



الجمهورية العربية السورية
جامعة دمشق
كلية الاقتصاد
قسم المحاسبة

بحث لاستكمال متطلبات درجة الماجستير في المحاسبة العامة بعنوان:

استخدام أدوات التحليل المالي في دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية

دراسة تطبيقية مقارنة

إعداد:

إقبال مصطفى حشمت

إشراف:

أ.د. إبراهيم العدي

أستاذ في المحاسبة

كلية الاقتصاد

جامعة دمشق

2018-2017 م

العام الدراسي 1438-1439 هـ

قال تعالى

وَفَوْقَ كُلِّ ذِي عِلْمٍ عَلِيمٌ

[يوسف: 76]

«إلهي لولا الواجب من قبول أمرك، لنزّهتك من ذكرى إياك، على أن ذكرى لك بقدري لا بقدرك، وما عسى أن يبلغ مقداري حتى أجعل محلاً لتقديسك، ومن أعظم النعم علينا، جريان ذكرك على ألسنتنا وإذذك لنا بدعائك، وتنزيهك وتسبيحك.» {مناجاة الذاكرين}

«إلهي قصرت الألسن عن بلوغ ثنائك، كما يليق بجلالك، وعجزت العقول عن إدراك كنه جمالك وانحسرت الأبصار دون النظر إلى سُبُحات وجهك، ولم تجعل للخلق طريقاً إلى معرفتك إلا بالعجز عن معرفتك.» {مناجاة العارفين}

اللهم يا علام الغيوب، يا كشاف الكروب، يا غفار الذنوب، يا ستار العيوب، يا أنيس القلوب، يا منير الدروب، يا غاية كل مطلوب، ويا حبيباً قبل كل محبوب؛ يا إلهي وسيدي ومولاي وربّي أنت القائل في كتابك المنزل وقولك الفصل (وَمَا أُوتِيتُمْ مِّنَ الْعِلْمِ إِلَّا قَلِيلاً)، فأسألك اللهم أن تعلمني من علمك النافع وأن تتفعني بما علمتني، وأن تتقبل هذا القليل القليل وتعفو عن الكثير الكثير الكثير.

وصلّ اللهم على الدليل إليك في الليل الأليل، البشير النذير، السراج المنير، الطهر الطاهر، الدر الفاخر، البحر الزاخر، العلم الظاهر، المنصور المؤيد والرسول المسدد، المحمود الأحمد والمصطفى الأمجد، حبيب إله العالمين، أبي القاسم محمد. اللهم صلّ عليه صلاة لا غاية لعددها ولا نهاية لأمدها.. وصلّ اللهم على أهل بيت النبوة، وموضع الرسالة، ومختلف الملائكة، ومعدن العلم، ومهبط الوحي والتنزيل؛ الذين حبهم فرض على الخلائق من الخالق، والذين جعلتهم الوسيلة إليك، فاكثبنا اللهم ممن يتشفعون لهم وأقبل شفاعتهم، واحشرنا معهم وعرفنا بهم وعرفهم بنا لنأنس بهم ولا نفترق عنهم ما أحبيتنا وأبقيتنا أبداً.

شكر وتقدير

أستاذي الجليل الأستاذ الدكتور إبراهيم العدي مثال الصبر والعطاء بلا قيود ولا حدود، سألته فأجزل، واستمهلته فصبر وأمهل، وما كان لهذا البحث أن يتم لولا إشرافه، ووقته، ومتابعته ورعايته، وتصويبه لمسيرة بحثي. جميلك لن أنساه ومهما شكرتك لن استوفيك حقك. حفظك تعالى لما فيه كل الخير لأبنائك وجامعتك ووطنك.

والشكر الجزيل لأعضاء لجنة المناقشة الكريمة، الدكتور شوقي كريم، والدكتور عمر سيدي لقبولهم تحكيم هذا البحث، وإغنائهم إياه بالملاحظات العلمية القيمة.

والشكر الموصول لجامعة دمشق ممثلة بالأستاذ الدكتور رئيس الجامعة، ولكلية الاقتصاد التي علمتني ومنحتني مهنة أغنت حياتي، وشكري العميق لإدارة الكلية ممثلة بالأستاذ الدكتور عدنان غانم عميد الكلية، وكافة أساتذتي الذين تتلمذت على أيديهم والذين قدموا معارفهم وخبراتهم ومهدوا لي الطريق، لكم مني كامل التقدير والاحترام.

كما أشكر كل من ساعدني على إتمام هذا البحث، ومد لي يد العون وزودني بالمعلومات اللازمة، لا سيما إدارات المؤسسات المصرفية التي اجتمعت بها وبالأخص السادة مديري التمويل التجاري في مصرف سورية الدولي الإسلامي وبنك الشام الإسلامي والبنك العربي سورية.

ولا أنسى حق الجنود المجهولين من أفراد الجيش العربي السوري والحشد الشعبي والمقاومين الشرفاء، وعوائلهم الكريمة الصابرة المحتسبة، الذين لولا دماؤهم الزكية وتضحياتهم العظيمة لما كان هذا البحث، فجزاكم تعالى عني وعن الأمة جمعاء أفضل جزاء المحسنين.

وأخيراً وليس آخراً، أتقدم بالشكر المبدول والدعاء الموصول لأهلي لدعمهم ودعائهم، ولعائلتي لتحملهم وصبرهم، ولأصدقائي لاهتمامهم ومؤازرتهم. لكم مني جميعاً كل المحبة والدعاء وكل المودة والوفاء.

إهداء

❖ إلى من اختارهما الله لي ليكونا السبب في خلقي وتكويني.. إلى من حبهما فطرتي وهدوئي وراحتي.. إلى من برَّهما فرض من إلهي وواجبي ومنجاتي.. إلى من أخلصا في جهدهما وبذلهما لأصلح في نشأتي وحياتي.. إلى من بدعهما ونصحهما أنجز علمي وعملي وواجباتي.. إلى من دعاؤهما ذخري وسندي في حياتي ومماتي.. إلى منزل رحمة ربي والدي ووالدتي.. لكما خالص حي وبِري ودعائي وطاعتي.

❖ إلى من تقاسمت معهما أيام طفولتي وساعات لهوي ولعبي ودراستي.. إلى من كبرنا سوياً في كنف أبويننا وتشاركت معهما ساعات جدي وهزلي وأحزاني ومسراتي.. إلى من حبهما صادق صافٍ من كل الشذرات.. إليكما يا إخوتي محبتي ومودتي ودعواتي.

❖ إلى من كتبها الله لي لتكون شريكتي ورفيقة دربي وأيام حياتي.. إلى نفسي وأنسي وسكني ومودتي.. إلى من حبها سكن في روحي وقلبي وكل جنباتي.. إلى حوريتي التي آمل من ربي أن يجمعنا على مرضاته ولا يفرقنا ليس في دنياي بل في آخرتي.. إلى صديقتي ورفيقتي وحبيبتي وأم أولادي.. إليك يا زوجتي كل محبة ومودة ودعاء وأحلى الأمنيات.

❖ إلى من بعثها الله لنا لتكون قرة عين وهدية.. إلى من سكناتها وحركاتها ودموعها وضحكاتها تنعش قلوبنا الندية.. إلى من حنانها وحبها وحنوها وعبقها أشد من الوردة الجورية.. إلى من أدعو الله أن يتقبلها ويسرها ويسعدها إلى ابنتنا الحبيبة رقية.. لك منا خالص دعائنا وسعيننا وكدنا لتكوني شمعةً براقَةً بهية.

❖ إلى من في رحم أمه يجاهد ويقاوم.. إلى من قسمه الله لنا ذكراً بعد دعاء ورجاء دائم.. إلى من أدعو الله أن يتقبله ويصلحه ويأتي سالم.. إلى ولدي الحبيب ومهجة القلب قاسم.. لك منا كل الدعاء بالصالح والفلاح والسعادة والخير القادم.

فهرس المحتويات

المستخلص.....1

الفصل التمهيدي.....1

- 1) المقدمة: 2
- 2) مشكلة البحث: 3
- 3) أهداف البحث: 4
- 4) أهمية البحث: 5
- 5) محددات البحث: 5
- 6) الدراسات السابقة: 7
- 7) فرضيات البحث: 14
- 8) منهج البحث: 14
- 9) صعوبات البحث: 14
- 10) هيكل البحث: 15

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي لدراسة الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية.....17

- تمهيد: 18
- المبحث الأول: مفهوم المشروعات الاستثمارية وقرارات الاستثمار: 18
- 1-1-1. تعريف ومراحل المشروعات الاستثمارية: 18
- 2-1-1. طبيعة وخصائص عملية اتخاذ قرار الاستثمار: 19
- المبحث الثاني: مفهوم دراسات الجدوى الاقتصادية: 21
- 1-2-1. دراسات الجدوى المبدئية أو الاستطلاعية للمشروعات الاستثمارية: 21
- 2-2-1. دراسة الجدوى التفصيلية للمشروع الاستثماري: 21
- المبحث الثالث: تقييم المشروع الاستثماري: 26
- 1-3-1. معدل العائد المطلوب Required Rate of Return: 26
- 1-3-2. معدل العائد المتوقع Expected Rate of Return: 27
- المبحث الرابع: مصادر تمويل الانفاق الاستثماري (هيكل التمويل الاستثماري): 28
- 1-4-1. طبيعة ومفهوم مصادر تمويل الانفاق الاستثماري: 28
- 2-4-1. تكلفة مصادر تمويل الانفاق الاستثماري (تكلفة رأس المال): 29
- 3-4-1. هيكل رأس المال: 30
- 4-4-1. نماذج احتساب معدل العائد المطلوب (تكلفة رأس المال): 32
- 1-4-4-1. نموذج المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (WACC): 32
- 2-4-4-1. نموذج تسعير الأصل الرأسمالي (CAPM): 34
- المبحث الخامس: التدفقات النقدية ودورها في مجال تقييم المشروعات الاستثمارية: 35
- 1-5-1. طبيعة ومفهوم التدفقات النقدية للمشروعات الاستثمارية: 35

36	مشاكل قياس التدفقات النقدية للمشروعات الاستثمارية:	2-5-1
37	أثار القيمة الزمنية للنقود على التدفقات النقدية للمشروعات الاستثمارية:	1-2-5-1
39	أثار التضخم على التدفقات النقدية للمشروعات الاستثمارية:	1-5-2-2.
41	المخاطر وعدم التأكد على التدفقات النقدية للمشروعات الاستثمارية:	3-2-5-1
41	خلاصة الفصل:	

42..... الفصل الثاني: أدوات التحليل المالي وقرارات الاستثمار بالمفهوم التقليدي

43	تمهيد:	
43	المبحث الأول: المؤشرات التحليلية المحاسبية لتقييم المشروعات الاستثمارية (الأدوات الساكنة):	
44	مؤشرات تهدف إلى إبراز التحليل المالي للربحية الخاصة للمشروع:	2-1-1.
45	مؤشرات تهدف إلى تحليل سيولة المشروع الاستثماري:	2-1-2.
46	مؤشرات توضح تحليل الهيكل المالي للمشروع الاستثماري:	2-1-3.
47	المبحث الثاني: مؤشرات مدخل التدفقات النقدية لتقييم المشروعات الاستثمارية (الأدوات الحركية):	
48	فترة الاسترداد المخصصة:	2-2-1.
49	صافي القيمة الحالية (NPV):	2-2-2.
51	دليل المقدرة على الربحية (PI):	2-2-3.
52	معدل العائد الداخلي (IRR):	4-2-2
54	خلاصة الفصل:	

55..... الفصل الثالث: أدوات التحليل المالي وقرارات الاستثمار بالمنظور الإسلامي

56	تمهيد:	
57	المبحث الأول: الاقتصاد من منظور إسلامي:	
57	المفاهيم النظرية والمبادئ الأساسية المكونة للاقتصاد من منظور إسلامي:	1-1-3
58	المشكلة الاقتصادية في نظر الإسلام وحلولها:	2-1-3
63	القانون العام لمكافأة المصادر المادية للإنتاج:	3-1-3
65	المبحث الثاني: الربا تعريفه، أنواعه، مبرراته، وأدلة تحريمه:	
66	تعريف الربا وأنواعه:	1-2-3
69	مناقشة مبررات الربا بحسب المنظور التقليدي:	2-2-3
69	الفائدة تمثل تكلفة رأس المال أو تكلفة الفرصة البديلة:	3-2-2-1.
69	الفائدة تمثل تعويضاً عن مخاطرة رأس المال:	3-2-2-2.
71	الفائدة تمثل تعويضاً عن انخفاض القيمة الزمنية للنقود:	3-2-2-3.
72	الفائدة تمثل ثمناً أو إيجاراً لرأس المال:	3-2-2-4.
72	الفائدة تمثل حصة رأس المال من الأرباح:	3-2-2-5.
72	الآثار الاقتصادية والاجتماعية لمفهوم الربا (الفائدة) بحسب المنظور الإسلامي:	3-2-3
74	الأدلة الشرعية لتحريم الربا (الفائدة) بحسب المنظور الإسلامي:	4-2-3
78	المبحث الثالث: البنك اللاربيوي بين المفهوم والواقع والتحديات:	
78	الآطار المفاهيمي لعمل البنك اللاربيوي ضمن البيئة الربوية:	3-3-1.
79	المعالم الأساسية للسياسة المصرفية الجديدة:	2-3-3

80	متطلبات أصحاب الودائع لإيداع أموالهم وصيانتها في النظام اللاربيوي:	3-3-3
83	مخاطر الاستثمار في رؤوس الأموال والضمانات الضرورية من وجهة نظر البنك اللاربيوي:	4-3-3
84	المبحث الرابع: الأدوات المالية والتمويلية الأكثر شيوعاً بحسب المنظور الإسلامي:	
84	المضاربة في الفقه الإسلامي:	3-4-1
85	بيع المربحة للأمر بالشراء:	3-4-2
85	نبذة موجزة عن بيع المربحة للأمر بالشراء:	1-2-4-3
87	الدراسة الفقهية للمنتج:	2-2-4-3
87	مزايا التمويل بالمربحة:	3-2-4-3
88	المشاركة المتناقصة:	3-4-3
88	التعريف بالصيغة:	1-3-4-3
89	حكمها الشرعي:	2-3-4-3
90	الوكالة بالاستثمار (المقيدة) بالمربحة بربح لا يقل عن نسبة معينة:	4-4-3
90	طريقة تنفيذ الصيغة:	1-4-4-3
91	الدراسة الفقهية للمنتج:	2-4-4-3
93	تمويل رأس المال العامل:	5-4-3
93	التعريف بالصيغة:	1-5-4-3
93	أهم صيغ تمويل رأس المال العامل في البنوك التقليدية:	2-5-4-3
94	بدائل تمويل رأس المال العامل المشروعة:	3-5-4-3
97	خلاصة الفصل:	

99 الفصل الرابع: تطبيق استخدام أدوات التحليل المالي في المقارنة بين المصرفين الإسلامي والتقليدي....

100	المبحث الأول: المعطيات والبيانات الأولية المعدة للدراسة التطبيقية:	
100	مجتمع وعينة الدراسة:	1-1-4
100	الإطار الزمني للدراسة:	2-1-4
100	الملف المالي والقوائم التقديرية المقدمة للدراسة:	3-1-4
100	طلب التمويل التجاري:	1-3-1-4
107	تحليل البيانات المالية والأدوات المستخدمة بحسب القائمين على المشروع:	2-3-1-4
114	المبحث الثاني: الطريقة والإجراءات المتبعة في الدراسة التطبيقية المقارنة:	
114	منهج البحث:	1-2-4
115	اختبار الفرضيات:	2-2-4
115	الفرضية الأولى:	1-2-2-4
121	الفرضية الثانية:	2-2-2-4

138 النتائج والتوصيات

139	1. الخلاصة:
139	2. النتائج:
141	3. التوصيات:

143	المراجع.....
144	المصادر العربية:.....
146	English Recources:.....
147	الملاحق.....
179	Abstract.....

فهرس الأشكال

61	الشكل رقم (1) : حدود الادخار الاكتنازي
62	الشكل رقم (2) : آليات تشجيع الاستثمار
110	الشكل رقم (3) : مؤشرات الحجم على أساس التمويل الداخلي
110	الشكل رقم (4) : مؤشرات الأداء على أساس التمويل الداخلي
111	الشكل رقم (5) : مؤشرات السيولة والمديونية على أساس التمويل الداخلي
111	الشكل رقم (6) : مؤشرات خدمة الدين على أساس التمويل الداخلي
131	الشكل رقم (7) : مؤشرات الحجم بعد قبول قرض البنك العربي سورية
131	الشكل رقم (8) : مؤشرات الأداء بعد قبول قرض البنك العربي سورية
132	الشكل رقم (9) : مؤشرات السيولة والمديونية بعد قبول قرض البنك العربي سورية
132	الشكل رقم (10) : مؤشرات خدمة الدين بعد قبول قرض البنك العربي سورية
134	الشكل رقم (11) : مؤشرات الحجم بعد قبول تمويل مصرف سورية الدولي الإسلامي
134	الشكل رقم (12) : مؤشرات الأداء بعد قبول تمويل مصرف سورية الدولي الإسلامي
134	الشكل رقم (13) : مؤشرات السيولة والمديونية بعد قبول تمويل مصرف سورية الدولي الإسلامي
135	الشكل رقم (14) : مؤشرات خدمة الدين بعد قبول تمويل مصرف سورية الدولي الإسلامي

فهرس الجداول

103	الجدول رقم (1) : ملخص المركز المالي على أساس التمويل الداخلي
104	الجدول رقم (2) : ملخص قائمة الدخل على أساس التمويل الداخلي
104	الجدول رقم (3) : ملخص قائمة التدفق النقدي على أساس التمويل الداخلي
105	الجدول رقم (4) : مخطط الهيكل المالي والتمويلي على أساس التمويل الداخلي
107	الجدول رقم (5) : المؤشرات المالية الساكنة على أساس التمويل الداخلي
112	الجدول رقم (6) : التدفقات النقدية المتوقعة للسنوات العشر الأولى للمشروع على أساس التمويل الداخلي
113	الجدول رقم (7) : التدفقات النقدية المخصومة خلال سنوات المشروع العشر (بألف ليرة)
115	الجدول رقم (8) : أهم المؤشرات المالية للبنك العربي سورية
117	الجدول رقم (9) : أهم المؤشرات المالية للمصرفين الإسلاميين
119	الجدول رقم (10) : تلخيص الأدوات والمؤشرات المستخدمة بحسب المنظورين التقليدي والإسلامي
122	الجدول رقم (11) : القرض وفوائده واستحقاقه خلال الأعوام الست
122	الجدول رقم (12) : مقارنة المؤشرات المالية بالمنظور التقليدي قبل وبعد التمويل
126	الجدول رقم (13) : القيمة الإجمالية للتوريدات والأقساط السنوية على أساس المراجعة للأمر بالشراء
127	الجدول رقم (14) : مقارنة المؤشرات المالية بالمنظور الإسلامي قبل وبعد التمويل
130	الجدول رقم (15) : ملخص المركز المالي بعد قبول قرض البنك العربي سورية
130	الجدول رقم (16) : أهم المؤشرات بعد قبول قرض البنك العربي سورية
133	الجدول رقم (17) : ملخص المركز المالي بعد قبول تمويل مصرف سورية الدولي الإسلامي
133	الجدول رقم (18) : أهم المؤشرات بعد قبول تمويل مصرف سورية الدولي الإسلامي
136	الجدول رقم (19) : إيجابيات وسلبيات خيارات التمويل المتاحة للمشروع
148	الجدول رقم (20) : الموازنة العمومية التقديرية على أساس التمويل الداخلي (بالليرة السورية)
150	الجدول رقم (21) : قائمة الدخل التقديرية على أساس التمويل الداخلي (بالليرة السورية)
151	الجدول رقم (22) : قائمة التدفقات النقدية التقديرية على أساس التمويل الداخلي (بالليرة السورية)
153	الجدول رقم (23) : الموازنة العمومية التقديرية على أساس التمويل الداخلي (بالنسب المئوية)
155	الجدول رقم (24) : قائمة الدخل التقديرية على أساس التمويل الداخلي (بالنسب المئوية)
156	الجدول رقم (25) : موازنة الإيرادات الدراسية الإجمالية المتوقعة للأعوام الخمسة الأولى
159	الجدول رقم (26) : موازنة الإيرادات السنوية المتوقعة (بعد الحسم) للأعوام الخمسة الأولى للمشروع
160	الجدول رقم (27) : تحليل القيمة التصفوية بنهاية السنة الخامسة للمشروع على أساس التمويل الداخلي
161	الجدول رقم (28) : تحليل القيمة التصفوية بنهاية السنة الخامسة للمشروع بعد قبول التمويل من البنك العربي سورية
162	الجدول رقم (29) : تحليل القيمة التصفوية بنهاية السنة الخامسة للمشروع بعد قبول التمويل من مصرف سورية الدولي الإسلامي
163	الجدول رقم (30) : الموازنة العمومية التقديرية بعد قبول التمويل من البنك العربي سورية (بالليرة السورية)
165	الجدول رقم (31) : قائمة الدخل التقديرية بعد قبول التمويل من البنك العربي سورية (بالليرة السورية)
166	الجدول رقم (32) : قائمة التدفقات النقدية التقديرية بعد قبول التمويل من البنك العربي سورية (بالليرة السورية)
168	الجدول رقم (33) : الموازنة العمومية التقديرية بعد قبول التمويل من البنك العربي سورية (بالنسب المئوية)
170	الجدول رقم (34) : قائمة الدخل التقديرية بعد قبول التمويل من البنك العربي سورية (بالنسب المئوية)

- الجدول رقم (35) : الموازنة العمومية التقديرية بعد قبول التمويل من مصرف سورية الدولي الإسلامي (بالليرة السورية) 171
- الجدول رقم (36) : قائمة الدخل التقديرية بعد قبول التمويل من مصرف سورية الدولي الإسلامي (بالليرة السورية) 173
- الجدول رقم (37) : قائمة التدفقات النقدية التقديرية بعد قبول التمويل من مصرف سورية الدولي الإسلامي (بالليرة السورية) 174
- الجدول رقم (38) : الموازنة العمومية التقديرية بعد قبول التمويل من مصرف سورية الدولي الإسلامي (بالنسب المئوية) 176
- الجدول رقم (39) : قائمة الدخل التقديرية بعد قبول التمويل من مصرف سورية الدولي الإسلامي (بالنسب المئوية) 178

المستخلص

يهدف البحث إلى مراجعة الأسس والمفاهيم التي تقوم عليها أدوات التحليل المالي في دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية، وما تتضمنها من مؤشرات مالية وأدوات تمويلية، ومقارنتها بين المنظورين التقليدي والإسلامي وتبيان الاختلاف إن وُجد وأثره بالنتيجة على قرار الاستثمار المبني على هذه الأدوات والمؤشرات.

تم اعتماد المنهج التحليلي التطبيقي المقارن من خلال إعداد دراسة جدوى لمشروع تعليمي خاص وعرضه على مؤسسة مصرفية تقليدية ومؤسسات مصرفيتين إسلاميتين تعمل كلها في سورية، وذلك لغرض طلب التمويل كشرط لازم لتأسيس المشروع ومعرفة النماذج والأدوات والمؤشرات التي تستند إليها في تقييمه من الناحية المالية، وصولاً لاتخاذها القرار بقبول المشروع وتمويله من عدمه؛ الأمر الذي ينعكس بالضرورة على خيارات القائمين على المشروع في الانطلاق بالمشروع أو البحث عن بدائل تمويلية أو قرارات استثمارية أخرى.

بنتيجة البحث تبين وجود اختلاف في الأدوات والمؤشرات المستخدمة في دراسة الجدوى بين المنظورين التقليدي والإسلامي من حيث المضمون، على الرغم من التشابه الشكلي والتركيز على الأدوات الساكنة، إلا أن المنظور التقليدي اهتم بمؤشرات السيولة والمديونية وخدمة الدين، في حين اهتم المنظور الإسلامي بمجمل المؤشرات التي تعبر عن واقع المشروع من ربحية ونمو ونشاط وسيولة ومديونية وتدفقات؛ كما تجاهل كلا المنظورين العمل بالأدوات الحركية مع الزمن ولكن لأسباب متباينة، فالمنظور التقليدي لا يهتم بنشاط المشروع في السنوات التي تلي سنوات التمويل، والمنظور الإسلامي لا يستند في تسعيره لخدماته على معدلات مركبة ولا يقوم بإضافة أي زيادة لاحقة على نفس المحفظة الاستثمارية. كما تبين وجود اختلاف في قرار الاستثمار المبني على الأدوات والمؤشرات المستخدمة في دراسة الجدوى بين المنظورين التقليدي والإسلامي، حيث اختلفت تفضيلات القائمين على المشروع بناءً على اختلاف أدوات التمويل، كما اختلفت الرؤى والأهداف التي يستند إليها كلا المنظورين في تناولهما قرار الاستثمار، فالمنظور التقليدي يركز على المتاجرة الإسمية وتوالد النقد، في حين أن المنظور الإسلامي يبحث عن التبادل الحقيقي المعزز بالأصول المادية والاستثمارات الفعلية.

بناءً على نتائج البحث أمكن الخروج بتوصيات أهمها: عدم الإكتفاء بالمربحة للأمر بالشراء كأداة وحيدة للعمل بالتمويل الإسلامي وتفعيل بقية الأدوات كالمشاركة والمضاربة وغيرها؛ كما يفضل تمديد فترة عقد التمويل بما لا يقل عن عشر سنوات وتخفيف ضغط السيولة؛ ويتوجب قبول نسبة من الأرباح كتوزيعات وتخفيضها من المطرح الضريبي على غرار مصروف الفائدة، أو إعادة مصروف الفائدة إلى المطرح الضريبي من مبدأ عدالة الإنفاق.

الفصل التمهيدي

1) المقدمة:

"إن قرار الاستثمار هو من القرارات المهمة التي تواجه أي مستثمر، سواء كان فرداً أو إدارة، نظراً لارتباط نجاح هذه الاستثمارات بسمعة الشركة المستثمرة على المدى المنظور أو البعيد".¹

وعليه تولدت الحاجة لدى المستثمر الرشيد إلى ضرورة البحث والدراسة والتدقيق في المعطيات والمعلومات المتوفرة أو التي يمكن التنبؤ بها بغية محاولة الوصول إلى تصور أقرب إلى الثقة بربحية ونجاح المشروع من عدمه، فكانت الدراسات المتعلقة بالمشروع والتي يشار إليها عموماً بدراسات الجدوى الاقتصادية، والتي في جوهرها تعبر عن عنوان لدراسات ومجالات عديدة هي دراسات الجدوى القانونية والفنية والهندسية والتسويقية والمالية والاجتماعية للمشروعات الاستثمارية.

وقد يشار إلى تلك الدراسات بعدة تعبيرات أخرى بديلة لعل أبرزها تقييم المشروعات الاستثمارية أو اصطلاح تحليل الاستثمار، أو تحليل التكلفة والعائد، أو اصطلاح إعداد الموازنة الرأسمالية، حيث تشير تلك الاصطلاحات إلى القرارات طويلة الأجل المرتبطة بتخطيط العمليات الرأسمالية للمشروعات الاستثمارية وتمويلها.²

ولما لعبت العلوم والأدبيات المحاسبية والإدارية والمالية والاقتصادية الدور الأبرز في تحديد معالم هذه الدراسات والأسس والأساليب المتبعة في نمذجتها وتأطيرها، إلا أنها في بعض جوانبها تأثرت بالمفاهيم والقوانين الوضعية، والحديث هنا عن الدراسات المحاسبية والمالية، من خلال إدخال واستخدام أدوات التحليل المالي التي تعتمد في بنيتها على مفهوم الفائدة من المنظور التقليدي والذي يقابل مفهوم الربا في الإسلام وهو ما تم تحريمه بشكل قاطع من خلال آيات التحريم في القرآن الكريم والأحاديث النبوية الشريفة التي أكدت وجوب تركه والنهي عنه، الأمر الذي لم يعد خافياً على العديد من الباحثين والمتابعين آثاره وتداعياته.

حيث لعب مفهوم الفائدة (الربا) بشكله المجرد الدور الأكبر في التأثير على كافة أنواع التمويلات الاستهلاكية منها والتجارية وحتى الحكومية وهو ما انعكس على مجمل مناحي الحياة الاقتصادية والاجتماعية، وقد جاء هذا البحث ليتناول الحلول الصالحة من منظور إسلامي للتخلي عن هذا المفهوم مع عدم إغفال عامل الزمن ذو التأثير الأكبر في عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية، ومحاولة إيجاد أدوات التحليل المالي المناسبة

¹ قنطججي، سامر مظهر. (2015). صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية (ط. 2). حماد: دار أبي الفداء العالمية للنشر، ص77.

² لطفي، أمين السيد أحمد. (2005). دراسة جدوى المشروعات الاستثمارية، الاسكندرية: الدار الجامعية، ص1.

والمقبولة شرعاً والتي تتسم بالمعاصرة والحداثة لدراسة الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية المراد إنشاؤها بصورة أكثر عدالة وموضوعية بعيداً عن الإجحاف والمغالاة، بغية الوصول إلى الأهداف الاقتصادية والاجتماعية المرجوة منها.

(2) مشكلة البحث:

في الوقت الذي خطت فيه المؤسسات المالية والمصرفية الإسلامية خطوات هامة ومتقدمة في مجالات التمويل وتقديم الخدمات المالية الإسلامية خلال العقود والسنوات الأخيرة، إلا أن المفكرين وخبراء التحليل المالي ما زالوا يخطون خطواتهم الأولى في ابتكار وتطوير أدوات التحليل المالي والإقتصادي التي تتسجم مع مقاصد الشريعة وصولاً لتحقيق الأهداف الاجتماعية والاقتصادية³، الأمر الذي أدى إلى الانفصال بين النظرية والتطبيق، وفي بعض الأحيان انحراف التطبيق عن مساره بسبب تأثير البيئة المحيطة المتمثلة بالنظم المالية التقليدية.

الأمر الذي انعكس بالضرورة على الأسس والأساليب المتبعة في دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية، بشقها المرتبط بالدراسات المالية والتي تعتبر واحدة من أهم مخرجات التحليل المالي، وهو محور هذا البحث، مع التنويه إلى الآثار التي قد تترتب على الدراسات الأخرى الاجتماعية والفنية والقانونية.

ولما أجمعت أغلب المدارس الاقتصادية والمالية على منطقية وعقلانية وصوابية المفاهيم والمبادئ المالية التقليدية وصولاً لاعتبارها من المسلمات غير القابلة للجدال، الأمر الذي انعكس بشكل كبير على توجهات وخيارات المستثمرين، وأصبح لازماً تضمينه في آليات احتساب مؤشرات الربحية وأدوات التحليل المالي في دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية وبالأخص النماذج التي تعتمد على مفهوم التدفقات النقدية المخصومة المبني على مفهوم القيمة الزمنية للنقود.

وعليه كان لابد من البحث في دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية من منظور إسلامي وما هي الأسس والأساليب المقبولة شرعاً والتي يمكن الاستفادة منها في تحقيق أهداف هذه الدراسات.

³ Iqbal, M. & Ali, S. (2007). Introduction. In *Advances in Islamic Economic and Finance* (Vol.1, pp. 1-17). Jeddah: IRTI, Islamic Development Bank.

من هنا جاء هذا البحث للإجابة عن السؤال الرئيسي التالي: ما هي النماذج والمؤشرات المالية المستخدمة في دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية؟
وينبثق عنه السؤالين الفرعيين التاليين:

- 1) هل هناك اختلاف في النماذج والمؤشرات المالية المستخدمة في دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية في ظل المنظورين التقليدي والإسلامي؟
- 2) هل هناك اختلاف في قرار الاستثمار المبني على المؤشرات المالية المستخدمة في دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية في ظل المنظورين التقليدي والإسلامي؟

(3) أهداف البحث:

يسعى البحث إلى تحقيق الأهداف الآتية:

1. بيان أهمية دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية من النواحي الفردية والاقتصادية والاجتماعية.
2. دراسة أدوات التحليل المالي التقليدية في دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية.
3. البحث في المكونات المقبولة شرعاً للنماذج والمؤشرات المالية من المنظور الإسلامي.
4. إظهار نقاط القوة والضعف في النماذج والأدوات المالية في ظل المنظورين التقليدي والإسلامي لمساعدة المحللين الماليين والمستثمرين لتعزيز النواحي الإيجابية ومعالجة نقاط الخلل والتخطيط الصحيح.
5. استخدام النماذج والمؤشرات المالية من منظور إسلامي في إعادة دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية ودراسة الأثر الناتج عنها من خلال مقارنتها مع أساليب التقييم التقليدية.
6. تساعد نتائج هذه الدراسة المؤسسات الاقتصادية الإسلامية في مجال دراسة وتقييم المشروعات الاستثمارية التي تقدم لها وتقييمها على أساس المفاهيم والأسس الإسلامية، وبذلك تجنبها الشبهات والشكوك التي قد توجه إليها.

(4) أهمية البحث:

تتجلى أهمية البحث في تسليط الضوء على جوهر المشكلة القائمة في النظام المالي التقليدي المبني على أساس الفائدة (الربا) التي تعتمد في بنائها على مفهوم القيمة الزمنية للنقود؛ حيث يتناول البحث الأسس والأساليب المتبعة في دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية كواحدة من غايات النظام المالي وأهدافه، ويظهر نقاط الضعف الكامنة في هذه الأساليب وآثارها السلبية على قرارات المستثمرين.

فالعزوف عن الربا كان وما زال تحدياً مستمراً يواجه الاقتصاد الإسلامي بجميع معاملاته، وبالرغم من أن المصارف الإسلامية قد تجاوزت ذلك تطبيقاً لكن دراسات تقييم الأداء والرياضيات المالية ودراسات الجدوى والمحاسبة الإدارية والتحليل المالي والهندسة المالية لم تتخطه حتى الآن، ولا زالت تعاني من اختلاط مفاهيمه.⁴

ومن هنا حاول الباحث إيجاد النماذج الإسلامية التي تخفف من الآثار السلبية، وتظهر عيوب أساليب النظام المالي التقليدي؛ وهو ما تجلى في النظام المالي الإسلامي الذي استمد تعاليمه من القرآن الكريم والسنة النبوية الشريفة. بالإضافة إلى القيام بدراسة تطبيقية مقارنة لمحاولة إيجاد الأثر المعنوي لاختلاف طرق تحديد هذه النماذج وأدوات التحليل المالي بين المنظورين التقليدي والإسلامي في دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية.

(5) محددات البحث:

أ- الحدود الزمانية:

تم تحضير ملف مالي يضم قوائم وموازنات تقديرية لخمس سنوات للفترة من 2019 إلى 2023، مع تقدير للتدفقات النقدية لخمس سنوات إضافية حتى العام 2028، لأحد المشاريع التعليمية المزمع إنشاؤها، دون ذكر اسم المشروع احتراماً لرغبة القائمين عليه.

⁴ قنطججي، سامر مظهر؛ مرجع سبق ذكره، ص 76.

ب- الحدود المكانية:

لأغراض المقارنة التطبيقية العملية، تم تقديم الملف إلى مؤسسة مصرفية تقليدية /البنك العربي سورية/ وإلى مؤسستين مصرفيتين إسلاميتين /بنك الشام الإسلامي/ و/بنك سورية الدولي الإسلامي/ وذلك لطلب التمويل بناءً على المعطيات الخاصة بالمشروع، ولمعرفة الآليات المتبعة والأدوات المستخدمة من قبل كل مؤسسة في تقييم المشروع من الناحية المالية.

ت- الحدود الموضوعية:

لم يتم الدخول في التفاصيل الأخرى لدراسة الجدوى من النواحي الفنية والقانونية والهندسية والتسويقية، حرصاً على عدم التشعب والخروج عن محور وجوهر البحث، وتم اعتبارها منجزة بالشكل الملائم والمستوفي للشروط المقبولة عموماً.

(6) الدراسات السابقة

• الدراسات باللغة العربية

1- دراسة القطيط (2009):⁵

عنوان الدراسة: نحو معدل خصم التدفقات النقدية بديل عن معدل الفائدة لأغراض تقويم المشروعات الاستثمارية في البنوك الإسلامية.

