا البديلين إلى تاريخ مستقبلي . الأولى هي بيع الاستصناع ، وهو عقد صناعي ، لا يتم فيه قبض أحد البديلين وقت التعاقد ، خلافاً للسلم . والثانية هي بيع الاستجرار ، أو المشتريات المتكررة من بائع واحد . وهنا أيضاً أظهر الفقهاء كثيراً من المرونة ، من حيث تأجيل الثمن ومحل المبادلة إلى تاريخ مستقبلي ، وتثبيت الثمن على أساس متوسط أسعار السوق ... إلخ .

ومن المهم أن نلاحظ أسباب هذه المرونة ، فبيع الاستصناع وبيع الاستجرار ، مثل بيع السلم ، قد أجزا على أساس الحاجة العامة . لكن الخصيصة التي ينفرد بها السلم هي أنه ينطوي على سلعة متجانسة مثلية، يمكن وجودها بسهولة في السوق ، ومن ثم يكون الغرر فيها، بمعنى خطر التسليم ، غير كبير . وهذا يصدق أيضًا على بيع الاستصناع وبيع الاستجرار . فخطر الصانع أو البائع المتكرر ، من حيث قدرته على تسليم المنتج ، من الواضح أنه خطر يسير . ومع ذلك فعندما ننظر إلى إمكانية المضاربة على الأسعار ، نرى أن عقد السلم يختلف عن العقدين الآخرين . فالسلم ينطوي على سلعة متجانسة مثلية ، يمكن وجودها بسهولة في السوق . فإذا جاز تأجيل التسليم من كلا الطرفين ، أمكن بسهولة استخدام العقد في المضاربة على فروق الأسعار، على نطاق واسع . أما في حالة بيع الاستصناع وبيع الاستجرار ، فلا يمكن أن يساء استعمالهما في المضاربة على فروق الأسعار . وهذا ما قد يفسر لماذا ركز الفقهاء على وجوب سداد كامل الثمن في وقت التعاقد في حالة بيع السلم ، وليس في حالة بيع الاستصناع وبيع الاستجرار .

٧-٣ سوق الخيارات

هناك منتج أساسي آخر مشتق ، يسهل إدارة الخطر ، وهو الخيار . ففي حين أن العقد المستقبلي يؤدي إلى تسهيل التحوط ، بتثبيت السعر الذي يتم به الشراء أو البيع ، إلا أن من شأنه أيضًا أن لا يستفيد المرء من حركات الأسعار الملائمة اللاحقة . وعلاوة على هذا ، فإن العقود المستقبلية (والمؤجلة) لا تتاسب إدارة المطلوبات أو المطالبات الاحتمالية . فهذه مطلوبات أو مطالب احتمالية تقع على شخصية تجارية ، وتتوقف على ناتج غير مؤكد . وإن عقد الخيار الذي يعطي الحق في شراء أو بيع ، بدون أي التزام ، يمكن أن يعالج مثل هذه الحالات من عدم التأكد .

وجميع الخيارات التي يتم تبادلها والمتاجرة بها هي على نوعين :
خيارات الشراء وخيارات البيع . وخيار الشراء يخول صاحبه الحق ،
وليس الالتزام ، بشراء أصل معين ، بثمن ممارسة محدد مسبقًا في
تاريخ الاستحقاق ، أو في أي تاريخ آخر قبله . وبالمقابل فإن خيار البيع
يخول صاحبه الحق ، وليس الالتزام ، ببيع أصل معين ، بثمن ممارسة
محدد مسبقًا ، في تاريخ الاستحقاق أو قبله . وبما أن الخيارات تعطي
حقًا ، ولكن لا تفرض التزامًا ، فإن صاحبها يمارس خياره إذا كان هذا
الخيار مناسبًا له . وحق الممارسة دون التزامها يقدم مرونة إضافية ،
وهذه هي الميزة الرئيسية للخيارات على العقود الأجلة أو المستقبلية .

ولأجل هذه الميزة ، يدفع مشتري الخيار إلى البائع علاوة غير
قابلة للاسترداد . وينبغي على هذا أن أقصى خسارة ممكنة لمشتري
الخيار تكون محدودة بالعلاوة المدفوعة . وتقع الخسارة إذا لم يختار
ممارسة الخيار . أما معظم باقي الاعتبارات ، مثل طرق التبادل ،
وتوصيف العقد ... إلخ ، فإن تجارة تبادل الخيارات تبقى مشابهة
للمستقبليات .

وتتفق معظم آراء الفقهاء على أن الخيار هو وعد ببيع أو شراء
شيء بثمن محدد ، خلال فترة محددة ، ولا يمكن أن يكون هذا الوعد
محلًا لبيع أو شراء . وأهم اعتراض على الخيارات هو أنها تسوى دائمًا
بفروق الأسعار فقط ، ولا تنتهي أبدًا بالتسليم الفعلي لمحل التبادل .

وقد حاول بعض الفقهاء تبرير مشروعية الخيارات ، بالقياس على
بيع العربون . والعربون هو عبارة عن بيع يودع فيه المشتري نقودًا
لضمان الجدية لدى البائع ، على أنها جزء من الثمن مدفوع سلفًا ،
ويتفقان على أن المشتري إذا فشل في إمضاء العقد خسر النقود المودعة ،
وكسبها البائع . وخيار الشراء مشابه لبيع العربون ، بمعنى أن البائع لا
يرد العربون إلى المشتري إذا لم يمارس هذا المشتري حق الشراء ،
وينفذ العقد . لكن في حالة خيار الشراء ، يخسر المشتري مبلغ الخيار ،

حتى لو مارس الخيار ونفذ العقد . أما في بيع العربون ، فتمت تسوية مبلغ الخيار في ثمن البيع ، إذا لم ينفذ العقد . وبيع العربون جائز في المذهب الحنبلي ، وعند أغلب الفقهاء المعاصرين . لكن هناك رأياً آخر بأن العربون هو من باب أكل مال الغير بالباطل ، ومن ثم فهو غير جائز .

ولهذا لا يمكن أن تكون هناك سوق إسلامية للخيارات ، بوصفها عقوداً مستقلة . لكن يمكن أن تكون تابعة لعقود المبادلة .

٧-٤ سوق العملات

السوق الإسلامية للعقود تتعامل صراحة بتبادل العملات . وهناك إجماع عام بين الفقهاء على أن عملات البلدان المختلفة يمكن تبادلها على أساس فوري ، وبسعر مختلف عن التعادل . ويبدو كذلك أن هناك اتفاقاً عاماً بين معظم الفقهاء على أن تبادل العملات على أساس مؤجل ليس جائزاً ، وذلك عندما تكون حقوق وواجبات كلا الطرفين متصلة بتاريخ مستقبلي . لكن هناك خلافاً كبيراً بين الفقهاء ، عندما تكون حقوق أحد الطرفين ، التي هي واجبات الطرف الآخر ، مؤجلة إلى تاريخ مستقبلي .

ولشرح هذا الموضوع ، دعنا نأخذ مثلاً لشخصين (أ) و (ب) ينتميان إلى بلدين مختلفين : الهند والولايات المتحدة على التوالي . (أ) يريد بيع روبيات هندية وشراء دولارات أمريكية . والعكس يصدق على (ب) . والسعر المتفق عليه لتبادل الروبية والدولار هو ١ : ٢٠ ، وتنطوي الصفقة على شراء وبيع ٥٠ دولاراً . الوضع الأول هو أن يدفع (أ) دفعة فورية بمبلغ ١٠٠٠ روبية إلى (ب) ، ويقبل قبض ٥٠ دولاراً من (ب) . وتتم تسوية الصفقة على أساس فوري لكلا البلدين . مثل هذه الصفقات صحيحة ومقبولة شرعاً ولا يوجد فيها أيان .

قد يلاحظ هنا أن الأسواق الفورية في الحياة العملية غالبًا ما تقدم التسليم الفعلي خلال ٤٨ ساعة أو خلال يومي عمل ، لأسباب عملية (مثل فروق التوقيت بين الأسواق العالمية المختلفة) . ويرى بعض المؤلفين أن هذه الممارسة بفارق يومين ليست مقبولة في النطاق الإسلامي ، في حين يرى آخرون أن هذا الموقف متشدد ، وأن هذه الممارسة جائزة شرعًا ، لأن الفجوة الزمنية المذكورة في الصفقة الفورية ليست فجوة زمنية بين تسليم إحدى العملات وتسليم العملة الأخرى ، بل هي فجوة بين تاريخ التعامل وتاريخ التنفيذ . وعلاوة على هذا ، حتى لو وجدت فجوة زمنية، فإن هذا لا يؤثر على السعر أو معدل التبادل بين العملتين المذكورتين .