هدفت الدراسة للبحث في ماهية التدفقات النقدية وأنواعها وأهميتها وكذلك موقف الفكر الاقتصادي الإسلامي من عملية خصم التدفقات النقدية، كما ناقشت الجهود السابقة لإعطاء معدل خصم للتدفقات النقدية في الفكر الاقتصادي الإسلامي ثم عمل إطار عام مقترح لمعدل خصم يتفق مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية.

توصلت الدراسة إلى اقتراح معدل خصم هو "متوسط معدل الأرباح في المشروعات الاستثمارية سواء كانت هذه المشروعات الاستثمارية صناعية أو تجارية أو زراعية أو خدمية وذلك في ضوء محددات ومقاصد وصيغ الاستثمار في الفكر الاقتصادي الإسلامي" يتم التوصل إليه بإتباع المراحل التالية:

1. يتم تشكيل لجنة متخصصة لكل قطاع إنتاجي (زراعي، صناعي، تجاري، خدمي)
2. تقوم كل لجنة باختيار أو تقدير متوسط أرباح 9 مشروعات استثمارية من كل قطاع وذلك خلال فترة زمنية معينة ولتكن سنة يتوافر فيها كافة الظروف والمتغيرات الاقتصادية.
3. تقوم اللجنة باستبعاد متوسط الأرباح الأعلى والأدنى ويجري أخذ متوسط الثلاثة أرقام الوسطى ويكون ذلك هو معدل خصم التدفقات النقدية المقترح من لجنة كل قطاع.
4. تقوم اللجنة بعمل دراسات مستقبلية تتوقع فيها الأحوال الاقتصادية والمالية والسياسية خلال الفترة القادمة، ويتم تعديل الأرباح في ضوء هذه المتغيرات.
5. تقوم لجنة كل قطاع بتقدير نسبة الانحراف المعياري أو الأخطاء في التقديرات السابقة.

ما تتميز عنها دراسة الباحث: أنها تبحث في إمكانية التطبيق العملي لمقترح هذه الدراسة، من خلال دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروعات من وجهة نظر إسلامية، وتحديد نقاط الضعف والقوة في هذا المقترح،

⁵ القطيط، جهاد صبحي عبد العزيز محمد. (2009، 31 حزيران - 3 تموز). نحو معدل خصم التدفقات النقدية بديل عن معدل الفائدة لأغراض تقويم المشروعات الاستثمارية في البنوك الإسلامية، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي.

وصولاً إلى نتائج عملية يمكن الاستفادة منها من قبل المحللين الماليين والمستثمرين الحاليين والمستقبليين، وفتح المجال للدراسات والأبحاث اللاحقة للاستفادة منها.

2- دراسة سمحان (2009):⁶

عنوان الدراسة: نحو استخدام مؤشرات مالية إسلامية في تقييم المشروعات الاقتصادية.

هدفت الدراسة للتوصل إلى مؤشرات مالية لا تعتمد على الفائدة الربوية ولا تخالف أحكام الشريعة الإسلامية ويمكن استخدامها للمساعدة في دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروعات خاصة في مجال خصم التدفقات النقدية.

توصلت الدراسة إلى النتائج الآتية:

- أ- وجود مؤشرات مالية لتقييم المشروعات تتفق وأحكام الشريعة الإسلامية منها مؤشرات مستخدمة حالياً في تقييم المشروعات وهي المؤشرات المالية البسيطة التي لا تعتمد على خصم التدفقات النقدية ومنها مؤشرات جديدة تعتمد على خصم التدفقات النقدية ضمن أحكام الشريعة الإسلامية.
- ب- يمكن استخدام المتوسط المرجح لتكلفة الأموال كمعدل لخصم التدفقات النقدية ضمن أحكام الشريعة الإسلامية بعد تعديل طرق احتساب تكلفة كل مصدر من مصادر الأموال بحيث لا يتم أخذ أي عائد غير مقبول شرعاً ضمن هذه التكلفة واستخدام النتائج في اتخاذ القرارات الاستثمارية.
- ت- كما يمكن استخدام صافي الربح التشغيلي إلى إجمالي الموجودات بالنسبة لمستوى النشاط الذي تمارسه المنشأة في القطاع الذي تنتمي إليه كمعدل لخصم التدفقات النقدية.
- ث- إمكانية تطبيق هذه المؤشرات في الواقع العملي لتقييم بدائل الاستثمار من قبل المؤسسات الملتزمة بالتمويل والاستثمار الإسلامي.

ما تتميز عنها دراسة الباحث: أنها تبحث في إمكانية التطبيق العملي للمؤشرات التي توصلت لها هذه الدراسة، من خلال دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروعات من وجهة نظر إسلامية، وصولاً إلى مقارنة النتائج العملية مع المؤشرات التقليدية وإيجاد الأثر المعنوي لاختلاف النتائج إن وجدت.

⁶ سمحان، حسين محمد. (2009). نحو استخدام مؤشرات مالية إسلامية في تقييم المشروعات الاقتصادية. مجلة اقتصادية شمال إفريقيا، 5(7)، 99-120.

3- دراسة مقدم وطعية (2011):⁷

عنوان الدراسة: معايير اتخاذ قرار الاستثمار من منظور الاقتصاد الإسلامي.

هدفت الدراسة إلى توضيح مفهوم الاستثمار من وجهة نظر المذهب الاقتصادي الإسلامي، وبيان أهم المعايير والضوابط التي توجه سلوك المستثمر الإسلامي والتي تؤكد حقيقة أن الإسلام لا يفصل بين مفهوم الاستثمار وعالم القيم والمبادئ.

توصلت الدراسة إلى النتائج الآتية:

- أ- أضاف الاقتصاد الإسلامي مفهوم أوسع للاستثمار بحيث يعود بالنفع على المجتمع كله من خلال زيادة الطاقة الإنتاجية للمجتمع وهذا ما أغفله الاقتصاد الوضعي.
- ب- استثمار المال في الإسلام تحكمه مجموعة من المعايير من أهمها العقيدة الإسلامية والقيم الأخلاقية الناتجة عنها بالإضافة إلى معايير التنمية الاقتصادية والاجتماعية.
- ت- الشريعة الإسلامية تحرص على تشغيل رأس المال حيث أمرت باستثماره وعدم اكتنازه وكذلك حرمت الربا والاحتكار، ومن ثم فإن الإنسان عندما يعمل في مجال الاستثمار يجب عليه أن يستثمر ماله لزيادة الإنتاج.
- ث- تتضح أهمية إيجاد أساليب مستحدثة لتقييم المشروعات، بحيث يكون معيار المفاضلة إسلامياً، حتى يظهر لأول مرة دليل إسلامي لتقييم المشروعات يمكن أن تسترشد به المؤسسات في الدول الإسلامية عند اتخاذها قراراتها الاستثمارية.

ما تتميز عنها دراسة الباحث: أنها تنطلق من النتيجة الأخيرة التي توصلت لها هذه الدراسة، للبحث في الأساليب المستحدثة لتقييم المشروعات، والتطبيق العملي من خلال دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروعات من وجهة نظر إسلامية.

⁷ مقدم، ليلي؛ وطعية، محمد سمير. (2011، 23-24 شباط). معايير اتخاذ قرار الاستثمار من منظور الاقتصاد الإسلامي.

قدم إلى الملتقى الدولي الأول: الاقتصاد الإسلامي: الواقع ورهانات المستقبل، جامعة غرداية، الجزائر.

4- دراسة موسى والغالي (2012):⁸

عنوان الدراسة: القيمة الزمنية للنقود كأساس لعملية خصم التدفقات النقدية في الاقتصاد الإسلامي.

هدفت الدراسة إلى إبراز أهمية القيمة الزمنية في اتخاذ القرارات الاستثمارية في الاقتصاد الإسلامي من خلال عملية خصم التدفقات النقدية، وإزالة اللبس حول القيمة الزمنية للنقود وارتباطها بسعر الفائدة الربوي.

توصلت الدراسة إلى النتائج الآتية:

- أ- هنالك موقفين تجاه الزمن في الفقه الإسلامي، حيث أوضحت الزيادة في البيع الآجل مقابل التأجيل إذا ما اقترن بنشاطات حقيقية، وفي المقابل حُرمت الزيادة في الدين الثابت في الذمة عند حلول الأجل.
- ب- إن مبدأ التفضيل الزمني في المعاملات المالية والاقتصادية لا يعني بالضرورة إباحة الربا المحرم شرعاً، وتبرير ذلك استناد الفقهاء في الاعتراف بالهيكل الزمني للإيرادات على البيوع فقط دون سائر المعاملات الأخرى.
- ت- يفرق الاقتصاد الإسلامي بين القيم الحاضرة والقيم الآجلة للمبالغ النقدية، ويقوم للزمن قيمة مالية في البيوع دون القروض والأموال الربوية، ويعتمد الاقتصاد الإسلامي على بيع السلم والبيع الآجل ومسألة وضع وتعدل كأدلة شرعية صريحة على ضرورة التفريق بين الحاضر والمؤجل.
- ث- يستند السبب الرئيسي في استخدام عملية خصم التدفقات النقدية غير الربوية في تقييم واختيار المشروعات الاستثمارية في الاقتصاد الإسلامي إلى القيمة الزمنية للنقود، والتي تجعل من الزمن قيمة اقتصادية وجب مراعاة تكلفتها المستقبلية.

ما تتميز عنها دراسة الباحث: أنها تتعمق في النتيجة الأخيرة التي توصلت لها هذه الدراسة، وناقشت مختلف الجوانب الفقهية والعملية لمفهوم خصم التدفقات النقدية، والاطلاع على واقع التطبيق العملي لهذا المفهوم من خلال دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروعات من وجهة نظر المؤسسات المالية الإسلامية.

⁸ موسى، رحمانى؛ والغالي، بن إبراهيم. (2012، حزيران). القيمة الزمنية للنقود كأساس لعملية خصم التدفقات النقدية في الاقتصاد الإسلامي. *أبحاث اقتصادية وإدارية*، 6(11)، 221-240.

• الدراسات باللغة الانكليزية

1- دراسة Hassan & Ahmad (2006):⁹

عنوان الدراسة: مفهوم القيمة الزمنية للنقود في التمويل الإسلامي.

هدفت الدراسة إلى التركيز على مفهوم القيمة الزمنية للنقود وتناولته من مختلف الجوانب المتعلقة بأنواع المعاملات التجارية والتمويلية، وتطرقت إلى وجهة النظر الإسلامية لهذا المفهوم ومجالات تحريمه والحالات التي تناولته بشكل ضمني وبالأخص من خلال عقود الإيجار أو الأجر والاختلاف بين السعر الحالي والسعر الآجل للمنتجات، وبحثت في المبادئ والمعايير النازمة لهذا المفهوم والتميز بين عقود الإقراض وعقود التمويل.

توصلت الدراسة إلى النتائج الآتية:

- أ- في الوقت الذي تم فيه قبول مفهوم القيمة الزمنية للنقود في حالة تسعير الموجودات وحقوق الانتفاع بها، فإنه غير مقبول في حالة الإضافات إلى رأسمال الدين أو القرض.
- ب- لا يوجد تناقض من الناحية الفقهية بين شرعية زيادة الأسعار للمنتجات التي تباع لأجل، وبين لا شرعية الزيادة المماثلة على القروض.
- ت- احتساب تكلفة الوقت ممكن فقط في تجارة البضائع والأعمال التجارية، وليس في عمليات تبادل قيم نقدية أو من خلال القروض أو الديون.

ما تتميز عنها دراسة الباحث: أنها تتناول الآليات المتبعة في احتساب تكلفة الوقت والأسس التي تستند عليها في تقدير الزيادة في أسعار المنتجات، من خلال النماذج المستخدمة في دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروعات وتحديد مبرحتها من وجهة نظر المؤسسات المالية الإسلامية.

⁹Ahmad, A. U. F., & Hassan, M. K. (2006, Winter). The Time Value of Money Concept in Islamic Finance. *American Journal of Islamic Social Sciences (AJISS)*, 1(23), 66-89.

2- دراسة Qoyyimah & Siswantoro (2007):¹⁰

عنوان الدراسة: التحليل في دراسة الجدوى من تطبيق مفهوم المشاركة المتناقصة في المصارف الإسلامية في إندونيسيا.

هدفت الدراسة إلى محاولة تطبيق مفهوم المشاركة المتناقصة كبديل عن مفهوم الفائدة في المعاملات المصرفية الإسلامية في إندونيسيا وبالأخص في تقديم التسهيلات لتملك المنازل مع وجود إشكاليات فقهية وتعقيدات في احتساب تكلفة الإيجار بسبب الاختلاف في مواقع المنازل.

توصلت الدراسة إلى ما يلي:

أ- إن مشاكل تطبيق المشاركة المتناقصة قد تعود إلى الهيكلة المالية للمصارف الإسلامية، بالإضافة إلى عدم وجود البيئة المساعدة لذلك في إندونيسيا.

ب- إن هذا المفهوم بحاجة إلى استقرار في معدلات الفائدة وعوامل أخرى ضمن حالتها الطبيعية.

ت- ليست كل المواقع مناسبة بسبب الاختلاف في بدلات الإيجار من منطقة إلى أخرى.

ث- من وجهة نظر الفقه فإنه لا يوجد مشكلة في المفهوم كونه ليس كالغرر المحرم شرعاً.

ما تتميز عنها دراسة الباحث: أنها تناقش إمكانية تطبيق مفهوم المشاركة المتناقصة كأحد النماذج المستخدمة في دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروعات من قبل المؤسسات المالية الإسلامية العاملة في سورية.

3- دراسة Anwar Batcha (2009):¹¹

عنوان الدراسة: القيمة الزمنية للنقود والربا: من منظور إسلامي

هدفت الدراسة إلى التحقق من إمكانية ربط أي قيمة بالزمن عند تحديد تكلفة الأموال بحسب الشريعة، كما استعرضت أهداف الشريعة من تحريم الربا وناقشتها بغية الوصول إلى المقاصد لهذا التحريم.

توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

¹⁰Siswantoro, D., & Qoyyimah, H. (2007). Analysis on the Feasibility Study of Musharakah Mutanaqisah Implementation in Indonesian Islamic Banks. In Munawar Iqbal et al. (Editor), *Advances in Islamic Economic and Finance* (Vol.1, pp. 471-488). Jeddah: IRTI, Islamic Development Bank.

¹¹Anwar Batcha, A. (2009, September). *Time Value of Money and Riba': Islamic Perspective*. Kuala Lumpur: INCEIF.

أ- لمفهوم الأموال معانٍ تختلف بين وجهة النظر الإسلامية والتقليدية، حيث يُنظر للأموال على أنها بضاعة تباع وتشتري من وجهة النظر التقليدية الأمر الذي برر إعطاء قيمة لها عند مرور الزمن، في حين أن الإسلام نظر إلى الأموال على أنها وسيلة للتبادل بشكلها المجرد عن أي قيمة تُضاف لها.

ب- عرف الإسلام الأموال بطريقة مختلفة تماماً عن التعريفات الوضعية السائدة.

ت- هناك إجماع بين العلماء والباحثين الإسلاميين حول إمكانية اختلاف الأسعار الآجلة للمنتجات عن سعرها الحالي، ويعود سببه إلى تفضيلات الوقت لا إلى القيمة الزمنية للنقود.

ما تتميز عنها دراسة الباحث: أنها تتنظر في مدى تداخل هذه المفاهيم وانعكاسها في النماذج المستخدمة في دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروعات من قبل المؤسسات المالية الإسلامية العاملة في سورية.

4- دراسة Shaikh (2009):¹²

عنوان الدراسة: تمويل الشركات في اقتصاد خالٍ من الفائدة: منهج بديل لممارسات التمويل الإسلامي للشركات

هدفت الدراسة إلى مناقشة إمكانية التغلب على مشكلة نقص التمويل في ظل الاقتصاد الخالي من الفائدة، واقتراح البدائل لمصادر واستخدامات الأموال، بالإضافة إلى محاولة إيجاد البدائل لتحديد تكلفة التمويل في القطاع العام والخاص.

توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

أ- اقترحت الدراسة بدائل لمصادر التمويل في ظل الاقتصاد الخالي من الفائدة.

ب- كما اقترحت بدائل لاستخدامات الأموال في ظل الاقتصاد الخالي من الفائدة.

ت- واقترحت طرق للتقييم من خلال وسائل بديلة لتحديد تكلفة التمويل واستخدام معدل خصم مناسب مثل معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الاسمي (NGDP) في نموذج تسعير الأصل الرأسمالي (CAPM)، وفي نموذج التوزيعات المخصومة والنماذج الأخرى التي تعتمد على مفهوم خصم التدفقات النقدية.

¹²Shaikh, S. (2009, December 22). *Corporate Finance in an Interest Free Economy: An Alternate Approach to Practiced Islamic Corporate Finance*. Retrieved November 17, 2017 from https://mpra.ub.uni-muenchen.de/19459/1/MPRA_paper_19459.pdf

ما تتميز عنها دراسة الباحث: أنها تنظر في مدى التزام المؤسسات المالية الإسلامية العاملة في سورية بهذه المفاهيم وانعكاسها في النماذج المستخدمة في دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروعات.

(7) فرضيات البحث:

يستند البحث إلى التحقق من صحة الفرضيتين الآتيتين:

1. لا يوجد اختلاف في النماذج والمؤشرات المالية المستخدمة في دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية في ظل المنظورين التقليدي والإسلامي.
2. لا يوجد اختلاف في القرار الاستثماري المبني على المؤشرات المالية المستخدمة في دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية في ظل المنظورين التقليدي والإسلامي.

(8) منهج البحث:

يعتمد البحث على المنهج التحليلي التطبيقي المقارن والقائم على دراسة النماذج والمؤشرات المالية المستخدمة في دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية في ظل المنظورين التقليدي والإسلامي من خلال الأبحاث والدراسات السابقة، وتطبيقها في حالة دراسة جدوى لمشروع تعليمي خاص، والمقارنة بين النتائج.

كما يتعزز البحث بالمنهج الميداني من خلال إجراء المقابلات مع الأشخاص المعنيين (مديري التمويل التجاري لدى المؤسسات المصرفية) لمعرفة واقع التمويل المتاح من قبل المؤسسات المالية القائمة بشقيها التقليدي والإسلامي، والوقوف على النماذج والمؤشرات التي تستند إليها هذه المؤسسات لاتخاذ قرار التمويل الاستثماري، والآليات المتبعة في قبول المشروع أو رفضه من الناحية المالية.

(9) صعوبات البحث:

من الصعوبات التي واجهت الباحث أثناء قيامه ببحثه:

- أ- صعوبة إيجاد ملف متكامل من كافة نواحي الجدوى الاقتصادية، وعدم السماح للباحث بنشر اسم المشروع والجهات القائمة عليه والجهات الداعمة له.
- ب- السرية المصرفية، وعدم القدرة على الحصول على كافة المستندات والنماذج التي يقوم على أساسها إجراء أي دراسة جدوى للمشروعات، سواءً في المؤسسات المالية التقليدية أم الإسلامية.

ت-الروتين والوقت الطويل الذي استغرقه الحصول على الموافقات المطلوبة من إدارات هذه المؤسسات، للسماح للباحث بالتواصل مع إدارات التمويل التجاري فيها، والحصول على ما تسمح به أنظمتهم من معلومات تثري البحث وتعززه من الناحية العملية.

(10) هيكل البحث:

يتدرج البحث في أربعة فصول يسبقها الفصل التمهيدي ويليهما النتائج والتوصيات والملاحق، وتتناول هذه الفصول العناوين والمواضيع الآتية:

1) الفصل الأول بعنوان "الإطار المفاهيمي لدراسة الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية" ويتضمن في طياته مباحث خمسة هي:

أ- مفهوم المشروعات الاستثمارية وقرارات الاستثمار: حيث يتناول تعريف المشروع الاستثماري وتعداد مراحله لينتقل إلى طبيعة وخصائص عملية اتخاذ قرار الاستثمار.

ب- مفهوم دراسات الجدوى الاقتصادية: الذي يبدأ بتعريف دراسة جدوى المشروعات الاقتصادية، ثم يناقش النوعين الرئيسيين لدراسات الجدوى وهما دراسات الجدوى المبدئية ودراسات الجدوى التفصيلية.

ت- تقييم المشروع الاستثماري: الذي يتم في ضوء الموازنة بين معدل العائد المطلوب ومعدل العائد المتوقع، حيث تُناقش النظريات والآليات التي يتم احتساب هذان المعدلان على أساسها.

ث- مصادر تمويل الانفاق الاستثماري (هيكل التمويل الاستثماري): منطلقاً من طبيعة ومفهوم هذه المصادر، ليناقد الإطار النظري لتكلفة رأس المال، ثم يتناول هيكل رأس المال المستثمر، ليصل إلى عرض نماذج احتساب تكلفة رأس المال وأهمها نموذج المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (WACC) ونموذج تسعير الأصل الرأسمالي (CAPM).

ج- التدفقات النقدية ودورها في مجال تقييم المشروعات الاستثمارية: حيث يناقش طبيعة ومفهوم هذه التدفقات، ثم يمر على مشاكل قياسها التي تتلخص في ثلاثة مشاكل هي مشكلة القيمة الزمنية للنقود ومشكلة التضخم ومشكلة عدم التأكد.

2) الفصل الثاني بعنوان "أدوات التحليل المالي وقرارات الاستثمار بالمفهوم التقليدي" ويتضمن مبحثين هما:

أ- المؤشرات التحليلية المحاسبية لتقييم المشروعات الاستثمارية (الأدوات الساكنة): الذي يبين أهمية هذه المؤشرات ومجالات استخدامها، ثم يقسمها إلى ثلاثة أنواع تهتم بدراسة الجدوى هي مؤشرات تهدف إلى إبراز التحليل المالي للربحية الخاصة للمشروع، ومؤشرات تهدف إلى تحليل سيولة المشروع الاستثماري، ومؤشرات توضح تحليل الهيكل المالي للمشروع الاستثماري.

ب- مؤشرات مدخل التدفقات النقدية لتقييم المشروعات الاستثمارية (الأدوات الحركية): حيث يستعرض أبرز هذه المؤشرات والتي تأخذ بعين الاعتبار مفهوم القيمة الزمنية للنقود وهي أربع مؤشرات: فترة الاسترداد المخصصة (DPB)، صافي القيمة الحالية (NPV)، دليل المقدرة على الربحية (PI)، ومعدل العائد الداخلي (IRR)؛ ويعالج أهم الخصائص والمزايا والعيوب لكل منها.

3) الفصل الثالث بعنوان "أدوات التحليل المالي وقرارات الاستثمار بالمنظور الإسلامي" ويتضمن أربعة مباحث هي:

أ- الاقتصاد من منظور إسلامي: الذي ينطلق من المفاهيم النظرية والمبادئ الأساسية المكونة للاقتصاد من منظور إسلامي، ليمر على المشكلة الاقتصادية في نظر الإسلام واقتراح حلولها، وصولاً إلى القانون العام لمكافأة المصادر المادية للإنتاج.

ب- الربا تعريفه، أنواعه، مبرراته، وأدلة تحريمه: حيث يبدأ بتعريف الربا وأنواعه، ثم يناقش مبررات الربا بحسب المنظور التقليدي، ويوضح الآثار الاقتصادية والاجتماعية لمفهوم الربا (الفائدة) بحسب المنظور الإسلامي، مؤكداً على الأدلة الشرعية لتحريم الربا (الفائدة) بحسب المنظور الإسلامي.

ت- البنك اللاروي بين المفهوم والواقع والتحديات: الذي يبين المعالم الأساسية للسياسة المصرفية الجديدة، ويناقش متطلبات أصحاب الودائع لإيداع أموالهم وصيانتها في النظام اللاروي، مشيراً إلى مخاطر الاستثمار في رؤوس الأموال والضمانات الضرورية من وجهة نظر البنك اللاروي.

ث- الأدوات المالية والتمويلية الأكثر شيوعاً بحسب المنظور الإسلامي: حيث ييوب هذه الأدوات في خمس أبواب هي: المضاربة في الفقه الإسلامي، بيع المربحة للأمر بالشراء، المشاركة المتناقصة، الوكالة بالاستثمار (المقيدة) بالمربحة بريح لا يقل عن نسبة معينة، وتمويل رأس المال العامل؛ مناقشاً مفاهيمها وأحكامها الشرعية ودورها وآليات استخدامها.

4) الفصل الرابع يتناول "الدراسة العملية" ويتمحور في مبحثين هما:

أ- المعطيات والبيانات الأولية المعدة للدراسة التطبيقية: حيث يتناول مجتمع وعينة الدراسة، والإطار الزمني للدراسة، كما يشتمل على الملف المالي والقوائم التقديرية المقدمة للدراسة من قبل القائمين على المشروع وبحسب رؤيتهم ودراستهم لجدوى مشروعهم وطلبهم لتمويله من قبل إحدى المؤسسات المالية العاملة في سورية.

ب- الطريقة والإجراءات المتبعة في الدراسة التطبيقية المقارنة: الذي يذكر بمنهج البحث ويقوم على اختبار فرضيات البحث، تمهيداً للوصول للنتائج والتوصيات.

الفصل الأول:

الإطار المفاهيمي للدراسة

الحدوى الاقتصادية

للمشروعات الاستثمارية

تمهيد:

في محاولة لسبر مختلف الجوانب النظرية والمفاهيمية المتعلقة بالمشروعات الاستثمارية وما يرتبط بها من بنى ونظريات ودراسات تناقش مفهوما وجدواها وأسس تقييمها والعوامل المؤثرة فيها وعلى رأسها تحديد مصادر التمويل وكيفية تقدير العوائد المناسبة لكل مصدر من المصادر، بالإضافة للإشكالات التي تعترض طريق جدوى الاستمرار في هذه المشروعات؛ يأتي هذا الفصل ليلخص ويناقش أهم الكتابات في هذا المجال، ويبرز ويحلل أهم النقاط التي اتفق عليها أغلب المفكرين والباحثين في مختلف المدارس الاقتصادية المعاصرة؛ ليكون توطئة لما يليه من فصول. وعليه يمكن إفراد هذا الفصل في مباحث خمسة هي:

الأول: مفهوم المشروعات الاستثمارية وقرارات الاستثمار.

الثاني: مفهوم دراسات الجدوى الاقتصادية.

الثالث: تقييم المشروع الاستثماري.

الرابع: مصادر تمويل الانفاق الاستثماري (هيكل التمويل الاستثماري).

الخامس: التدفقات النقدية ودورها في مجال تقييم المشروعات الاستثمارية.

المبحث الأول: مفهوم المشروعات الاستثمارية وقرارات الاستثمار:

1-1-1. تعريف ومراحل المشروعات الاستثمارية:

تتعدد التعريفات المرتبطة بالمشروع الاستثماري Investment Project ولعل أقربها إلى الشمول هو أنه "عبارة عن مجموعة من الأنشطة الاستثمارية التي يمكن تخطيطها وتمويلها وتنفيذها وتشغيلها وتحليلها" وعادة ما يمر هذا المشروع بدورة تتضمن عدة مراحل هي:¹³

1. مرحلة التحديد (والتي تركز على ما تتضمنه فكرة المشروع وفرصته الاستثمارية الممكنة).
2. مرحلة الإعداد (وهي تتمثل في إعداد دراسات جدوى المشروع _تسويقية، فنية، مالية، اقتصادية واجتماعية).
3. مرحلة التقييم القبلي Ex-Ante Evaluation or Appraisal (وتتضمن التقييم المالي والاقتصادي والاجتماعي قبل تنفيذه).

¹³ لطفي، أمين السيد أحمد؛ مرجع سبق ذكره، ص 6.

4. مرحلة التنفيذ (وتشمل تحديد مراحل التنفيذ وتوقيتها وجدولتها الزمنية والإشراف والرقابة والتقارير عن التنفيذ).
5. مرحلة التقييم البعدي Ex-Post Evaluation (وتعبر عن التقييم المالي والاقتصادي والاجتماعي بعد تنفيذ المشروع).

1-1-2. طبيعة وخصائص عملية اتخاذ قرار الاستثمار:

يطلق مصطلح قرار الاستثمار Investment Decision على مجموعة الاجراءات والخطوات التي تسبب انفصلاً زمنياً للنفقات الاستثمارية عن العوائد المتوقعة في المستقبل لفترة لا تقل عن سنة واحدة على الأقل. حيث تتفرد قرارات الاستثمار بعدد من الخصائص والسمات أهمها:¹⁴

أ- أن قرارات الاستثمار تتميز بأن لها تأثيرات طويلة الأجل:

حيث ترجع تلك التأثيرات طويلة الأجل Long – Term Effect إلى وجود الفاصل الزمني الواضح بين حدوث النفقة الاستثمارية واكتمال الحصول على العوائد المتوقعة خلال الفترات المستقبلية، ولا يتم عادةً الحصول على تلك العوائد دفعة واحدة وإنما تتحقق خلال عدة فترات زمنية تتعدى السنة، وهذه الخاصية للقرار الاستثماري يترتب عليها العديد من المشاكل هي:

1) مشكلة القيمة الزمنية للنقود Time Value of Money

حيث أن الليرة [الجنيه] التي في حوزة المستثمر اليوم تساوي أكثر من الليرة التي سوف يحصل عليها أو ينفقها_ بعد سنة أو خمس سنوات من اليوم، حيث يمكن استثمار الليرة في غضون تلك الفترة في أي من الأوعية الادخارية، وبالتالي سوف تنمو قيمتها بشكل ملحوظ عن طريق الفائدة التي يتم اكتسابها بحسب المفهوم الرأسمالي السائد، فالوقت إذاً شيء جوهري يجب أخذه في الاعتبار عند تقييم المشروعات الاستثمارية، حيث يتضمن الوقت تضحيات الحاضر من أجل المستقبل، وعادة ما يتوقع أن تكفي العوائد التي ستتحقق في المستقبل لتعويض تضحيات الحاضر، ويتم التعبير عن عامل التعويض Compensation Factor عادة كفاائدة Interest، ويعد مفهوم التضحية Sacrifice في الحاضر للمستقبل تقريب لمفهوم الفائدة المستخدم في تقييم الاستثمار.

2) مشكلة المخاطر وعدم التأكد Risk & Uncertainty

إن مقدار وتوقيت Magnitude & Timing حدوث النفقات والعوائد المرتبطة بقرارات الاستثمار يحاط تقديرها بدرجة عالية من المخاطر وعدم التأكد، ولا شك أنه كلما زاد البعد الزمني في تقدير

¹⁴ المرجع السابق، ص2.

نفقات وعوائد المشروعات الاستثمارية والتنبؤ بها كلما زادت المخاطر وعدم التأكد المرتبطة بتلك النفقات والعوائد.

3) مشكلة تأثير تقلب مستويات الأسعار Price – Level Fluctuations

فتقلب مستويات الأسعار تعتبر دالة في متغيرين أولهما طول العامل الزمني وثانيهما معدل التغير في مستوى الأسعار، فلا شك أن ارتفاع الأسعار يؤثر على بنود الإيرادات والتكاليف بنسب قد تكون ثابتة أو متباينة، مما يستدعي دراسة سلوك الأسعار ومعدلات التضخم، وتحليل مدى ملائمة معاملات التعديل على البنود التي يتعين تقديرها.

ب- أن قرارات الاستثمار تتضمن إنفاق كبير يترتب عليه ارتباط ضخم وإغراقه في استخدام معين يصعب

تحويله إلى استخدام بديل آخر:

فقرارات الاستثمار يترتب عليها إنفاق استثماري كبير تتمثل في تعهدات وارتباطات تتميز بالضخامة والتأثير الممتد لسنوات عديدة مقبلة، مما قد يترتب على ذلك عديد من المشاكل أهمها:

1) يترتب على التضحية بالنفقات الاستثمارية إغراقها في استخدام معين يجعلها من قبيل النفقات الغارقة Sunk Costs التي يصعب تعديلها أو تحويلها إلى استخدام بديل آخر دون أن يصاحب ذلك حدوث خسائر كبيرة محتملة.

2) تحكم قرارات الاستثمار هيكل تكاليف المنشأة لفترة طويلة، ويترتب على ذلك خلق مجموعة من التكاليف والأعباء الثابتة التي تتأثر بها اقتصاديات المنشأة لفترة طويلة وتظهر خطورة ذلك عند قيام المنشأة بالاقتراض من الغير وما يترتب على ذلك من أعباء باهظة في حالة عدم تحقيق ذلك المشروع العوائد المناسبة.

3) ترتبط قرارات الاستثمار بشكل وثيق ومباشر مع قرارات التمويل، مما يتعين معه تخطيط هيكل التمويل الأمثل Optimum Financial Structure عند اتخاذ قرارات الاستثمار، بالشكل الذي يتحقق معه حسن اختيار المصادر المناسبة لتمويل المشروعات، وذلك في ضوء الاحتياجات المختلفة من بنود الانفاق الاستثماري سواء من حيث مقدارها وتوقيتها، وبما يحقق التوازن المنشود فيما بينها.

المبحث الثاني: مفهوم دراسات الجدوى الاقتصادية:

تعرف دراسة جدوى المشروعات الاقتصادية على أنها "تلك المجموعة من الدراسات التي تسعى إلى تحديد مدى صلاحية مشروع استثماري أو مجموعة من المشروعات الاستثمارية من عدة جوانب: تسويقية، فنية، مالية، تمويلية، اقتصادية، واجتماعية؛ وذلك تمهيداً لاختيار تلك المشروعات التي تحقق أعلى منفعة ممكنة، بالإضافة إلى عدد آخر من الأهداف".¹⁵

وتنقسم دراسات الجدوى الاقتصادية إلى نوعين رئيسيين هما دراسات الجدوى المبدئية، ودراسات الجدوى التفصيلية، ويمكن تفصيلهما في الآتي:

1-2-1. دراسات الجدوى المبدئية أو الاستطلاعية للمشروعات الاستثمارية:

بوجه عام تهدف دراسة الجدوى المبدئية إلى إعطاء مجموعة من المؤشرات الموجزة والمركزة على الجوانب التالية:¹⁶

1. تحديد أبعاد فكرة الاستثمار بغرض توضيح الفرصة الاستثمارية المتاحة متضمنة مدى وجود حاجة أساسية إلى منتجات أو خدمات المشروع ومدى تدفق الاستثمارات في هذا المجال.
2. تحديد ما إذا كانت أهداف المشروع تنطبق وسياسات الدولة أو الظروف العامة للصناعة أو النشاط ومدى وجود موانع قانونية لتنفيذ ذلك المشروع أم لا.
3. تحديد الملامح الرئيسية للبيئة محل المشروع الاستثماري.
4. تقرير ما إذا كان يتم إجراء دراسة الجدوى التفصيلية للاستثمار أم لا.
5. تحديد جوانب المشروع الاستثماري التي تحتاج إلى تركيز خاص أثناء دراسات الجدوى التفصيلية.

2-2-1. دراسة الجدوى التفصيلية للمشروع الاستثماري:

بعد الانتهاء من دراسة الجدوى المبدئية أو الاستطلاعية وتحديد نوعية المشروع أو المشروعات الاستثمارية، يتوجب إجراء دراسة الجدوى التفصيلية والتي غالباً ما تتضمن الإطار العام التالي:

أولاً: دراسة الجدوى التسويقية للمشروع الاستثماري:

وهي تمثل البداية لأي دراسة جدوى تفصيلية لمشروع استثماري، باعتبارها توفر بيانات كثيرة تعتبر ضرورة لبقية أجزاء الدراسة ولعل أبرزها:¹⁷

¹⁵ تمجدين، نور الدين. (2010/2009). دراسات الجدوى الاقتصادية بين المتطلبات النظرية والإشكالات العملية. مجلة

الباحث، 7(7)، 205-216.

¹⁶ المرجع السابق، ص 209.

¹⁷ لطفي، أمين السيد أحمد؛ مرجع سبق ذكره، ص 16.

- (1) توصيف السلعة أو الخدمة التي سيقدمها المشروع من حيث حجمها وتركيبها النوعي.
- (2) توصيف السوق الخاص بالسلعة وتحديد سواء محلي أو خارجي.
- (3) تحديد القدرة الاستيعابية للسوق الحالي والمستقبلي _ حيث يتم تحديد حجم العرض الحالي والفجوة الإنتاجية والبدائل المتوفرة ودرجة المنافسة بينها.

وتعتمد دراسة الجدوى التسويقية عادة على تجميع البيانات الخاصة بالسوق حيث يتم إجراء تحليلات عليها بغرض تحديد مواصفات الطلب والعرض الحالي والتنبؤ بمستقبلها، والوضع التنافسي للبدائل المتوفرة بالسوق وتدخل الدراسة التسويقية بهذا الشكل في نطاق ما يسمى دراسة بحوث التسويق Marketing Research سواء أكان ذلك بالنسبة للسلع الجديدة التي تقدم للسوق لأول مرة، أو للسلع القائمة في السوق.

ثانياً: دراسة الجدوى الفنية والهندسية للمشروع الاستثماري:

تهتم دراسة الجدوى الفنية Technical Feasibility Study باستخدام عناصر البحث العلمي والتكنولوجي لدراسة إمكانية تنفيذ النتائج التسويقية من الناحية التكنولوجية، وبصفة عامة تشمل الدراسة الفنية تقدير حجم الإنتاج، وحجم المشروع والتصميم الداخلي للمشروع، ودراسة المدخلات المطلوبة من الموارد أو العمالة والتسهيلات المطلوبة، وتقدير الاستثمارات اللازمة للمشروع.¹⁸

ثالثاً: دراسة الجدوى المالية للمشروع الاستثماري:

يتم دراسة الجدوى المالية Financial Feasibility Study للمشروعات الاستثمارية بهدف قياس الربحية الخاصة أو المنفعة النسبية التي يحققها ذلك المشروع للمستثمرين فيه، دون النظر لآثار تلك الربحية الذاتية على ربحية المشروعات الأخرى. وتعتمد دراسة الجدوى المالية على مجموعة من البيانات والمعلومات لأوجه التكاليف المختلفة في المشروع، ومصادر تلك المعلومات مستقاة من النتائج التي تم التوصل إليها من خلال دراسة الجدوى التسويقية والفنية والهندسية، حيث يتم تحليلها وتبويبها في قوائم مالية تعرف بالقوائم المالية التقديرية Pro – Forma Financial Statements، والتي يتوقف عددها وأنواعها ومكوناتها على عدد من العوامل التي تعتمد على احتياجات المشروع ذاته من تلك القوائم.¹⁹

¹⁸ المرجع السابق، ص 20.

¹⁹ المرجع السابق، ص 26.

بصفة عامة تغطي دراسة الجدوى المرتبطة بالجوانب المالية ما يلي:²⁰

(1) إجمالي الإنفاق الاستثماري:

ويتكون من البنود التالية:

➤ الأصول الثابتة

- 0 الأرض وإعداد الموقع.
- 0 المباني والإنشاءات.
- 0 الماكينات والمعدات.
- 0 أصول ثابتة أخرى.

➤ مصروفات التأسيس

- 0 التراخيص وبراءة الاختراع.
- 0 مصروفات إعداد الدراسات والخدمات الاستشارية.
- 0 مصروفات تجارب بدء التشغيل.
- 0 مصروفات تأسيسية أخرى.

➤ صافي رأس المال العامل (يعبر عن الأصول المتداولة مطروح منها الخصوم المتداولة)

وتتكون الأصول المتداولة من:

- 0 النقدية.
- 0 حسابات المدينين.
- 0 المخزون من الخامات والمنتجات وقطع الغيار.
- أما الخصوم المتداولة فتتكون من حسابات الدائنين.

(2) هيكل رأس المال:

ويتكون من البنود التالية:

➤ الاستثمارات

- 0 الاستثمارات المبدئية (الأصلية).
- 0 الفوائد خلال فترة الانشاء.

²⁰ المرجع السابق، ص 27-28.

➤ التمويل

- 0 المساهمات (محلية أو أجنبية).
- 0 القروض بأنواعها (محلية أو أجنبية).
- 0 تسهيلات ائتمانية (محلية وأجنبية).

(3) تكاليف الإنتاج:

وتتكون من البنود التالية:

- 0 المواد والمدخلات.
- 0 العمالة المباشرة.
- 0 العمالة الإشرافية أو غير المباشرة.
- 0 مصروفات إدارية وعامة.
- 0 تكاليف التسويق.
- 0 الفوائد.
- 0 الإهلاك.

(4) التحليل المالي:

حساب مؤشرات الربحية التجارية للمشروع مثل:

- 0 صافي القيمة الحالية.
- 0 معدل العائد الداخلي.
- 0 فترة الاسترداد.
- 0 معدل العائد البسيط.
- 0 تحليل نقطة التعادل.
- 0 تحليل الحساسية.

وتستهدف دراسة الجدوى المالية إلى تحقيق غايتين عن طريق إعداد القوائم المالية التقديرية أو الموازنات الرأسمالية هما: الأولى تتمثل في المساهمة في عملية التخطيط لاختيار البديل أو البدائل الاستثمارية المثلى، أما الثانية فتتصب على الرقابة على تنفيذ الاستثمار ذاته والمتابعة بالمقارنة بين النفقات الاستثمارية المنفقة

بالفعل ونظيرتها المقدرة بالموازنة. وعلى الرغم من أن إجراءات دراسة الجدوى المالية وإعداد الموازنة الرأسمالية قد تختلف فيما بين المنشآت في التطبيق العملي، إلا أنه هناك عدة أنشطة يتعين القيام بها هي:²¹

1. تحديد وتكوين المشروعات الرأسمالية الممكنة.
2. تقدير تكاليف وعوائد كل مشروع.
3. تقييم المشروعات المقترحة.
4. الرقابة وإعادة تقييم المشروعات.

رابعاً: دراسة الجدوى الاقتصادية والاجتماعية للمشروعات الاستثمارية:

تهدف دراسة الجدوى الاجتماعية للمشروعات الاستثمارية Social Feasibility Study إلى تحقيق الأهداف الأساسية للتنمية سواء الاقتصادية أو الاجتماعية أو البيئية، فإذا كانت الربحية الخاصة هي مقاييس الكفاءة الاقتصادية للاستثمار من وجهة النظر الفردية (على مستوى المشروع ذاته _ ملاكه ودائنيه) فإن الربحية الاجتماعية هي مقياس الكفاءة الاقتصادية على المستوى القومي أو من وجهة النظر الاجتماعية _ والتي يقصد بها قياس الآثار الاجتماعية والاقتصادية للاستثمار على مستوى المجتمع الذي يحتوي تلك المشروعات.²²

وهناك العديد من المؤشرات المستخدمة في تحديد المنافع الاقتصادية والاجتماعية للمشروع، والتي تختلف الأهمية النسبية لبعضها من دولة لأخرى، ومن أهم هذه المؤشرات ما يلي:²³

(1) مؤشرات كمية مثل:

- 0 تحليل التكلفة والمنافع الاقتصادية للمشروع.
- 0 حساب صافي القيمة المضافة القومية الكلية.
- 0 حساب معدل العائد الداخلي الاقتصادي أو الاجتماعي.

(2) مؤشرات نوعية مثل:

- 0 أثر المشروع على زيادة فرص العمالة.
- 0 استحداث سوق جديد للمواد الخام المحلية.
- 0 أثر المشروع في توفير أو استجماع العملات الأجنبية.
- 0 أثر المشروع على إعادة توزيع الدخل في صالح الفئات ذات الدخل المحدود في المجتمع.

²¹ المرجع السابق، ص 29.

²² المرجع السابق، ص 38.

²³ المرجع السابق، ص 39.

- 0 منافع للمستهلكين تتمثل في سعر منخفض للسلعة أو استمرار توافرها في السوق.
- 0 أثر المشروعات على تلوث البيئة.

المبحث الثالث: تقييم المشروع الاستثماري:

يجب أن يتم تقييم المشروعات الاستثمارية بشكل منهجي، حيث يتعين قياس تكاليف ومنافع كل مشروع تمهيداً لقبول أفضلها، ويتم ذلك في ضوء الموازنة بين معدل العائد المطلوب ومعدل العائد المتوقع.²⁴ فيعتبر الاستثمار مقبول إذا كان معدل العائد المحسوب (المعدل المتوقع) يساوي أو أكبر من المعدل المطلوب (أو الحد الأدنى لمعدل العائد).

1-3-1. معدل العائد المطلوب Required Rate of Return

يشير مصطلح معدل العائد المطلوب بصفة عامة إلى معدل الخصم الملائم، والجدير بالذكر فإنه يمكن استخدام عدة تعبيرات أخرى للإشارة إلى ذلك المعدل مثل الحد الأدنى لمعدل العائد المقبول أو معدل القسط أو المعدل الذي ترغب الإدارة في تحقيقه والحصول عليه Hurdle Rate, or Cut-off Rate, or Minimum Acceptable Rate of Return.

ويوضح الدكتور لطفي في كتابه "دراسة جدوى المشروعات الاستثمارية" كيفية تحديد معدل العائد المطلوب من خلال النص الآتي:²⁵

”عادة تقوم الإدارة بحساب معدل العائد المطلوب عن طريق قياس تكلفة رأس المال Cost of Capital، ومن ثم يشير ذلك المصطلح إلى معدلات العائد المطلوبة التي يتوقعها كافة الأطراف المساهمة في هيكل التمويل Capital Structure سواء أكان الدائنين أم حاملي الأسهم الممتازة أو حاملي الأسهم العادية.

وتعرف تكلفة رأس المال بمعدل العائد المطلوب من المشروع الاستثماري من أجل زيادة قيمة الشركة بالسوق أو الحفاظ عليها. وبالأحرى فإن تكلفة رأس المال عبارة عن معدل عائد مطلوب يجب على الشركة أن تحققه على الاستثمارات الجديدة، فعلى الرغم من أنه يمكن حساب تكلفة رأس المال عن طريق النظر إلى تكلفة مكونات هيكل رأس مال الشركة، إلا أنها في الواقع تمثل حد أدنى للعائد لا بد من تحقيقه.“

²⁴ المرجع السابق، ص 33.

²⁵ المرجع السابق، ص 33.

وهنا يرى الباحث وجود تفسير متعاكس للعائد المطلوب بين الفقرتين الأولى والثانية؛ ففي الفقرة الأولى يتم حساب معدل العائد من خلال قياس تكلفة رأس المال، أما في الفقرة الثانية فنجد أن تكلفة رأس المال يعبر عنها من خلال معدل العائد المطلوب على الاستثمارات الجديدة؛ ليعود الدكتور لطفي ويشير إلى أن تكلفة رأس المال تمثل الحد الأدنى الواجب تحقيقه، وهو ما يؤكد عدم الوضوح في تحديد مفهوم العائد المطلوب؛ وعليه يعتقد الباحث أن أصل هذا العائد يعود إلى رغبات الممارسين (مستثمرين ودائنين) وأمنياتهم ضمن ظروف السوق الحالية والمستقبلية، وهو أمر قابل للتغير والتبدل صعوداً ونزولاً، بحسب ظروف الاقتصاد من تضخم وركود، وبحسب طبيعة عمل كل منشأة وظروف المنافسة والسوق، بالتالي لا يمكن الاعتماد على هذا المعدل كمؤشر يُعتمد به في اتخاذ القرارات الاستثمارية طويلة الأجل.

2-3-1. معدل العائد المتوقع Expected Rate of Return

حيث تقوم عملية تقييم المشروعات الاستثمارية على مبدأ هام هو إنتاجية رأس المال والتي يتم قياسها خلال فترة زمنية مقبلة، ولا يمكن حساب معدل العائد بشكل حقيقي إلا إذا أخذ في الحسبان الوقت الذي حدث فيه إنفاق المبالغ الاستثمارية المبدئية، والوقت الذي تم فيه الحصول على العوائد الناتجة والمتولدة من المشروع.

ويمكن حساب معدل العائد الذي يتوقع الحصول عليه عن طريق مؤشرات تقييم الربحية المعروفة والتي يمكن الحديث عنها الآن بشكل مقتضب لحين التفصيل فيها في الفصل الثاني، حيث يتم تقسيمها بوجه عام إلى مجموعتين من معايير التقييم؛ الأولى ساكنة أو ما تُعرف بمعايير التقييم البسيطة، والثانية حركية أو ما تُعرف بالطرق المخصصة. ومعايير التقييم الساكنة هي مؤشرات تقوم على تجاهل عنصر الزمن سواء عند نظرها للتكاليف التي يتسبب فيها المشروع أو المنافع الناتجة منه على الرغم من أن قيمة النقود مع حركتها مرتبطة ارتباطاً وثيقاً بالزمن، ومن أهم تلك الطرق التقليدية هي معيار فترة الاسترداد أو الارتجاع لرأس المال Pay-Out Time وهي الفترة التي يكون المشروع قادر على استرداد مجموع المبالغ المستثمرة طول عمر المشروع من خلال صافي منفعه مُقاسة بواسطة صافي الأرباح المتراكمة.

أما المجموعة الثانية من المعايير فهي التي تستند على عملية الخصم للتوصل إلى القيمة الحالية وهي ما تسمى بالمعايير الحركية. ويميل الفكر الإداري الحديث إلى استخدام مؤشرات تقييم الاستثمار التي تستند إلى عملية الخصم Discounting وأهمها مؤشر صافي القيمة الحالية ومعدل العائد الداخلي _اعتماداً على أن للوقت تكلفة، فمن المعروف أن قيمة الأموال الحاضرة تختلف عن قيمة الأموال المستقبلية_ ويتحدد درجة الاختلاف في البعد الزمني بين الأموال الحاضرة والمستقبلية، فلا شك أن ليرة موجودة في اليد اليوم الآن أكبر قيمة من ليرة يمكن الحصول عليها غداً، حيث أن للنقود تكلفة (فائدة)، ولا شك أن معدل الخصم هو معدل

الفائدة الذي يعكس عامل الزمن وتكلفة الفرص البديلة لاستثمار الأموال²⁶، بحسب المنظرين لهذا الفكر الحديث.

المبحث الرابع: مصادر تمويل الانفاق الاستثماري (هيكل التمويل الاستثماري):

1-4-1. طبيعة ومفهوم مصادر تمويل الانفاق الاستثماري:

تعتبر مصادر التمويل الخاصة بالمشروع الاستثماري أحد أهم العناصر المؤثرة على اتخاذ القرار الاستثماري، ولهذا تقرض أهميتها على القائمين على دراسة الجدوى المالية حيث يتعين دراستها، وتحديد أفضل هذه المصادر وأكثرها ملاءمة لظروف المشروع، وبعد ذلك يتم اختيار هيكل التمويل المناسب، وتتفرع مصادر التمويل بحسب طبيعتها كما يلي:²⁷

- ✓ مصادر تمويل يقوم بتمويلها مالكو المشروع الاستثماري.
- ✓ مصادر تمويل تمولها القروض والائتمانات المختلفة.
- ✓ مصادر تمويل تمولها المضاربات والاستثمارات.

وتفيد دراسة التمويل للمشروع الاستثماري في كونها تحدد تكلفة رأسمال المشروع، وهو العنصر المتحكم في قرار قبول أو رفض المشروع الاستثماري، وبالنسبة للدراسات المالية يعتبر مؤشراً يوضح أهمية ملاءمة المشروع الذي يتم بحث الجدوى الاستثمارية له من الوجهة التجارية، ومفهوم تكلفة رأس المال سواء كان في شكل قرض أو سهم أو أرباح محتجزة للاستخدام في تمويل المشروع الاستثماري. كما يتوقف على معدل العائد الذي طلبه المستثمرون في الأوراق المالية التي يصدرها المشروع.

وبوجه عام لكل خطة تمويلية تكلفة للحصول على الأموال الاستثمارية من شأنها ترتيب أعباء صريحة وضمنية على المشروع، ومن الأهمية بمكان تحديد هيكل تمويل مناسب يضمن للمشروع تخفيض تلك التكاليف لأدنى مقدار لها.²⁸

²⁶ المرجع السابق، ص 35.

²⁷ المرجع السابق، ص 56.

²⁸ المرجع السابق، ص ص 58 - 59.

2-4-1. تكلفة مصادر تمويل الانفاق الاستثماري (تكلفة رأس المال):

يشير الدكتور لطفي في كتابه "دراسة جدوى المشروعات الاستثمارية" إلى مفهوم تكلفة رأس المال بالنص الآتي:²⁹

”هي تكلفة استخدام الأموال المستثمرة أو المستخدمة، عن طريق كافة مصادرها، في اقتناء أصول المنشأة، فكل مصدر تمويل له تكلفة خاصة، فالحصول على القروض يترتب عليه أعباء تتمثل في فوائد تفسر على أنها تكلفة حصول المنشأة على الأموال عن طريق الاقتراض، وكذلك ففي حالة حصول المنشأة على الأموال عن طريق أصحاب رأس المال المملوك فإن توزيعات الأرباح تعتبر للمنشأة كتكلفة الحصول على الأموال من أصحاب رأس المال المملوك.“

وهنا كان لا بد من مداخله من الباحث لمراجعة مفهوم التكلفة وماهيتها ومواضع استخدامها وصلاحياتها.. وقد أجمعت أغلب الأدبيات التجارية والاقتصادية ومعاجم اللغة أن مصطلح التكلفة مرتبط بما يُنفق من موارد مادية أو معنوية على صنع الشيء أو عمله أو الحصول عليه دون النظر إلى الربح منه³⁰، وعليه يمكن استخلاص أن التكلفة هي إنفاق للموارد في سبيل الحصول على منفعة مادية أو خدمة معنوية سواء تم الحصول عليها أم لا، ولا يمكن بحال فصل التكلفة بما تمثله من إنفاق عن غايتها أو مقصدها أو الهدف المراد منها؛ كما لا يمكن بحال فصل النقود بما تمثله من أداة قياس ووسيلة للتبادل عن علة إيجادها وهي الموارد والسلع والخدمات. بالتالي لا يمكن في إطار المنطق الراجح أن تتسلخ النقود عن ماهيتها ووظيفتها وأن تتعزل عن علة إيجادها لتتحول إلى منفعة بذاتها أو سلعة أو خدمة ليكون لها قيمة وتكلفة خاصة بها كونها في أساسها هي أوراق لا قيمة لها إلا تكاليف طباعتها. وبما أن التكلفة مرتبطة بإنفاق الموارد دون النظر إلى الربح الناتج، فكيف يمكن اعتبار توزيعات الأرباح بمثابة تكلفة الحصول على أموال أصحاب رأس المال المملوك؟.. فضلاً عن أن هذه الأرباح هي العوائد والحصيلة المطلوبة الناجمة عن الإنفاق الأولي (التكلفة) فكيف يمكن أن تصبح هذه العوائد تكلفة بذاتها؟.. وهل يمكن بحسب هذا التفسير أن تكون التكلفة سالبة (في حالة الخسارة مثلاً)؟

وبالعودة إلى طبيعة تكلفة رأس المال بحسب الدكتور لطفي والتي يرتبط بها العديد من العوامل والجوانب هي:³¹

1. تكلفة رأس المال تعتبر معدل عائد ينقسم إلى معدل خالي من المخاطرة Risk Free Rate، والذي يمكن الحصول عليه من أذون الخزانة Treasury Bills أو سندات الخزانة Treasury Bonds

²⁹ المرجع السابق، ص 68.

³⁰ المعجم الوسيط، باب الكاف.

³¹ لطفي، أمين السيد أحمد؛ مرجع سبق ذكره، ص 69.

والذي يمتاز بأنه عائد مضمون ويمثل بدقة _بحسب المفهوم الرأسمالي_ القيمة الزمنية للنقود؛ ويضاف إلى المعدل الخالي من المخاطرة علاوة مقابل المخاطرة Premium for Risk، حيث تغطي العلاوة مقابل المخاطرة كل من مخاطر الأعمال والمخاطر المالية Business & Financial Risk للمنشأة المرتبطة بالاستثمارات البديلة المتاحة.

2. حيث أن تكلفة رأسمال المنشأة تمثل دخل حاملي الأسهم، فإن تكلفة رأس المال تمثل معدل العائد الذي سوف يحتفظ بالقيمة السوقية للأسهم القائمة داخل التحركات الشاملة للسوق، حيث يتاح للمستثمرين مدى واسع من اختيارات الاستثمار من الأوراق المالية الحكومية الخالية من المخاطر حتى الأسهم العادية ذات الجودة المختلفة. من ثم فعند ترتيب محفظة استثماراتهم فإنهم يتوقعون استلام علاوة مخاطر ملائمة لجودة الاستثمار، فإن كانت الورقة المالية محل الدراسة لم تعط مثل ذلك العائد عند سعرها الحالي، من ثم فإن السعر سوف ينخفض حتى يتعادل العائد مع توقعات المستثمر.

3. تكلفة رأس المال هي المعدل الذي سوف يمكّن المنشأة من بيع أسهم جديدة عند مستويات السعر الحالي، حيث يجب أن يكون لدى المنشأة إمكانية لاستخدام أموال جديدة بواسطة طرق من شأنها توليد عوائد كافية لتغطية المعدل الخالي من المخاطرة والعلاوة المطلوبة لمقابلة المخاطر.

من ثم فإن تكلفة رأس المال تكمن في أنها تفترض وجود توازن أمثل للهيكل المالي، إلا أنه من الأهمية القول بأن الهيكل المالي الأمثل للمنشأة ليس ثابتاً وإنما هو ديناميكي وحركي.

1-4-3. هيكل رأس المال:

يعرف الهيكل الرأسمالي Capital Structure بأنه خليط من الديون والأوراق المالية المملوكة، وإذا كانت الشركة تقوم بإدارة أصولها واختيار مشروعاتها الاستثمارية على أساس يضمن تحقق الحد الأقصى للعائد الذي يلائم مستوى المخاطر المقبول، فإن الشركة من جهة أخرى تدير الهيكل الرأسمالي بهدف تقليل تكلفة رأس المال.³²

وتجتهد الشركة عند إدارة هيكل رأس المال في تحقيق التوليفة المثلى الخاصة برأس المال المملوك والمقترض والتي تؤدي إلى أقل متوسط مرجح لتكلفة رأس المال وهي ما تسمى بهيكل التمويل الأمثل Optimum Financial Structure بالنسبة لأي مستوى من الأرباح بعد الضرائب _وهي التي تعظم قيمة الشركة.³³ وهنا تجدر الإشارة _وبحسب المفهوم الاقتصادي السائد، إلى أن إدخال القرض داخل هيكل التمويل يؤدي إلى تقليل متوسط التكلفة المرجح لرأس المال، حيث أن رأس المال المقترض له عدة سمات تكاليفية

³² المرجع السابق، ص 461.

³³ المرجع السابق، ص 461.

هامية. بسبب الأولوية المرتفعة في نظام الدفع، من ثم فإن فائدة القرض تعتبر أقل بطبيعة الحال من الأنواع الأخرى لتكلفة رأس المال، وتعتبر الفائدة تخفيض ضريبي على العكس من مدفوعات رأس المال المملوك، وإمكانية التخفيض الضريبي هذه تخفض التكلفة الفعلية لرأس المال المقترض، وفي أوقات التضخم يكون رأس المال المقترض أرخص.

من ثم تعتبر تكلفة رأس المال مرتبطة بتقييم الشركة ومشروعاتها الاستثمارية، ولتحديد هيكل التمويل الأمثل وتحديد نسبة رأس المال المملوك لرأس المال المقترض Debt/Equity Ratio من الضروري التعرف على تفضيلات المستثمر للمخاطر عن طريق معرفة دوال المنفعة بالنسبة للخطر والعائد Utility Functions for Risk Versus Return. وإذا ما تم توفير المعلومات الخاصة بتفضيلات مخاطر المستثمر على أساس معدلات الفائدة، والعائد المطلوب على رأس المال المملوك المرتبط بخليط مصادر التمويل يمكن تحديد هيكل التمويل الأمثل عن طريق تحديد المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال بالنسبة لكل خليط ممكن واختيار الخليط ذات التكلفة الأقل، ومع ذلك فقد أثبتت إحدى الدراسات أن نسبة رأس المال المملوك إلى القروض Debt/Equity Ratio ليس لها تأثير على التكلفة الكلية لرأس المال وذلك على خلاف التحليل التقليدي والذي يرى تأثير تكلفة رأس المال مع كل تغير في هيكل أو خليط التمويل. وتعتبر تلك النقطة مثار خلاف بين الباحثين.³⁴

وهيكل رأس المال هو عبارة عن مجموعة من الالتزامات وحقوق الملكية والتي ينظر إليها بأنها قيمة الشركة ويمكن التعبير عنها في المعادلة التالية:³⁵

$$ق س = د س + م س + ع س$$

حيث أن:

ق س = القيمة السوقية الكلية

د س = قيمة قرض الشركة في السوق في حال تداول السندات في سوق الأوراق المالية، أو القيمة الدفترية للقرض في حال عدم التداول.

م س = قيمة الأسهم الممتازة للشركة في السوق

ع س = قيمة الأسهم العادية للشركة في السوق

³⁴ المرجع السابق، ص 462.

³⁵ المرجع السابق، ص 462.

وترتبط تكلفة الأموال المختلفة التي يمكن الحصول عليها بهيكل رأس مال الشركة، وأغلب الشركات لديها مجموعة مصادر تمويلية تشمل القرض قصير وطويل الأجل، الأسهم الممتازة والعادية والأرباح المحتجزة في الشركة، كذلك يمكن توفير الأموال عن طريق النقدية الناتجة من الأعمال والتي تحتفظ بها الشركات عن طريق الإهلاك.

1-4-4. نماذج احتساب معدل العائد المطلوب (تكلفة رأس المال):

يقتصر التحليل في هذا الجزء على دراسة أهم النماذج الشائعة والمستخدمه في احتساب معدل العائد المطلوب والذي يعبر عنه في كثير من الأحيان بتكلفة رأس المال، وأهم هذه النماذج هي:

1- نموذج المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال Weighted-Average Cost of Capital Model (WACC)

يقوم على احتساب تكاليف المكونات الفردية لهيكل رأسمال الشركة بدون دراسة الأنواع المختلفة للمخاطر على اعتبار أن مخاطر المشروعات الجديدة مماثلة لمخاطر المشروعات القائمة فعلاً.

2- نموذج تسعير الأصل الرأسمالي Capital Asset Pricing Model (CAPM)

يقوم على تضمين عناصر المخاطر الخاصة بالمشروعات الجديدة، داخل مجال تكلفة رأس المال، وذلك لتغطية كل من مخاطر الأعمال والمخاطر المالية.

وفيما يأتي سيتم الحديث بتفصيل أكثر عن كل نموذج من حيث الافتراضات التي يقوم عليها بالإضافة للمزايا والعيوب:

1-4-4-1. نموذج المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (WACC):

1-1-4-4-1. افتراضات نموذج المتوسط المرجح:

يعتبر نموذج المتوسط المرجح الأسلوب المستخدم بصفة أكثر شيوعاً من أجل قياس تكلفة رأسمال الشركة، وبحسب هذا الأسلوب فإن تكلفة رأس المال تعرف بأنها المتوسط المرجح لتكاليف المكونات الفردية لهيكل رأسمال الشركة بعد الضريبة، ويستند نموذج المتوسط المرجح على عدد من الافتراضات الهامة:³⁶

1- أن المخاطر المنتظمة Systematic Risk (والتي تعرف بمخاطر السوق) تعتبر ثابتة نسبياً، بمعنى أن يكون للمشروعات المستقبلية نفس درجة ومستوى المخاطر المنتظمة تقريباً للمشروعات الحالية للشركة، وقد يكون ذلك الافتراض معقول من الناحية النظرية ولكنه مقيد ومحدد في التطبيق العملي.

³⁶ المرجع السابق، ص 465.

- 2- التكاليف الحالية وليس التاريخية: حيث تهتم الشركة فقط بالقيمة الحالية حتى الآن، حيث تستخدم قيمة الديون الحالية ومدفوعات الفائدة والأرباح وأسعار الأسهم الحالية.
- 3- يفترض أن هيكل رأس المال القائم هيكل أمثل، حيث يستخدم النموذج هيكل رأس المال القائم حتى إذا لم يعتبر الأمثل.

1-4-4-2. مزايا استخدام نموذج المتوسط المرجح:

يمكن تلخيص مزايا استخدام نموذج المتوسط المرجح بالنقاط التالية:³⁷

- 1- يستخدم منهجية منطقية مباشرة ومعقولة لتحديد تكلفة رأس المال الشاملة عن طريق جمع تكاليف المكونات لهيكل رأس المال ولذلك فمن السهولة بمكان استخدامها وفهمها.
- 2- تركز وتستند تلك المنهجية على المكونات الفردية للقرض والأموال المملوكة، ومن ثم فهي تعكس كل عنصر في هيكل رأس المال، ومن ثم فسوف يتم ملاحظة أي تغيرات صغيرة في الهيكل عن طريق تغيرات صغيرة في تكلفة رأس المال الشاملة للشركة.
- 3- تنمّر منهجية نموذج المتوسط المرجح عن نتائج معقولة إذا كانت نسبة الأموال المقترضة في الشركة طبيعية ومعقولة، حيث أنه باستخدام الأموال المقترضة ورافعة تمويل قد يخفضان من نقطة القطع المطلوبة للحفاظ أو زيادة قيمة الشركة، وبالرغم من ذلك فهناك حتى الآن جدال وخلاف علمي في المستوى الفكري الاقتصادي الإداري على ذلك الموضوع.

1-4-4-3. عيوب استخدام نموذج المتوسط المرجح:

بالرغم من المزايا السابقة فإن منهجية نموذج المتوسط المرجح تتعرض لعدد من المشاكل:³⁸

- 1- ينجم عن استخدام منهجية المتوسط المرجح مشكلة في غاية الخطورة تتمثل في أنه حين يقدم مقترحات استثمارية لشركتين متماثلتين في النشاط والحجم ذا هيكل رأسمال مختلف، فسوف يتم اتخاذ قرارات رفض وقبول مختلفة لنفس المقترحات الاستثمارية، وغني عن القول أنه لا بد من قبول المقترح الاستثماري من جانب كافة المستثمرين إذا قدم عائد معقول بالنسبة لدرجة المخاطرة، ولكن تتجاهل منهجية نموذج المتوسط المرجح تلك الحقيقة مما تعتبر نقطة ضعف خطيرة.
- 2- من الخطأ استخدام منهجية المتوسط المرجح عندما يتم تحقيق أرباح منخفضة أي عندما تحقق الشركة عائداً منخفضاً، حيث سوف تكون النتيجة غير دقيقة، فإذا ما حققت الشركة عائداً يبلغ

³⁷ المرجع السابق، ص 475.

³⁸ المرجع السابق، ص 476.

2% فليس ذلك معناه أن تقبل مشروعات ذات عائد 3%، في حين أن حملة الأسهم العادية سيبحثون عن عوائد مرتفعة في مكان آخر، وهكذا يمكن القول إذا لم تحقق الشركة أرباحاً بالمقارنة بالشركات الأخرى، فإن منهجية المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال سوف تكون ذات قيمة محدودة.

1-4-4-2. نموذج تسعير الأصل الرأسمالي (CAPM):

1-2-4-4-1. افتراضات نموذج تسعير الأصل الرأسمالي:

يمكن تعريف نموذج تسعير الأصل الرأسمالي بأنه "أداة تحليلية تركز على عدة افتراضات محددة تقوم بتحديد معدل العائد المطلوب لأي أصل أو مشروع استثماري عن طريق مساواة هذا المعدل بمعدل العائد الخالي من المخاطر زائداً علاوة مخاطر السوق مضروباً في قيمة مقياس المخاطر المنتظمة لهذا الأصل (وهو ما يطلق عليه بمعامل بيتا Beta Coefficient)".³⁹

ولهذا فهو يعتبر إطاراً عاماً للتحليل تندمج فيه العلاقة بين المخاطر ومعدلات العائد.

مما سبق يتبين أن هناك عدد من الافتراضات لذلك الإطار الفكري لنموذج تسعير الأصل الرأسمالي وهي بإيجاز:

- 1- أن تكون هناك أسواقاً ذات كفاءة Efficient Markets وهي التي يتوافر فيها المعلومات عن المخاطر والعوائد المحتملة وتكون متاحة ومعروفة لكافة المستثمرين.
- 2- أن يكون المستثمرون متجنبين المخاطر في الأسواق ذات الكفاءة Risk Aversion in Efficient Markets.
- 3- أن تكون الأهداف الاستثمارية منطقية بمعنى توقع الحصول على أعلى عائد مقابل مستوى المخاطر المقبولة أو أقل مخاطر مقابل أي مستوى مرغوب للعائد.
- 4- أن تكون الأصول ذات سيولة تامة ويمكن تجزئتها.
- 5- أن يكون معدل الإقراض خالٍ من المخاطرة Riskless Borrowing Rate.
- 6- ليس هناك أي ضرائب أو تكاليف No Taxes or Costs.
- 7- ليس هناك أي احتمال للإفلاس No Chance of Bankruptcy.

³⁹ المرجع السابق، ص 478.

1-2-4-4-1. مشاكل استخدام نموذج تسعير الأصل الرأسمالي:⁴⁰

1- يتوقف نجاح استخدام منهجية هذا النموذج في التطبيق العملي على ثبات قيمة بيتا، إلا أن العديد من الدراسات أوضحت عدم ثبات قيمة بيتا أو المخاطر المنتظمة عندما يتم استخدام بضع فترات زمنية في الحساب. ولكن يميل التباين في بيتا للانخفاض عندما تزيد عدد الفترات الزمنية.

2- على المستوى النظري يعتبر استخدام منهجية نموذج تسعير الأصل الرأسمالي في حساب معدل العائد المطلوب سليماً، ولكن عند التطبيق يعتبر استخدامه في حساب معدل العائد المطلوب صعباً وذلك بسبب مشاكل القياس، وتكمن الصعوبة الأساسية في تحديد العلاقة بين عوائد السوق وعوائد المشروع والمتمثلة بصعوبة تحديد بيتا.

المبحث الخامس: التدفقات النقدية ودورها في مجال تقييم المشروعات الاستثمارية:

1-5-1. طبيعة ومفهوم التدفقات النقدية للمشروعات الاستثمارية:

يعتمد تحليل وتقييم اقتصاديات المشروعات الاستثمارية على التدفقات النقدية المتزايدة أو التفاضلية Incremental Cash Flows وهذا يعني كافة التدفقات النقدية الداخلة Inflow والتدفقات الخارجة Outflow المرتبطة بمشروع استثماري معين، ولا تعتبر التكلفة المحاسبية أو التاريخية Historical or Accounting المرتبطة جزء من ذلك التحليل، إن منطق التحليل يقتضي المفاضلة بين المشروعات الاستثمارية البديلة على أساس التكلفة التفاضلية، أي التكاليف التي تختلف بين بديل وآخر سواء انصب ذلك الخلاف على بند واحد أو أكثر من بنود التكاليف الكلية أو التكلفة الكلية ذاتها.

وغني عن القول فإن إعداد الموازنة الاستثمارية Capital Budgeting تهتم بالتدفقات النقدية المستقبلية التي تمتد خلال خمس أو عشر سنوات أو أكثر، ومن ثم فإن تحليل التدفقات النقدية يرتبط بشكل وثيق بالتنبؤ Forecasting والتقدير Projection المرتبط باقتصاديات تلك المشروعات الاستثمارية، ولقياس ذلك التدفق النقدي الصافي للمشروع لكل سنة من سنوات حياته المفيدة المقدرة يتعين قياس التكاليف الاستثمارية اللازمة للمشروع وهيكل تلك الاستثمارات، بالإضافة إلى تقدير التدفقات النقدية الخارجة الأخرى والتدفقات النقدية الداخلة على مدى عمر المشروع.⁴¹

⁴⁰ المرجع السابق، ص 486.

⁴¹ المرجع السابق، ص 140.