والوضع الثاني هو أن تتم تسوية الصفقة جزئيًا ، من طرف واحد فقط ، فمثلاً يدفع (أ) ١٠٠٠ روبية الآن إلى (ب) ، ويعدده (ب) بدفع ٥٠ دولارًا بعد ستة أشهر . أو يقبل (أ) ٥٠ دولارًا الآن من (ب) ، ويعدده بدفع ١٠٠٠ روبية بعد ستة أشهر . هناك آراء متعارضة تمامًا حول شرعية مثل هذه العقود ، التي ناقشتها المجامع الفقهية عبر العالم ، وإن لم تكن هذه العقود شائعة جدًا في الأسواق المالية التقليدية .

والسيناريو الثالث هو أن تؤجل تسوية الصفقة من كلا الطرفين إلى تاريخ مستقبلي ، وليكن بعد ستة أشهر من الآن . وهذا يستلزم أن يقوم الطرفان (أ) و (ب) بدفع ١٠٠٠ روبية أو ٥٠ ريالاً بعد ستة أشهر . وتعرف هذه العقود في علم التمويل السائد بعقود العملات الآجلة والمستقبلية ، والرأي الفقهي السائد هو عدم جوازها .

وعلاوة على ذلك ، هناك شكل آخر من أشكال التعامل ، يوصف بأنه مبادلة Swap إسلامية ، وهو كالتالي : (أ) يدفع ١٠٠٠ روبية إلى (ب) ويقبض منه ٥٠ دولارًا اليوم ، بسعر محدد ١ : ٢٠ . وكل من (أ) و (ب) يستخدم ويستثمر المال المقبوض على مخاطرته الخاصة . وفي نهاية الفترة الزمنية المشروطة ، ولنقل ستة أشهر ، تنعكس العملية . (أ)

يعيد دفع ٥٠ دولارًا إلى (ب) ، ويقبض منه ١٠٠٠ روبية . ويمكن النظر إلى هذه الصيغة من التعامل على أنها أيضًا مبادلة قروض بغير فائدة بين (أ) و (ب) ، وهذا على خلاف المبادلة التقليدية ، التي هي مبادلة بفائدة عمومًا ، إذ تنطوي على مبادلة الأصل (غالبًا وهمي) والفائدة . ومن الواضح أن المبادلات التقليدية لا محل لها في النظام الإسلامي . ويمكن للمبادلات الإسلامية أن تساعد كلا الطرفين (أ) و (ب) بطرق مختلفة ، مثل تمكينهم من إدارة خطر عملتهما . وهنا توجد أيضًا آراء متعارضة حول شرعية هذا التعامل .

وهناك شكل آخر من الأشكال السائدة لتبادل العملات في علم التمويل الشائع ، يتصل بشراء وبيع خيارات العملات . والفقهاء الذين يرون أن تبادل العملات يجب أن يتم على أساس فوري يمنعون أي خيار لأحد الطرفين أو لكليهما معًا . وإذا اعتبرنا الخيار وعدًا فهو وعد غير ملزم، لأن الطرفين لا يمكنهما ، حسب الفقه الإسلامي القديم ، الاتفاق سلفًا على سعر يطبق على تبادل العملات في المستقبل .

٨ - قرارات التمويل

ما كمية الديون التي يمكن أن تلجأ إليها الشركة ؟ هل سياسة الدين مهمة؟ سؤالان مهمان يواجههما أي مدير مالي في سياق الإدارة المالية للشركة . وتخصص الكتب الدراسية النمطية في الإدارة المالية للشركات مساحة كبيرة لمثل هذه الأسئلة . وهذا الموضوع المعروف في اللغة المالية الحديثة بقرار هيكل رأس المال ، أو قرار التمويل ، ينطوي على اتخاذ قرار حول النسب المحددة من متطلبات رأس المال الكلي للشركة الذي يجب تمويله بواسطة الدين (الأموال المقترضة) وحقوق الملكية (الأموال المملوكة) . ويسبق هذا القرار تحليل مفصل لأثر المزيج التمويلي البديل (للمديونية والملكية) أو أثر الهياكل الرأسمالية على قيمة الشركة . وبافتراض أن هدف المدير المالي هو تعظيم قيمة الشركة ، فإن المزيج التمويلي الخاص ، أو هيكل رأس المال، يعد مثاليًا عندما يكون من شأن هذا المزيج أو الهيكل تعظيم هذه القيمة . وإلى حد كبير ، فإن القرار يبحث عن المزيج الأمثل للمديونية والملكية . وتقدم الكتب الدراسية عدة نظريات بديلة لشرح كيفية اتخاذ هذا القرار في الحياة الواقعية .

٨-١ كلفة رأس المال وقيمة المنشأة

ويجري هذا التحليل كما يلي :

- ١ - الدين (D) أرخص من حقوق الملكية (E) . وهذا لسببين :
أ/ عوائد الدين بالنسبة للدائنين هي محددة مسبقًا ، ومن ثم فإن الدين قد يتصور بأنه أقل مخاطرة ، فالبشر يكرهون الخطر ، ولهذا يطلبون تعويضًا أقل على خطر أقل . إن عوائد حقوق الملكية بالنسبة لمقدمي هذه الحقوق هي متقلبة ، وليست محددة مسبقًا .

ولهذا فهي أكثر مخاطرة من الدين . وعليه فإن مقدمي حقوق الملكية يطلبون تعويضاً أكبر ، أو علاوة خطر أكبر ، للمشاركة بأموالهم ، مقارنة بمقدمي الدين (الدائنين) . فكلفة الدين K_d هي في المحصلة أقل من كلفة حقوق الملكية K_e . وبالاتتماد على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM الذي ناقشناه سابقاً، يمكننا تقدير علاوة الخطر على ورقة مالية معينة، باستخدام مفهوم بيتا .

ب/ تقدم جميع النظم المالية التقليدية مزايا ضريبية للمنشآت على كمية الفائدة المدفوعة على الدين . وبعبارة مبسطة ، فإن الشركات تدفع ضريبة أقل على دخلها ، إذا استخدمت الدين بدل حقوق الملكية . فالدخل الخاضع للضريبة يحسب بعد تنزيل الفائدة باعتبارها مصروفاً ، في حين أن الدخل الخاضع للضريبة لا يتأثر بمدفوعات توزيع الأرباح من الدخل بعد الضريبة . كما أن الربح الضريبي ، الذي يظهر نتيجة استخدام الدين بدلاً من حقوق الملكية، يزيد في نقص كلفة الدين . فإذا كان معدل الضريبة هو t فإن الربح المتصل بالضريبة يبلغ الفائدة $t \times$ مرة في الفائدة . وكلفة الدين بعد الضريبة K_d هي :

$$K_d(1-t)$$

٢ - قيمة المنشأة قيمة تقديرية ، فهي تقدر بالقيمة الحالية لجميع التدفقات النقدية الداخلة المستقبلية ، مخصومة بمعدل مناسب . والطريقة التقليدية هي معاملة كلفة رأس المال الكلية K_0 (تعويض عن الخطر التجاري الكلية للمنشأة) كمعدل خصم .

$$V = \sum A_t / (1 + K_0)^t; \quad t=1 \dots n.$$

ومن أجل التبسيط ، إذا افترضنا التدفق النقدي الداخل المستقبلي، كتيار ثابت A ، وعمر المشروع ممتد إلى الأبد ، كان لدينا : $V = A / K_0$

٣- الكلفة الكلية لرأس المال هي المتوسط المرجح للكلفة الخاصة لرأس المال . فإذا كانت w_d ترمز إلى نسبة الدين D ، و w_e ترمز إلى نسبة حقوق الملكية E في مجموع رأس المال ، كان لدينا :

$$K_o = w_d K_d + w_e K_e; \quad w_d + w_e = 1$$

ومن المفترض أن تختار المنشأة هيكل رأس المال كله حقوق ملكية ، أو كله ديون (١٠٠٪ دين + حقوق ملكية اسمية كدليل على ملكية المنشأة) ، أو أي مزيج من الدين والملكية (لنقل ٢٥٪ دين و ٧٥٪ ملكية ، أو ٥٠٪ دين و ٥٠٪ ملكية ، أو ٧٥٪ دين و ٢٥٪ ملكية ، وهكذا دواليك) .

وتقدم الكتب الدراسية في التمويل التقليدي أجوبة بديلة لهذين السؤالين : ما كمية الدين التي يمكن أن تلجأ إليها المنشأة ؟ أو ما الهيكل الرأسمالي الأمثل؟ الهيكل الرأسمالي الأمثل هو الهيكل الذي يعظم قيمة المنشأة V .

أ/ طرحت نظرية Miller-Modigliani (MM) الشهيرة هذا السؤال بالقول بأن هيكل رأس المال أو القرار التمويلي هو ببساطة لا صلة له بقيمة المنشأة . إنه يؤكد أن V تبقى بدون تغيير ، بغض النظر عن نسبة الدين في مجموع رأس المال . ويبين المقترح الأول لنظرية MM أن جميع تركيبات الدين والملكية هي متساوية في الجودة . وهذا مبرهن عليه باختبار "مراجعة" بسيط مشروح بأمثلة عددية . ويمكن تعميم المقترح الأول على أنه قانون حفظ القيمة : فقيمة الفطيرة Pie مستقلة عن كيفية تقسيمها إلى شرائح . والدخل التشغيلي مقابل تحليل إيراد السهم الواحد EPS مشروح باستخدام أمثلة عددية .

وتتحدد قيمة المنشأة V بـ K_0 التي تتحدد بدورها بالخطر التجاري للمنشأة، والذي يبقى غير متأثر بتغيرات هيكل رأس المال ، بسبب رافعة أعلى أو أدنى ، أو بسبب استخدام الدين . ويتم تعويض منافع الاستخدام المتزايدة لدين الكلفة القليلة تمامًا بارتفاع مستمر في كلفة حقوق الملكية ، لأن مقدمي حقوق الملكية يواجهون خطرًا أكبر للتخلف عن الدفع ، بما يؤدي إلى بقاء المتوسط المرجح بدون تغيير . وهذه الفكرة قدمها المقترح ٢ من نظرية MM ، بخصوص معدل رسملة حقوق الملكية إلى الرافعة . وتم بيان كيف أن استخدام الدين يؤثر في بيتا حقوق الملكية ، وكيف أن تغيرات هيكل رأس المال تؤثر على عائد حقوق الملكية.

لهذا يكون المدير المالي منطقيًا على سواء بين الدين والملكية ، لعدم تأثير ذلك على قيمة المنشأة . ويجب أن نلاحظ هنا أن Miller و Modigliani يفترضان مبدئيًا بيئة خالية من الضرائب في فروضهما . لكن نطاقهما قد تم تعديله بعد ذلك لوجود الضرائب . وفي هذا النطاق المعدل ، يوجد بعض الزيادة في القيمة مع الاستخدام المتزايد للدين ، بسبب المنافع الضريبية التي تحدث باستخدام الدين .

ب/ في مقابل اختلاف حاد مع MM ، يؤكد الرأي التقليدي أنه بما أن الدين أرخص من الملكية ، فإن زيادة نسبة الدين في مجموع رأس المال تؤدي إلى نقصان الكلفة الكلية لرأس المال ، ومن ثم تزداد قيمة المنشأة . وبعبارة أخرى ، بما أن $K_d < K_e$ فإن K_0 تحافظ على نزولها ، لأن نسبة الدين W_d زادت ، لهذا تبدأ V بالازدياد ، ولكن ازدياد V قد لا يستمر لمدة طويلة . وإذا ازدادت نسبة الدين W_d أكثر من حد معين ، فإن السوق تبدأ في مواجهة خطر متزايد للتخلف عن الدفع . وهذا ما يدفع معًا كلفة الدين K_d وكلفة الملكية K_e إلى الأعلى . والنتيجة أن الانخفاض الأولي في الكلفة الكلية

لرأس المال K_0 سيتوقف . وأي زيادة أخرى في الدين ستشهد في الواقع زيادة في الكلفة الكلية لرأس المال K_0 التي تؤدي إلى انخفاض قيمة المنشأة . وبهذا يؤكد هذا الجواب أن هناك هيكلًا رأسماليًا أمثل ، أو قيمة مثلى لـ W_d ، حيث K_0 ستخف ، ومن ثم ترتفع V .

ولا يزال هناك رأي آخر يقول بأن اختيار هيكل رأس المال هو مشكلة تسويقية . والمشكلة هي إيجاد مزيج من الأوراق المالية يتمتع بأكبر لجوء كلي إلى المستثمرين ، ومن ثم فهو يعظم القيمة السوقية للمنشأة .

٨-٢ الدين وحقوق الملكية في اقتصاد إسلامي

بهذه الخلفية نصل الآن إلى مناقشة قرارات هيكل رأس المال التي تتخذها المنشأة في اقتصاد إسلامي .

أولاً بلغة النطاق نستطيع أن نرى كيف أن الدين الذي يحمل فائدة هو خيار غير أخلاقي . دعنا نبدأ بمنشأة كل ديونها ممولة بسندات ربوية .

إن قيمة أي منشأة أو سند هي مبلغ التدفقات النقدية المتوقعة التي يخصم كل منها بمعدل عائد متوقع ، من أجل توحيد أزمنة هذه التدفقات . ويمكننا كما سبق استخدام نطاق تتحدد فيه القيمة بخصم تدفق نقدي أبدي ثابت ، بمعدل مناسب :

$$V (\text{Business}) = A / K_0 \text{ ----- (1)}$$

$$V (\text{Bond}) = A / K_d \text{ ----- (2)}$$

إذا تساوت K_h مع K_o كان لدينا حالة نظرية لمنشأة دين فقط لها وجود واقعي. والتدفقات النقدية السنوية المقبوضة من المنشأة تحول كلها إلى حامل السند .

لكن العالم الواقعي للأسف ليس مبسطاً كما في المعادلات المذكورة. ففي حين أن التدفقات النقدية لحامل السند يمكن تحديدها تعاقدياً، وأن تبقى ثابتة بإلزام القانون كما في A' (في المعادلة ١) ، فإن التدفقات النقدية المتولدة في المنشأة (في المعادلة ٢) ليست كذلك . فالحقيقة أن A' هي القيمة المتوقعة لجميع التدفقات النقدية الممكنة ، في مختلف السيناريوهات الجيدة والرديئة.

وبالنظر لغرابة الحالة ، تظهر الإمكانيات التالية . من الممكن أن تدر المنشأة تدفقات نقدية أعلى أو أدنى من A' . وإذا تجاوزت التدفقات النقدية للشركة A' فإن حامل السند يبقى مستحقاً لـ A' . لكن ماذا لو كانت التدفقات النقدية للشركة أقل من A' ؟ في هذه الحالة ، يمكن لحامل السند أن يأمل قبض التدفق النقدي الفعلي فقط . كيف نجعل مدفوعات السند أكثر أمناً وتأكداً ؟ الجواب هو أن مدفوعات السند يجب فرزها عن التدفقات النقدية للشركة . وهذه هي النقطة التي تتحرك حولها حقوق الملكية . وإذا كان التدفق النقدي للسند يجب أن يكون أكثر أمناً وتأكداً ، فهذا لا يمكن الوصول إليه إلا على حساب شخص آخر . وهذا ما يتم بإحدى الطريقتين التاليتين ، أو بمزيج منهما .

أ/ تخفيض نسبة الدين عن ١٠٠ ٪ في المثال المذكور أعلاه ، أي

بحقوق ملكية شخص آخر لتأمين مدفوعات السند .

ب/ بالتزاوج مع (أ) تقديم ضمان على الأصول التجارية الأساسية لصاحب الدين ، تفضيلاً له على صاحب حقوق الملكية .