وعليه فإن استخدام مفهوم التدفقات النقدية يمكن من تحليل ربحية الاستثمار (حيث يقصد بذلك تقييم قياس ربحية الموارد المستخدمة في المشروع) وحيث يمكن أن يتم ذلك من وجهة نظر المشروع ذاته بغض النظر عن طريق التمويل أو من وجهة نظر أصحاب رأس المال سواء مملوكاً أو مقترضاً ومن ثم يصبح مقبولاً كاستثمار، إلا أنه عند تقييم ذات المشروع من وجهة نظر أصحاب رأس المال المملوك فقط قد يتضح انخفاض معدل العائد على أموالهم عن معدلات العائد التي يمكنهم الحصول عليها من استثمار أموالهم في البنوك مثلاً، ومن ثم يصبح المشروع غير مربح اقتصادياً مما يؤدي لاختلاف قرارهم الاستثماري.⁴² ومثال المقارنة الأخير برأي الباحث، هو ما يعبر عنه في الأدبيات الاقتصادية الذي يختزل مفهوم تكلفة الفرصة البديلة، حيث من السهولة بمكان استحضار هذا البديل (الاستثمار في البنوك) ليكون مقياساً شائع التطبيق ومضمون النتائج ولو على المدى القصير. بخلاف المفهوم الأوسع والأشمل لتكلفة الفرصة البديلة والذي يتطلب دراسات وبحوث واستقصاءات تفصيلية مجعدة وغير مضمونة النتائج لما يمكن الاستعاضة عنه في مقابل المشروع المزمع تنفيذه، ولا ننسى العامل النفسي واختلاف الخبرات وتوجهات أصحاب المال والتي تحد من الخيارات البديلة ولو كان هناك بدائل ذات ربحية أعلى نظرياً.

1-5-2. مشاكل قياس التدفقات النقدية للمشروعات الاستثمارية:

يترتب على وجود الفاصل أو البعد الزمني Timing Dimension بين فترة حدوث الإنفاق الاستثماري (مدخلات القرار) وفترة اكتمال الحصول على نواتج القرار وعوائده المتوقعة (مخرجات القرار) إلى وجود ثلاثة مشاكل هامة تؤدي إلى صعوبة وتعقد عملية التنبؤ بالتدفقات النقدية:⁴³

1- مشكلة القيمة الزمنية للنقود Time Value of Money والتي تعتبر دالة في متغيرين أولهما معدل تكلفة الحصول على رأس المال، بالإضافة إلى مقدار الفاصل الزمني بين حدوث مدخلات القرار واكتمال الحصول على مخرجاته.

2- مشكلة التضخم Inflation والتي تعتبر دالة في متغيرين هما طول الفاصل الزمني ومعدل التغير في مستوى الأسعار بالزيادة.

3- مشكلة عدم التأكد Uncertainties وهي تعتبر دالة في متغيرين هما طول الفاصل الزمني ومعدل التطور التكنولوجي الفني.

⁴² المرجع السابق، ص 144.

⁴³ المرجع السابق، ص 168.

تأسيساً على ذلك يهتم هذا الجزء بدراسة آثار المشاكل الثلاثة السابقة على تحليل التدفقات النقدية للمشروعات الاستثمارية على النحو التالي:

- آثار القيمة الزمنية للنقود على التدفقات النقدية للمشروعات الاستثمارية.
- آثار التضخم على التدفقات النقدية للمشروعات الاستثمارية.
- آثار المخاطر وعدم التأكد على التدفقات النقدية للمشروعات الاستثمارية.

1-2-5-1. آثار القيمة الزمنية للنقود على التدفقات النقدية للمشروعات الاستثمارية:

نظراً لتباين المشروعات الاستثمارية بالنسبة لأنماط التدفقات النقدية للمنافع والتكاليف سواء من حيث توقيت حدوثها وطول أو قصر الفترة الزمنية لها، حيث عادة ما يتركز الإنفاق الاستثماري في فترة معينة بينما يتحقق العائد في تواريخ مختلفة خلال العمر المفيد للمشروع، من ثم فعند تجمع التدفقات النقدية سواء الداخلة (الإيرادات المتوقعة) أو الخارجة (التكاليف الجارية المتوقعة أو تكاليف المشروع الاستثماري) بغرض تقييم اقتصاديات المشروع الاستثماري خلال أفق التخطيط (العمر الاقتصادي)، فإن الأمر يتطلب ضرورة استخدام أسلوب معين يمكن من تجميع كافة التدفقات النقدية الداخلة أو الخارجة وإيجاد قيمتها في لحظة واحدة لإمكان مقارنتها معاً ومن ثم تقييم اقتصاديات المشروع الاستثماري، يعرف ذلك الأسلوب عادة بالخصم Discounting والذي يعتمد على مفهوم القيمة الحالية Present Value حيث يتم خصم مبالغ التدفقات النقدية المختلفة وإيجاد قيمتها الحالية في تاريخ معين باستخدام معدل الخصم المناسب المحدد.⁴⁴

لإيضاح ما تقدم يتناول هذا الجزء دراسة موجزة لمعامل الفائدة المركبة ومعامل الخصم وكيفية الحصول عليهما، وكيفية حساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية للمشروعات الاستثمارية.

1-1-2-5-1. معامل الفائدة المركبة ومعامل الخصم:

أ- معامل الفائدة المركبة:

تعبر الفائدة Interest عن "الثلث أو المقابل المدفوع من المقترض نظير استخدامه لأموال المقرض تعويضاً له عن عدم استخدامه لذلك المال في فرص الاستثمار البديلة والمتاحة في الوقت الحالي أو وقت الإقراض"⁴⁵، ويعبر عادة عن الفائدة بنسبة مئوية معينة من رأس المال لفترة زمنية محددة، غالباً سنة.

وضمنياً يشير سعر الفائدة إلى المعدل السنوي المركب Compounded (حيث يوجد كل من سعر الفائدة البسيطة والتي تحتسب على رأس المال الابتدائي فقط، بينما تحسب الفائدة المركبة على رأس المال الابتدائي

⁴⁴ المرجع السابق، ص 169.

⁴⁵ المرجع السابق، ص 170.

بالإضافة إلى الفائدة المترتبة)، وحتى يتم تحديد معدل الفائدة يتعين تحديد فترة استحقاق الفائدة، وفترة تركيبها، وهناك قاعدتان متبعتان لحساب الفائدة في مجال تقييم وتحليل اقتصاديات المشروع الاستثماري وهما:⁴⁶

1- أن سعر الفائدة هو معدل الفائدة السنوي الفعال Effective Annual Interest Rate بحيث إذا تم اعتبار سعر الفائدة هو 10% فإن ذلك يعني ضمناً أن سعر الفائدة هو 10% سنوياً والمركب سنوياً أيضاً.

2- إذا لم ينص على خلاف ذلك يفترض أن النقود تقرر في بداية المدة (أول كانون الثاني) وتسد في آخر يوم في السنة (31 كانون الأول)

فمعامل الفائدة المركبة Compounding Factor هي العملية التي ينمو بها رأس المال بكمية تساوي الفائدة المترتبة، أي تلك التي يترتب عليها حساب القيمة المستقبلية Future Worth لمبلغ من المال محدد ومعروف في الوقت الحالي أو ما يسمى بالقيمة الحالية Present Value.

فإذا كان المطلوب هو معرفة ما تساوي وحدة نقدية حالية كالليرة بعد فترة زمنية معينة وبسعر فائدة معينة مركبة يتم استخدام المعادلة التالية:⁴⁷

القيمة المستقبلية للوحدة النقدية الحالية = القيمة الحالية (1+ سعر الفائدة) عدد السنوات

$$= \text{القيمة الحالية} \times \text{معامل الفائدة المركبة}$$

ب- معامل الخصم Discounting Factor:

إن عملية الخصم ما هي في الواقع إلا عملية عكسية لعملية الفائدة المركبة، حيث المطلوب في تلك الحالة هو معرفة القيمة الحالية لمبلغ معين من المال معروف في المستقبل، يشير معامل الخصم بوجه عام عما تساويه وحدة نقدية كالليرة بعد فترة زمنية مستقبلية معينة حالياً بسعر خصم معين فهو يمثل مقلوب لمعامل الفائدة المركبة ويكون عادة أقل من الواحد الصحيح، على العكس من معامل الفائدة المركبة الذي يكون دائماً أكبر من الواحد الصحيح، ويمكن التعبير عن المعادلة المرتبطة على النحو التالي:⁴⁸

$$\text{القيمة الحالية} = \text{القيمة المستقبلية} \times \text{معامل الخصم}$$

⁴⁶ المرجع السابق، ص 170.

⁴⁷ المرجع السابق، ص 171.

⁴⁸ المرجع السابق، ص 171.

وعادة ما يتم الحصول على معاملات الفائدة المركبة والخصم عن طريق نوع خاص من الآلات الحاسبة المالية أو عن طريق استخدام جداول تركيب الفائدة والخصم حيث يمكن استخراج معامل الفائدة المركبة أو الخصم لأي سعر ولأي عدد من السنوات.

2-1-2-5-1. حساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية:

يستخدم كلاً من معامل الخصم ومعامل القيمة الحالية لدخل ثابت ومستمر في المستقبل في خصم التدفقات النقدية الداخلة والخارجة المتراكمة للمشروع الاستثماري لأغراض تقييمه وتقدير جدواه، حيث يمكن حساب القيمة الحالية لأي تدفق نقدي في تاريخ معين عن طريق خصم ذلك التدفق النقدي وإيجاد مقدار ما يساوي ذلك التدفق النقدي الآن، وفي حقيقة الأمر فإن إيجاد القيمة الحالية للتدفق النقدي مجرد عملية عكسية لإيجاد جملة التدفق النقدي، أي أن القيمة الحالية تساوي جملة التدفق النقدي بعد عدد من السنوات مضروبة في القيمة الحالية لمبلغ وحدة نقدية واحدة سيتم الحصول عليها بعد مرور ذلك العدد من السنوات.⁴⁹

وعليه فإنه يمكن القول أن الأعمال المصرفية والتمويل الحديث يستندان إلى مفهوم القيمة الزمنية للنقود. وتعتبر هذه القيمة مفهوماً استثمارياً أساسياً بالإضافة إلى كونها أساسية في النظرية المالية التقليدية، وفي المقابل، تتوافق تماماً مع النظام المفاهيمي للعلوم الاقتصادية. حيث تشكل تقنيات تحليل التدفقات النقدية، بالإضافة إلى تكلفة رأس المال وتقييم الأصول، طريقة عمل التمويل الحديث، وكذلك عمل المؤسسات المالية مثل البورصات والبنوك المركزية والمؤسسات التجارية والمالية غير المصرفية، وعالم التجارة.⁵⁰

2-2-5-1. آثار التضخم على التدفقات النقدية للمشروعات الاستثمارية:

عندما تكون الأسعار في استقرار لا تختلف القوة الشرائية للنقود من فترة لأخرى، وهو الأمر الطبيعي الواجب أن يكون برأي الباحث والذي يجب تعزيزه وتثبيته من خلال آليات المنافسة المشروعة طالما اعتمدت حرية التعامل وتفاعل قوى العرض والطلب لتحديد الأسعار مع وضع ضمانات تكفل توفر هذه الحرية بمنع الغش والغرر والاحتكار وأنواع من الوساطة يترتب عليها التأثير في حرية الأسواق وقيام الدولة بمراقبة التعامل في الأسواق لتوفير حرية المنافسة وعدم الإخلال بها أو التقييد منها⁵¹، إلا أنه عندما تكون الأسعار في ارتفاع أي في حالة تضخم فإن القوة الشرائية للنقود تكون في انخفاض والعكس صحيح، فالقوة الشرائية للنقود تعبير عن مقلوب المستوى العام للأسعار، وبالتالي يمكن تعريف التضخم بأنه عبارة عن انخفاض القوة الشرائية العامة لوحدة النقد، وفي ظل التضخم يتعين تعديل أنماط التدفقات النقدية الداخلة والخارجة بشكل صحيح لتمثيل

⁴⁹ المرجع السابق، ص 172.

⁵⁰ Ahmad, A. U. F., & Hassan, M. K. Ibid P. 67.

⁵¹ عفر، محمد عبد المنعم. (1985). الاقتصاد الإسلامي: النظام والسكان والرفاه والزكاة (ج 1). جدة: دار البيان العربي، ص156.

الآثار التضخمية، حيث أن ارتفاع مستوى الأسعار من فترة إلى أخرى سوف يترتب عليه اختلافات في التدفقات النقدية للمشروع الاستثماري عن بعضها البعض ليس من حيث توقيت حدوثها فحسب (القيمة الزمنية للنقد) وإنما سوف تختلف عن بعضها أيضاً من حيث مقدرتها أو قوتها الشرائية.⁵²

1-2-2-5-1. مداخل معالجة التضخم:

بصفة عامة توجد مداخل لمعالجة التضخم عند تحليل العائد والتكلفة للمشروعات الاستثمارية هي:⁵³

1- استخدام الأسعار ومعدلات الفائدة الحقيقية (أو الثابتة) Real Prices & Real Interest Rates عند حساب القيمة الحالية لصافي المنافع المتوقعة من المشروع وتقديراتها على مدار الفترة الزمنية للتحليل، إلا أنه يلاحظ أنه عند استخدام هذا المدخل يتم استبعاد تأثير التضخم على كل من الأسعار ومعدلات الفائدة.

2- تأثير التضخم على كل من السعر ومعدلات الفائدة، أي تعبر الدالات عن القيم الاسمية لكل من الأسعار ومعدلات الفائدة أي ما تعرف بالأسعار الجارية ومعدل الفائدة الاسمي Current Prices & Nominal Rate of Interest (الأسعار المعدلة طبقاً للزيادة الناتجة عن التضخم، ومعدل الفائدة بسعر السوق الذي يتكون من معدل الفائدة الحقيقي بالإضافة إلى جزء يعكس توقعات آثار التضخم) ويتكافأ هذا المدخل مع المدخل الأول ولا يتعارض معه، حيث أن استخدام أيًا من المدخلين سيقود في النهاية إلى نفس النتيجة وذات المغزى.

إلا أن تحديد معدل الفائدة الحقيقي ليس بالأمر السهل في كثير من الأحيان، وهذه الصعوبة تكمن في عدم معرفة إلى أي مدى وبأي درجة من الدقة واليقين تعكس معدلات الفائدة السائدة أو الاسمية (بأسعار السوق) معدلات التضخم السائدة، وتتحصّر المشكلة هنا في تحديد معدل التضخم السائد، وقد تكون هناك صعوبة في عدم مقدرة المحلل في تحديد ذلك الجزء من المعدل الاسمي للفائدة الذي يعكس التضخم، وبالتالي فإن عملية تحديد المعدل الحقيقي للفائدة سوف تخضع للافتراضات بما تتطوي عليه من درجات متفاوتة من عدم التأكد الأمر الذي ينعكس على دقة التحليل.

3- تحديد معاملات تعديل الأسعار باستخدام رقم قياسي عام يطبق على كافة البنود محل التقدير، وقد يتطلب الأمر في بعض الأحوال الأخرى استخراج أرقام قياسية لكل بند على حده أو لكل مجموعة بنود ذات طبيعة واحدة متجانسة. وتطبيقاً لهذا المدخل يتعين تحديد صافي التدفقات الحقيقية، وذلك عن طريق قسمة القيمة الاسمية لصافي التدفق النقدي في كل سنة على الرقم القياسي لمستوى أسعار تلك السنة.

⁵² لطفي، أمين السيد أحمد؛ مرجع سبق ذكره، ص 174.

⁵³ المرجع السابق، ص 175.

1-2-2-5-1. تحليل آثار التضخم على إعداد الموازنة الرأسمالية:

إن محاولة الإدارة التنبؤ بالتغيرات في الأسعار في أوقات التضخم تعد مفيدة وهامة وربما بشكل لا يقل عن أهمية تحقيق كفاءة التشغيل، حيث يزيد التضخم من انحرافات الأسعار والتي يتم تمييزها عن انحرافات الكفاءة.

حيث يتم استخدام معدل عائد يتضمن عنصر يتعلق بالتضخم المتوقع، كما يتوجب تعديل أو تسوية تدفقات التشغيل النقدية المتوقعة لتتضمن بصفة خاصة آثار التضخم. وطبقاً لهذا للتحليل يتم التعبير عن التنبؤات في صورة الوحدات النقدية الاسمية الجارية، ومما لا شك فيه أن هذه الطريقة أكثر سهولة في الفهم، حيث عادة ما تقدم المحاسبة بيانات عن التشغيل بالوحدات النقدية الجارية بشكل دوري، ومن ثم تيسر هذه الطريقة أية مراجعة تالية لقرارات إعداد الموازنة الرأسمالية.⁵⁴

1-2-5-3. المخاطر وعدم التأكد على التدفقات النقدية للمشروعات الاستثمارية:

إن القرار الاستثماري يبنى على مجموعة من التقديرات الخاصة بالمستقبل، وحيث أنها مجرد تنبؤات بأحداث المستقبل، فمن المحتمل أن تختلف نواتج قرار الاستثمار بدرجة كبيرة أو قليلة عن التقديرات المبدئية الأصلية، فالمستقبل غير مؤكد أبداً وأي محلل يتجاهل أخذ عدم التأكد في اعتباره عند إعداد بيانات المدخلات اللازمة للتقييم، سوف يترتب على ذلك في النهاية اتخاذ قرار غير سليم لتخصيص الأموال.

وعلى هذا الأساس فإن هناك ظرف وحيد يتلاءم ويتحكم في اتخاذ قرار الاستثمار هو ظرف عدم التأكد، وقد يفترض في ظل ظروف عدم التأكد أن الظروف المستقبلية ستكون محددة ومؤكدة حيث يتم في ذلك المقام دراسة ظرف واحد فقط، وقد يفترض أن تكون الأحداث احتمالية أو تصادفية حيث يتم دراسة مجموعة من الظروف البديلة واحتمالات حدوثها المختلفة، وقد يفترض أن تكون الأحداث أو الأحوال المستقبلية بين المؤكدة وغير المؤكدة، أي تجمع بين المحددة والتصادفية.⁵⁵

خلاصة الفصل:

من خلال استعراض الإطار المفاهيمي لدراسة الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية وآليات التقييم المتبعة ودراسة مصادر تمويل الانفاق الاستثماري وتحديد تكلفتها ومناقشة دور التدفقات النقدية ومشاكلها في تقييم المشروعات؛ يتبين أن هناك مفاهيم متوافق عليها بين معظم الباحثين ومفاهيم أخرى تم نقضها ومناقشة سلبياتها بشكل يؤكد إمكانية عدم اعتمادها كأساس نظري وحيد وحصري في دراسة الجدوى، ومنها على سبيل المثال مفهوم تكلفة رأس المال، ومفهوم معدل الفائدة كممثل لتكلفة الفرصة البديلة، ومفهوم التضخم ومداخل معالجته. وسيتم بشكل تفصيلي تناول أدوات التحليل المالي بحسب النظام الاقتصادي السائد في الفصل التالي.

⁵⁴ المرجع السابق، ص 181.

⁵⁵ المرجع السابق، ص 192.

الفصل الثاني:

أدوات التحليل المالي وقراءات

الاستثمار بالمفهوم التقليدي

تمهيد:

بعدما تم استعراضه في الفصل الأول من مفاهيم ونظريات تناولت الأسس التي تستند عليها دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروعات، يأتي هذا الفصل ليفصّل أكثر في المؤشرات التحليلية الشائعة والمستخدمّة في تقييم المشروعات الاستثمارية بحسب النظام الاقتصادي السائد، ويبين كيفية احتسابها، ويوضح الغرض من استخدامها، ويناقش إيجابياتها وسلبياتها. وعليه يمكن إفراد هذا الفصل في مبحثين اثنين هما:

الأول: المؤشرات التحليلية المحاسبية لتقييم المشروعات الاستثمارية (الأدوات الساكنة).

الثاني: مؤشرات مدخل التدفقات النقدية لتقييم المشروعات الاستثمارية (الأدوات الحركية).

المبحث الأول: المؤشرات التحليلية المحاسبية لتقييم المشروعات الاستثمارية (الأدوات الساكنة):

يكتسب التحليل والتقييم المالي لاقتصاديات المشروعات الاستثمارية أهمية خاصة في الدول النامية بسبب استناد الموافقة على المشروعات في كثير من الأحيان على بعض النسب المالية المستنتجة من القوائم المالية دون الدخول في تفاصيل التحليلات المالية التي تركز على استخدام عملية الخصم Discounting لتقدير ربحية المشروعات الاستثمارية.

بصفة عامة تهدف النسب والمؤشرات المالية التي توضح العلاقة بين البنود المختلفة أو مجموعة من البنود للميزانية العمومية وبيان الدخل بغية التعرف على بعض المؤشرات المالية التي تعكس جوانب السيولة والجدارة الائتمانية والكفاية والربحية للمشروعات الاستثمارية. وعادة ما يمر استخدام النسب المالية بثلاث مراحل أولها اختيار النسب التي تتناسب مع الهدف من التحليل، وثانيها مقارنة النسب المحسوبة بمعدلات قياسية يمكن الحصول عليها من بيانات مالية لشركة مشابهة وتعمل في ظروف مماثلة، وثالثها تحليل النتائج وتفسيرها.⁵⁶

وتكتسب النسب المالية أهمية خاصة بالنسبة للتحليل المالي للمشروعات الاستثمارية لعدد من الأسباب لعل أهمها:

- 1- قد يكفي في بعض الأحيان حساب بعض النسب المالية وخاصة نسبة الربحية للتدليل على جدوى الاستثمار وصلاحيته، حيث قد لا يستخدم منهج التدفقات النقدية المخصومة إلا في المشروعات الكبيرة نسبياً.

⁵⁶ حماد، طارق عبد العال. (2008). التقييم وإعادة هيكلة الشركات، الاسكندرية: الدار الجامعية، ص113.

2- أن الجهات الحكومية او المؤسسات التمويلية في عديد من الدول النامية تكتفي باستخدام النسب المالية لاتخاذ قرار الترخيص أو التمويل لذلك النوع من المشروعات.

3- سهولة استخدام وحساب النسب المالية وإمكانية استيعاب مدلولها ببسر مقارنة بطرق التقييم اعتماداً على عملية الخصم.

وفيما يلي أبرز المؤشرات والنسب المالية التي يمكن استخدامها من خلال القوائم المالية التقديرية:

1-1-2. مؤشرات تهدف إلى إبراز التحليل المالي للربحية الخاصة للمشروع:

يتم هذا التحليل اعتماداً على صافي الربح، كنتاج لجميع العمليات سواء كانت عمليات مالية أو تحويلية (تشغيلية) ويتم اختيار سنة إنتاجية عادية تستخدم في عملية القياس لربحية المشروع، ويفضل اختيار سنة مالية في عمر المشروع، يكون قد وصل إلى طاقته الإنتاجية القصوى خلالها، ومن هذه التحليلات، يمكن استخدام المعايير التالية لإجراء القياس: ⁵⁷

أ- المعدل البسيط للعائد على رأس المال المملوك (Return on Equity (ROE):

ويمكن قياسه كنسبة صافي الربح في سنة عادية إلى قيمة رأس المال المملوك (مساهمات المشروع) ويتم ذلك عن طريق المعادلة التالية:

$$\text{المعدل البسيط للعائد على رأس المال المملوك} = \text{صافي الربح لسنة عادية بعد خصم الفوائد والضرائب} / \text{رأس المال المملوك} \times 100$$

ثم تتم مقارنة هذا المعدل بالمعدل المطلوب من قبل المستثمرين.

ب- المعدل البسيط للعائد على رأس المال المستثمر (Return on Investment (ROI):

ويمكن قياسه كما يلي:

$$\text{المعدل البسيط للعائد على رأس المال المستثمر} = \text{صافي الربح لسنة عادية} / \text{رأس المال المستثمر} \times 100$$

وتتم مقارنة هذا المعدل بالمعدلات المحققة في مشروعات أخرى مماثلة لنشاط المشروع.

ت- المعدل البسيط للعائد على إجمالي الأصول (Return on Assets (ROA):

ويمكن قياسه كما يلي:

⁵⁷ لطفي، أمين السيد أحمد؛ مرجع سبق ذكره، ص ص 127 - 128 بتصرف.

المعدل البسيط للعائد على إجمالي الأصول = صافي الربح لسنة عادية / إجمالي الأصول لنفس السنة × 100

وتتم مقارنة هذا المعدل بما يتم في المشروعات الأخرى المماثلة لنشاط المشروع.

ث- فترة الاسترداد المحاسبية:

والتي تتأسس على حساب الفترة التي يتم خلالها استرداد رأس المال المملوك وجملة التكاليف الاستثمارية من واقع صافي الأرباح، وتعتبر فترة الاسترداد المحاسبية من المؤشرات التي يتم استخدامها لمعرفة مدى كفاية الربح المحاسبي (عن طريق استخدام معايير المحاسبة المتعارف عليها) لتغطية التكاليف الاستثمارية واسترداد رأس المال المملوك.

ويتم استخدام فترة الاسترداد بالمفهوم المحاسبي للمقارنة مع فترة الاسترداد المحاسبية في مشروعات فعلية مماثلة للتعرف على مدى مقارنة فترة الاسترداد للمشروع محل الدراسة مع المتوسط المألوف لفترة الاسترداد في الصناعة التي يعمل في نطاقها هذا المشروع. وتعد هذه الطريقة مناسبة في المواقف التالية:⁵⁸

أ- عندما تكون المقدرة المالية الضعيفة والفقيرة لها تأثير كبير وقوي على المفاضلة بين الاستثمارات المتاحة.

ب- عندما تكون المشروعات الاستثمارية المتوقعة ذات درجة مخاطر مرتفعة.

ت- خلال الفترات الزمنية ذات تكاليف التمويل الخارجية المرتفعة والتي تجعل عملية تغطية أو استرداد رأس المال أمراً هاماً تماماً.

ث- بالنسبة للمشروعات التي تتعرض لتغيرات موسمية أو تقادم نتيجة تغيرات تكنولوجية أو تفضيلات متغيرة للمستهلك وكل ما شابه ذلك.

2-1-2. مؤشرات تهدف إلى تحليل سيولة المشروع الاستثماري:

يهدف تحليل السيولة إلى ضمان تدفق النقد طوال فترة نشاط المشروع منذ بداية نشاطه حتى يحقق التشغيل الكامل له، وتتطلب استكمالاً للتحليلات السابقة تحليل الأصول وإدارة الموارد المالية والالتزامات المالية منها:

- تحليل أقساط سداد الديون.

- تحليل أقساط التأمين.

⁵⁸ المرجع السابق، ص 202.

ويمكن الوصول كنتيجة عامة من التحليل المالي وربحية الاستثمار إلى التوصل إلى اتخاذ قرار استثماري في الجوانب التالية:⁵⁹

- مدى كفاية المساهمات ومصادر التمويل طويلة الأجل.
- مدى مناسبة شروط التمويل طويل الأجل.
- إمكانية تحقيق أرباح المساهمين بالشكل المستهدف.

2-1-3. مؤشرات توضح تحليل الهيكل المالي للمشروع الاستثماري:

يشمل الهيكل المالي Capital Structure كلاً من القروض طويلة الأجل، والأسهم الممتازة، والأسهم العادية التي تستخدم في تمويل المشروع، كما يحتوي الهيكل التمويلي Financial Structure على الخصوم المتداولة للقروض طويلة الأجل، والسندات والأسهم الممتازة، والأسهم العادية التي استخدمت في تمويل المشروع.

ويهدف التحليل للهيكل المالي للمشروع لتقديم المشورة حول تخفيض تكلفة رأس المال Cost of Capital إلى أقل قدر ممكن، أي الوصول إلى ما يسمى بهيكل رأس المال الأمثل Optimal Capital Structure، والذي يقلل التكلفة المرجحة لرأس المال إلى حدها الأدنى، حتى تتعاطم القيمة السوقية للمشروع. ومن المعايير التي يمكن الاستعانة بها في تحليل هيكل رأس المال هي:⁶⁰

1- معدل الديون / رأس المال المملوك = إجمالي الديون قصيرة وطويلة الأجل / رأس المال المملوك.

2- معدل الديون / الأصول = إجمالي الديون قصيرة وطويلة الأجل / إجمالي الأصول.

3- معدل الديون طويلة الأجل / رأس المال المملوك = إجمالي الديون طويلة الأجل / رأس المال المملوك.

بعض استعراض أبرز المؤشرات المحاسبية والنسب المالية، لا بد لنا أن نمر على أبرز الانتقادات التي تناولت هذه المؤشرات والتي يمكن تلخيصها بالنقاط الآتية:⁶¹

1) تعتمد هذه المؤشرات على مفهوم صافي الربح لا على مفهوم صافي التدفقات النقدية، الأمر الذي قد يضلل الإدارة من قبيل إضافة البنود غير النقدية (كالإهلاك) إلى مجموع التكاليف الاستثمارية، في حين أنها مجرد قيود دفترية لا يترتب عليها أي تدفق نقدي.

⁵⁹ المرجع السابق، ص 129.

⁶⁰ المرجع السابق، ص 131.

⁶¹ حماد، طارق عبد العال؛ مرجع سبق ذكره، ص 174.

- (2) تتجاهل هذه المؤشرات توقيت الأرباح المتوقعة، أو ما يعرف بالقيمة الزمنية للنقود؛ وهو ما تتجنبه نماذج التدفق النقدي المخصوم.
- (3) تتجاهل طريقة فترة الاسترداد تماماً التدفقات النقدية التي يمكن أن تتحقق بعد فترة الاسترداد، فهي لا تأخذ في حساباتها العمر الاقتصادي للأصل، ولا تقيس الربحية وإنما تقيس سرعة الاسترداد، وبالتالي لا يمكن الاعتماد عليها في مقارنة الربحية الخاصة بالاستثمارات.

المبحث الثاني: مؤشرات مدخل التدفقات النقدية لتقييم المشروعات الاستثمارية (الأدوات الحركية):

بوجه عام هناك أربع مؤشرات تستخدم مدخل التدفقات النقدية، وتأخذ بعين الاعتبار مفهوم القيمة الزمنية للنقود في تقييم المشروعات الاستثمارية، يمكن تلخيصها في الآتي:

1- فترة الاسترداد المخصومة Discounted Payback

تعرف فترة الاسترداد المخصومة بأنها "طول الفترة الزمنية التي تنقضي قبل أن تكون القيمة الحالية للتدفقات المتجمعة مساوية للاستثمار الأصلي".⁶²

وتتضمن هذه الأداة تحديد عدد السنوات الضرورية لاسترداد أو استعادة تكلفة المشروع الاستثماري ومقارنة فترة الاسترداد المتوقعة Recovery Period بالحد الأقصى لفترة الاسترداد المقبولة للإدارة.

2- صافي القيمة الحالية (NPV) Net Present Value

تتطلب هذه الأداة خصم كافة المتدفقات النقدية المتوقعة بعد الضرائب إلى القيمة الحالية والتوصل إلى الفرق بين مجموعة المتدفقات النقدية الداخلة والخارجة المخصومة، وذلك عن طريق استخدام معدل خصم ملائم سواء كان تكلفة رأس المال أو معدل مطلوب آخر، ويطلق على ذلك الفرق صافي القيمة الحالية للمشروع.

3- دليل الربحية (PI) Profitability Index

تتضمن هذه الأداة قسمة القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة على القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة، ويوفر ناتج القسمة دليل لقياس العائد لكل ليرة من الاستثمار.

⁶² لطفي، أمين السيد أحمد؛ مرجع سبق ذكره، ص 520.

4- معدل العائد الداخلي (IRR) Internal Rate of Return

تتضمن هذه الأداة تحديد معدل الخصم الذي سوف يعادل تماماً القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة مع التدفقات النقدية الخارجة، حيث أن صافي القيمة الحالية سوف تكون صفر، ويطلق على معدل الخصم هذا معدل العائد الداخلي للمشروع الاستثماري.

ولمعرفة المزيد عن هذه المؤشرات، سيتناول هذا الجزء الخصائص والمزايا والعيوب لكل منها:

2-2-1. فترة الاسترداد المخصصة:

كما سبق إيضاحه بأن المنهجية التقليدية لمعيار فترة الاسترداد تتجاهل التدفقات النقدية الداخلة إلى المنشأة والتي تتحقق بعد فترة الاسترداد، وكذلك فإنها تتغاضى عن القيمة المتبقية لذلك البديل الاستثماري فكل ما تهتم به المنهجية التقليدية هي المدة الزمنية اللازمة والمطلوبة لاسترداد الاستثمار الأصلي عن طريق تدفقات المشروع النقدية الداخلة، وحيث أن فترة الاسترداد تعطي وزناً أكبر للسيولة فقد يتبادر للذهن تساؤل هام وهو ما هي المدة الزمنية.

ولابد أن تأخذ المنهجية التقليدية لفترة الاسترداد قيمة النفاية في حسابها وتسمى المنهجية الجديدة لفترة الاسترداد هنا بمعامل الأمان أو فترة الأمان Bailout Factor Method، ويقصد بها أقصى فترة زمنية تتقضي من بدء تنفيذ المشروع والتي عندها تصبح تدفقات النقدية بالإضافة للقيمة التخريدية أو المتبقية في نهاية الفترة مساوية للاستثمار الأصلي. فلا شك أن التطوير المنطقي لطريقة فترة الاسترداد إنما يتمثل في مفهوم التخلص والذي يقصد به تحديد مدى سرعة استرداد المدفوعات الرأسمالية من الوفورات النقدية والقيمة التخريدية للمشروع Salvage Value (ومن المعلوم أن القيمة التخريدية للمعدات ذات الاستخدام العام تفوق بكثير نظيرها للمعدات ذات الغرض الخاص).⁶³

بالإضافة لما سبق فيمكن أيضاً الحصول على فترة أمان مخصصة وذلك عن طريق الحصول على متجمع القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة زائد القيمة التخريدية المقدرة في نهاية المدة بحيث يكون مجموع كل منهما مساوياً للإنفاق الاستثماري المبدئي للمشروع. وبلا شك فترة الأمان المخصصة سوف تقوم بتحسين فاعلية طريقة فترة الاسترداد حسب المنهجية التقليدية.⁶⁴

⁶³ المرجع السابق، ص 521.

⁶⁴ المرجع السابق، ص 523.

2-2-2. صافي القيمة الحالية (NPV):

يتضمن معيار صافي القيمة الحالية لتقييم المشروعات الاستثمارية المقترحة حاصل جمع القيم الحالية للتدفقات النقدية الخارجة المطلوبة لتدعيم استثمار معين مع القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة الناتجة من تشغيل المشروع، وحيث يتم خصم التدفقات النقدية الخارجة والداخلة إلى قيمتها الحالية باستخدام معدل العائد المطلوب للمنشأة.

ويمكن حساب صافي القيمة الحالية باستخدام المعادلة التالية:⁶⁵

$$NPV = \sum_{t=0}^n \frac{CI_t}{(1+K)^t} - CO_0$$

حيث أن:

CO_0 = القيمة الحالية للتكلفة الاستثمارية.

CI_t = التدفق النقدي الداخل المتوقع الحصول عليه في السنة t

n = العمر المفيد للمشروع

K = معدل الخصم أو معدل العائد المطلوب

t = الفترة الزمنية

بشكل مبسط تعرف طريقة صافي القيمة الحالية بأنها عبارة عن صافي التدفقات النقدية التي يحققها المشروع الاستثماري بعد خصمها (لكل من التكاليف وصافي عوائد المشروع) لسلسلة زمنية معينة (طبقاً للعمر المفيد المقدر) إلى القيمة الحالية عند معدل خصم مناسب.

ولحساب صافي القيمة الحالية لأي مشروع يتم إتباع الخطوات التالية:⁶⁶

1- إعداد قوائم التدفقات النقدية للمشروع محل الدراسة، مع مراعاة الاعتبارات الخاصة بالاستهلاك والفوائد

والضرائب والقيم المتبقية، ثم حساب صافي التدفقات النقدية للعوائد لكل سنة من عمر المشروع المفيد.

2- اختيار معدل الخصم المناسب والذي يعتمد على سعر الفائدة على القروض بالإضافة إلى تكلفة

الفرصة للاستخدام البديل الممكن لرأس المال.

⁶⁵ المرجع السابق، ص 221.

⁶⁶ المرجع السابق، ص 222.

3- استخراج معاملات الخصم من الجداول المستخدمة لذلك الغرض وذلك للسنوات المناظرة للسلسلة الزمنية محل التحليل.

4- إجراء عمليات الخصم على كل من تدفقات العوائد والتكاليف.

5- حساب صافي القيمة الحالية طبقاً للمعادلة السابقة حيث يتم طرح القيمة الحالية للتكاليف من إجمالي القيمة الحالية للمنافع، أو بحساب صافي القيمة الحالية كل سنة من سنوات عمر المشروع المفيد، ثم جمع تلك القيم للحصول على صافي القيمة الحالية.