وبهذا نرى أن حامل السند هو الآن أقل اهتماماً بالتدفقات النقدية للمنشأة ، وأنه مهتم فقط بالتدفقات النقدية المتصلة بخدمة السند . وهذه

بلا ريب نتيجة لا أخلاقية . لكن هل يمكن أن يكون هذا هو السبب الذي من أجله لا محل للدين الربوي في اقتصاد إسلامي ؟ إذا كان الأمر كذلك فكيف يختلف الوضع في حالة سندات الدين الإسلامية كما تسمى ؟ تتطوي السندات الإسلامية ، كالسندات الربوية ، على مدفوعات محددة مسبقاً لحملة السندات . وإحلال هذا الدين الإسلامي المزعوم محل الدين التقليدي الربوي لن يكون من شأنه جعل الأشياء أكثر أخلاقية . فهل يشارك صاحب الدين الإسلامي في الخطر التجاري للمنشأة ، أم إنه مثله غير معني بالتدفقات النقدية من المنشأة ؟ لقد وجدنا هذا في حالة الدين الإسلامي الذي ينشئ أدوات من خلال الحيل ، مثل الإجارة في صورة إجارة مالية أو تورق أو حتى مرابحة ، حيث لا يوجد أي مجال لمشاركة مقدم المال في الخطر بأي طريقة .

وهناك سؤال مقابل ذو صلة ، فهل من الأخلاق دائماً أن نتوقع من مقدم المال أن يشارك في مخاطر التجارة ، ولاسيما إذا لم يشارك في إدارة المنشأة ؟ لقد أظهر الفقهاء تردداً واضحاً في الحكم على صيغ الدين الإسلامي المذكورة أعلاه بأنها غير شرعية ومحرمة . فهي في أسوأ الأحوال خلافية . واستطراداً من مسألة الشرعية ، هناك بعد آخر مهم لما سمي بالدين الإسلامي ، وهو ما سنعرض له الآن .

إذا قارنا منتج دين إسلامي بنظيره التقليدي ، وجدنا أن منتج الدين الإسلامي ينطوي على شروط وقيود إضافية (وعدة صفقات لتحويل المنتج التقليدي إلى إسلامي) . فمثلاً بين التورق ونظيره التقليدي : مجرد قرض ربوي غير مضمون Insecured نجد أن الأول هو أكثر إزعاجاً بوضوح . فهو ينطوي على إجراءات متعددة ، مثل أن يشتري المصرف المنتج من البائع الذي هو وكيل الزبون ، ويبيعه مرابحة على أساس الدفع الآجل إلى الزبون ، ثم يعيد بيعه في السوق وكيلاً عن الزبون نقداً . إن الحيل ذات الإجراءات الإضافية والقانونية تؤدي دوماً إلى تكاليف

صنقات إضافية . وهذا صحيح في معظم منتجات الدين الإسلامية التي برزت حديثاً في الساحة .

لهذا فإن الدين الإسلامي أكثر كلفة من الدين التقليدي

هل يعني هذا أن التوافق مع الشريعة يؤدي إلى نتائج غير كفوءة ، وإلى تكاليف أكبر على الاقتصاد ؟ قبل أن نصل إلى هذه النتيجة القاطعة، يجب أن نتذكر أن فرض الكلفة الإضافية يصدق فقط على منتجات الدين الإسلامية ، وليس على منتجات حقوق الملكية الإسلامية الأصلية المستندة إلى المشاركة في المخاطر . فالأولى تؤيد تحويل منتجات الدين الإسلامية (مثل قرض شخصي غير مضمون) الموجهة إلى الزبائن المسلمين (الذين يزداد انزعاجهم من المنتجات التقليدية) إلى منتجات إسلامية في الصورة، وغير إسلامية في الروح. وتستخدم هندسة مالية مبتكرة لتصميم هذه المنتجات التي لا يمكن وصفها بأنها محرمة بوضوح. وعلى الرغم من ميل المصارف الحديثة إلى الدخول في مراجعة شرعية لاستغلال نوافذ الفرص Windows of Opportunities ، فإن التحليل المالي للسيناريو المذكور قد يؤدي إلى نتيجة مهمة ، هي أن الدين الإسلامي أكثر كلفة من الدين التقليدي . وإذا استخدمنا الرمز K_{di} للدلالة على الدين الإسلامي ، وكلفة هذا الدين K_d ، فمن الواضح أن :

$$K_d < K_{di}$$

وبدون إعادة صياغة معادلات Miller-Modigliani ، يمكننا أن نحتج بأن عالمنا الإسلامي يشبه عالم Miller-Modigliani ، من حيث فقدان أي منفعة ضريبية للدين الربوي . فإن أهم نتيجة مشهورة لنظرية MM هي أن قيمة المنشأة لا تتأثر بتغير نسبة الدين ، حيث K_d هي كلفة الدين ذات الصلة . لكنها تستلزم رياضيات عالية لمعرفة ما يحدث لقيمة المنشأة ، عندما تحل K_{di} محل K_d . فإن قيمة هذه المنشأة V تهبط .

فهل يعني هذا أن الإسلام يثبب الدين ، ويشجع حقوق الملكية ؟ الهيكل الرأسمالي الأمثل في ظل هذه الصياغة هو ١٠٠ ٪ حقوق ملكية .

٨-٣ العوامل المؤثرة في هيكل رأس المال

بما أن نظرية MM لهيكل رأس المال غير ملائمة ، فقد ظهرت عدة نظريات بديلة في الساحة، يبين كثير منها أن التمويل يتعلق بعالم ناقص من الضرائب والاحتكاكات في الأسواق وتكاليف السمسرة ... إلخ. وفي حين أن النظريات العالمية لهيكل رأس المال موجودة ، فإن بعضها يحاول شرح نسب الدين والملكية في المنشآت المختلفة .

ويناقش هذا المبحث العوامل التي تؤثر في اختيار الهيكل المالي للشركات . وتتضمن هذه العوامل ضرائب الشركات والضرائب الشخصية ، وتكاليف الإفلاس ، والضيق المالي ، وعدم تماثل المعلومات، وتكاليف الوكالة . كذلك يناقش هذا المبحث نظرية المفاضلة Trade-off Theory ونظرية تحديد المراتب Pecking-Order Theory .

٨-٣-١ الضرائب

تبين إحدى روايات نظرية MM كيف أن إمكانية تنزيل ضريبة مدفوعات الفوائد تزيد في الدخل الكلي الذي يمكن دفعه لحملة السندات والأسهم . فإن القيمة الحالية الكامنة للتخفيضات الضريبية على الفائدة يمكن أن تكون كبيرة جدًا . ومنه نشق المقترح "المصحح" الأول لنظرية MM : قيمة المنشأة = قيمة جميع حقوق الملكية الممولة + القيمة الحالية للتخفيضات الضريبية .

ولا يتأثر المقترح الأول المصحح بإدخال الضرائب الشخصية ، طالما أن الدخل الشخصي تفرض عليه الضريبة بالمعدل نفسه . غير أن معدل الضريبة الأدنى على المكاسب الرأسمالية يمكن أن يشجع على

تمويل حقوق الملكية . وفي نظرية MM تتعدل اعتمادات الدين والملكية إلى أن يصبح مجموع العبء الضريبي على الدولار الحدي للدخل التشغيلي Operating Income هو نفسه ، سواء تم دفع الدولار على أنه فائدة ، أو على أنه دخل حقوق ملكية .

٨-٣-٢ تكاليف الضيق المالي

هذه النظرية لهيكل رأس المال الأمثل ترى أن المنشأة توازن بين القيمة الحالية للتخفيضات الضريبية على الفائدة Interest Tax Shields والقيمة الحالية لتكاليف الإفلاس ، أو الضيق المالي . وتشرح الكتب الدراسية كلفة الإفلاس وكيف تؤثر هذه الكلفة على القيمة الجارية للمنشأة، مما يؤكد أن القيمة الحالية لهذه التكاليف تخرج من جيوب حملة الأسهم . وبالنسبة للمنشآت الكبيرة ، تبدو التكاليف المباشرة للإفلاس نسبة مئوية صغيرة من قيمة المنشأة . ولكن التكاليف غير المباشرة هي كبيرة في بعض الأحيان . كذلك قد تعاني المنشآت من تكاليف الضيق المالي ، حتى لو تم التخلص من الإفلاس . وتعبر هذه التكاليف عن تنازع المصالح بين حملة السندات وحملة الأسهم . فهناك إغراء للمنشأة في أن تلعب ألعاباً على حساب حملة السندات الموجودين ، مثلاً بتحويل مخاطر أصول المنشأة . وهذه الألعاب مكلفة في اللعب ، ومكلفة في التحصن منها . لهذا قد يكون من المفضل تجنب هذا الإغراء بالحد من مبلغ الدين المصدر . فمثلاً قد تنشأ مشكلة أخلاقية ، إذا استثمرت المنشأة في مشروعات ذات مخاطر أكبر ، بعد الحصول على الائتمان . فيجب على الدائنين أن يكونوا حريصين على أن لا تستثمر المنشأة في مشروعات ذات مخاطر مفرطة ، لأن فشل المشروع قد يؤدي إلى التخلف عن سداد الدين . ولتجنب مثل هذه المشكلات ، يشرف الدائنون على أنشطة المنشأة ، ولا يسلفون إلا في مقابل ضمانات ، ويصممون العقود التي تفرض قيوداً على استخدام الأموال من خلال العقود والمواثيق .

إن نظرية المفاضلة Trade-off Theory تقترح الموازنة بين الميزة الضريبية للاقتراض وتكاليف الضيق المالي . وتفسر هذه النظرية بنجاح العديد من الفروق الصناعية في هيكل رأس المال ، ولكنها لا تستطيع أن تفسر لماذا يكون هناك العديد من الشركات الناجحة التي ليس فيها إلا القليل من الديون .

السيناريو بالنسبة لمنشأة إسلامية بخصوص التخفيف الضريبي المتعلق بالفائدة هو واضح تمامًا . فالتخفيف الضريبي عن الفائدة لا يوجد في اقتصاد إسلامي . ومن ثم فإن نظرية المفاضلة مستبعدة إلى حد كبير في منشأة إسلامية .

وفي حين أنه لا يوجد تخفيف ضريبي على الفائدة ، لأنه ليس هناك فائدة أصلاً ، فإن تكاليف الضيق المالي في النطاق الإسلامي تكون ملائمة تمامًا . فالدين الإسلامي يحتاج إلى خدمة مثل الدين التقليدي (ولو بمعدل أعلى) . وينطوي الدين الإسلامي كالدين التقليدي على تكاليف مباشرة وغير مباشرة للإفلاس والضيق المالي . وما يميز الدين الإسلامي عن الدين التقليدي هو أن الأول يستند بالضرورة إلى أصل ، ومن ثم فإن كمية مجموع الدين الآن تتحدد بالأصول الملموسة في ملكية المنشأة الإسلامية . وبسبب هذا القيد ، تكون كلفة الضيق المالي بالنسبة لمنشأة إسلامية كلفة قليلة . ولكن الشرط الأول ينتهك في حالة الابتكارات الجديدة المعتمدة على العينة والتورق . فالمصارف الإسلامية تمنح قروضاً غير مضمونة من خلال هذين الطريقتين ، اللذين لا يعتمدان على أصل . وعلى المدرس أن يلاحظ هنا أن مثل هذه المنتجات غير شرعية ، أو على الأقل خلافية ، ولا يتم البحث عنها في منشأة إسلامية أصيلة .

٨-٣-٣ نظرية تحديد مراتب الخيارات التمويلية

هناك نظرية بديلة هي نظرية تحديد المراتب تبدأ بمقدمة مفادها أن المديرين يعرفون عن شركاتهم أكثر مما يعرف المستثمرون . وبسبب عدم تماثل المعلومات ، مع بقاء الأشياء الأخرى على حالها ، تصدر الشركات ديوناً عندما تكون واثقة من المستقبل ، وتصدر حقوق ملكية عندما تكون على شك منه . وبهذا فإن الورقة المالية المصدرة تصلح لأن تكون إشارة ثقة من المديرين بمستقبل شركتهم . وهذا يستدعي أن تستخدم المنشآت تمويلاً داخلياً إذا كان متاحاً ، وأن تختار الدين على حقوق الملكية عندما يكون التمويل الخارجي مطلوباً ، والإصدار الجديد للأسهم هو الملجأ الأخير . هذه النظرية ناجحة في تفسير العلاقة العكسية فيما بين الصناعات، بين الربحية والرافعة المالية ، وهي أقل نجاحاً في تفسير الفروق فيما بين الصناعات في نسب الدين .

فماذا يكون وضع الترتيب بالنسبة للمنشآت الإسلامية ؟ إذا افترضنا أن هدف المنشأة هو تدنية الكلفة الكلية للتمويل، فإن اختيار الأدوات والهيكل الرأسمالي للمنشأة يتوقف على القيود التي تواجهها . فإذا لم تتوافر للمنشأة أداة مؤكدة ذات كلفة قليلة بسبب بعض القيود ، فعليها أن تتحرك نحو الأداة التالية لها في قلة الكلفة . وبالتحرك نحو تحديد المراتب تقرر المنشأة تركيبة الدين وحقوق الملكية في تمويل الأصول . والكلفة قد تكون مباشرة أو غير مباشرة . والتكاليف المباشرة هي التكاليف التي تحتاج فيها المنشأة أن تدفع صراحة أموالاً نقدية لترتيب التمويل من مقدمي الأموال . وهذه التكاليف تتضمن التكاليف الخاصة بخدمة الدين أو حقوق الملكية في صورة مرابحة، أو معدل داخلي للعائد في الإجارة، والمضاربة والمشاركة، والأرباح الموزعة على حقوق الملكية . وتتضمن التكاليف المباشرة أيضاً تكاليف الإصدار أو التعويم Floatation . ولا حاجة للقول بأن مثل هذه التكاليف لا توجد في حالة حقوق الملكية الداخلية . وتأخذ التكاليف غير المباشرة عدة أشكال .

أحدها تكاليف الضيق في استخدام أكبر للدين . والثاني تكاليف المعلومات (انخفاض الثمن مع كل إصدار جديد لحقوق الملكية) باستخدام حقوق ملكية خارجية . والثالث تكاليف التضخيم Dilution (في صورة تضخيم حقوق المساهمين الموجودين) في حقوق الملكية الخارجية . ويلاحظ أن هذه التكاليف تكون في حالة حقوق الملكية المستندة إلى المشاركة أعلى منها في حالة حقوق الملكية المستندة إلى المضاربة ، لأن الأولى تتيح للممولين تدخلاً أكبر في الإدارة . والرابع تكاليف الوكالة مع فائض الأموال النقدية في أيدي المديرين . وإمكانية هذا الفائض النقدي هي أقل في الدين منها في حقوق الملكية ، لأن الأول ينطوي على تدفق نقدي خارجي دوري ثابت .

وبالاعتماد على مصادر مختلفة نجد الآن :

أ/ حقوق الملكية الداخلية لها تكاليف مباشرة أعلى من الدين ، وأدنى من حقوق الملكية الخارجية . وليست لها أي تكاليف تضخيم ومعلومات .

ب/ الدين له تكاليف مباشرة أدنى من حقوق الملكية الداخلية ، لكن له تكاليف تعويم مثل حقوق الملكية الخارجية . وليست له تكاليف تضخيم ، وتكاليف معلومات ، ولكن له تكاليف ضيق .

ج/ حقوق الملكية الخارجية تنطوي على تكاليف مباشرة عالية تتضمن تكاليف تعويم . ويبدو أن تكاليف التضخيم أعلى في حالة أدوات المشاركة منها في أدوات المضاربة . وليست هناك تكاليف ضيق . ولكن هناك بالطبع تكاليف معلومات ناجمة عن ردة الفعل العكسية لإصدارات الملكية الجديدة .

وبعد هذا نكون قادرين على التعليق على تحديد المراتب بالنسبة لمنشأة إسلامية . فإذا افترضنا أن المنشآت تبحث عن تدنية التكاليف الكلية ، فإنها ستختار حقوق الملكية الداخلية ، والدين ، وحقوق الملكية المستندة إلى المضاربة ، وحقوق الملكية المستندة إلى المشاركة بهذا الترتيب .