6- تقييم المشروع تبعاً لصافي قيمته الحالية على النحو التالي:

أ- يتم قبول المشروع إذا كانت صافي قيمته الحالية أكبر من الصفر أي كانت موجبة _ ويعني ذلك أن المشروع سوف يحقق عائد أكبر من معدل الخصم الذي سبق اختياره لإجراء عملية الخصم.

ب- يتم عدم قبول المشروع إذا كانت صافي القيمة الحالية أقل من الصفر أي كانت سالبة.

ت- إذا تساوت صافي القيمة الحالية بالصفر، فإن هذا يعني أن معدل الخصم الذي سبق اختياره يساوي معدل العائد الداخلي للمشروع وهو ما يمثل الحد الأدنى لقبول المشروع.

أما إذا كان الهدف من التقييم هو المفاضلة بين عدد من المشروعات، فإن المشروع الذي له أكبر صافي قيمة حالية يجيء ترتيبه على قمة قائمة المفاضلة أو الترتيب.

وتجدر الإشارة إلى أنه من الصعوبات التي يمكن مواجهتها مع استخدام طريقة صافي القيمة الحالية هو كيفية التقرير عن معدل الخصم الملائم لإجراء خصم التدفقات النقدية، حيث تؤثر دقة تنبؤات التدفقات النقدية على اختيار معدل الخصم، لذلك فإن تلك الطريقة تعتمد أيضاً على دقة تلك التنبؤات وإذا كانت تكلفة رأس مال المنشأة تستخدم كمعدل خصم إلا أن هناك عدة أسئلة مطروحة بخصوص الكيفية التي يجب بها حساب تكلفة رأس المال. بصفة عامة هناك اعتبارين هامين مرتبطين بطريقة صافي القيمة الحالية هما:⁶⁷

1- يفترض نموذج صافي القيمة الحالية ضمناً أن التدفقات النقدية الداخلة المتزايدة أو التفاضلية Incremental سوف يتم إعادة استثمارها لاكتساب معدل العائد المطلوب للشركة خلال حياة المشروع. لكن في الواقع العملي فإن معدل إعادة الاستثمار Reinvestment Rate يختلف كثيراً عن معدل الخصم، وهذا يحدث من الحقيقة القائلة الخاصة بأن المستوى العام لمعدلات الفائدة تتغير طبيعياً خلال حياة المشروع.

⁶⁷ المرجع السابق، ص 227.

2- تكشف طريقة صافي القيمة الحالية للمشروع عن المقدار الذي بواسطته تزيد أو تنقص القيمة المنتجة (القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة) عن التكلفة وطبيعياً إذا ما كان هناك اختيار، يتم اختيار فقط المشروعات ذات قيم منتجة تزيد أو على الأقل تتساوى مع تكاليفها، فإذا ما كانت صافي القيمة الحالية لأحد المشروعات موجبة، فإن مقدار صافي القيمة الحالية هو ذلك المقدار الذي عن طريقه سوف يزيد المشروع من قيمة المنشأة، لذلك فإن اختيار المجموعة من المشروعات ذات أعلى إجمالي صافي قيمة حالية سوف تعظم من القيمة السوقية للشركة.

2-2-3. دليل المقدرة على الربحية (PI):

يعرف دليل الربحية بأنه "عبارة عن نسبة القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة بعد الضريبة إلى التدفقات النقدية الخارجة"، ويعتبر المشروع مقبولاً عندما تكون النسبة مساوية لواحد صحيح أو أكبر - حيث يشير ذلك إلى أن المشروع محل التقييم سوف يكون له ناتج متوقع مساوي أو أكبر من معدل الخصم، بعبارة أخرى يشار إلى هذه الطريقة بأنها المعدل الذي يصف القيمة الحالية الصافية لمجموع المدخلات مقسومةً على مجموع قيمة الاستثمار المالي المخصوم.⁶⁸

يعبر دليل الربحية عن مقياس لربحية المشروع على كل ليرة من الاستثمار، ونتيجة لذلك يتم استخدام تلك الطريقة لترتيب المشروعات ذات التكاليف الاستثمارية المتباينة أو ذات الأعمال الاقتصادية المتوقعة المختلفة على أساس ترتيب ربحيتها، إلا أنه يتعين الإشارة إلى أنه في حال تم ترتيب المشروعات فقط عن طريق دليل الربحية فإن الاستثمار في آلة كتابة مثلاً قد يبدو أفضل من نظيره في مصنع صلب، حيث أن حجم المشروعات ذات أكبر صافي قيمة حالية مدمجة في ظل عديد من القيود التي يجب أخذها في الحسبان مثل قيود الموازنة Budget Limitations، وعلاقات الارتباط بين المشروعات Interdependency، والمشروعات المانعة بالتبادل Mutually Exclusive وكل ما شابه ذلك.

ويتم تحديد دليل الربحية (PI) على النحو التالي:

مؤشر الربحية = القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة / القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة

$$PI = \frac{\sum_{t=0}^n \frac{CI_t}{(1+k)^t}}{CO_0}$$

⁶⁸ المرجع السابق، ص 228.

4-2-2. معدل العائد الداخلي (IRR):

يعرف معدل العائد الداخلي (IRR) بأنه "ذلك المعدل الذي عنده تتعادل القيمتان الحاليتان المخصومات لكل من التدفقات النقدية الداخلة بعد الضريبة والتدفقات النقدية الخارجة بعد الضريبة"، بعبارة أخرى هو معدل الخصم الذي يخفض صافي القيمة الحالية إلى الصفر، ويعتبر المشروع الاستثماري مقبولاً إذا كان معدل العائد الداخلي له مساوي أو أكبر من معدل العائد المطلوب أو معدل الخصم.

ويمكن التعبير عن نموذج معدل العائد الداخلي بالمعادلة التالية:⁶⁹

$$\sum_{t=0}^n \frac{CI_t}{(1+r)^t} = \sum_{t=0}^n \frac{CO_t}{(1+r)^t}$$

حيث أن :

r = معدل العائد الداخلي الذي يجعل القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة مساوياً للقيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة.

ولحساب معدل العائد الداخلي يتم إتباع الخطوات التالية:⁷⁰

1- إعداد قائمة التدفقات النقدية للمشروع محل التقييم مع مراعاة الاعتبارات المرتبطة بالاستهلاك والفوائد والضرائب والقيم المتبقية وما إلى ذلك، ثم تحديد صافي التدفق النقدي للعوائد لكل سنة من حياة المشروع.

2- اختيار معدل خصم لإجراء المحاولة الأولى في عملية الحساب، على ألا تكون تكلفة الفرصة البديلة لاستخدام رأس المال هي القيمة الاسترشادية في عملية الاختيار، وإنما فحص قائمة التدفقات النقدية على النحو التالي:

أ- إذا تضمنت القائمة تدفقات كبيرة سالبة، يتبعها تأخير في تحقيق العوائد، فإن معدل العائد الداخلي في تلك الحالة سيكون منخفضاً نسبياً (حيث يتم اختيار معدل خصم بين 10%، 20%).

ب- إذا تولد عن المشروع تدفقات مالية موجبة وفورية _أي أن تأخير العوائد لا يتعدى سنة أو سنتين_ على الأكثر فمن المتوقع في تلك الحالة أن يكون معدل العائد الداخلي مرتفعاً جداً (حيث يتم اختيار معدل خصم 40% أو أكثر).

⁶⁹ المرجع السابق، ص 231.

⁷⁰ المرجع السابق، ص 232.

ت-إذا لم يكن هناك أي تدفقات مالية سالبة في أي سنة من سنوات عمر المشروع فإن معدل العائد الداخلي في تلك الحالة هو ما لا نهاية ومن ثم لا يستخدم كمعيار في تلك الحالات ويستخدم معيار صافي القيمة الحالية.

3- يتم حساب صافي القيمة الحالية المناظرة لمعدل الخصم الذي سبق وأن تم اختياره.

4- اختيار معدل خصم آخر للمحاولة الثانية، مع مراعاة أنه إذا كانت صافي القيمة الحالية في الخطوة السابقة سالبة، فإنه يتم اختيار معدل خصم أقل من المعدل الأول أما إذا كانت موجبة فيتم اختيار خصم أكبر من الأول.

5- يتم حساب صافي القيمة الحالية المناظرة لمعدل الخصم للمحاولة الثانية.

6- يتم تكرار المحاولة حتى يتم الحصول على قيمتين لصافي القيمة الحالية إحداها موجبة والأخرى سالبة.

7- يتم حساب معدل العائد الداخلي باستخدام أسلوب الاستكمال على النحو التالي:

معدل العائد الداخلي = الحد الأدنى لمعدل الخصم + الفرق بين معدل الخصم (صافي القيمة الحالية المناظرة لمعدل الخصم المنخفض / المجموع العددي لصافي القيمة الحالية عند معدل الخصم)

تعتمد فكرة العائد الداخلي بشكل أساسي على القيمة الزمنية للنقود وتوقيات التدفقات النقدية، حيث تهتم بالإيرادات النقدية المتوقعة خلال العمر الإجمالي الاقتصادي (المفيد) للاستثمار.

وفي الماضي كان المحللون يقومون بالتوصل إلى المعدل الداخلي للعائد على أساس التجربة والخطأ كما سبق البيان، إلا أنه عادة ما يلجأ المحللون إلى استخدام إمكانيات الحاسب الإلكتروني لحساب معدل العائد الداخلي، بل أن الحاسبات الشخصية المبرمجة قد أصبح من المتاح استخدامها في هذا الصدد.

وبالمحصلة وبعد السرد الموجز لهذه المؤشرات، لا بد من التأكيد على أن مدخل التدفق النقدي المخصوص يرتكز عند الاختيار بين المشروعات الاستثمارية على قاعدة قرار أساسية تعتمد على أيًا من المنهجين الآتيين:⁷¹

1- قبول المشروع الاستثماري إذا كانت القيمة الحالية لكافة التدفقات النقدية المخصوصة عند معدل عائد مطلوب أكبر من أو مساوية للصفر.

⁷¹ حماد، طارق عبد العال؛ مرجع سبق ذكره، ص 290.

2- قبول المشروع الاستثماري إذا كان معدل العائد الداخلي أكبر من أو مساوي لمعدل العائد المطلوب
.Required Rate of Return

ولا شك فإن أياً من القاعدتين السابقتين سوف يؤديان إلى نفس الاختيار الأمثل للمشروعات الاستثمارية وذلك إذا ما توافرت عدة ظروف وافتراسات يمكن إيجازها على النحو التالي:⁷²

(a) أن يكون هناك معدل تكلفة لرأس المال Cost of Capital ذو مغزى بحيث يمكن للمنشأة أن تزيد رأسمالها عند تكلفة رأس المال.

(b) ألا يكون هناك ترشيد لرأس المال Capital Rationing فإذا ما حاز المشروع معيار القبول، من ثم يمكن الحصول على رأس المال اللازم لتمويله عند معدل تكلفة رأس المال.

(c) أن تكون كافة المشروعات الاستثمارية سواء القائمة أو المقترحة لها نفس درجة المخاطرة، بحيث لا يؤثر قرار قبول أو رفض أي مشروع على تكلفة رأس المال.

(d) أن يكون هناك معدل عائد داخلي وحيد وفريد.

وعليه فإنه في ظل عدم وجود هذه الافتراضات يصبح قرار الموازنة الاستثمارية أكثر تعقيداً بشكل ملحوظ.

خلاصة الفصل:

من خلال استعراض المؤشرات الساكنة والحركية المستخدمة في تقييم المشروعات الاستثمارية يتبين أن المؤشرات الساكنة هي الأكثر استخداماً، وأن المؤشرات الحركية تستند في جوهرها على معدل الفائدة كأساس لمعدل الخصم الذي يقارب مفهوم تكلفة الفرصة البديلة لاستخدام رأس المال، وهو الأمر الذي اختلف عليه في تحديد عناصر تكلفة رأس المال وكيفية احتسابها ودورها في اتخاذ القرار الاستثماري من قبول أو رفض للمشروع المزمع تنفيذه. من هنا كان من الضرورة بمكان إجراء سبر فكري من منظور مفاهيم الاقتصاد الإسلامي، ومحاولة معرفة الآراء الفقهية للأسس والمؤشرات التي تستند عليها دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية، والتي يتم عرضها في الفصل التالي.

⁷² المرجع السابق، ص 291.

الفصل الثالث:

أدوات التحليل المالي وقراءات
الاستثمار بالمنظور الإسلامي

تمهيد:

منذ انطلاقة منظومة العمل اللاروي التي تجسدت في أساسيات ومباني عمل البنوك اللاروية، ظهرت الحاجة إلى دراسة وتنقية الأدوات المالية والتمويلية اللازمة لاستكمال متطلبات العمل اللاروي، الأمر الذي دفع كثير من الباحثين لإجراء مراجعات شاملة لمفهوم الربا وأحكامه والدخول أكثر في صلب النشاطات التجارية وخصائصها وماهيتها لإدراك المقاصد منها كجزء لا يتجزأ من منظومة الاقتصاد الإسلامي التي أرادها الشارع المقدس، خصوصاً في ظل التباعد الزمني الكبير عن عصر التشريع الذي نزلت فيه النصوص والأحكام النازمة لهذه النشاطات وما لحقها من تأويلات وتفسيرات واجتهادات من جهة، ومن صراعات ونزاعات وانحرافات عن المسار المنشود من جهة أخرى، وصولاً إلى تعطيل معظم هذه الأحكام والنصوص وتحتيتها عن الواقع التطبيقي العملي وتفريغها من محتواها الأصيل، الذي كان فيما ما مضى سبباً متأصلاً في انتشار الدين الإسلامي إلى أقصى أرجاء المعمورة، ولا ننسى هنا دور التجار المسلمين في اعتناق سكان دول آسيا الشرقية في ذلك الزمن للدين الإسلامي دون فتح أو قتال. وتلزم الإشارة إلى أن المتفق عليه بين المسلمين اليوم: أن القليل من أحكام الشريعة الإسلامية هو الذي يزال يحتفظ بوضوحه وضرورته وصفته القطعية، وقد لا تتجاوز الفئة التي تتمتع بصفة قطعية من أحكام الشريعة، الخمسة في المئة من مجموع الأحكام التي نجدها في الكتب الفقهية.⁷³ ومع ذلك فإن الضوابط الشرعية عموماً تعتبر مدخل الصناعة المالية الإسلامية لأنها الخطوط العريضة التي تبنى عليها هذه الصناعة فالممارسة لا تقود الفكر لوحدها ولا الفكر يقود الممارسة بل كلاهما منضبط بالمدخل المعياري وملتزم به لأن فيه ثوابت الشريعة الإسلامية الحاكمة على المكان والزمان.⁷⁴

وتأسيساً على تلك المراجعات الشاملة، وفي ظل المستجدات الراهنة والتسارع الهائل في الابتكارات والانفتاح الهائل بين الدول والشعوب وخصوصاً في الربع الأخير من القرن الماضي، ومع محاولات الهيمنة للمفاهيم والقيم الوضعية والرأسمالية التي اتخذت من العوامة وأدواتها وسائل ناجعة في غزوها؛ كان لزاماً على الباحثين تسريع خطاهم لمناقشة هذه الأدوات في إطارها المفاهيمي والفقهية والفكرية والعملية لتحليلها وتصنيفها من الشوائب الخبيثة وصولاً لاعتمادها منهجاً وطريقاً؛ من هنا كان توجه الباحث في هذا المقام لمراجعة الأدبيات والأطروحات العملية المعمول بها في منظومة البنوك اللاروية كونها الشكل الأكثر تقدماً وانتشاراً وتطبيقاً لهذه الأدوات، الأمر الذي يساعد في بناء الصورة الواقعية الحالية لأداء هذه الأدوات وسعيها في تحقيق الأهداف المنشودة منها في ظل الواقع الربوي المعاش.

⁷³ الصدر، محمد باقر. (1406هـ - 1986م). اقتصادنا (ط 17). بيروت: دار التعارف للمطبوعات، ص 417.

⁷⁴ قنطقجي، سامر مظهر؛ مرجع سبق ذكره، ص 27.

المبحث الأول: الاقتصاد من منظور إسلامي:

3-1-1. المفاهيم النظرية والمبادئ الأساسية المكونة للاقتصاد من منظور إسلامي:

أ- يعبر مبدأ التنوع في أشكال الملكية بحسب المنظور الإسلامي عن: تصميم مذهبي أصيل قائم على أسس وقواعد فكرية معينة، وموضوع ضمن إطار خاص من القيم والمفاهيم، تتناقض الأسس والقواعد والقيم والمفاهيم التي قامت عليها الرأسمالية الحرة والاشتراكية الماركسية.⁷⁵

ب- مبدأ الحرية الاقتصادية للأفراد في نطاق محدد بحدود من القيم المعنوية والخلقية التي يؤمن بها الإسلام، وهذا التحديد على قسمين:⁷⁶

1. **التحديد الذاتي** الذي ينبع من أعماق النفس، ويستمد قوته ورصيده من المحتوى الروحي والفكري للشخصية الإسلامية. وهو في الحقيقة لا يعد تحديداً للحرية، وإنما هو عملية إنشاء للمحتوى الداخلي للإنسان الحر، إنشاءً معنوياً صالحاً، حيث تؤدي الحرية في ظل رسالتها الصحيحة..ومن أبرز نتائجه: أنه ظل وحده هو الضامن الأساسي لأعمال البر والخير في مجتمع المسلمين، منذ خسر الإسلام تجربته للحياة.

2. **التحديد الموضوعي** الذي يفرض على الفرد في المجتمع الإسلامي بقوة الشرع، حيث يقوم على المبدأ القائل: إنه لا حرية للشخص فيما نصت عليه الشريعة المقدسة، من ألوان النشاط التي تتعارض مع المثل والغايات التي يؤمن الإسلام بضرورتها.

ت- مبدأ العدالة الاجتماعية والتي تحتوي على مبدئين عامين، لكل منهما خطوطه وتفصيلاته: أحدهما: مبدأ التكافل العام، والآخر: مبدأ التوازن الاجتماعي. وفي التكافل والتوازن بمفهومهما الإسلامي تحقق القيم الاجتماعية العادلة.⁷⁷

ث- الارتباط بين إلغاء رأس المال الربوي، وأحكام الإسلام الأخرى في المضاربة والتكافل العام والتوازن الاجتماعي. فإنه إذا درس تحريم الربا بصورة منفردة، كان مثاراً لمشاكل خطيرة في الحياة الاقتصادية. وأما إذا أخذناه بوصفه جزءاً من عملية واحدة مترابطة، فسوف نجد أن الإسلام وضع لتلك المشاكل حلولها الواضحة، التي تنسجم مع طبيعة التشريع الإسلامي وأهدافه وغاياته، وذلك من خلال أحكام المضاربة والتوازن والتكافل والنقد.⁷⁸

⁷⁵ المصدر، محمد باقر. اقتصادنا. مرجع سبق ذكره، ص 297.

⁷⁶ المرجع السابق، ص 299.

⁷⁷ المرجع السابق، ص 303.

⁷⁸ المرجع السابق، ص 313.

ج- إن الدافع الذاتي هو مثار المشكلة الاجتماعية وهذا الدافع أصيل في الإنسان لأنه ينبع من حبه لذاته. وهنا يأتي دور الدين بوصفه الحل الوحيد للمشكلة، ذلك أن الحل يتوقف على التوفيق بين الدوافع الذاتية والمصالح الاجتماعية العامة، لأن الدين هو الطاقة الروحية التي تستطيع أن تعوض الإنسان عن لذاته الموقوتة التي يتركها في حياته الأرضية أملاً في النعيم الدائم، وتستطيع أن تخلق في تفكيره نظرة جديدة تجاه مصالحه، ومفهوماً عن الربح والخسارة أرفع من مفاهيمها التجارية المادية. فبالخسارة لحساب المجتمع سبيل الربح، وحماية مصالح الآخرين تعني ضمناً حماية مصالح الفرد في حياة أسمى وأرفع.. وهكذا ترتبط المصالح الاجتماعية العامة بالدوافع الذاتية، بوصفها مصالح للفرد في حسابه الديني.⁷⁹

ح- إن الدين الحنيف الذي فطرت الإنسانية عليه يتميز بكونه ديناً قيماً على الحياة (ذلك الدين القيم)، قادراً على التحكم فيها وصياغتها في إطاره العام. وأما الدين الذي لا يتولى إدارة الحياة وتوجيهها، فهو لا يستطيع أن يستجيب استجابة كاملة للحاجة الفطرية في الإنسان، ولا يمكنه أن يعالج المشكلة الأساسية في حياة الإنسان.⁸⁰

خ- الملكية في العقيدة ليست حقاً ذاتياً، وإنما هي عملية استخلاف تعكس التصور الإسلامي الخاص لتشريع معين، وهو الملكية للمال. فإن المال في المفهوم الإسلامي كله ماله تعالى، وهو يستخلف الأفراد أحياناً للقيام بشأن المال، ويعبر عن هذا الاستخلاف تشريعياً بالملكية.⁸¹

3-1-2. المشكلة الاقتصادية في نظر الإسلام وحلولها:

بداية لا بد من التأكيد أن الإسلام لا يعتقد مع الرأسمالية: أن المشكلة الاقتصادية أساسها مشكلة الطبيعة وقلة مواردها، لأنه يرى أن الطبيعة قادرة على ضمان كل حاجات الحياة التي يؤدي عدم إشباعها إلى مشكلة حقيقية في حياة الإنسان. كما لا يرى الإسلام أيضاً: أن المشكلة هي التناقض بين شكل الإنتاج وعلاقات التوزيع، كما تقرر الماركسية.. وإنما المشكلة _ قبل كل شيء _ مشكلة الإنسان نفسه، لا الطبيعة، ولا أشكال الانتاج. فظلم الإنسان في حياته العملية وكفرانه بالنعمة الإلهية، هما السببان الأساسيان للمشكلة الاقتصادية في حياة الإنسان. ويتجسد ظلم الإنسان على الصعيد الاقتصادي: في سوء التوزيع. ويتجسد كفرانه للنعمة: في إهماله لاستثمار الطبيعة وموقفه السلبي منها.⁸²

وجهاز التوزيع في الإسلام يتكون من أداتين رئيسيتين وهما: العمل والحاجة. ولكل من الأداتين دورهما الفعال في الحقل العام للثروة الاجتماعية، فالعمل يعد أساساً للملكية ويجب أن يقتصر نطاق الملكية الخاصة

⁷⁹ المرجع السابق، ص 325.

⁸⁰ المرجع السابق، ص 328.

⁸¹ المرجع السابق، ص 397.

⁸² المرجع السابق، ص 347.

على الأموال التي يمكن للعمل أن يتدخل في إيجادها أو تركيبها، دون الأموال التي ليس للعمل فيها أدنى تأثير، وعلى هذا الأساس تنقسم الأموال بحسب طبيعة تكوينها وإعدادها إلى ثروات خاصة وعامة؛ والحاجة تعبر عن حق إنساني ثابت في الحياة الكريمة، وبهذا تكفل الحاجات في المجتمع الإسلامي ويضمن إشباعها. في حين أن الملكية تعد أداة ثانوية للتوزيع عن طريق النشاطات التجارية التي سمح بها الإسلام ضمن شروط خاصة لا تتعارض مع المبادئ الإسلامية للعدالة الاجتماعية.⁸³

وأما استثمار الطبيعة فقد جاءت تشريعات الإسلام في كثير من الحقول لتعزز مبدأ تنمية الإنتاج من خلال استغلال الثروات الطبيعية الاستغلال الأمثل، ولتساعد على تطبيقه ونذكر منها:⁸⁴

(1) حكم الإسلام بانتزاع الأرض من صاحبها، إذا عطلها وأهملها حتى خربت، وامتنع عن إعمارها، وعلى هذا الأساس يستولي ولي الأمر في هذه الحالة على الأرض، ويستثمرها بالأسلوب الذي يختاره، لأن الأرض لا يجوز أن يعطل دورها الإيجابي في الإنتاج، بل يجب أن تظل دائماً عاملاً قوياً يساهم في رخاء الإنسان، فإذا حال الحق الخاص دون قيامها بهذا الدور، ألغى هذا الحق وكيفت بالشكل الذي يتيح لها الإنتاج.

(2) منع الإسلام عن الحمى وهو: السيطرة على مساحة الأرض العامة وحمايتها بالقوة دون ممارسة عمل في إحيائها واستثمارها، وربط الحق في الأرض بعملية الإحياء وما إليها دون أعمال القوة التي لا شأن لها في الإنتاج وفي استثمار الأرض لصالح الإنسان.

(3) لم يعط الإسلام للأفراد الذين يبدؤون عملية إحياء المصادر الطبيعية الحق في تجميد تلك المصادر وتعطيل العمل لإحيائها، ولم يسمح لهم بالاحتفاظ بها في حالة توقفهم عن مواصلة العمل في هذا السبيل. لأن استمرار سيطرتهم عليها في هذه الحالة يؤدي إلى حرمان الإنتاج من طاقات تلك المصادر وإمكاناتها. ولهذا كُلف ولي الأمر في الإسلام بانتزاع المصادر من أصحابها، إذا أوقفوا أعمالهم في إحيائها، ولم يمكن إغراؤهم بمواصلة العمل فيها.

(4) لم يسمح الإسلام لولي الأمر باقطاع الفرد شيئاً من مصادر الطبيعة إلا بالقدر الذي يتمكن الفرد من استثماره والعمل فيه، لأن اقطاع ما يزيد على قدرته يبدد ثروات الطبيعة وإمكاناتها الإنتاجية.

(5) حرم الإسلام الكسب بدون عمل، عن طريق استئجار الفرد أرضاً بأجرة وإيجارها بأجرة أكبر للحصول على التفاوت بين الأجرتين؛ ومن الواضح أن إلغاء دور هذا الوسيط بين مالك الأرض والفلاح المباشر لزراعتها، يوفر على الإنتاج، لأن هذا الوسيط لا يقوم بأي دور إيجابي للإنتاج، وإنما يعيش على حساب الإنتاج بدون خدمة يقدمها إليه.

⁸³ المرجع السابق، ص 363.

⁸⁴ المرجع السابق، ص ص 55-654 بتصرف.

(6) حرم الإسلام القادرين على العمل والنشاط الاقتصادي من الضمان الاجتماعي، ومنعهم من الاستجداء، وبذلك سد عليهم منافذ التهرب من العمل المثمر. وهذا يؤدي بطبيعته إلى تجنيد طاقاتهم للإنتاج والاستثمار.

(7) أوجب الإسلام على المسلمين كفاية تعلم جميع الفنون والصناعات التي تنتظم بها الحياة، وليس هذا فحسب، بل أوجب عليهم الحصول على أكبر قدر ممكن وأعلى مستوى من الخبرة الحياتية العامة في كل الميادين، ليتاح للمجتمع الإسلامي امتلاك جميع الوسائل المعنوية والعلمية والمادية التي تساعده في وضع الطبيعة في خدمة الإنسان.

والمبادلة (التداول) في الحياة الاقتصادية بوصفها وسيلة لإشباع حاجات المنتجين انتقلت من شكلها البدائي على أساس المقايضة إلى شكلها الحالي على أساس النقد، الأمر الذي أدى إلى فصل البيع عن الشراء بعد أن كانا مزدوجين في المقايضة، وفسح المجال لتأخير الشراء عن البيع، وهذه الفرصة التي وجدها البائعون غيرت الطابع العام للبيوع والمبادلات، وهكذا تحول البيع للشراء إلى البيع لامتناسص النقود. ونشأت عن ذلك ظاهرة اكتناز المال وتجميده مجسداً في تلك النقود.⁸⁵

وهكذا أصبح الاكتناز في البيئة الرأسمالية سبباً لتنمية الثروة بدلاً عن الإنتاج، وانسحبت بذلك رؤوس أموال كثيرة من حقل الإنتاج إلى صناديق الادخار في المصارف، وأصبح التاجر لا يقدم على مشروع من مشاريع الإنتاج والتجارة، إلا إذا اطمأن إلى أن الربح الذي يدره المشروع عادة أكثر من الفائدة التي يمكن أن يحصل عليها عن طريق إقراض ماله، أو إيداعه في المصارف. وأخذت الأموال على أساس الفائدة الربوية تتسرب إلى الصيرافة منذ بداية العصر الرأسمالي، حيث أخذ هؤلاء يجذبون الكميات المكتنزة من النقد عند مختلف الأفراد، عن طريق إغرائهم بالفائدة السنوية التي يتقاضاها زبائن المصرف عن أموالهم التي يودعونها فيه، فتجمعت تلك الكميات المختلفة في كنوز الصيرافة بدلاً عن استخدامها في الإنتاج المثمر، وقامت على أساس هذا التجمع المصارف والبيوت المالية الكبيرة التي امتلكت زمام الثروة في البلاد، وقضت على أي مظهر من مظاهر التوازن في الحياة الاقتصادية.⁸⁶

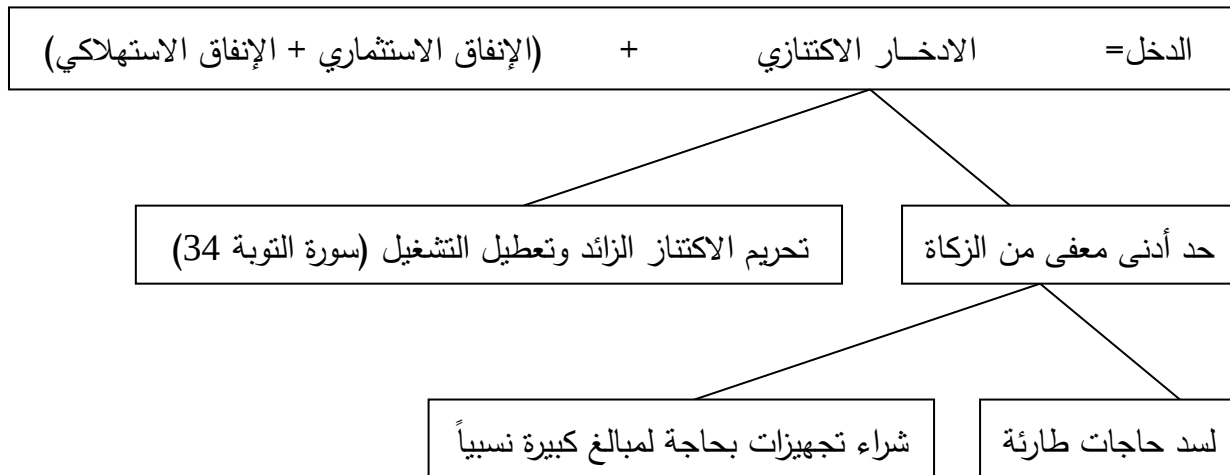
هذا عرض سريع لمشاكل التداول أو المبادلة وهو يوضح بجلاء أن هذه المشاكل قد نبعت كلها من النقد وسوء استخدامه في مجال التداول إذ اتخذ أداة اكتناز وبالتالي أداة تنمية للملك. وهنا جاء الموقف الإسلامي من مشاكل التداول والذي يمكن تلخيصه فيما يلي:⁸⁷

⁸⁵ المرجع السابق، ص 368.

⁸⁶ المرجع السابق، ص 371.

⁸⁷ المرجع السابق، ص 372.

أولاً: منع الإسلام من اكتناز النقد، من خلال النص القرآني⁸⁸، باستثناء ما يعادل الحد الأدنى المعفى من الزكاة والذي يسمى نصاباً ولعل الحكمة من إعفائه هو مقابلة الحاجات الطارئة للناس في حياتهم من مرض أو لسد احتياجاتهم لشراء تجهيزات تحتاج لمبالغ كبيرة نوعاً ما. وما زاد عنه فلا يجوز اكتنازه وتعطيله بل لا بد من تشغيله، وإلا تفرض ضريبة الزكاة على النقد المجمد بصورة تتكرر في كل عام، وتقطع كل مرة ربع العشر من المال المدخر، حتى تستوعب النقد المكتنز كله تقريباً إذا طال اكتنازه عدة سنين، وعن هذا الطريق ضمن الإسلام بقاء المال في مجالات الإنتاج والتبادل والاستهلاك، وحال دون تسله إلى صناديق الاكتناز والادخار. وهنا لا بد من الإجابة على تساؤل مهم يختص بنظرة المجتمع الرأسمالي، المتأصلة فيه نظرية الملكية الخاصة، حيال كيفية إقامة المشاريع الكبيرة دون هذا الطريق الحصري (طريق الاكتناز والادخار) الذي يمكن من تكوين رؤوس أموال خاصة ضخمة، يتم استخدامها في أضخم مشاريع الإنتاج؟.. فيأتي الجواب بحسب المنظور الإسلامي لمفهوم الملكية الخاصة بأن لها المجالات التي تتسع لها امكاناتها ضمن إطار محدود يفرضه التوازن العام، والمبادئ الإسلامية للعدالة الاجتماعية، في حين تبقى المشاريع الكبيرة من اختصاص ونطاق الملكية العامة وملكية الدولة. وللتوضيح يمكن ملاحظة الشكل رقم (1)



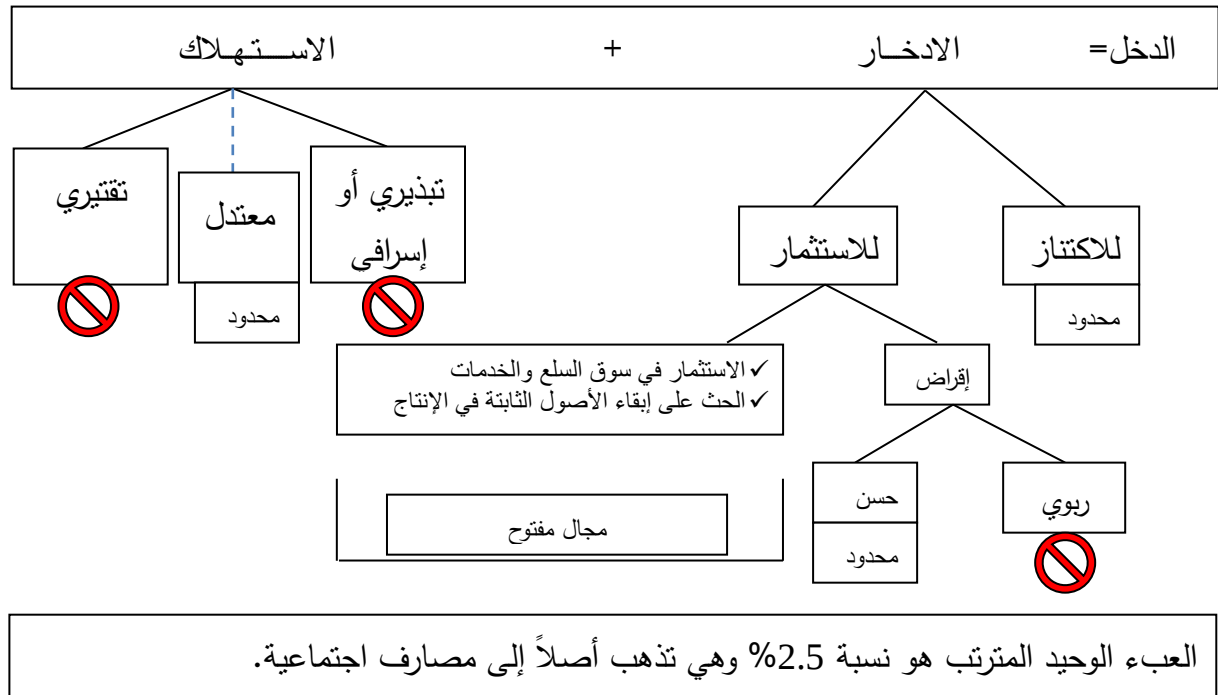
الشكل رقم (1) : حدود الادخار الاكتنازي

المصدر: إعداد الباحث.

ثانياً: حرّم الإسلام الربا تحريماً قاطعاً لا هوادة فيه، وانتزع من النقد دوره بوصفه أداة تنمية للملك مستقلة بذاتها، وردّه إلى دوره الطبيعي الذي يباشره بوصفه وكيلاً عاماً عن السلع، وأداة لقياس قيمتها وتسهيل تداولها. وبذلك ضمن تحول النقد إلى ميادين الإنتاج ليساهم في المشاريع الصناعية والتجارية بدلاً من تجميد جزء منه في جيوب المرابين بالرغم من حاجة التجارة والصناعة إليه وتوقف تصريف جزء من المنتجات على إنفاقه.