٩ - الدمج والاستحواذ

عندما تكون الاندماجات ودية تحكمها عموماً اقتصاديات ذات سمعة . وهناك وفورات تعاون يتم الحصول عليها بعملية الدمج ، وهذا مفهوم من قبل معظم المعنيين Stakeholders . ويمكن أن تتصل وفورات التعاون بوظائف مختلفة : تسويق ، تمويل ، وما شابه ذلك . وهذا يعود تقليدياً إلى أن : $٢ + ٢ = ٥$ ، أي إن قيمة المنشأة المشتركة أعلى من قيمة المنشأتين المندمجتين ، والفرق هو قيمة وفورات التعاون . ومع أن وفورات التعاون مفيدة للمساهمين في كلتا الشركتين ، إلا أنها تثير مشكلات أخلاقية تتصل غالباً بتقويم وتوزيع هذه الوفورات ، كما تعبر عنها نسبة مبادلة السهم Share-Swap Ratio . وتدل هذه النسبة على النسبة التي يخصص بها مساهمو الشركة المندمجة من أسهم الشركة الجديدة بعد الدمج . وعندما يقوم التسعير على ممارسة التقويم ، يوصي الفقهاء بالرجوع إلى مشورة خبراء التقويم . وقد ينشأ فرق بين الثمن الذي تنفذ به الصفقة والثمن العادل (حسب رأي خبراء التقويم) يسمى بالغبن ، ووجود الغبن يجعل الصفقة غير أخلاقية، بل إن بعض الفقهاء ذهبوا إلى حد عرض صور دقيقة من الغبن ، وصفت بأنها فاحشة ومحرمة . وفي حين أن الثمن الحدي الزائد قد يكون جائزاً ، لكن الزيادة الفاحشة تبقى ممنوعة . وتبين الكتب الدراسية أساليب التقويم المستخدمة في تحديد قيمة المنشآت الفردية ، والمنشأة المندمجة ، وقيمة التعاون . وهناك أمثلة عددية تبين كيف يتم اقتسام التعاون بين مساهمي المنشأتين .

٩-١ أخلاقيات الاستحواذ العدوانى : وجهة نظر المغير Raider
٩-١-١ نظرية الدمج والاستحواذ عند Hubris

تؤكد هذه النظرية أن أساس الاستحواذ على منشآت أخرى ليس شيئاً آخر أكثر من جشع مطلق العنان . فالمديرون الوكلاء يتصرفون من منظور جلب المزيد والمزيد من الأصول تحت "سيطرتهم" ، حتى لو كان هذا مدمراً للقيمة في الأجل الطويل ، ومضراً بمصالح المساهمين الأصلاء . وقبل أن نندفع في وصف "الاستحواذات العدوانية" Hostile Takeovers بأنها لا أخلاقية ومنافية لروح الشريعة ، يمكننا أن نلاحظ أن عدداً كبيراً من الأفعال الاقتصادية يستند إلى الجشع والحرص اللذين لا يمكن وصفهما بأنهما محرمان .

٩-١-٢ الأفعال المدمرة للقيمة

عندما يدخل المغير في أفعال مثل تمويل الاستحواذ ، من خلال بيع "سندات رديئة" Junk Bonds ، ودفع أعلى المبالغ من خلال مبيعات الأصول الناجمة عن إغارة ناجحة ، فإن مثل هذه الأفعال يمكن أن تكون مدمرة للقيمة . وينطوي مثل هذا التمويل بالطبع على ربا ، ولا محل له في النطاق الإسلامى .

وعندما يبتعد المغير عن قلب تخصصه ، ويستحوذ على منشأة لا صلة لها بعمله الراهن ، محكوماً بالرغبة في التحكم بـ " إمبراطوريات " واسعة و "كتل مختلطة" Conglomerates ، فإن مثل هذه الاستراتيجية يمكن أن تكون مدمرة للقيمة في الأجل الطويل . وبما أن النوايا يصعب جداً مراقبتها، فمن الصعب وصف هذه الأفعال بأنها غير إسلامية .

٩-١-٣ الأفعال المعززة للقيمة

لفهم هذه الأفعال ، يجب أن نجيب عن هذا السؤال : ما الشروط "المثالية" لمحاولة الاستحواذ ؟ أي شركة فيما يبدو هي هدف استحواذ ،

عندما تكون مقدرة بأقل من قيمتها ، وهناك اختلاف كبير بين ثمن الشركة وقيمتها الحقيقية . والغالب أن سبب هذا الاختلاف هو القرارات الإدارية التي ليست في صالح المساهمين ، وتخون هدف تعظيم ثروتهم . وبلغت نموذج التقويم ، يبدو أن هذا يحدث عندما تعتمد الإدارة على احتياطات نقدية كبيرة ، ويكون لديها تدفقات نقدية كبيرة أيضاً ، ولكنها تتبع سياسة تحفظية في توزيع الأرباح (توزيعات قليلة أو معدومة) ، بعد أخذها بعين الاعتبار متطلبات إعادة الاستثمار . ويعبر الثمن السوقي عن هذه التوزيعات، ومن ثم فهو أيضاً منخفض ، في حين تكون القيمة أو الثروة عالية . وبما أن الثمن السوقي منخفض ، فإنه يقدم ذريعة للمغير لكي ينتزع السيطرة ، ويرفع الأثمان في محاولة للحصول على حصة السيطرة . وعليه فإنه بسبب أفعال المغير يختفي الاختلاف ، ويكافأ المساهمون بما يستحقونه . والبديل هو استبدال الإدارة غير المؤهلة وغير الشريفة .

وهذا بالتأكيد أمر أخلاقي ومرغوب من الناحية الشرعية . فيجب أن لا تخاف الإدارة من فقدان السيطرة ، إذا كانت كفؤة وشريفة ولا تسلم مساهميها لإغارة ، أو تستخف بهم . والثمن السوقي المرتفع هو أفضل دفاع ضد أي محاولة للاستحواذ .

٩-١-٤ الآثار على المعنيين Stakeholders

بالإضافة إلى المساهمين ، هناك معنيون آخرون : عمال ، زبائن ، موردون، وما شابههم . وغالباً ما تجلب لهم الاستحواذات العدوانية أياماً شديدة ، ولاسيما بالنسبة لعمال المنشأة المستهدفة .

٩-١-٥ إمكان فقدان الشفافية

إذا لم تكن السوق منظمة تنظيمًا جيدًا ، فإن الاستحواذات العدوانية تختفي سرًا ، على الأقل في المرحلة الأولى من تحضير الغارة . وعندما

يكون صغار المساهمين غير واعين إلى حد كبير بمثل هذا الاحتكار للأسهم، فقد يتأثرون سلبيًا ، ويكون هناك انتهاك لحقهم في معلومات ملائمة.

٩-١-٦ التمييز ضد المساهمين الأوفياء

معظم عطاءات الشركة هي عطاءات أمينة . فالمغير يشتري ما يكفي من الأسهم من السوق المفتوحة لأجل موطن قدم ، ويقدم عرض عطاء سخي Tender Offer من أجل ما يكفي من الأسهم للوصول إلى السيطرة الكاملة أو الجزئية على المنشأة . وفي المرحلة الثانية تحدث مبادلة Swap نقود أو أوراق مالية مقابل الأسهم غير داخلة في عرض العطاء ، وتتم هذه المبادلة بثمن منخفض : شراء ثنائي الطرف يمكن أن يميز ماليًا ضد أكثر المساهمين وفاءً والذين لم يقبلوا عرض العطاء .

٩-٢ أخلاقيات الاستحواذ العدواني : وجهة نظر الهدف

ماذا تفعل إدارة الشركة المستهدفة عندما تواجه غارة ؟ يمكنها أن تذهب إلى استراتيجية دفاعية أو استراتيجية الطارد المحتال Shark Repellent Strategy أو يمكن أن تشن هجومًا مضادًا على المغير .

٩-٢-١ الاستراتيجيات الدفاعية

وبكلام عام ، فإن دفاعات تخطيط الاستحواذ تحاول أن تجعل منشأتها أقل جذبًا للمغيرين . إنها تجعل المنشأة أكثر صعوبة واستعصاءً على الاستحواذ. وتشجع المساهمين على أن يظلوا مخلصين للإدارة الحالية ، وتطلب منهم أن يسمحوا بالمزيد من الرقابة الإدارية ، أو تقوم بهجوم مضاد على المنشأة المغيرة . فإذا أخفقت الدفاعات بحثوا عن فارس أبيض ، أي منشأة أخرى تفضل الاندماج معها ، إذا كان لا بد من الاندماج .