⁸⁸ القرآن الكريم (سورة التوبة، الآيات 34-35).

ثالثاً: منع الإسلام تركيز الثروة وفقاً للنص القرآني الكريم {كَيْ لَا يَكُونَ دُولَةً بَيْنَ الْأَغْنِيَاءِ مِنْكُمْ} (سورة الحشر)؛ لأن الثروة حين تتركز في أيدي قليلة، يعم البؤس وتشتد الحاجة لدى الكثرة الكاثرة. ونتيجة لذلك سوف يعجز الجمهور عن استهلاك ما يشبع حاجاتهم من السلع لانخفاض قوتهم الشرائية. فتتكس المنتجات دون تصريف ويسيطر الكساد على الصناعة والتجارة ويتوقف الإنتاج. وعليه يمكن تطوير معادلة الاستثمار لتصبح كما في الشكل رقم (2).



الشكل رقم (2) : آليات تشجيع الاستثمار

المصدر: قنطقجي، سامر مظهر؛ مرجع سبق ذكره، ص 36.

رابعاً: سعى الإسلام للتقليل من مناورات التجارة، واعتبارها من حيث المبدأ شعبة من الإنتاج من خلال العمليات المتممة التي تساهم في توضيب المنتجات وإعدادها وجعلها في متناول أيدي المستهلكين، الأمر الذي يوفر كثيراً من الوقت والجهد على المنتجين والمستهلكين. وهذا يعني أن الفوائد التي يجنيها البائع من نقل ملكية المال إلى غيره بعوض وهي ما نسميه اليوم بالأرباح كانت نتيجة لعمل إنتاجي، يمارسه البائع، ولم تكن نتيجة لنفس عملية نقل الملكية والتي أسوء استغلالها لاحقاً حيث تم الاكتفاء بالنطاق القانوني للعملية فحسب دون الخوض في عمليات النقل المادي والتوضيب التي تلي عملية التعاقد.. فجاء الحكم الشرعي في كثير من النصوص التشريعية والآراء الفقهية بالنهاي عن الاتجار بالمنتجات وتحقيق الربح في بيعها ما لم يتم

قبضها⁸⁹، ويستهدف هذا النهي الاستغناء عن الوسيط ودوره الطفيلي، الذي يحول به دون مواجهة صاحب السلعة للمستهلك مباشرة، لا شيء إلا ليربح الوسيط على أساس اقحام نفسه بينهما. فالوساطة هنا لا يرحب بها الإسلام، لأنها وساطة متكلفة لا تعبر عن أي محتوى إنتاجي لعمليات التجارة، بل عن هدف في مجرد المبادلة لأجل الربح.

خامساً: أعطى الإسلام الدولة ممثلة بولي الأمر صلاحيات تجعل له الحق في الأمور التالية:

- (1) قيادة جميع قطاعات الإنتاج عن طريق ممارسة القطاع العام، الأمر الذي يجعل من هذه التجربة قوة موجهة وقائدة للحقول الأخرى، ويتيح لمشاريع الإنتاج المماثلة الاسترشاد بها واتباع أفضل الأساليب في تحسين الإنتاج وتنمية الثروة.
- (2) القدرة على تجميع عدد كبير من القوى البشرية العاملة، والاستفادة منها في مجالات القطاع العام، وبذلك يمكن للدولة أن تحول دون تبديد الفائض عن حاجة القطاع الخاص من تلك القوى البشرية وتضمن مساهمة جميع الطاقات في حركة الإنتاج الكلي.
- (3) الإشراف على الإنتاج، وتخطيطه مركزياً، لتفادي الفوضى التي تؤدي إلى شل حركة الإنتاج.
- (4) الرقابة الكاملة على سير التداول والإشراف على الأسواق، للحيلولة دون أي تصرف يؤدي إلى الضرر وزعزعة الحياة الاقتصادية، أو يمهّد للتحكم الفردي غير المشروع في السوق وفي مجال التداول.

3-1-3. القانون العام لمكافأة المصادر المادية للإنتاج:

من خلال كل ما تقدم شرحه من إشكالات اقتصادية ونظرة الإسلام لها والمبادئ التي سنّها لتكون في إطار الضوابط الشرعية، أصبح بالإمكان فهم النظرية الإسلامية في توزيع الثروات المنتجة وبمعنى أوضح القاعدة العامة التي يستند إليها الإسلام لمكافأة المصادر المادية للإنتاج، والتي يمكن تلخيصها بعبارة مبسطة، وهي أن الكسب لا يقوم إلا على أساس إنفاق عمل بشقيه المباشر (خلال المشروع) والمخترن (ضمن الآلات والمعدات والأدوات التي تستخدم لصالح المشروع)، فالعمل المنفق هو المبرر الأساسي الوحيد لحصول صاحبه على مكافأة من صاحب المشروع الذي أنفق العمل لحسابه، وبدون مساهمة من شخص بإنفاق عمل لا مبرر لكسبه.⁹⁰

وبمعرفة نوع المكافأة التي يسمح لمصادر الإنتاج _من عمل وأرض وأداة إنتاج ورأس مال_ بالحصول عليها نعرف المدى الذي سمح به الإسلام من الكسب نتيجة لملكية أحد مصادر الإنتاج. وما هي المبررات النظرية في الإسلام لهذا الكسب القائم على أساس ملكية تلك المصادر من خلال العرض الآتي:

⁸⁹ الفقه على المذاهب الأربعة للجزيري ج 20 ص 224، والهداية في شرح بداية المبتدي للمريناني ج 3 ص 59.

⁹⁰ الصدر، محمد باقر. اقتصادنا. مرجع سبق ذكره، ص 618.

أولاً: مكافأة العمل:⁹¹

سمح التشريع الإسلامي للعمل المباشر بأسلوبين لتحديد المكافأة التي يستحقها، وترك للعامل الحق في اختيار أيهما شاء:

- (a) أسلوب الأجرة: وهو مال محدد كمّاً ونوعاً، ويمتاز بعنصر الضمان بقطع النظر عن نتائج العمل وما يسفر عنه الإنتاج من مكاسب أو خسائر. وقد نظم الإسلام هذا الأسلوب بتشريع أحكام الإجارة.
- (b) أسلوب المشاركة في الأرباح أو الناتج: حيث يتفق مع صاحب المال على نسبة مئوية من الربح أو الناتج، بالتالي يفقد العامل عنصر الضمان المتوفر في الأسلوب الأول، على أمل الحصول على مكافأة أكبر مع احتمال أن لا يحصل على شيء إذا لم يوجد ربح. وقد نظم الإسلام هذا الأسلوب بتشريع أحكام المزارعة والمساقاة والمضاربة والجعالة.

وفي كلا الأسلوبين لا يجوز لصاحب المال أن يضع على العامل شيئاً من الخسارة، بل يتحمل صاحب المال الخسارة كلها، وحسب العامل من الخسارة إذا ارتبط معه على أساس المضاربة أن تضيق جهوده سدى.

ثانياً: مكافأة أدوات الإنتاج:⁹²

حصر التشريع الإسلامي مكافأة أدوات الإنتاج _التي تجسد عملاً مخترناً في وقت سابق_ في أسلوب واحد وهو الأجر، وليس لصاحب الأداة أن يطالب بمكافأة عن طريق إشراكه في الأرباح، ويأتي هذا الحصر بسبب انقطاع صلة صاحب الأداة بالأعمال المباشرة المسببة للإنتاج، بالتالي انقطاع صلته بالمنتجات، وعليه تعبر المكافأة التي يحصل عليها صاحب الأداة عن تعويض لقيمة ما تبدد من عمله المخترن خلال عملية الإنتاج، ودينياً في ذمة الإنسان المنتج يجب عليه تسديده، بقطع النظر عن مدى ونوع المكاسب التي يحصل عليها في عملية الإنتاج.

ثالثاً: مكافأة رأس المال التجاري:

على العكس من أدوات الإنتاج، لم يسمح الإسلام لرأس المال بالكسب على أساس الأجر، فلا يجوز لصاحب النقد أن يقرض نقده بفائدة، أي أن يدفعه للعامل ليتاجر به ويتقاضى من العامل أجراً على ذلك، لأن الأجر يتمتع بميزة الضمان، وعدم الارتباط بنتائج العملية وما تكتنفها من خسائر وأرباح، وهذا هو الربا المحرم شرعاً.

⁹¹ المرجع السابق، ص 615.

⁹² المرجع السابق، ص 616.

وإنما يجوز لصاحب النقد أو السلعة أن يدفع ماله إلى العامل ليتاجر به ويتحمل وحده الخسارة بينما يقاسمه الأرباح بنسبة مئوية إذا حققت العملية ربحاً، فالمشاركة في الربح مع تحمل أعباء الخسارة هو الأسلوب الوحيد الذي سُمح لرأس المال التجاري باتخاذهِ.⁹³

وهكذا نعرف أن الفرق بين الفائدة على رأس المال النقدي وبين الأجرة على أدوات الإنتاج في التشريع الإسلامي ناتج عن اختلاف بين طبيعة الانتفاع برأس المال المسلف وطبيعة الانتفاع بأدوات الإنتاج المستأجرة. فانتفاع المقرض برأس المال لا يؤدي بطبيعته إلى استهلاك شيء منه أو من العمل المتجسد فيه، لأنه مسؤول بحكم عقد القرض عن دفع المبلغ في الوقت المحدد والنقد الذي يدفع وفاءً للقرض في قوة النقد المقرض دون أي تفاوت. وأما انتفاع المستأجر بالأداة التي استأجرها خلال عملية الإنتاج مثلاً فهو يؤدي إلى استهلاكها بدرجة ما، واستهلاك العمل المجسد فيها، ولأجل ذلك كان لصاحب الأداة أن يحصل على كسب عن طريق إيجار الأداة بسبب العمل المنفق والجهد المستهلك خلال استخدام الأداة، ولم يكن للرأسمالي أن يحصل على كسب من هذا القبيل لأنه يسترجع ماله كما هو دون استهلاك.⁹⁴

رابعاً: مكافأة الأرض:⁹⁵

وأما الأرض فهي كأداة للإنتاج يسمح لها بالكسب على أساس الأجور ولا يسمح لها بالمشاركة في الناتج وأرباح العملية الزراعية. مع الإشارة إلى أن صاحب الأرض في عقد المزارعة يساهم في الأرباح بنسبة مئوية، وذلك لأن عقد المزارعة يُسمح به بين شخصين أحدهما العامل والآخر هو الذي يقدم الأرض والبذر، فصاحب الأرض في عقد المزارعة هو مالك البذر أيضاً، وليست مشاركته في الناتج على أساس الأرض، بل على أساس ملكيته للمادة وهي البذر.

المبحث الثاني: الربا تعريفه، أنواعه، مبرراته، وأدلة تحريمه:

بدايةً لا بد من الإشارة إلى أن المال الموجه للاستثمار إما أن يذهب للإقراض أو للإنتاج والاتجار والتبادل في الأسواق، وبناءً عليه تنشأ المعاملات التجارية والمالية بين أفراد المجتمع، التي منها ما هو مقبول شرعاً ومنها ما هو محرم شرعاً ومنها ما هو مستحب ومنها ما هو مكروه ومنها ما هو مباح. وفي هذا السياق يأتي هذا المبحث لمناقشة واحدة من مخرجات هذه المعاملات الأكثر إشكالية وجدلية، والتي تم تناولها وذكرها عبر المبحث الأول من هذا الفصل دون الدخول في تفصيلها ألا وهي الربا.

⁹³ المرجع السابق، ص 617.

⁹⁴ المرجع السابق، ص 627.

⁹⁵ المرجع السابق، ص 618.

3-2-1. تعريف الربا وأنواعه:

الربا لغةً هو الفضل والزيادة؛ والربا في الشرع هو فضل خالٍ عن عوض شرط لأحد المتعاقدين؛ والربا في علم الاقتصاد هو المبلغ الذي يؤديه المقرض زيادة على ما اقتترض تبعاً لشروط خاصة.⁹⁶

يُقسم الربا في الفقه الإسلامي إلى نوعين أساسيين، ربا القروض وriba البيوع.

أولاً: ربا القرض:⁹⁷

هو الربا المأخوذ لأجل تأخر قضاء الدين، سواء كان ديناً ناتجاً عن ثمن مبيع أم عن قرض. وقد يكون المأخوذ على شكل منفعة غير مادية طبقاً للقاعدة الفقهية (كل قرض جرّ نفعاً فهو ربا). وriba القرض هو نفسه:

1. ربا الجاهلية (بقولهم للمدين عند الوفاء إذا لم يأت بمقابل الوفاء: إمّا أن تَقْضِي أو أن تُرْبِي، يقابلها اليوم جدولة الديون).

2. الفائدة الربوية (في الاقتصاد الوضعي).

إن الاقتصاد الوضعي سواء الجاهلي (أي قبل الإسلام) منه أو الحالي لم يميّز سوى ربا القرض، وهو الزيادة المأخوذة مقابل تأخير زمن السداد، بغض النظر عن منشأ هذه الزيادة سواء كانت ثمن مبيع أم قرض نجم عن غير علاقة تجارية، فاعتبر الزيادة المحددة أو الزيادة المرتبطة بنسب بسيطة أو مركبة مقابل الزمن، حيث تُحتسب ثم تُضم لأصل القرض فينمو أصل القرض ويربو لذلك سُمّي ربا لازدياده ونمائه. كما أنه يتسم في وقتنا الحاضر بخصائص أخرى يمكن تلخيصها بالنقاط الآتية:⁹⁸

- (1) القرض الربوي يجعل النقود سلعة كسائر السلع تخضع لعوامل العرض والطلب، ويسمح بتداولها وخصمها، وعليه فإنها تتعرض كالسلع الأخرى للرخص والغلاء، والرواج والكساد...
- (2) تنتقل ملكية القرض الربوي إلى المقرض، ويلتزم الأخير برده مع الزيادة المشروطة حسب الآجال الزمنية المتفق عليها.
- (3) القرض الربوي عادة ما يكون في النقود، وقلما يكون بغيرها من المثليات، كالقمح والشعير والتمر ونحوها.

⁹⁶ المعجم الوسيط، باب الرأ.

⁹⁷ قنطجى، سامر مظهر؛ مرجع سبق ذكره، ص 64.

⁹⁸ ميرة، حامد بن حسن بن محمد. (1432هـ - 2011م). عقود التمويل المستجدة في المصارف الإسلامية (ط1). الرياض:

الميمان للنشر والتوزيع، جدوى للاستثمار، ص 49.

4) يمنح القرض الربوي في الغالب بدون قيود استعمالية، وقد يمنح بصفة تخصصية ولأغراض محددة كإجراء عملية استثمارية أو إنشاء مشروع معين، إلا أنه لا علاقة للمقرض بذلك الغرض الذي ينشده المقرض ويمدى تحققه.

إن القرض في الفقه الإسلامي هو القرض الحسن، وهو يدخل في عقود التبرعات وليس في عقود المعاوضات. وهو وسيلة تمويلية ليس لها عائد سوى الأجر منه عز وجل كما بينه في النص القرآني⁹⁹ لأنه شكل من أشكال التكافل الاجتماعي، ولأنه ينشأ (على الغالب) عن حاجة طرف أضعف من طرف أقوى منه¹⁰⁰. أما الزيادة في القرض فهي رباٌ دون شك ولو بمنفعة ولو لغير المالك في عقد القرض أيضاً، بمقتضى القول في بعض الروايات: "فلا يشترط إلا مثلها".¹⁰¹

فإن كانت الفائدة لقاء الأجل فهي ربا النسيء وذلك بتأخير أحد البديلين، لأن الزمن ليس من الموارد الاقتصادية المستقلة فلا يباع ولا يُشترى منفصلاً إلا إذا تجسد في عمل أدى إلى زيادة الإنتاج كبيع النقسيط كما سيمر فيما بعد.

ثانياً : ربا البيوع:

إن البيوع كثيرة يحكمها أركان لا بد من تحقيقها حتى تكون مقبولة شرعاً. والقبول الشرعي يُقصد منه موافقة قواعد الشريعة ومقاصدها التي تكفل تحقيق مصالح الناس. وإن كل علاقة تجارية بين طرفين أو أكثر تتلخص بأن كلاً منهما بحاجة إلى ما لدى الآخر من خدمات أو سلع، وكل طرف لديه ما يُعوّض به الطرف الآخر، فكان لكل منهما عوّض يستفيد منه. وقد قسم الفقهاء البيوع إلى نوعين:¹⁰²

1) **بيع مساومة:** وهو أن يبيع البائع سلعته دون النظر إلى سعرها الأول الذي اشتراها به، فيعلن عن سعر بيعه، وقد يرضى المشتري بالسعر المعلن أو قد يتساوما عليه، لذلك هما مختلفان على مقدار السعر، وبيع المساومة على أنواع:

⁹⁹ القرآن الكريم (سورة البقرة، الآية 245 والآية 275).

¹⁰⁰ بحسب الحديث الشريف عن الرسول الأكرم (ص): «رَأَيْتُ لَيْلَةَ أُسْرِيَ بِي عَلَى بَابِ الْجَنَّةِ مَكْتُوبًا الصَّدَقَةُ بِعَشْرِ أَمْثَالِهَا وَالْقَرْضُ بِمِائَةِ عَشْرٍ فَقُلْتُ يَا جِبْرِيلُ مَا بَالُ الْقَرْضِ أَفْضَلُ مِنَ الصَّدَقَةِ قَالَ لِأَنَّ السَّائِلَ يَسْأَلُ وَعِنْدَهُ وَالْمُسْتَقْرِضُ لَا يَسْتَقْرِضُ إِلَّا مِنْ حَاجَةٍ»

¹⁰¹ وسائل الشيعة للحر العاملي. ج18: 357، الباب 19 من أبواب الدين والقرض (ط2). جمادى الآخر 1414هـ، قم: مؤسسة

آل البيت (ع) لإحياء التراث، الحديث 11.

¹⁰² قنطقجي، سامر مظهر؛ مرجع سبق ذكره، ص 239.

1. بيع نقدي، بأن يبيع السلعة بسعر متفق عليه مع الشاري ويتم تسليم السلعة واستلام ثمنها في مجلس البيع.

2. بيع آجل، بأن يبيع السلعة بسعر متفق عليه مع الشاري ويتم تسليم السلعة في مجلس البيع ثم استلام ثمنها آجلاً في موعد لاحق محدد.

3. بيع تقسيط، بأن يبيع السلعة بسعر متفق عليه مع الشاري ويتم تسليم السلعة في مجلس البيع ثم استلام ثمنها على أقساط بمواعيد لاحقة.

(2) بيع أمانة: وهو بيع يُشترط فيه على البائع ذكر سعر شراء السلعة عند حصوله عليها (السعر الأول)، وهو على ثلاثة أنواع:

1. بيع المراجعة بأن يبيع السلعة بسعرها الأول، وبيع معلوم.

2. بيع الوضعية بأن يبيع السلعة بسعرها الأول، وخسارة معلومة.

3. بيع التولية بأن يبيع السلعة بسعرها الأول دون ربح أو خسارة.

وفيهذا النوع في جعل المتبايعان متفقان على مقدار الربح بغية تحييده. فالمشتري غالباً ما يكون قلقاً (عند شرائه) من إجحاف السعر ومواصفات السلعة وجودتها وغيره، لذلك فإن تحييده للربح يُشعره براحة تجاه البائع ويجعله يطمئن إليه ليلتفت إلى مواصفات سلعته.

ينجم ربا البيوع عن المعاملات التجارية من بيع وشراء بين الناس، لكن ليس في كل المعاملات بالطبع، بل في الأموال الربوية. لقد قسم الفقهاء ربا البيوع إلى:¹⁰³

3. ربا الفضل: وهو البيع مع زيادة أحد العوضين كبيع دينار بدينارين.

4. ربا النسيئة: وهو بيع مال ربوي بمال ربوي آخر إلى أجل، كبيع عشرة غرامات ذهب بعشرة أو بأحد عشر غراماً ذهب والتسليم بعد فترة محددة من الزمن.

هذا ويمتد مفهوم الربا ليشمل الخدمات المقدمة لوجهه تعالى، فالشفاعة هي خدمة معنوية يقدمها المسلم لأخيه المسلم مستخدماً ما لديه من وجهة لقضاء حاجته، قال الرسول الأكرم (ص): «من شفع لأخيه بشفاعة فأهدى له هدية فقبلها فقد أتى باباً عظيماً من أبواب الربا».¹⁰⁴

¹⁰³ المرجع السابق، ص 65.

¹⁰⁴ المرجع السابق، ص 63.

2-2-3. مناقشة مبررات الربا بحسب المنظور التقليدي:

نُبْرِّرُ الفائدة (أو سعر الفائدة) في الأنظمة الاقتصادية الوضعية على أنها:

5. عنصر من عناصر التكلفة لأنها تمثل تكلفة رأس المال أو تكلفة الفرصة الضائعة لرأس المال.
6. تعويض عن مخاطرة رأس المال.
7. تعويض عن انخفاض القيمة الزمنية للنقود.
8. ثمن أو إيجار استخدام رأس المال.
9. حصة رأس المال من الأرباح.

لكن تبريراتهم هذه غير منطقية اقتصادياً، وهي مردودة بالآتي:

1-2-2-3. الفائدة تمثل تكلفة رأس المال أو تكلفة الفرصة البديلة:

إن اعتبار الفائدة الربوية عنصر من عناصر التكلفة هو تبرير مرفوض لأنها تتميز عن غيرها من العناصر بأنها أكيدة السداد ولا تتساوى مع عناصر التكاليف الأخرى التي تتحمل نتائج العمل من ربح أو خسارة. وكما مر فإن المال لا يلد المال من نفسه وإنما من عناصر الإنتاج، وعليه فإن تكلفة رأس المال هي النسبة من الربح التي يمكن الحصول عليها فيما لو استُغِلَّ في استثمار آخر، أي أنه سعر التضحية الذي يتخلى عنه المستثمر في استثمار ما عوضاً عن استثمار آخر. لذلك فإن اختيار المستثمر الحصيف إنما يكون بمقارنة ربحية المشروع الذي سوف يقدم عليه مع ما هو معروض على الساحة من مشاريع أخرى.

2-2-2-3. الفائدة تمثل تعويضاً عن مخاطرة رأس المال:

بحسب السيد الصدر في كتابه "اقتصادنا" لا تعترف النظرية الإسلامية لتوزيع الثروات المنتجة بالمخاطرة بوصفها عاملاً من عوامل الكسب وإنما تربط الكسب بالعمل المباشر أو المختزن كما مر سابقاً، وليس في ألوان الكسب التي سمحت بها النظرية ما يستمد مبرره النظري من عنصر المخاطرة.¹⁰⁵

وهنا تجدر الإشارة إلى أن المخاطرة ليست سلعة مستقلة بذاتها يقدمها المخاطر (الرأسمالي) إلى المجتمع حتى يستحق عليها ثمناً، ولا عملاً يتطلب تقييماً حتى يستحق عليه أجراً؛ بالتالي هناك خياران متاحان لهذا المخاطر:¹⁰⁶

¹⁰⁵ الصدر، محمد باقر. اقتصادنا. مرجع سبق ذكره، ص 633.

¹⁰⁶ Hasan, Z. (2015, June). Risk-sharing versus risk-transfer in Islamic finance: An evaluation. *Journal of Islamic Banking and Finance*, 3(1),11-28, P.20.

- (1) إما أن يمتنع عن العمل إذا لم يستطع التغلب على الخوف من الشدائد ، أو
- (2) يجب عليه التغلب على خوفه والتصرف مهما كانت النتيجة. وليس من حقه أن يطالب بعد ذلك بتعويض مادي عن هذا الخوف ما دام شعوراً ذاتياً وليس عملاً مجسداً في مادة ولا سلعة منتجة.
- صحيح أن التغلب على الخوف في بعض الأحيان، قد يكون ذا أهمية كبيرة من الناحية النفسية والخلقية، ولكن التقييم الخلقي شيء، والتقييم الاقتصادي شيء آخر.

والرأسمالية عززت تبريرها هذا للفائدة من خلال النماذج والأدوات التي يتجلى أبرزها في نموذج تسعير الأصل الرأسمالي CAPM والذي ينطلق من أدنى عائد يقابل الفائدة على سندات الخزينة والذي يطلق عليه العائد الخالي من المخاطر Risk Free Rate، ويضاف عليه علاوة مخاطرة مرتبطة بطبيعة المشروع المراد تقييمه ودرجة حساسيته للمتغيرات السوقية، وكلما ارتفعت درجة الحساسية كلما زادت المخاطرة وارتفعت معها العلاوة على اعتبار أنها تعويض وتشجيع لانخراط المستثمرين المخاطرين. هذا وقد تأثر العديد من الباحثين في الاقتصاد الإسلامي بهذا المضمون، وبنوا نظرياتهم عن أسباب تحريم الربا من منطلق القاعدة الفقهية (الغنم بالغرم) والمشتقة من القاعدة (الخارج بالضمان)، والتي فسروها بوجوب تحمل المخاطرة لاستحقاق الربح؛ إلا أنهم في الوقت نفسه قيدوا المخاطرة بحدود مقبولة عرفاً لا تتجاوز حداً معيناً يوقع المتعاملين في محذور المقامرة والغرر المحرم شرعاً.¹⁰⁷

وعليه فقد انقسم الباحثون بين طرفي نقيض؛ الأول ينكر دور المخاطرة وأثرها في تحقيق الربح وعليه لا تعترف باستحقاق المخاطر لأي تعويض إضافي مقابل هذه المخاطرة؛ في حين أن الطرف الثاني تبنى مفهوم المخاطرة كأساس لاستحقاق الربح والذي يؤدي بالضرورة إلى ارتفاع نسبة الربح مع ارتفاع درجة المخاطرة.

أما الحال كذلك فإن الباحث يرى أن الصحيح هو رأي بين الرأيين؛ فهو من جهة يعتقد بعدم إمكانية عزل المخاطرة كعامل مستقل عن بقية عوامل الإنتاج، بالتالي عدم إمكانية استحقاقه لأي عائد أو كسب خاص تحت هذا العنوان المجرد؛ ومن جهة أخرى يعتقد بالدور الأساسي والمهم للمخاطرة في تكوين وزيادة القيمة التبادلية للثروة المنتجة مع التأكيد على ضرورة تحقيق التوازن بين المخاطرة والعائد. بمعنى أن المخاطرة هي مكون أساسي ومهم في تعظيم قيمة الناتج، إلا أنه لا يمكن بحال من الأحوال أن يتم فصلها وتحديد سعر أو قيمة لها بمعزل عن ارتباطها بالناتج الذي تسببت به وقيمتها.

¹⁰⁷ قنطججي، سامر مظهر؛ مرجع سبق ذكره، ص 80.

وهو ما يبرر حرمة الفائدة الربوية من ناحية وحرمة القمار وشراكة الأبدان¹⁰⁸ من ناحية أخرى، ذلك لأن الكسب الناتج عنهما لا يقوم على أساس عمل من أعمال الانتفاع والاستثمار، وإنما يركز على أساس المخاطرة وحدها قلت أم كبرت.

3-2-2-3. الفائدة تمثل تعويضاً عن انخفاض القيمة الزمنية للنقود:

حيث فسرت الرأسمالية الفائدة بوصفها تعبيراً عن الفارق بين قيمة السلع الحاضرة وقيمة سلع المستقبل، اعتقاداً منها بأن للزمن دوراً إيجابياً في تكوين القيمة، فالقيمة التبادلية للدينار اليوم أكبر من القيمة التبادلية لدينار المستقبل، فإذا أقرضت غيرك ديناراً إلى سنة، كان من حقك في نهاية السنة أن تحصل على أكثر من دينار، لتسترد بذلك ما يساوي القيمة التبادلية للدينار الذي أقرضته، وكلما بعد ميعاد الوفاء ازدادت الفائدة التي يستحقها الرأسمالي تبعاً لازدياد الفرق بين قيمة الحاضر وقيمة المستقبل، بامتداد الفاصل الزمني بينها وابتعاده.

والفكرة في هذا التبرير الرأسمالي، تقوم على أساس خاطئ. وهو ربط توزيع ما بعد الإنتاج بنظرية القيمة. فإن نظرية توزيع ما بعد الإنتاج في الإسلام منفصلة عن نظرية القيمة. ولهذا نجد أن كثير من العناصر التي تدخل في تكوين القيمة التبادلية للسلعة المنتجة، ليس لها نصيب من تلك السلعة في التوزيع الإسلامي، وإنما لها أجور تتقاضاها من صاحب السلعة، نظير خدماتها له في عملية الإنتاج.

فالتوزيع على الأفراد في الإسلام لا يركز على أساس القيمة التبادلية، لكي يمنح كل عنصر من عناصر الإنتاج نصيباً من الناتج يتفق مع دوره في تكوين القيمة التبادلية، وإنما يرتبط توزيع الثروة المنتجة في الإسلام بمفاهيمه المذهبية وتصوراتها عن العدالة. فلا يجب من وجهة نظر الإسلام أن يدفع إلى الرأسمالي فائدة على القرض حتى إذا صح أن سلع المستقبل أكبر قيمة من سلع الحاضر، لأن هذا لا يكفي مذهبياً لتبرير الفائدة الربوية التي تعبر عن الفارق بين القيمتين، ما لم تتفق الفائدة مع التصورات التي يتبناها المذهب عن العدالة.

وقد مر سابقاً أن الإسلام لا يقر من الناحية المذهبية كسباً لا يبرره اتفاق عمل مباشر أو مختزن. والفائدة من هذا القبيل لأنها تبعاً للتفسير الرأسمالي الأخير نتيجة لعامل الزمن وحده دون عمل منفق. فمن حق المذهب أن يمنع الرأسمالي من استغلال الزمن في الحصول على كسب ربوي حتى لو اعترف المذهب بدور إيجابي لعامل الزمن في تكوين القيمة. وهكذا نعرف أن ربط عدالة التوزيع بنظرية القيمة خطأ، وهذا خطأ يعبر عن عدم التمييز بين البحث المذهبي والبحث العلمي.¹⁰⁹

¹⁰⁸ المقصود بشراكة الأبدان أن يتفق اثنان أو أكثر على ممارسة كل واحد منهم عمله الخاص، والاشتراك فيما يحصلون عليه

من مكاسب بنسب محددة مسبقاً، بمعزل عن مساهمة كل واحد منهم في مجموع المكاسب. وقد نص كثير من الفقهاء ببطانها كالمحقق الحلي في الشرائع وابن حزم في المحلى.

¹⁰⁹ الصدر، محمد باقر. *اقتصادنا*. مرجع سبق ذكره، ص 639.

3-2-2-4. الفائدة تمثل ثمناً أو إيجاراً لرأس المال:

لا يمكن اعتبارها (أي الربا) ثمناً أو أجراً لرأس المال كالأجرة التي يحصل عليها مالك الدار من المستأجر لقاء انتفاعه بسكانه. ففي ضوء النظرية الإسلامية ليس للرأسمالي عمل مباشر أو مختزن ينفقه ويمتصه المقترض ليدفع إليه أجرة ذلك، ما دام المال المقترض سوف يعود إلى الرأسمالي، دون أن يتفتت أو يستهلك منه شيء، فلا مبرر إسلامياً للاعتراف بالفائدة، لأن الكسب بدون عمل منفق يتعارض مع تصورات الإسلام عن العدالة.

3-2-2-5. الفائدة تمثل حصة رأس المال من الأرباح:

وهذا القول لا موضع له في القروض التي ينفقها المدين على حاجاته الشخصية، ولا يربح بسببها شيئاً، وإنما يبرهن على جواز حصول الرأسمالي على شيء من الأرباح حين يدفع المال إلى من يتجر به ويستثمره. وفي هذه الحالة يقر الإسلام حق الرأسمالي في ذلك، ولكن هذا الحق يعني اشتراك صاحب المال والعامل في الأرباح، وربط حق الرأسمالي بنتائج العملية. وهو معنى المضاربة في الإسلام التي يتحمل فيها الرأسمالي الخسارة وحده، ويشارك العامل في الأرباح، إذا حصلت بنسبة مئوية يتفقان عليها في العقد. وهذا يختلف بصورة جوهرية عن الفائدة بمفهومها الرأسمالي التي تضمن له أجراً ثابتاً منفصلاً عن نتائج العملية التجارية.

3-2-3. الآثار الاقتصادية والاجتماعية لمفهوم الربا (الفائدة) بحسب المنظور**الإسلامي:**

تعتبر الفائدة (أو سعر الفائدة) الأداة الأساسية والوحيدة للمصارف الربوية. ولما كانت المصارف هي الجهاز العصبي للاقتصاد فإن الفائدة هي المحرك الأساسي للسياسة النقدية ولإدارة النظام النقدي وهي معيار الاستثمارات وموجه المدخرات، وبهذا أضحت الفائدة القدر المحتوم للاقتصاد الوضعي ولا سبيل للخلاص منها. فمصالح الناس مرتبطة بالمصارف والمصارف مرتبطة بعضها ببعض، ثم بالمصرف المركزي على أساس الفائدة الربوية، كما ترتبط المصارف المركزية عالمياً على ذلك الأساس. وكذلك في الشركات العملاقة التي تتجاوز حدود الدول وتتميز بفائضها المالي الضخم فإنها غالباً ما تسيطر على رؤوس الأموال المحلية فتمول التوسعات وتتلاعب بالإقراض والاقتراض وتستفيد من فروق أسعار الفوائد بين الدول وذلك كشكل من أشكال التلاعب المالي.

وتمارس شبكة المصارف الربوية لعبتها من خال تأمين الاحتياجات الجارية لحكومات البلاد النامية بفوائد مرتفعة للغاية. وتشكل هذه المصارف قوة لاجتذاب رؤوس الأموال من البلدان النامية لتغطية الاحتياجات الاستثمارية للشركات العملاقة متعددة الجنسيات، وهذا يؤدي إلى اختلال تمويلي لتلك الدول فتزداد فقراً إلى فقرها، وتزداد حاجة إلى الدول الغنية فتستولي الأخيرة على مواردها وترتع في خيراتها شاعت أم أبت وتزداد غنى إلى غناها.

إن لعبة الفوائد والديون وإعادة جدولة الفوائد قبل إعادة جدولة الديون هي لعبة قديمة مارسها اليهود في جميع العصور ومازالوا يمارسونها حتى الآن وهم أبطالها وحكامها وحملة رايتها وأكثر الناس منها انتفاعاً وأعظمهم منها نصيباً وبها يحققون مصالحهم المادية ويبلغون مقاصدهم السياسية التي لا يخفى خبثها على أحد. بينما يهدف إلغاء الفائدة على المستوى الفردي أو الدولي إلى تخليص البشرية من دوامة الحلقة التي يتجه كل شيء فيها لمصالح المرابين والشركات العملاقة التي نعلم أن اليهود يملكون أكبر عدد منها. هذه الحال لا تخفى على عامة الناس فكيف تخفى على الاقتصاديين وأصحاب الشركات ورؤوس الأموال؟¹¹⁰ والحقيقة أنهم أصحاب مصالح مادية فهم يسعون دائبين لإيجاد المبررات التي تدعم استمرار نظام الفائدة وهيمنتها على الأسواق عوضاً عن البحث عن حلول أفضل.

ولا ننسى في هذا الصدد المرور على مخاطر وسلبات نظام الفائدة الربوية التي تعرض لها كبار الاقتصاديين الغربيين والتي يمكن تلخيصها بالنقاط الآتية¹¹¹:

1. إن الفائدة أحد أسباب التضخم.
2. إن الفائدة أداة رديئة ومضللة في تخصيص الموارد، ولا تعير الناحية الاجتماعية أي اهتمام، فتحرم المجتمع من مشروعات ضرورية وتعيق حركة التنمية فيه.
3. تشير الدلائل الإحصائية إلى عدم وجود ترابط إيجابي كبير بين الفائدة والادخار.
4. إن ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى زيادة التكاليف مما يشكل مانعاً كبيراً من الاستثمار.
5. أكد Trvey أن السعر النقدي للفائدة ليس هو المتحكم في الاقتصاد، وأن سعر الفائدة لا يصلح لذلك، وهو غير مناسب لقرارات الاستثمار، وبناءً على هذا يجب أن يحل محله سعر الأصول الحقيقية الموجودة أو المستوى العام لأسعار الأسهم.
6. وبناءً على ما تقدم فإن الربح هو المحرك الأساسي للإنتاج والتنمية، يؤيد ذلك نتائج دراسة قام بها Miller على 177 مشروعاً فوجد أن 77 % من هذه المشروعات استخدمت مفهوم معدل الربح عند اتخاذ قراراتها الاستثمارية.

¹¹⁰ قنطجني، سامر مظهر؛ مرجع سبق ذكره، ص 42.

¹¹¹ المرجع السابق، ص 52.

3-2-4. الأدلة الشرعية لتحريم الربا (الفائدة) بحسب المنظور الإسلامي:

بعد استعراض الربا تعريفاً ومفهوماً وأنواعاً ومبررات وسلبيات وآثار، يمكننا الآن الخوض في أدلة تحريمه من الناحية الشرعية لنتمكن من فهمها في إطارها الصحيح وبصورة أكثر شمولية من مجرد نهى تشريعي محدد بالحدود اللفظية للنص. فالربا محرم بشكل قطعي ونهائي كما جاء في نص القرآن الكريم وفي السنة الشريفة وكذلك في إجماع المسلمين.¹¹²

وقد حدد الرسول الأكرم (ص) أصنافاً لا يجوز تبادلها إلا سواء بسواء وفي المجلس نفسه، أي يداً بيد، فقال: «الذهب بالذهب والفضة بالفضة والبر بالبر والشعير بالشعير والتمر بالتمر والملح بالملح مثلاً بمثل سواء بسواء يداً بيد فإذا اختلفت هذه الأصناف فبيعوا كيف شئتم إذا كان يداً بيد». وفي حديث آخر «الذهب بالذهب والفضة بالفضة والبر بالبر والشعير بالشعير والتمر بالتمر والملح بالملح مثلاً بمثل يداً بيد فمن زاد أو استزاد فقد أربى الآخذ والمعطي فيه سواء».

والعبرة في ذكر الذهب والفضة هي علة الثمنية وأنها معيار القيم (النقود) وبشكل أوضح قال في حديث آخر: «الدينار بالدينار لا فضل بينهما، والدرهم بالدرهم لا فضل بينهما».

وفي رواية مفصلة عن الإمام محمد بن علي الباقر (ع) قال:¹¹³ «الذهب بالذهب والفضة بالفضة وزناً بوزن سواء بسواء ليس لبعضه فضل على بعض، وتباع الفضة بالذهب والذهب بالفضة كيف شئت يداً بيد، ولا بأس بذلك، ولا تحل النسيئة، والذهب والفضة يباعا بما سواهما من وزن أو كيل أو عدد أو غير ذلك يداً بيد ونسيئة جميعاً لا بأس بذلك، وما كيل أو وزن مما أصله واحد فليس لبعضه فضل على بعض كيل بكيل ووزن بوزن، فإذا اختلف أصل ما يكال فلا بأس به اثنان بواحد يداً بيد ويكره نسيئة، فإن اختلف أصل ما يوزن فليس به بأس اثنان بواحد يداً بيد ويكره نسيئة، وما كيل بما يوزن فلا بأس به يداً بيد ونسيئة جميعاً لا بأس به، وما عدّ أو لم يكل ولم يوزن فلا بأس به اثنان بواحد يداً بيد، وتكره نسيئة إذا كان أصله واحداً، وإن اختلف أصل ما يعدّ فلا بأس به اثنان بواحد يداً بيد ونسيئة جميعاً لا بأس به، وما عدّ أو لم يعدّ فلا بأس به بما يكال أو بما يوزن يداً بيد ونسيئة جميعاً لا بأس بذلك، وما كان أصله واحداً وكان يكال أو بما يوزن فخرج منه شيء لا يكال ولا يوزن فلا بأس به يداً بيد ويكره نسيئة، وذلك أن القطن والكتان أصله يوزن وغزله يوزن، وثيابه لا توزن، فليس للقطن فضل على الغزل، وأصله واحد فلا يصلح إلا مثلاً بمثل، وزناً بوزن، فإذا صنع منه الثياب صلح يداً بيد، والثياب لا بأس الثوبان بالثوب، وإن كان أصله واحداً يداً بيد ويكره نسيئة، وإذا كان قطن وكتان

¹¹² انظر إلى القرآن الكريم (سورة البقرة، الآيات 275 - 279)؛ وإلى الحديث الشريف عن الرسول الأكرم (ص): «لعن الله

الربا وآكله ومؤكله وكاتبه وشاهديه وقال هم سواء».

¹¹³ وسائل الشيعة للحر العاملي، مرجع سبق ذكره، ج18: 158، الباب 17 من أبواب الربا، الحديث 12.

فلا بأس به اثنان بواحد ويكره نسيئة، فإن كانت الثياب قطعاً وكتاناً فلا بأس به اثنان بواحد يداً بيد ونسيئة كلاهما لا بأس به، ولا بأس بثياب القطن والكتان بالصوف يداً بيد ونسيئة، وما كان من حيوان فلا بأس اثنان بواحد وإن كان أصله واحداً يداً بيد ويكره نسيئة، وإذا اختلف أصل الحيوان فلا بأس اثنان بواحد يداً بيد، ويكره نسيئة، وإذا كان حيوان بعوض فتعجلت الحيوان وأنسأت العوض فلا بأس به، وإن تعجلت العوض وأنسأت الحيوان فهو مكروه، وإذا بعت حيواناً بحيوان وزيادة درهم أو عوض فلا بأس، ولا بأس أن يعجل الحيوان وينسئ الدراهم، والدار بالدارين وجريب أرض بجريبين لا بأس به يداً بيد، ويكره نسيئة.»

وعليه وبحسب مضامين هذه الرواية الطويلة الجامعة، يمكن من وجهة نظر الباحث التنويه للنقاط الآتية:

➤ تُعتبر الرواية شرحاً مفصلاً وتوضيحياً لروايات الرسول الأكرم (ص) التي تناولت هذا الشأن من المعاملات التجارية والمالية اليومية ولاسيما الربوية منها والتي توزعت بين ربا الفضل وربا النسيئة؛ ولا يوجد أي تعارض فيما بين الروايات من ناحية المضمون.

➤ توسعت الرواية في الحالات المقبولة شرعاً والمحرمة والمكروهة، مع ذكر الأمثلة الوافية عنها، لإزالة اللبس والغموض، ولتعزيز أسس العدالة والإنصاف في المعاملات التجارية والمالية، والتي تعتبر جزءاً أساسياً لا يتجزأ من مفهوم العدالة الاجتماعية، الأمر الذي يجنب المجتمع الكثير من المفساد الاقتصادية والمالية.

➤ تفترض الرواية ضمناً، أهلية وعقلانية المتعاملين، وهذا الافتراض أساسي لكافة المعاملات فضلاً عن التجارية منها، الأمر الذي يستوجب الحصافة والتنبه منعاً من الإضرار بمصلحة أي من الطرفين، وخصوصاً في المعاملات الناجزة في الزمن الحال، التي يختلف فيها العوضين من أصل واحد كالمعدود من السلع والأغراض من ثياب وحيوان ودور وأراضي وغيرها مما لا يكال ولا يوزن؛ الأمر الذي بخلافه سيوقع المتعاملين بربا الفضل المحرم، وما يستتبعه من غرر محرم أيضاً.

كما يمكن من وجهة نظر الباحث أيضاً تبويب التعاملات من خلال هذه المضامين في مجموعات خمسة:

أولاً: مجموعة الثمنيات (الذهب والفضة):

(1) يشترط في الثمنين من هذه المجموعة في حال وحدة الأصل (ذهب بذهب) التماثل (أي التساوي في الوزن أو الكم)، وإلا يقع المتعاملون في محظور ربا الفضل المحرم في حال التقابض في الزمن الحال، أو في محظور ربا النسيئة المحرمة والمتعارف عليها في أيامنا بالفائدة في حال تأجيل أو تأخير أحد العوضين.

(2) يشترط في حال اختلاف أصل الثمنين التقابض في الزمن الحال، حيث يحرم تأجيل أو تأخير أحد العوضين أو كلاهما، وإلا يقع المتعاملون في محظور ربا النسيئة المحرمة؛ ومن العقود المحرمة الشائعة في أيامنا هي عقود التحوط للعمليات من خلال المستقبلات Futures أو الخيار Options

لشراء العملات والذهب بأسعار آجلة، الأمر الذي يؤدي إلى المضاربة بها بمبالغ طائلة سعياً لتحقيق أرباح آنية على حساب الاستقرار النقدي وهو ما نشهده اليوم من تقلبات سريعة لأسعار العملات والذهب وحتى المواد الأساسية كالنفط الذي دخل سوق التعاملات المالية ومن دون تقابض. إلا أن اللافت ذكره هنا أن السيد الصدر تناول مسألة بيع العملات الآجلة في كتابه "البنك اللاربيوي" وقال "بجوازها من الناحية الشرعية ما لم يكن الثمن الذي اشترى به البنك العملة الأجنبية الآجلة مؤجلاً أيضاً في نفس عقد الشراء وأما إذا كان كذلك فيصبح من بيع الدين بالدين وهو باطل شرعاً.. وإذا أُريد تأجيل الثمن فيمكن الاتفاق على ذلك خارج نطاق عقد الشراء".¹¹⁴ ويعتقد الباحث أن السبب في هذا التناقض هو الحدود والقيود الموضوعية التي حدد بها أطروحاته عن البنك اللاربيوي في ظل المنظومة الربوية القائمة، والتي تفرض عليه تعاملات مشوبة من هذا النوع على غرار الرأي الفقهي القائل بجواز التعامل مع الكافر غير الذمي بالربا وأخذ الزيادة منه.¹¹⁵ وهو أمر مبرر من وجهة نظر الباحث فقط في ظروف الانطلاقة الأولى للمؤسسة المالية اللاربيوية، لإيجاد الأرضية المناسبة للنجاح بوصفها بنكاً، من ممارسة الدور الذي تتطلبه الحياة الاقتصادية والصناعية والتجارية من البنوك وما تتطلبه ظروف الاقتصاد النامي والصناعة الناشئة من ضرورة التدعيم والتطوير.¹¹⁶ أمّا وقد دخلت هذه المؤسسات طور النضوج، وتوسعت وانتشرت بحيث أصبح لها شبكات وفروع ومؤسسات شقيقة حول العالم، الأمر الذي يعطيها هامش تحرك أوسع وأكبر بكثير مما كان في تلك الفترة، بالإضافة إلى سرعة النمو وحجم الأصول والتداول اللافت وخصوصاً في العقد الأخير، فإن الباحث يعتقد بضرورة التخلي عن مثل هكذا تعاملات مشوبة والسعي الجاد لتنقية كافة الموارد والاستخدامات من آثارها.

ثانياً: مجموعة الموزونات (الخضار والفواكه واللحوم والقطن والصوف والحديد وكل ما يتم وزنه):

- (1) يشترط في العوضين من هذه المجموعة في حال وحدة الأصل التماثل كما في الشرط الأول للمجموعة الأولى.
- (2) تؤكد الرواية في حال اختلاف الأصل للعوضين على التقابض في الزمن الحال، حيث يكره تأجيل أو تأخير أحد العوضين أو كلاهما، خوفاً من الوقوع في شبهة ربا النسيئة؛ وهنا نلتفت إلى الفارق بين التحريم والكراهة؛ وهو الأمر الذي استدعى استثناء مجموعة الثمنيات من مجموعة الموزونات على الرغم من أنها تعتبر في عداد الموزونات من ناحية القياس، وذلك لوضوح وجلاء عامل الربا المحرم في المجموعة الأولى ولكثرة وسهولة التعاملات التي تشملها ولتشديد النهي والابتعاد عن تلك التعاملات، في حين وُسم التأجيل في المجموعة الثانية بالكراهة وهي الدرجة الثانية بعد التحريم، حتى

¹¹⁴ الصدر، محمد باقر. (1432هـ - 2011م). البنك اللاربيوي في الإسلام (ط3). بيروت: دار التعارف للمطبوعات، ص134.

¹¹⁵ مقدمات ابن رشد ضمن المدونة الكبرى 3 : 28 ونقله عن أبي حنيفة في المجموع 9 : 488.

¹¹⁶ الصدر، محمد باقر. البنك اللاربيوي في الإسلام. مرجع سبق ذكره، ص 21.

لا يشق على المتعاملين بأقوات واحتياجات الناس الضرورية مع الميل لتجنب هذه التعاملات؛ تصديقاً للحديث النبوي الشريف «الحلال بَيِّنٌ والحرام بَيِّنٌ وبينهما أمور مشتهيات لا يعلمهن كثير من الناس فمن اتقى الشبهات فقد استبرأ لدينه وعرضه ومن وقع في الشبهات وقع في الحرام كالراعي يرعى حول الحمى يوشك أن يقع فيه...»¹¹⁷ وهذا ما يبرر باعتقاد الباحث ضرورة تضمين النقود سواء كانت ورقية أو معدنية أو حقوق سحب أو أي شكل مستحدث بحكم القانون والعرف لينطبق عليها حكم الربا الذي ينطبق على المعدن الثمين في المجموعة الأولى، والذي يعزز هذا الاعتقاد أن الناس في حالات توقع الحروب والأزمات سرعان ما يتخلون عن كل أشكال النقود ويعودون لاقتناء هذين المعدنين لأنهما أصل القيم وخاصةً بعد إلغاء قاعدة الصرف بالذهب (وقف قابلية تحويل الدولار إلى ذهب) عام 1971 وأصبح ذلك التداول عرفاً وقانوناً.¹¹⁸

ثالثاً: مجموعة المكيل (الحنطة، الشعير، التمر، الحليب، اللبن وكل ما يتم كيّله):

شروط المعاملات في هذه المجموعة تتطابق تماماً مع شروط المعاملات في المجموعة الثانية (الموزونات).

رابعاً: مجموعة المعدودات أو غير المكيل وغير الموزون (القماش، الثياب، الدور، الأراضي، الوسائل والمعدات وكل ما يعد ولا يوزن):

- (1) تؤكد الرواية في حال وحدة الأصل للعوّضين على التقابض في الزمن الحال، ولا يشترط التماثل بخلاف الشرط الأول في المجموعات السابقة، حيث يكره تأجيل أو تأخير أحد العوّضين أو كلاهما.
- (2) في حال اختلاف الأصل فلا يوجد أي موانع أو قيود على إجراء المعاملات، سواءً من ناحية التماثل أو من ناحية زمن الحلول، وهي تعد من السلع والحاجات خارج دائرة الأقوات الضرورية لحياة الناس والتي لا تستلزم التشدد في ضوابطها.

خامساً: مجموعة الحيوانات (الخيّل، الإبل، الضأن، والطيور وكل ما يباع ويشترى عرفاً):

تؤكد الرواية على ضرورة التقابض في الزمن الحال، سواء كان العوّضين من هذه المجموعة من أصل واحد أم لم يكونا، ولا تشترط التماثل، حيث يكره تأجيل أو تأخير أحد العوّضين أو كلاهما، لما فيه من شبهة الوقوع في الغرر أو تداول مجهول القيمة المحرم شرعاً.

وعليه وبخلاف ما تم حصره من تعاملات ضمن دائرة كل مجموعة من هذه المجموعات الخمس، فلا يوجد أي موانع أو قيود تمنع إجراء التعاملات فيما بين هذه المجموعات باستثناء حالتين اثنتين تقعان ضمن نطاق الكراهة:

¹¹⁷ سنن ابن ماجه: 3974.

¹¹⁸ قنطججي، سامر مظهر؛ مرجع سبق ذكره، ص 58.

1) بيع المعدود بالموزون إن كانا من أصل واحد (كالثوب القطني غير الموزون مع أصله من القطن)، حيث تؤكد الرواية على ضرورة التقابض في الزمن الحال، وكراهة تأجيل أو تأخير أحد العوضين أو كلاهما.

2) بيع الحيوان بغيره من العوض أو الثمن، حيث تؤكد الرواية على ضرورة تعجيل استلام الحيوان وكراهة تأجيله، ولا بأس بتأخير أو تأجيل العوض أو الثمن؛ وذلك لنفس العلة التي ذكرناها في المجموعة الخامسة.

المبحث الثالث: البنك اللاربي بين المفهوم والواقع والتحديات:

3-3-1. الإطار المفاهيمي لعمل البنك اللاربي ضمن البيئة الربوية:

يمكن تلخيص الإطار المفاهيمي من خلال تساؤل رئيس يناقش ماهية عمل البنك اللاربي ضمن بيئة عمل يستمر فيها الواقع الفاسد والإطار الاجتماعي الإسلامي للمجتمع، وبقاء المؤسسات الربوية الأخرى من بنوك وغيرها، ونقشي النظام الرأسمالي مضموناً وروحاً في الحياة الاقتصادية والحياة الفكرية والخُلقية للناس. وعليه فإن تحريم الربا سوف يطبق على بنك خاص بينما يبقى غير مطبق على سائر المؤسسات النقدية والمالية الأخرى، ويبقى كثير من جوانب النظام الإسلامي معطلاً في واقع الحياة.. وهذه التجزئة في مقام التطبيق سوف لن تسمح للتطبيق الجزئي المحدود لفكرة تحريم الربا أن يؤتي كل ثماره، ويحقق نفس الأهداف والمكاسب التي بإمكانه أن يحققها لو وضع ضمن تطبيق شامل للنظام الإسلامي كله.¹¹⁹

وهنا تأتي الإجابة على هذا التساؤل: بأن هذه البيئة وهذا الواقع لا يشكل عذراً عن التطبيق الشرعي حيث يمكن، لأن كل حكم من أحكام الإسلام واجب التطبيق على أي حال، سواء طبقت الأحكام الأخرى أم لا. وتطبيق كل حكم يقرب المجتمع نحو إمكانية التطبيق الشامل للشريعة المقدسة.

ولكن من دون تجاهل القيود المفروضة، والمتمثلة بفرض الأرضية والإطار بصورة مسبقة، وهذا يجعل أطروحة البنك اللاربي غير مرنة ولا حرة في اتخاذ أفضل صيغة لها من الناحية الإسلامية، بل إنها مضطرة إلى اتخاذ صيغة صالحة للعيش والحركة ضمن ذلك الإطار والأرضية، وقادرة على معاصرة البنوك الأخرى التي تواصل نشاطها الربوي حتى بعد قيام البنك اللاربي المزمع إيجاده.¹²⁰

وبناءً عليه يمكن استخلاص أن منهج البنك اللاربي يجب أن يوضع على ثلاثة أسس:

أولاً: أن لا يخالف أحكام الشريعة المقدسة.

¹¹⁹ المصدر، محمد باقر. البنك اللاربي في الإسلام. مرجع سبق ذكره، ص 18.

¹²⁰ المرجع السابق، ص 19.

ثانياً: أن يكون قادراً على الحركة والنجاح ضمن إطار الواقع المعاش بوصفه مؤسسة تجارية تتوخى الربح.

ثالثاً: أن تمكن صيغته الإسلامية من النجاح بوصفه بنكاً، من ممارسة الدور الذي تتطلبه الحياة الاقتصادية والصناعية والتجارية من البنوك وما تتطلبه ظروف الاقتصاد النامي والصناعة الناشئة من ضرورة التدعيم والتطوير.¹²¹

2-3-3. المعالم الأساسية للسياسة المصرفية الجديدة:

يمكن تلخيص المعالم الأساسية للسياسة المصرفية اللاربوية المستجدة في ظل الواقع الربوي السائد بالنقاط الآتية:

أولاً: الاتجاه إلى إبراز عنصر العمل البشري في النشاطات المصرفية بوصفه مصدر دخل، والاتجاه عكسياً إلى الحد من دخل رأس المال.

ثانياً: الاتجاه إلى الاحتفاظ مهما أمكن بروح الوساطة في الدور الذي يمارسه البنك بين المودعين والمستثمرين، وصياغة موقفه القانوني منهم بصورة تجسد الوساطة في علاقة قانونية واحدة تربط أصحاب المال المودعين مع المستثمرين وأصحاب الأعمال، بعكس الدور الذي تلعبه المصارف الربوية باعتبارها طرف في كل من علاقيتين قانونيتين مستقلتين، فهي من ناحية المقترض من المودعين الدائنين، ومن ناحية أخرى المقرض للمستثمرين والمستهلكين المدينين.¹²²

ثالثاً: استعداد البنك اللاربوي لتحمل أعباء التجربة الجديدة في سبيل إشاعة الروح الإسلامية في نظام البنك اللاربوي، واستعداده للتضحية بشيء من الربح، أو المخاطرة حين يتطلب إنجاح الأطروحة شيئاً من ذلك.. لأن مؤسسي البنك اللاربوي إذا كانوا يريدون أن يقدموا أطروحة جديدة للعالم يجسدون فيها بعض قيم الرسالة الإسلامية وروحها العظيمة.. فلا بد أن يتحلوا إلى جانب روحهم التجارية بروح رسالية ودوافع عقائدية تجعلهم يحسون دائماً بأن العمل الذي يمارسونه ليس مجرد عمل تجاري لأجل الربح فحسب، بل هو إضافة إلى ذلك، (لا بدلاً عن ذلك)، أسلوب من أساليب الجهاد في حمل أعباء الرسالة والإعداد لاستتقاذ الأمة من أوضاع الفساد وأنظمتها.. وكل جهاد يتطلب التضحية ويفرض على المجاهد البذل والعطاء. وهم أولى بتحمل أعباء التجربة والتضحية ببعض الأرباح من المودعين أو المستثمرين الذين لم يعيشوا الدوافع الرسالية للبنك، ولم يرتفعوا إلى مستوى الهم الكبير الذي دفع أصحاب فكرة البنك اللاربوي إلى تقديم أطروحتهم الجديدة إلى العالم.¹²³

¹²¹ المرجع السابق، ص 21.

¹²² المرجع السابق، ص 35 بتصرف.

¹²³ المرجع السابق، ص 24.

رابعاً: البحث عن متنفس للبنك اللاربيوي يستطيع عن طريقه أن يمارس عمله الفريد النبيل في الافتراض بلا فائدة، في عالم يسوده نظام الربا والقروض بفوائد من أقصاه إلى أقصاه. وتقوم الفكرة في هذا المتنفس على تمييز البنك اللاربيوي في تعامله بين الجهات التي صنعت ذلك الوضع الشاذ الربوي في العالم وغيرها. والتخريج الفقهي لذلك يقوم على أساس عدة أحكام على رأسها الرأي الفقهي القائل بجواز التعامل مع الكافر غير الذمي بالربا وأخذ الزيادة منه، وهو قول يتفق عليه علماء المذهب الإمامي، ويذهب إليه غيرهم من علماء المسلمين أيضاً كإمام المذهب الحنفي.¹²⁴

خامساً: شمول الاستراتيجيات التمويلية لمؤسسات الخدمات المالية الإسلامية لقائمة تتضمن جميع أنواع المعاملات وأدوات التمويل المستخدمة والموافق عليها. وتحدد القائمة المعتمدة أنواع المحظورات التي لا يمكن شرعاً للمؤسسة التعامل بها مثل لحم الخنزير والمشروبات الكحولية، والقمار ونحو ذلك. مع إنشاء وحدة لمتابعة الالتزام بهذه القواعد ومنحها الصلاحية اللازمة للتأكد من تطبيقها.¹²⁵

3-3-3. متطلبات أصحاب الودائع لإيداع أموالهم وصيانتها في النظام اللاربيوي:

لا بد بدايةً من الوقوف على المتطلبات التي تدفع المودعين لإيداع أموالهم في النظام الربوي ومناقشة فرص مجاراتها إن لم يكن التفوق عليها في إطار النظام اللاربيوي، وذلك لتحفيز أصحاب الودائع لإيداع أموالهم في النظام الأخير؛ وهذه المتطلبات يمكن تلخيصها في عناصر ثلاث:¹²⁶

أ- كون الوديعة مضمونة، فإن البنوك الربوية تضمن الوديعة لصاحبها بوصفها قرضاً.

ب- الدخل الذي يدفعه البنك الربوي لصاحب الوديعة الثابتة باسم الفائدة.

ت- قدرة المودع على استرجاع الوديعة أو السحب عليها في نهاية الأجل الذي يحدد.

من هنا يمكن مناقشة كل عنصر من هذه العناصر الثلاث، من وجهة نظر النظام اللاربيوي لنرى إمكانية تأمينها..

1- ضمان الوديعة:

أما العنصر الأول فيمكننا أن نحتفظ به لصاحب الوديعة في البنك اللاربيوي بضمان ماله لا عن طريق افتراض البنك للوديعة كما يقع في البنوك الربوية ولا عن طريق فرض الضمان على المستثمر، لأنه يمثل

¹²⁴ مقدمات ابن رشد ضمن المدونة الكبرى 3 : 28 ونقله عن أبي حنيفة في المجموع 9 : 488.

¹²⁵ Principle 2.1 (Credit Risk). (2005). Guiding Principles of Risk Management for Institutions (Other than Insurance Institutions) Offering only Islamic Financial Services, *IFSB*, P8.

¹²⁶ الصدر، محمد باقر. *البنك اللاربيوي في الإسلام*. مرجع سبق ذكره، ص 44.

دور العامل في عقد المضاربة، ولا يجوز شرعاً فرض الضمان عليه، بل يقوم البنك نفسه بضمان الوديعة والتعهد بقيمتها الكاملة للمودع في حالة خسارة المشروع، وليس في ذلك مانع شرعي، لأن ما لا يجوز هو أن يضمن العامل رأس المال، وهنا نفترض أن البنك هو الذي يضمن لأصحاب الودائع نقودهم، وهو لم يدخل العملية بوصفه عاملاً في عقد المضاربة لكي يحرم فرض الضمان عليه.. بل بوصفه وسيطاً بين العامل ورأس المال فهو إذن جهة ثالثة يمكنها أن تتبرع لصاحب المال بضمان ماله، ويقرر البنك هذا الضمان على نفسه بطريقة تلزمه شرعاً بذلك¹²⁷، فيتوفر بذلك للمودعين العنصر الأول من عناصر الدافع الذي يدفعهم إلى الإيداع.

2- الدخل:

وأما العنصر الثاني وهو الدخل الثابت الذي يتقاضاه المودعون من البنك الربوي باسم الفائدة، فيمكن التعويض عنه بوضع نسبة مئوية معينة من الربح للمودعين بوصفهم أصحاب المال في عقد المضاربة، يتفق عليها في العقد بينهم وبين العامل. وعلى هذا الأساس يمكن أن تحدد - منذ البدء - فكرة تقريبية عن نسبة الربح إلى رأس المال وفقاً لظروف العمل التجاري في كل ظرف ويفترض للمودعين نسبة معينة من الربح لا تقل نسبتها إلى رأس المال - أي الوديعة - عن نسبة الفائدة إليه. لا بل يجب أن تزيد شيئاً ما على سعر الفائدة لكي يساوي عرض البنك اللاربوي عروض البنوك الربوية في قوة الإغراء والجذب لرؤوس الأموال، وذلك لأن الفائدة حتى إذا تساوت بموجب التقديرات التقريبية مع النسبة المقررة للمودع من الربح يظل للفائدة الربوية إغراؤها الخاص على أساس أن البنك الربوي يدفعها على أي حال، بينما البنك اللاربوي لا يرى المودع مستحقاً لشيء في حال عدم الربح.. وتداركاً لذلك يجب أن يزداد في النسبة المئوية للربح بدرجة تصبح أكثر من الفائدة. أما قدر هذه الزيادة فتحده درجة احتمال عدم الربح التي قد تختلف من ظرف لآخر، وليس المقصود هنا باحتمال عدم الربح أن لا تريح كافة المشاريع نهائياً لأن هذا الاحتمال قد لا يكون إلا نظرياً، لأن الربح المطلق موجود لكل وديعة على أي حال، وإنما هنالك احتمال أن تقل النسبة المقررة للمودع من الربح عن الفائدة الربوية، وهو ما يطلق عليه اصطلاحاً مخاطر معدل العائد، والتي تنتج إما لظروف موضوعية عامة لعمليات الاستثمار أوجدت هبوط أرباحها، وإما لأن البنك لم يستطع أن يوظف كامل حجم الوديعة، فيبقى جزء منه غير مستثمر، وبالتالي ينقص مجموع الربح عما كان مقدراً.¹²⁸

فهناك إذاً مخاطرتان تكونان مخاطر معدل العائد: مخاطرة ناتجة عن الظرف العام للاستثمار، ومخاطرة ناتجة عن عدم التوظيف الكامل للوديعة من ناحية الحجم أو المدة، وحين أخذ هاتين المخاطرتين بعين الاعتبار تكون زيادة حصة المودع من الربح عندئذ مساوية للمعادلة الآتية:

¹²⁷ المرجع السابق، ص 44.

¹²⁸ المرجع السابق، ص ص 45-47 بتصرف.

الفائدة × مخاطرة عدم الحصول على ربح كاف نتيجة للظرف العام + الفائدة × مخاطرة عدم التوظيف الكامل = زيادة حصة المودع.

وقد أشار مجلس الخدمات المالية الإسلامية IFSB في هذا الصدد إلى المخاطر التجارية المنقولة والتي يمكن أن تكون إحدى تبعات مخاطر معدل العائد الذي تم اكتسابه على الموجودات التي يمولها أصحاب حسابات الاستثمار، إذا كان العائد على الموجودات دون المستوى مقارنة بمعدلات المنافسين. وقد تقرر تلك المؤسسات التنازل عن حقوقها في كل أو جزء من حصصها في أرباح المضاربة لإرضاء أصحاب حسابات الاستثمار والاحتفاظ بهم كعملاء وثنيهم عن سحب أموالهم. وتنشأ المخاطر التجارية المنقولة نتيجة لضغوط تنافسية على تلك المؤسسات لجذب المستثمرين (مقدمي الأموال) والاحتفاظ بهم. ويعد قرار تلك المؤسسات بالتنازل عن حقوقها في حصص الأرباح لصالح أصحاب حسابات الاستثمار قراراً تجارياً يجب أن تخضع الأسس التي يبنى عليها لسياسات وإجراءات واضحة ومحددة بما في ذلك موافقة مجالس إدارات تلك المؤسسات. ويتم ذلك من خلال تشكيل احتياطي معدل الأرباح واحتياطي مخاطر الاستثمار.

احتياطي معدل الأرباح: يتمثل احتياطي معدل الأرباح في المبلغ الذي تخصصه مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية من دخلها الإجمالي قبل توزيع حصص المضاربة للمحافظة على مستوى محدد للعائد على الاستثمار لأصحاب حسابات الاستثمار وزيادة حقوق الملكية. وعلى تلك المؤسسات تحديد الأسس التي يتم بناءً عليها حساب تلك المبالغ مسبقاً وتطبيقها وفقاً للشروط التعاقدية التي يقبل بها أصحاب حسابات الاستثمار وبعد قيام مجالس إدارات مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية بمراجعتها واعتمادها رسمياً وفي بعض الدول تحدد السلطات الاشرافية المتطلبات المتعلقة بالاحتفاظ باحتياطي معدل الأرباح.

احتياطي مخاطر الاستثمار: أما فيما يتعلق باحتياطي مخاطر الاستثمار والذي يتمثل في المبلغ الذي تخصصه مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية من دخل أصحاب حسابات الاستثمار بعد توزيع حصة المضارب وذلك لاحتواء آثار مخاطر الخسائر الاستثمارية المستقبلية على أصحاب حسابات الاستثمار ويجب أن تحدد مجالس إدارات تلك المؤسسات وتوافق على الأحكام والشروط التي يتم على أساسها تجنب احتياطي مخاطر الاستثمار¹²⁹.

3- قدرة المودع على سحب الوديعة:

وهو أمر ميسر للمودع في البنك الربوي، حيث يمكن سحب الوديعة في آجال معينة؛ ويجب أن تُعطى فرصة من هذا القبيل بشكل من الأشكال في البنك اللاربوي، بالرغم من أن هذا البنك يواجه صعوبة كبيرة

¹²⁹ Definition and profiles of Rate of Return Risk. (2005). Guiding Principles of Risk Management for Institutions (Other than Insurance Institutions) Offering only Islamic Financial Services, *IFSB*, P23.

بهذا الصدد على أساس أن ودائعته تتحول إلى مشاريع تجارية وصناعية لا إلى مجرد قروض قصيرة الأجل.

3-3-4. مخاطر الاستثمار في رؤوس الأموال والضمانات الضرورية من وجهة نظر

البنك اللاربيوي:

تعرف مخاطر الاستثمارات في رؤوس الأموال بشكل عام على "أنها المخاطر الناشئة عن الدخول في شراكة بغرض القيام بتمويل أو المشاركة في تمويل محدد أو نشاط عام على النحو المبين في العقد، والتي يشارك فيها مقدم التمويل في تحمل مخاطر الأعمال مع الطرف الآخر". وتشمل خصائص الاستثمارات في رؤوس الأموال اعتبارات تتمثل في نوعية الشريك ونوعية النشاط والجوانب التشغيلية. وحسب طبيعة هذه الاستثمارات فإنها تكون عرضة لعدد من المخاطر المرتبطة بالمضارب أو بشريك المشاركة، ونشاط العمل والتشغيل.¹³⁰

يمكن تلخيص الضمانات التي يتخذها البنك اللاربيوي ضد التلاعب المحتمل من المستثمرين فيما يلي:¹³¹

أولاً: التأكد مسبقاً من أمانة العامل المستثمر. ويمكن للبنك إنشاء شعبة خاصة تعنى بذلك وجمع المعلومات والحقائق بهذا الصدد.

ثانياً: أن البنك يملك فكرة كاملة عن حدود العمل الذي سوف يمارسه المستثمر ونوع الصفقة التي ضاربه على أساسها، ومعرفة البنك بذلك تتيح له أن يدرس ظرف المشروع واحتمالات الربح والنجاح.. الأمر الذي يساعده على اكتشاف حقيقة سير المشروع وكشف التلاعب إذا حاول العامل المستثمر شيئاً من ذلك.

ثالثاً: أن البنك يلزم المستثمر بتزويده بكافة المعلومات على الأسعار وتقلباتها وكذلك يلزم المستثمر بإخباره بأسعار البيع التي تقل عن سعر الشراء أو لا تحقق ربحاً معقولاً قياساً بأسعار السوق السائدة ويدعم كل ذلك بمبرراته للبيع بهذه الأسعار. وإلى جانب ذلك لا بد للبنك اللاربيوي أن ينشئ شعبة تسمى بـ "شعبة البحوث الاقتصادية" أو بأي اسم آخر، مهمتها التحري عن أسعار السوق وعن ظروف الاستثمار، وتجمع هذه الشعبة كافة المعلومات عن الحياة الاقتصادية والتنبؤات بفرص العمل المربح في المستقبل، وكذلك التنبؤ بمستقبل الصناعة والتجارة وما شاكل ذلك.. وبذلك سوف تتوفر للبنك معلومات كافية يستطيع على ضوئها أن يحدد مقدماً ما يترتب من نتائج لأكبر عدد ممكن من المضاربات التي قام بها، كما أن هذه المعلومات ستعينه كثيراً في دراسة المضاربات التي ينوي القيام بها المستثمرون المتقدمون إليه بطلباتهم.¹³² هذا كله يجعل المستثمر

¹³⁰Definition and profiles of Equity investment Risk. (2005). Guiding Principles of Risk Management for Institutions (Other than Insurance Institutions) Offering only Islamic Financial Services, *IFSB*, P12.

¹³¹الصدر، محمد باقر. *البنك اللاربيوي في الإسلام*. مرجع سبق ذكره، ص ص 60-61.

¹³²عبد الحي، محمد عبد الحميد. (1435هـ - 2014م). *استخدام تقنيات الهندسة المالية في إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية*. رسالة دكتوراه، جامعة حلب، حلب، ص 34.

تقريباً عاجزاً عن إدعاء الخسارة دون أن يحيط البنك علماً بها قبل وقوعها الأمر الذي يمكن البنك من دراسة ظروفها والتأكد من صحتها. هذا في المضاربات التي تقوم على أساس صفقات تجارية معينة. وأما المضاربة التي تقوم على أساس إنشاء مشروع تجاري مستقل قائم بذاته، أو الاشتراك في إنشائه، فيمكن للبنك في مثل ذلك أن يساهم في الإشراف المباشر على المشروع عن طريق ممثل له في إدارة ذلك المشروع.