وتشتمل استراتيجيات التحكم بالأسهم في الوقت نفسه على أفعال من شأنها تضخيم النسبة المئوية لملكية المنشأة بقوى عدائية ، وأفعال من شأنها

زيادة ثمن السهم العادي ، وزيادة تكلفة شراء نسب الرقابة اللازمة . وتتضمن خطوات التضخيم تعويم الأسهم / السندات غير المصوتة والقابلة للتحويل ، وذلك لتضخيم الأسهم العادية ، وتجزئة الأسهم Stock Splits ، وإصدار كتل جديدة من الأسهم مع استبعاد حقوق الشفعة ، وزيادة كبيرة في مبلغ السهم المسموح . وهناك إجراءات تكتيكية قد تؤدي المساهمين الحاليين . ولكل مساهم الحق في الاحتماء من أي ضرر ممكن . ومنح حقوق الشفعة إلى شريك في الملك من قبل الشرع هو مثال واضح للمساعدة على تنظيمات شكلية لمنع الاستراتيجيات التحكيمية . وأكثر من هذا ، فإن مثل هذه الاستراتيجيات قد تصادم أخلاقيات العلاقة بين الأصل والوكيل . فالإدارة بوصفها وكيلاً عن المساهمين يجب أن تمتنع عن أي شيء يضر بالأصل . فإذا لم يستطع المساهمون بوصفهم أصلاء إلغاء عقد الوكالة على هذا الأساس (حسبما يبدو في السياق الحالي) ، كان على الهيئة المنظمة أن تفعل اللازم بإحلال تنظيمات ملائمة محلها تمنع مثل هذه الاستراتيجيات .

استراتيجية التحكم بالدين : إن المنشآت ذات الرافعة القليلة مع طاقة اقتراض مفرطة تجلب المغيرين . وحل المشكلة هو في شراء الدين ، وتخفيض طاقة اقتراض المنشأة . وقد يكون من الممكن إدخال قيود على القروض ، من شأنها تسريع استرداد هذه القروض في حال وقوع الدمج .

مضلات الهبوط الذهبية ومنح منافع ربحية متقطعة لعمال الأجل الطويل ، في حال وقوع دمج / سيطرة غير مطلوبة ، يمكن أن تزيد التزامات المنشأة المستحوذة . وهذه التكتيكات قد تعاقب بشدة المساهمين الذين قد يحتاجون إلى بيع أسهمهم في المستقبل القريب . وفي الأجل الطويل ، قد يكون مبرراً عند اللزوم الاحتفاظ بفريق إداري جيد أو تقادي التصفية .

تعديل قوانين الشركات : لعل أحد أهم أوجه إساءة استخدام السلطة التنفيذية هو تغيير القوانين ، لمنع أو تأخير تحويل السيطرة إلى مغير آخر مستحوذ . وهدف معظم تغييرات القوانين الدفاعية هو الاحتفاظ بنفوذ الإدارة الحالية في المنشأة ، للمدة التي يصبح لها فيها حصة سيطرة . إن استبعاد

التصويت المتراكم يمنع ملاك الأقلية من التدخل في مجلس المديرين . والشروط المجزأة Staggered Terms بالنسبة لمجلس المديرين يمكن أن تمنع مالكا جديداً من أن يضع رجاله في مجلس المديرين لسنوات ، وهذه إساءة استخدام واضحة لحق الملكية . وتتضمن تغييرات القوانين الأخرى أغلبية متفوقة Supermajority ، وتعديلات الثمن العادل ، واستبعاد حقوق الشفعة ، وملء شواغر مجلس المديرين بالمتبقي من المديرين ، ونسبة متزايدة من الأصوات اللازمة للدعوة لاجتماعات خاصة ، وزيادة نسبة الأصوات اللازمة للمصادقة على الدمج .

استراتيجية العلاقات العامة : لعل أفضل عمل دفاعي هو أي شيء يمكن أن يشجع المستثمرين على إعادة تقويم الأسهم الصاعدة ، وجعلها ذات كلفة مانعة بالنسبة لعرض العطاء ، أو معركة بالوكالة Proxy Fight . ويجب على الإدارة أن تقدم كل ما تستطيع لمساهميها .

٩-٢-٢ استراتيجيات الهجوم المضاد

"السماك الصغير يمكنه أن يبتلع السمك الكبير" ، إذا فشل السمك الكبير في مقاومة الهجوم . واليوم تستخدم بعض المنشآت الكبيرة دفاع باك مان المزدوج Double PAC-MAN ، عندما تطاردها منشآت صغيرة . وفي هذا النوع من الدفاع ، تهاجم المنشأة المطاردة المنشأة المطاردة وتضعها في موضع الدفاع .

سياسة الأرض المحروقة هي شكل من أشكال الهجوم المضاد ، وفيها تتأثر المنشأة المدافعة بأن تجعل نفسها أقل ثمناً . فإن التخلص من الأصول Asset-Strip أو بيع أعلى ممتلكات المنشأة أو بيع مجوهرات التاج يمكن أن يجعل الضحية أقل قيمة ، ولكن هذا غالباً ما يتم فعله أولاً لإنقاذ أعمال الإدارة ، وليس لمصلحة المساهمين . والهيئات التنفيذية التي تستخدم هذه التكتيكات تُظهر اهتماماً بالمساهمين أقل مما تفعله لأعمالها الخاصة . وما

لم تكن الإدارة واثقة من أن المستحوذ مُصَفِّ ، فإن سياسات الأرض المحروقة تكون هجومية .

الفدية Greenmail يمكن أن تكون شكلاً سلبياً من الهجوم المضاد لإنقاذ منشأة من الاستحواذ أو من التورط الخارجي . وتحدث الفدية أو اتفاقيات التجميد Stand-Still Agreements عندما يستخدم مديرو الإدارة العليا نقود المساهمين لإقناع مستحوذ محتمل بالانصراف . ودفع الفدية بدون موافقة المساهمين يمكن في بعض الظروف أن يكون إساءة استخدام كبيرة للسلطة التنفيذية . وحتى بموافقة المساهمين ، يجب فحص دفع الفدية بإحكام لمنع امتيازات / ابتزازات الهيئات التنفيذية للشركات ، الأمر الذي أدى بمعركة الوكالة إلى الموافقة على دفع الفدية .

معظم هذه الاستراتيجيات لا أخلاقية أساساً ، ولا محل لها في نطاق إسلامي . وربما يكون الجواب الصحيح هجومًا مضادًا قانونيًا ، وهذا ما يمكن استخدامه لتفادي النهايين . ويمكن للضحية أن تضع الهجوم تحت عناية سلطات مكافحة الاحتكار ، ولاسيما عندما تكون المنشأتان في نفس الخط التجاري . وقد تكون هذه الاستراتيجية المضادة مرغوبة من وجهة نظر إسلامية ، عندما يؤدي الدمج إلى تخفيض غير قانوني للمنافسة .

٩-٣ مجالات التحليل الأخلاقي للدمج والاستحواذ

في هذا المبحث نفحص نطاقين أخلاقيين مقترحين في الأدبيات السائدة حول الدمج والاستحواذ ، ثم نقترح نطاقًا إسلاميًا .

٩-٣-١ النطاق الأخلاقي السوقي

في النطاق الأخلاقي السوقي ، ينظر إلى ردة الفعل حيال الاستحواذ بأنه مؤشر للقيمة التي يقدمها الدمج للمجتمع . وبعبارة أخرى ، إذا كان مساهمو المنشآت المتأثرة يحققون إيرادات ، فهذا يعني أن قيمة الشركة المشتركة (بعد الدمج) أكبر للمجتمع من قيمة المنشآت الأولية في حالتها

المنفصلة . هذا النطاق استخدمه أنصار الدمج والاستحواذ الذين يسوقون أدلة تجريبية لصالح الرأي القائل بأن الاستحواذات المخططة جيداً تفيد مساهمي المنشأة المستحوذة . ويرون أن مساهمي المنشأة المستهدفة يحققون أيضاً إيرادات إيجابية غير عادية في الثمن السوقي ، وأن آثارها على هذا الثمن يبدو أنها دائمة .

إن النطاق الأخلاقي السوقي هو بسيط جداً من الناحية العملية ، لأن ردة الفعل السوقية يمكن ملاحظتها بسهولة . لكن له محاذير جدية أيضاً ، فالنطاق يتجاهل تماماً "الجانب الإنساني" للصفقة ، كالأثر على العمال وعائلاتهم فيما يتعلق بانقطاع العمل عند إعادة بناء الدمج اللاحقة . كذلك يفشل النطاق في أن يأخذ بعين الاعتبار الآثار الاقتصادية للصفقة على المجتمع الذي تخدمه الشركة المندمجة . وهناك محذور آخر كبير يتصل بالرشد المفترض لسوق الأسهم ، وما إذا كانت ردود أفعال السوق تشكل مؤشراً جيداً لقيمة الشركة .

٩-٣-٢ مذهب المنفعة

هذا نطاق آخر لتقويم الدمج والاستحواذ ، يستند إلى المبدأ القائل بأكبر منفعة لأكبر عدد . ومن هذا المنظور ، تستند أخلاقيات الدمج والاستحواذ ليس فقط على الأثر الذي يحدثه الأثر على نشاط أسهم المنشآت المعنية ، بل إن الأخلاقيات تابعة للآثار التي يحدثها الدمج على جميع المساهمين المعنيين، بمن في ذلك أصحاب المطالبات المباشرة ، مثل المساهمين والزبائن والموردين والمستخدمين ، وأصحاب المطالبات غير المباشرة ، مثل المنافسين والمجتمعات المحلية والجمهور العام والحكومات المتأثرة . ويحتج الأنصار بأن العقود الضمنية توجد بين المنشآت التجارية والمساهمين . ويؤكدون أن تلك المنشآت يتعين عليها لأول وهلة الوفاء بالتزاماتها ، بالإضافة إلى الواجب العام بعدم إلحاق ضرر . وتتحدد أخلاقيات الأنشطة المحددة في نطاق مذهب المنفعة ، من خلال تحليل

التكاليف والمنافع الناشئة منها ، لكل مجموعة من هذه المجموعات ذات العلاقة .

وهناك مثال غالبًا ما يذكر لبيان أوجه نقص هذا النطاق كما يلي :
يمكن إيصال منافع جوهرية إلى عدد كبير من المواطنين في بلد ما ، إذا صودرت موارد أغنى ٣٠ فردًا ، وأعيد توزيعها ، حتى لو وجب استبعاد هؤلاء الأغنياء لتسهيل العملية . مثل هذا العمل قد يجتاز بنجاح امتحان مذهب المنفعة بسهولة ، امتحان أكبر منفعة لأكثر عدد ، ولكن قد يكون غير عادل بوضوح . وهذا الشذوذ يختفي تمامًا في النطاق الإسلامي ، فالحقوق الممنوحة من الشريعة ، مثل حقوق الملكية ، تتفوق على أي اعتبار مثل "أكبر منفعة لأكثر عدد" .

٩-٣-٣ نطاق إسلامي مقترح

كما بينا في البدء ، ليس هناك ما يعترض عليه بشكل متأصل حول "خروج" بعض الأطراف من الإدارة أو من الشركة ، أو دمج شركة في أخرى ، شريطة الوصول إلى هذا برضا جميع الأطراف المعنية أو المساهمين المعنيين . ولكن كما ناقشنا سابقًا ، تظهر محاولة الاستحواذ عدة مسائل يجب توجيهاها من قبل الهيئة المنظمة الإسلامية . حتى الاستحواذات الودية تتطوي على إمكانية غبن بسبب سوء تسعير المنشآت . ويمكن أن يكون الاستحواذ العدواني في الحقيقة نافعًا للمنشأة المستهدفة ومساهميها . ولكن قد تنشأ مشكلات جدية ، عندما تقاوم الإدارة الحالية للشركة المستهدفة المحاولة، وتدخل في تشكيلة الاستراتيجيات التي تنتهك بوضوح حقوق المساهمين . وفي الوقت نفسه ، قد لا يكون المساهمون أنفسهم في وضع يمكنهم من رعاية مصالحهم . لهذا فإن دور الهيئة المنظمة الإسلامية يفترض مغزى كبيرًا ، ويجب أن يمنع مثل هذه الإمكانية من خلال تنظيمات مناسبة . وقد تتضمن هذه التنظيمات في اقتصاد إسلامي بوضوح أوامر شرعية ، مثل الوفاء بالالتزامات التعاقدية ومبادئ أخرى معروفة ، مثل حرمة التمويل الربوي في العملية .

وكما ناقشنا سابقًا ، هناك بعض المسائل تقع في المجال الشرعي غير المقيد. وهذه المسائل قد تتحدد باستخدام مقارنة المنافع والتكاليف في نطاق المصلحة المرسله . وهذا النطاق قد يكون أوسع من مجرد قياس مذهب المنفعة ومقارنة المستفيدين والمنافع . فمثلاً إن مجرد مقارنة كمية للمستفيدين في نطاق مذهب المنفعة قد يعني أنه بما أن عدد الزبائن أعلى من عدد المساهمين أو العمال ، فإن منفعتهم وكلفتهم كنتيجة للاستحواذ قد تتجاوز الاعتبارات الأخرى . ويعترف نطاق المصلحة المرسله بحقيقة مفادها أن المنافع ربما تكون نوعية أكثر منها كمية ، ويبحث عن إدخال جميع الآثار الخارجية الاجتماعية الناجمة ، ويسمح بأوزان نسبية للحسن والقبیح من الآثار على مختلف المعنيين . وقد يأخذ أيضاً بالاعتبار نموذج الحسن أو السيء . مثلاً هناك شيء ضروري للحفاظ على وجود المشروع (الحسن الضروري) ، قد يتفوق على توزيعات أرباح معتادة (الحسن النافع). ومن بين أمور أخرى ، قد يعتبر أثر الزمن على درجة الحسن والسيء ، وهي احتمالات مرتبطة بنتائج الحسن والسيء ، ودرجة التسبب المباشر ، وبيان وتقويم البدائل الأخرى المتاحة للوضع الخاضع للتحليل . ولهذا فإن المصلحة المرسله هي نطاق أوسع بكثير من مذهب المنفعة ، وتقتضي تحليلاً أعمق بكثير .

المصطلحات والرموز المستخدمة

Stand-Still Agreement	اتفاقية توقف
Special Purpose Vehicle (SPV)	أداة غرض خاص
Acquisition, Takeover	استحواذ
Earnings Per Share (EPS)	إيراد السهم الواحد
Double PAC-MAN	باك - مان المزدوج
Asset-Strip	بيع الأصول الجيدة
Insider Trade	التجارة الباطنة (تجارة المديرين)
Stock Split	تجزئة أو تقسيم الأسهم
Discounted Cash Flow (DCF)	تدفق نقدي مخصوم
Cumulative Voting	تصويت تراكمي ، أو تصويت مجمّع
Synergy	تعاون ، وفورات تعاون
Corporate Finance	تمويل الشركات
Efficiency Frontier (EF)	حد الكفاءة
Equity	حقوق ملكية (أموال خاصة بالشركة) : رأس مال + احتياطي + أرباح غير موزعة
Capital Market Line (CML)	خط سوق رأس المال
Security Market Line (SML)	خط سوق الورقة المالية
Smoke and Mirrors	دخان ومرايا (وهم محاسبي)
Receivables	نمم مدينة (أو أوراق قبض)
Venture Capital	رأس مال مغامر
Vision-Mission-Goal (VMG)	الرؤية-الرسالة-الهدف
Staggered Terms	شروط مقسطة ، مدرجة
Investment Bankers	صيارفة (مصرفيو) الاستثمار
Initial Public Offering (IPO)	طرح عام أولي
Greenmail	فدية
Net Present Value (NPV)	القيمة الحالية الصافية
Fundamental (Intrinsic) Value	القيمة الحقيقية

Dilution Cost	كلفة تضخيم عدد الأسهم بإصدار أسهم جديدة
Investment Banks	مصارف الاستثمار
Internal Rate of Return (IRR)	المعدل الداخلي للعائد
Accounting Rate of Return (ARR)	المعدل المحاسبي للعائد
Proxy Fight	معركة بالوكالة
	(الاتصال بالمساهمين فرداً فرداً لإجبار مجلس الإدارة على اتخاذ قرار استحواذ)
Parameters	مَعْلَمَات
Stakeholders	معيون
Framework	نطاق ، نطاق عمل
Pecking-Order Theory	نظرية تحديد المراتب
Arbitrage Pricing Theory (APT)	نظرية تسعير المراجعة
Trade-off Theory	نظرية المفاضلة
Miller-Modigliani Theory (MM's Theory)	نظرية ميلر -مودغلياني
Capital Asset Pricing Model (CAPM) ..	نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ..
Savings-Deficit-Units (SDU)	الوحدات العاجزة ادخارياً