رابعاً: يحدد البنك منذ البدء قرائن موضوعية معينة ويحصر وسائل إثبات الربح والخسارة بها، وعلى رأس تلك القرائن السجلات المضبوطة التي يلزم البنك عميله المستثمر (المضارب) باتخاذها والتقيّد بها، فكل مضاربة لم يثبت عن طريق تلك القرائن المعينة أنها خسرت أو أنها لم تريح فالأصل فيها أن تكون قد احتفظت برأس مالها مع زيادة حد أدنى من الربح بمقدار يمثل النسبة المئوية للمودع منه كمية مقاربة للفائدة الربوية¹³³... وأتى هذا الأصل من الناحية الفقهية بحسب السيد الصدر على أساس تخريجه إما بنحو شرط الفعل في ضمن عقد يشترط فيه البنك على العامل أن يدفع من المال ما يعادل المقدار الذي يدعي خسارته في حالة عدم إقامة القرائن المحددة من قبل البنك على الخسارة، وإما بنحو الجعالة، وذلك بأن يجعل العامل للبنك جعلاً على تحصيل رأسمال له للمضاربة عليه، والجعل عبارة عن مقدار يساوي قيمة رأس المال، مع الحد الأدنى من ربحه المفروض، مع زيادة تمثل الأجر الثابت، ناقصاً قيمة ما سوف يعترف العامل بوجوده من رأس المال وربحه الأدنى، أو يقيم القرائن المحددة على خسارته¹³⁴.

المبحث الرابع: الأدوات المالية والتمويلية الأكثر شيوعاً بحسب المنظور الإسلامي:

3-4-1. المضاربة في الفقه الإسلامي:

يختلف مفهوم المضاربة في الفقه الإسلامي عن مصطلحها في الفقه الحديث. فهي في الفقه الإسلامي: عقد خاص بين مالك رأس المال والمستثمر على إنشاء تجارة يكون رأسمالها من الأول والعمل على الآخر، ويحددان حصة كل منهما من الربح بنسبة مئوية، فإن ربح المشروع تقاسما الربح وفقاً للنسبة المتفق عليها، وإن ظل رأس المال كما هو لم يزد ولم ينقص لم يكن لصاحب المال إلا رأس ماله، وليس للعامل شيء.. وإن خسر المشروع وضاع جزء من رأس المال أو كله تحمل صاحب المال الخسارة، ولا يجوز تحميل العامل المستثمر

¹³³ الصدر، محمد باقر. البنك اللاروي في الإسلام. مرجع سبق ذكره، ص 61.

¹³⁴ المرجع السابق، ص 198.

وجعله ضامناً لرأس المال إلا بأن تتحول العملية إلى إقراض من صاحب رأس المال للعامل، وحينئذ لا يستحق صاحب رأس المال شيئاً من الربح.¹³⁵

3-4-2. بيع المربحة للأمر بالشراء:

ويتضمن هذا العنوان الفروع والمسائل التالية:

3-4-2-1. نبذة موجزة عن بيع المربحة للأمر بالشراء:¹³⁶

كان أول من طرح هذه الصيغة للتطبيق على نطاق المعاملات المصرفية الإسلامية هو الدكتور سامي حمود، ويؤكد الباحثون أن هذه الصيغة كانت معروفة في المدونات الفقهية القديمة، وتناولها الفقهاء بالدراسة كمحمد بن الحسن الشيباني ومالك والشافعي وابن القيم وغيرهم، وكان دافع الدكتور سامي حمود وراء إدخال هذه الصيغة إلى حيز التطبيق في المصارف الإسلامية أنه رأى أن المفكرين الإسلاميين في العقد السادس والسابع من القرن الماضي يطرحون لحل مشكلة التمويل والاستثمار المضاربة وأخواتها من عقود المشاركات، ولكن لم يتناولوا الآلية المناسبة لتمويل الاحتياجات الاستهلاكية، ونحوها من الاحتياجات، حيث لا يوجد عمل ولا تجارة ولا ربح، هذا بالإضافة إلى المتطلبات التجارية والصناعية والخدمية التي يحتاجها أصحاب هذه المؤسسات ولكن دون رغبتهم بإدخال شركاء جدد وما يتطلبه من إجراءات تعاقدية معقدة ومكلفة؛ فكانت هذه الصيغة ملائمة لطبيعة العمل المصرفي مقارنة بعقود المشاركات، وهي أيسر في التعامل، وأبعد عن المخاطر، وأسرع في تحقيق الأرباح.¹³⁷

وقد شاعت صيغة المربحة للأمر بالشراء وتلقفتها المصارف الإسلامية، واستحوذت على أكثر من (90%) من استثمارات كثير من هذه المصارف، بحيث زاحمت المضاربة والمشاركة بل كادت تزحهما من التطبيق، ومن هذه الإزاحة أو المزاحمة أوقعت المصارف الإسلامية في ملاحظات شرعية، وانتقاد العلماء المتحفظين على المربحة المصرفية والذين لا يحبذون انحسار العمل بالمضاربات والمشاركات التي تشكل

¹³⁵ المرجع السابق، ص 37.

¹³⁶ أبو العز، علي محمد أحمد. (2016). الابتكار في صيغ التمويل الإسلامي. منشورات مركز أبحاث فقه المعاملات

الإسلامي، www.kantakji.com، ص 29.

¹³⁷ القرشي، عبد الله بن مرزوق. (2013). التفكير الفقهي في المعاملات المعاصرة (ط1). بيروت: مركز نماء للبحوث والدراسات، ص 120.

الفارق الأهم بين اقتصاد ربوي واقتصاد اسلامي. وقد نشأت مشكلة استبعاد التمويل بالمشاركة والتركيز على التمويل المبني على المراجعة والمداينة بسبب جملة من الضغوط، أهمها:¹³⁸

- (1) صياغة عقود المشاركات على نحو يعطي للممول مركزاً أقوى من الطرف المقابل (الشريك)، ووضعاً تحكمياً في فرض الشروط والمراقبة وإنهاء العلاقة، في حين يستطيع الطرف الضعيف في المراجعة بسهولة التخلص من هذه القيود، والإطلاع على كافة التفاصيل الربحية الدقيقة التي يستوفيهها المصرف، ومن ثم يقرر على ضوء ما تقتضيه مصلحته الشراء من ذلك المصرف أو البحث عن مصرف أو وسيلة أخرى للتمويل تتناسب مع أوضاعه المالية، وقد راقبت هذه الصيغة ذات المخاطر المنخفضة (إذا ما قورنت بغيرها من صيغ المشاركات) للمتمولين وحازت على رضاهم وزاد طلبهم عليها، ولذلك كان من الطبيعي أن تتبناها المصارف الإسلامية بسبب تحفظها الشديد للمخاطرة.
- (2) ارتفاع وزن المخاطرة في مثل هذا النوع من الصيغ عند احتساب نسبة كفاية رأس المال.
- (3) رفض العملاء مبدأ مشاركة المصرف لهم في عوائد مشاريعهم الإنتاجية، لعدم رغبتهم في إطلاع المصرف على أسرار أعمالهم، ولارتفاع حصة الشريك الممول في حال المشاركة مقارنة بالعائد الذي يتقاضاه عن التمويل المنفذ بطريق المراجعة.
- (4) الغبن الفاحش الذي تتعرض له المصارف الإسلامية بسبب تصريح الشركاء بربح أقل من الربح الفعلي، أو الإفصاح عن معلومات غير كافية أو مضللة لا تعكس جوهر العمليات بشفافية.
- (5) احتياج عقود المشاركات إلى تكاليف وأعباء كثيرة مثل: إعداد دراسات جدوى للمشاريع، وفرض رقابة دورية عليها، ومراجعة الدفاتر والسجلات الخاصة بالمدخلات والمخرجات، مما يؤثر في كفاءتها الاقتصادية مقارنة مثلاً بصيغة المراجعة التي لا تحتاج إلى مثل هذه الأعباء المالية والفنية.
- (6) ضعف قدرة الكوادر والمؤهلات البشرية العاملة في المصارف الإسلامية على تقويم المشاريع عالية المخاطر ومتابعتها.
- (7) صعوبة إثبات تعدي وتقصير الشريك، وصعوبة تقييم وتحديد حجم الخسائر الناتجة عن ذلك، مما يؤدي إلى الوقوع في منازعات يحتاج فضها إلى سنوات طويلة.

ويكمن الخطر في بقاء الوضع الراهن للمصارف الإسلامية على ما هو عليه الآن في انخفاض عوائدها بسبب زيادة التركيز على التمويلات القائمة على أساس المراجعات، لاسيما أن نسب المراجعة والفائدة تتنافس على

¹³⁸ أبو العز، علي محمد أحمد. مرجع سبق ذكره، ص 11.

مستوى واحد في جذب العملاء واستقطابهم، ويبقى الوازع الديني هو الدافع أو الموجه الرئيس إلى التعامل مع المصارف الإسلامية.

3-2-4-3. الدراسة الفقهية للمنتج:

تباينت اتجاهات المجتهدين المعاصرين في دراسة صيغة بيع المربحة للآمر بالشراء، فمنهم من أجازها استناداً إلى قاعدة (الأصل في المعاملات الإباحة)، وبأنها ليست أكثر من مواعدة على البيع لأجل معلوم، وبثمن محدود، وثمن الشراء مضافاً إليه ربح معلوم، يزيد كلما طال الأجل، ولكنه ثمن معلوم من أول العقد، وقد أقرتها هيئات الرقابة الشرعية في أكثر البنوك الإسلامية، وصدر بجوازها أكثر من قرار وفتوى مكتوبة، أما المانعون فقد تعلقت بأنظارهم حيالها جملة من المآخذ، أهمها وأقواها: إلزام العميل بالوعد وهو إيجاب لما لم يوجبه تعالى، وهذا الإلزام يجعل المعاملة من قبيل بيع الإنسان ما لا يملك، وقالوا أيضاً بأنها تدخل بالعينة والحيل الربوية. ولئن كان بعض الفقهاء المعاصرين يرون الوعد الملزم أحد الإضافات والابتكارات الهامة في عالم المصارف الإسلامية، وأنه كان فرجاً ومخرجاً، فإن بعض الفقهاء يرونه فتنة فقهية ونوع من الألاعيب والحيل والمخارج التلغيفية كثيرة الأضرار والمفاسد¹³⁹.

3-2-4-3. مزايا التمويل بالمربحة:¹⁴⁰

- (1) يمتاز التمويل بالمربحة بسعة نطاقه حيث يمكن استغلاله في تمويل الاحتياجات الاستهلاكية التي لا تغطيها عقود المشاركات.
- (2) يتحول حق الممول في موضوع العقد إلى دين ثابت في ذمة المتمول في المربحة، وتتقطع صلته به، بينما لا تتقطع صلة الممول في موضوع العقد في عقود المشاركات حتى نهاية العقد.
- (3) لا يتوقف نجاح صيغ البيع بالمربحة على مدى جدية دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروع المطلوب تمويله، وإنما يتوقف نجاحه على مدى جدية الدراسة الائتمانية المتعلقة بالملاءة المالية للعميل ومدى قدرته على السداد، بخلاف صيغ المشاركات التي يتوقف نجاحها على مدى جدية دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروع (محل التمويل).
- (4) يمتاز بانخفاض مخاطره وارتفاع درجة الأمان فيه بالمقارنة مع صيغ التمويل الأخرى عالية المخاطر.
- (5) سرعة دوران رأس المال في حال توظيف صيغة المربحة في تمويل الائتمان قصير الأجل إذا ما قورن بأنواع التمويل الأخرى طويلة الأجل، كالإجارة والاستصناع، والمشاركات.

¹³⁹ القرشي، عبد الله بن مرزوق. مرجع سبق ذكره، ص 180.

¹⁴⁰ السعدني، قنديل علي مسعد. (1433هـ - 2012م). استحداث العقود في الفقه الإسلامي (ط 1). الدمام: دار ابن الجوزي،

- (6) أنه استثمار ذو تدفق نقدي ثابت ومستمر ومعلوم سلفاً، مما يسهل على المصرف إمكانية تخطيط وتنظيم إدارة السيولة لكل من طرفي العقد، بخلاف عقود المشاركات التي تمتاز عوائدها بعدم الاستقرار.
- (7) قدم التمويل بالمربحة البديل الشرعي لعمليات التمويل الربوي قصير الأجل الذي تزاوله المصارف الربوية، وهو مالا تستطيع تقديمه صيغ التمويل الأخرى بنفس الكفاءة.

3-4-3. المشاركة المتناقصة:

يندرج تحت هذا العنوان الفروع التالية:

1-3-4-3. التعريف بالصيغة:

عرفها مجمع الفقه الإسلامي الدولي في دورته الخامسة عشرة المنعقدة بمسقط (سلطنة عمان) 14_19 محرم 1425هـ، الموافق 06_11 آذار (مارس) 2004 م بقوله: "المشاركة المتناقصة: معاملة جديدة تتضمن شركة بين طرفين في مشروع ذي دخل، يتعهد فيها أحدهما بشراء حصة الطرف الآخر تدريجياً، سواء كان الشراء من حصة الطرف المشتري في الدخل أم من موارد أخرى".

والمشاركة المتناقصة قد تكون مشاركة وإجارة ثم بيعاً، يتشارك المصرف مع العميل في محل العقد، ثم يؤجرانه لطرف ثالث أو يستأجره العميل (الشريك)، ثم يبيع المصرف حصته للشريك، وقد تكون المشاركة بدون عقد إجارة، وقد يكون التملك منجماً على أقساط متعاقبة، وقد يكون دفعة واحدة، وقد يكون الوعد بشراء حصة الشريك ملزماً أو غير ملزم، وقد يكون تمويل المصرف لكامل المبلغ وقد يكون لجزء منه¹⁴¹.

وسميت بالمشاركة المتناقصة لأن حصة الممول (المصرف) في عقد المشاركة تتناقص وفي المقابل تزيد حصة العميل من خلال البيع التدريجي والمنجم على عقود متعاقبة وليس دفعة واحدة، وتسمى أيضاً بالمشاركة المنتهية بالتمليك باعتبار ما يحصل في نهاية العقد أو مدة العقد من تملك الشريك المتمول وبصفة نهائية لكامل حصة الشريك الممول في رأس مال المشاركة، أو باعتبار صيغة المشاركة التي يتم الاتفاق فيها على أن يشتري الشريك المتمول كامل حصة الممول مرة واحدة ودفعة واحدة في نهاية المدة المضروبة للعقد¹⁴².

¹⁴¹ القرشي، عبد الله بن مرزوق. مرجع سبق ذكره، ص 172.

¹⁴² المرجع السابق، ص 174.

2-3-4-3. حكمها الشرعي:

اختلف الفقهاء المعاصرون في حكم هذه الصيغة على قولين:

أحدهما المنع مطلقاً من هذه المعاملة كونها لا تعبر عن روح الاقتصاد الإسلامي ولا تحقق أهدافه، بل وتستخدم مطية لارتكاب أعظم الربا وأفحشه، وهي صيغة متشابكة، وكثيرة التفاصيل والإجراءات والتراكيب المعقدة، والعملية برمتها تمويل نقدي بفائدة متسترة باسم المشاركة.

وأما القول الثاني فقد حسم الخلاف في هذه المعاملة، حيث أن مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي المنعقد في دورته الخامسة عشرة بمسقط (سلطنة عمان) 14_19 المحرم 1425هـ، الموافق 6_11 آذار (مارس) 2004م، عقد جلسة خاصة لدراسة هذه الصيغة والمباحثة بشأنها، وبعد اطلاعه على البحوث الواردة في موضوع المشاركة المتناقصة وضوابطها الشرعية من باحثين وفقهاء وخبراء متخصصين، وبعد استماعه إلى المناقشات التي دارت حوله، قرر ما يلي:¹⁴³

- 1- **المشاركة المتناقصة:** معاملة جديدة تتضمن شركة بين طرفين في مشروع ذي دخل يتعهد فيها أحدهما بشراء حصة الطرف الآخر تدريجياً سواء كان الشراء من حصة الطرف المشتري في الدخل أم من موارد أخرى.
- 2- **أساس قيام المشاركة المتناقصة:** هو العقد الذي يبرمه الطرفان ويسهم فيه كل منهما بحصة في رأس مال الشركة، سواء أكان إسهامه بالنقود أم بالأعيان بعد أن يتم تقويمها، مع بيان كيفية توزيع الربح، على أن يتحمل كل منهما الخسارة _إن وجدت_ بقدر حصته في الشركة.
- 3- تختص المشاركة المتناقصة بوجود وعد ملزم من أحد الطرفين فقط، بأن يملك حصة الطرف الآخر، على أن يكون للطرف الآخر الخيار، وذلك بإبرام عقود بيع عند تملك كل جزء من الحصة، ولو بتبادل إشعارين بالإيجاب والقبول.
- 4- يجوز لأحد أطراف المشاركة استئجار حصة شريكه بأجرة معلومة ولمدة محددة، ويظل كل من الشريكين مسؤولاً عن الصيانة الأساسية بمقدار حصته.
- 5- المشاركة المتناقصة مشروعة إذا التزم فيها بالأحكام العامة للشركات، وروعت فيها الضوابط الآتية:

¹⁴³ المرجع السابق، ص 186.

- i. عدم التعهد بشراء أحد الطرفين حصة الطرف الآخر بمثل قيمة الحصة عند إنشاء الشركة، لما في ذلك من ضمان الشريك حصة شريكه، بل ينبغي أن يتم تحديد ثمن بيع الحصة بالقيمة السوقية يوم البيع، أو بما يتم الاتفاق عليه عند البيع.
- ii. عدم اشتراط تحمل أحد الطرفين مصروفات التأمين أو الصيانة وسائر المصروفات، بل تحمل على وعاء المشاركة بقدر الحصص.
- iii. تحديد أرباح أطراف المشاركة بنسب شائعة، ولا يجوز اشتراط مبلغ مقطوع من الأرباح أو نسبة من مبلغ المساهمة.
- iv. الفصل بين العقود والالتزامات المتعلقة بالمشاركة.
- v. منع النص على حق أحد الطرفين في استرداد ما قدمه من مساهمة (تمويل).

4-4-3. الوكالة بالاستثمار (المقيدة) بالمرابحة بربح لا يقل عن نسبة معينة:

1-4-4-3. طريقة تنفيذ الصيغة: 144

- 1- يقوم الوكيل وقبل تنفيذ أي صفقة استثمارية بإرسال جميع تفاصيلها للمستثمر، مثل: نوع البضاعة، ومواصفاتها، وتكلفة شرائها، وموعد دفع ثمن الشراء الحال، وهامش الربح المتوقع من بيعها بالأجل، وطريقة السداد، وتاريخ الاستحقاق، وفي حال موافقة المستثمر على الصفقة يقوم بالتأشير على رسالة الوكيل أو بإرسال خطاب إليه يشعره فيه بالموافقة والشروط التي يجب مراعاتها في تنفيذ الصفقة.
- 2- يقوم الوكيل بتنفيذ الصفقة الاستثمارية طبقاً لشروطها الواردة في خطاب المستثمر، كما يقوم بإرسال إشعار إلى المستثمر لإعلامه بتنفيذ الصفقة الاستثمارية، وما إذا كان الوكيل يريد بيعها لنفسه أو لطرف ثالث واعد بالشراء بالثمن الذي يحقق هامش الربح المتفق عليه بموجب العرض الاستثماري، وقد يحدث أن يعيد الوكيل بيع السلعة التي اشتراها للبائع الأول، ولمعرفة التسلسل الزمني وتحديد نقطة الفصل بين لحظة تملك الموكل للسلعة أو الغير لها يتم الاشتراط على أن تكون الاسعارات المتبادلة بين طرفي العلاقة (الموكل والوكيل) مؤرخة باليوم والساعة والدقيقة.
- 3- يلتزم الوكيل بعدم بيع أي سلعة اشتراها للمستثمر بسعر تقل أرباحه عن نسبة الربح المنصوص عليه في العرض الاستثماري، ويعتبر الوكيل مخلاً بواجبه ومقصراً إذا لم تحقق صفقة البيع نسبة الربح التي حددها المستثمر، ويلتزم بتعويض المستثمر عن النقص الحاصل بسبب ذلك.

¹⁴⁴ مشعل، عبد الباري. (1439هـ، رمضان - 2008م، أيلول). تطبيقات الوكالة والفضالة والمرابحة العكسية. مجلة حولية

البركة، 10، 80-98، ص 89.

4- يستحق الوكيل عمولة عن كل صفقة استثمارية يقوم بها وينفذها طبقاً لأحكام اتفاقية الوكالة بالاستثمار المقيدة سواء كانت العمولة محددة بمبلغ مقطوع، أو بنسبة من المبلغ الموكل باستثماره، أو ما زاد عن نسبة معينة من الربح المحدد في العرض الاستثماري، أو مبلغ مقطوع بالإضافة إلى كل ما زاد عن نسبة ربح معينة، وقد يتم الاتفاق على حرمان الوكيل من العمولة في الحالات التي يبيع فيها الصفقة لنفسه.

2-4-4-3. الدراسة الفقهية للمنتج:

- 1- تولي الوكيل لنفسه مسألة خلافية، منعها جمهور الفقهاء من الحنفية والشافعية¹⁴⁵، وهو الرأي المعتمد في المعيار الشرعي رقم (8) بشأن المرابحة للآمر بالشراء (فقرة 3/1/4) وجاء فيها: (ولا يتولى الوكيل البيع لنفسه، بل تبيعه المؤسسة بعد تملكها العين)، وكذلك المعيار الشرعي رقم (23) بشأن الوكالة وتصرف الفضولي (فقرة 6/1/2) و(6/1/3) ونصهما على التوالي: (ليس للوكيل أن يتعاقد مع نفسه)، و(ليس للوكيل أن ينوب عن طرفي التعاقد)، ومستندهم التحرز من نقل الأملاك دون صيغة، واستبعاد الصورية في التصرفات، ومنع تداخل الضمانين، وهو الرأي الملائم لعمل المؤسسات المالية الإسلامية.
- 2- وأجاز فقهاء المالكية والحنابلة أن يبيع الوكيل لنفسه ما وكل في شرائه وبيعه، إذا كان الموكل قد أذن له بذلك، مادامت تهمة المحاباة والإضرار بمصلحة الموكل باسترخاض السلعة منتفية.
- 3- اشتراط المستثمر على الوكيل البيع بنسبة ربح محددة، وتضمينه النقص في حال المخالفة، شرط صحيح ومعتبر ويجب الالتزام بمضمونه عند فقهاء المذهب الحنبلي، جاء في المغني: (وإن باعه بنقص عنه لم يصح البيع، لأنه وكيل مخالف وإن تعذر رده، ضمن النقص)، وجاء في مجلة الأحكام العدلية ما نصه (مادة 1495): (إذا عين الموكل الثمن فليس للوكيل بيعه بأنقص مما عينه الموكل، فإذا باع ينعقد البيع موقوفاً على إجازة الموكل ولو باعه بنقصان الثمن بلا إذن الموكل وسلم المال إلى المشتري فللموكل أن يضمه ذلك النقصان)، وكذلك يرى المالكية صحة الشرط وعدم جواز مخالفته، فجاء في القوانين الفقهية لابن جزي النص التالي: ((الثاني) توكيل خاص فيختص بما جعل الموكل للوكيل من قبض أو بيع أو خصام أو غير ذلك، فإذا وكله على البيع وعين له ثمناً، لم يجز أن يبيع بأقل منه، وإن وكله على البيع مطلقاً، لم يجز أن يبيع بعرض ولا نسيئة ولا بما دون ثمن المثل)¹⁴⁶، وجاء في حاشية الخرشى: (ووكيل البيع يبيع بأقل من الثمن وتفاوت السلعة عند المشتري فالنقص على

¹⁴⁵ الكاساني، علاء الدين أبو بكر بن مسعود. (1406هـ - 1986م). بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع (ط 2). ج 6، بيروت:

دار الكتب العلمية، ص 28.

¹⁴⁶ ابن جزي، محمد بن أحمد بن محمد. (د ت). القوانين الفقهية. (د ن)، ص 216.

الوكيل¹⁴⁷، والشافعية أيضاً يرون صحة هذا الشرط، وهو ما نص عليه المعيار الشرعي رقم (23) بشأن الوكالة وتصرف الفضولي فقرة (6/3/2) وفيها: (وإذا خالف الوكيل بالبيع فباع بأقل من الثمن الذي حدده الموكل للبيع به، فإنه يضمن النقص عن ثمن المثل فقط، ولا يضمن جميع النقص عن الثمن الذي حدد له البيع به، مثل تقييد المضاربة أو الوكالة بالاستثمار بالبيع بربح لا يقل عن نسبة كذا، فلا يضمن الوكيل (أو المضارب) تلك النسبة بل يقتصر ضمانه على نقص عن ثمن المثل)، ومستند ذلك هو تحقيق العدل، ورفع الضرر عن الموكل دون الوقوع في أخذ المال بالشرط وهو ممنوع شرعاً لما في ذلك من شبهة الربا.

4- ويرى بعض الباحثين المعاصرين أن وجود هذا الشرط في الوكالات الاستثمارية المقيدة لا يؤثر في مشروعيتها كونه لا ينافي مقتضاها، أما في الوكالات الاستثمارية المطلقة الشبيهة بعقود المضاربات والمشاركات، فإن قصد بهذا الشرط تحفيز الوكيل على الاستثمار وتحسين الأداء، فهو شرط صحيح، أما إن قصد به تضمين الوكيل رأس المال أو أي جزء من العائد، فيكون حينئذ منافياً لمقتضى عقد الوكالة وهو أن الوكيل أمين لا يضمن إلا عند التعدي أو التفريط، وبالتالي تبطل الوكالة، أو تصح ويبطل الشرط، ويكون للوكيل أجر المثل.

5- ويرى آخرون أن هذه الصيغة تطمس معالم الوكالة في الواقع والمآل، لأن مآلها هو القرض المضمون مع فائدة مضمونة، وإلا فما معنى تضمين الوكيل رأس المال وأرباحه إذا لم يستطع بيع السلعة بنسبة الربح المحددة من الموكل، ولو صيغت بهذه الصياغة الصريحة لقبلت بالاعتراض والرفض، ولذلك ابتكر المعنيون صياغة إسلامية عن طريق تغيير الاسم فقط من القرض بفائدة إلى الوكالة بالاستثمار يكون فيها رأس المال مضموناً مع فوائده، ولو فتح هذا الباب لم يبق أي مبرر لتحريم الفوائد البنكية إذا صيغت على شكل الوكالة بالاستثمار المشروطة بأن يبيع الوكيل بنسبة ربح محددة وتحت طائلة المسؤولية¹⁴⁸.

ومن هنا كانت المباحثات في السلع الدولية بالآلية المشروحة آنفاً محل إشكالية كبيرة لدى معظم العلماء المعاصرين، وذلك لأن المعادن والسلع الدولية المشتراة والمباعة لا تقصد البنوك الموكلة ولا الوكيل ولا

¹⁴⁷ الخرخشي، محمد بن عبد الله. (د ت). شرح مختصر خليل ج3. بيروت: دار الفكر للطباعة، ص 272.

¹⁴⁸ القره داغي، علي محي الدين. (1439هـ، رمضان - 2008م، أيلول). تطبيقات الوكالة والفضالة والمراوحة العكسية. مجلة

حولية البركة، 10، 275-289، ص 280.

الوسيلة شراؤها ولا بيعها فعلاً، وإنما الغرض هو الوصول من خلال هذه الصفقات إلى حصول الموكل على المبلغ الذي يمثل رأسماله وأرباحه المشروطة.

3-4-5. تمويل رأس المال العامل:

3-4-5-1. التعريف بالصيغة:

تحتاج المنشآت العاملة في مختلف القطاعات (صناعية وتجارية وزراعية وعقارية) إلى السيولة النقدية اللازمة لشراء المواد الأولية، ومستلزمات الإنتاج، والمعدات، والأدوات، والآليات والبضائع، ودفع مصاريف دراسات الجدوى والاستشارات، وتسديد الضرائب، وسداد رواتب وكلف الأيدي العاملة ونحوها من النفقات التشغيلية.

ويقصد في مصطلح تمويل رأس المال العامل: (المال الذي توظفه المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية في تغطية احتياجات متعاملها من النفقات التشغيلية الدورية)، وعادة ما يمنح هذا النوع من التمويل لمنشآت الأعمال ذات الغايات والأغراض والاحتياجات المتعددة، والأنشطة المتكررة، لمساعدتها على الاستمرارية والإنتاجية.

وتؤكد التجارب العملية لمنشآت الأعمال أنّ قدرتها على توفير السيولة النقدية المطلوبة في الوقت المناسب عند الحاجة إليها لتسديد الالتزامات المالية (الخصوم الجارية) ليس أمراً ممكناً على الدوام، مما يجعلها تبحث في المصارف والمؤسسات المالية عن التمويل الذي يمتاز بالسرعة والمرونة والتكلفة الملائمة.

3-4-5-2. أهم صيغ تمويل رأس المال العامل في البنوك التقليدية:

(1) الحساب الجاري المكشوف (الجاري المدين): وهو اتفاقية بين المنشأة والمصرف يسمح بموجبه للمنشأة بسحب مبالغ أكبر مما يتوفر لديها من رصيد دائن في الحساب الجاري، وبذلك يكون المبلغ المكشوف (المقترض) هو المبلغ المسحوب فوق الرصيد المتاح في الحساب، وتحتسب الفائدة على المبلغ المكشوف ومدته، وغالباً ما يتم الاتفاق على سقف أو حد أعلى للمبالغ المكشوفة، والمدة الزمنية للسداد، ويحظى هذا النوع من التمويل بإقبال كبير، وشهرة واسعة، نظراً لما يتميز به من مرونة وسرعة.

(2) حسم الأوراق التجارية: وهو اتفاق بين المصرف والمنشأة تتنازل بموجبه المنشأة للمصرف عن الأوراق التجارية التي بحوزتها مقابل مبلغ يقل عن القيمة الاسمية لتلك الأوراق، بمقدار الفائدة على تلك

¹⁴⁹ جرادات، حسني عبد العزيز. (1432هـ - 2011م). الصيغ الإسلامية للاستثمار في رأس المال العامل (ط1). عمان: دار صفاء للنشر والتوزيع، ص 61.

الأوراق عن المدة المتبقية على تاريخ الاستحقاق، بسعر فائدة يطلق عليه في العرف المصرفي (سعر الحسم)، ويوفر هذا الأسلوب لها سيولة لإدارة عملياتها والاستمرار في أنشطتها المعتادة في وقت الأزمات.

3-5-4-3. بدائل تمويل رأس المال العامل المشروعة:

أولاً: التمويل باستخدام عقود المراجعة:

لتوفير أهم احتياجات المنشأة وأكثرها حساسية وهو المخزون السلعي من مواد أولية ومستلزمات إنتاج وبضاعة جاهزة، ويؤخذ على هذا البديل أنه محدود في السلع وما شاكلها ولا يغطي الاحتياجات النقدية التي هي المحرك الأساسي لتشغيل دورة العمليات في المنشأة¹⁵⁰.

ثانياً: التمويل باستخدام عقد السلم:

يعد عقد السلم بديلاً لعمليات الإقراض التي تمارسها البنوك التقليدية، كونه يتم بصورة نقدية سائلة تمنح المنشأة مرونة تامة في استخدام الحصيلة النقدية (مبلغ التمويل) لمختلف الأغراض مثل: شراء مستلزمات الإنتاج، ودفع رواتب وأي مصاريف مهما كان شكلها ونوعها، ومن ثم بعد تسلم سلعة السلم في الوقت المحدد لها يتولى المصرف بيع سلعة السلم في السوق، حيث يتحقق له ببيعها ربحاً يساوي الفرق بين السعر المتعاقد عليه وسعر المنتج في السوق وقت التسليم، ومنشأ هذا الربح هو بيع المنشأة سلعة السلم للمصرف بسعر منخفض أقل من قيمتها الفعلية التي تباع بها في الأسواق لتحفيز الممول على دفع ثمنها نقداً، ولولا هذا التخفيض لما وجد البائع من يسلفه، ولقد عقد السلم جدواه من ناحية اقتصادية¹⁵¹.

وبإمكان المصرف الاستعانة بخبرة البائع (المسلم إليه) عن طريق توكيله بتسويق سلعة السلم وبيعها، وذلك بموجب عقد وكالة منفصل في أحكامه وآثاره عن عقد السلم، ويجوز أن تكون الوكالة بأجر وتطبق عليها أحكام عقد الإجارة، ويكون الوكيل أجيراً على عمل معين، كما يجوز أن تكون الوكالة مجانية بلا مقابل، وأن تكون الوكالة معلقة على شرط وهو تسلم المصرف لسلعة السلم وقبضها القبض الشرعي المطلوب، لئلا يتقلص دور المصرف الفعلي في عملية السلم، ويحولها إلى معاملة صورية تشبه إلى حد كبير التمويل الربوي.

¹⁵⁰ المرجع السابق، ص 77.

¹⁵¹ المرجع السابق، ص 95.

ثالثاً: التمويل باستخدام عقد التوريد المصاحب للسلم:

يقوم هذا المنتج على أساس قيام المنشأة بتحويل طلبات الشراء المقدمة إليها من زبائنهم إلى المصرف، بحيث يقوم الزبون بتقديم طلب الشراء للمصرف مباشرة محدداً فيه البضاعة ومواصفاتها وأثمانها وأوقات التسليم، ومن ثم يقوم المصرف بصفته مورداً بتنظيم عقد توريد بينه وبين الزبون (المشتري)، وكذلك يبرم المصرف (المسلم) بصفته مشترياً عقد سلم بينه وبين المنشأة (المسلم إليه) بصفتها بائعاً، ويكون محل العقد البضاعة المطلوبة بموجب عقد التوريد، وبحيث يكون أجل التسليم في عقد السلم أقرب من أجل المتفق عليه في عقد التوريد ليتمكن المصرف من تنفيذ الصفقة، ويحقق المصرف ربحاً بمقدار الفارق بين ثمن المبيع في عقد التوريد وثن المبيع في عقد السلم¹⁵².

رابعاً: التمويل باستخدام عقد المشاركة:

يتم هذا التمويل وفق الإجراءات التالية¹⁵³:

- 1) يتقدم العميل إلى المصرف بطلب تمويل رأس المال العامل لمشروع معين، مرفقاً مع الطلب دراسة جدوى المشروع، ومقدار التمويل المطلوب، ومواعيد الحاجة إليه.
- 2) يقوم المصرف بتقييم جدوى المشروع المطلوب المشاركة فيه، وفي حال الموافقة يتم توقيع عقد مشاركة بين المصرف والعميل يحدد فيه مقدار رأس المال المشاركة، وحصة كل من العميل والمصرف فيه، وحصة كل منهما في الربح المتحقق، ومدة المشاركة.
- 3) يتم فتح حساب مشاركة في المصرف، ويتاح السحب منه وفقاً للاحتياج الفعلي للتمويل.
- 4) يودع الشريك في حساب المشاركة الإيرادات المحققة من نشاط المشروع محل المشاركة أولاً بأول.
- 5) يتم استخراج النتائج الفعلية للمشروع عن طريق محاسب قانوني محايد للطرفين لتحديد نسبة أرباح المشروع عن مدة المشاركة، ويقوم المصرف بأخذ حصة من الأرباح وفق المبالغ التي قام بدفعها والمدة التي استفاد منها المشروع.

¹⁵² المرجع السابق، ص 103.

¹⁵³ البلتاجي، محمد. (2011، 19-20 كانون الثاني). المشاركة المتغيرة صيغة مقترحة لتمويل رأس المال العامل. بحث مقدم للندوة الفقهية الثالثة بعنوان التمويل بالمشاركة الآليات العملية لتطويره، مصرف أبو ظبي الإسلامي، أبو ظبي، ص3.

(6) يتم تصفية المشاركة في نهاية المدة، وتوزيع الأرباح حسب النتائج الفعلية وحصل التوزيع المتفق عليها في عقد المشاركة، وفي حال زيادة الأرباح الفعلية عن الربح المتوقع، يعتبر الفرق حافزاً تشجيعياً للعميل الشريك مقابل إدارته الحصيفة لأعمال المشاركة.

(7) في حال تحقق خسارة يتحمل كل طرف حصته فيها بقدر حصته في رأس مال المشاركة.

ويواجه هذه الصيغة التمويلية عقبات إجرائية تتعلق بصعوبة إجراء تقييم أصول وموجودات المشروع لغايات تحديد رأس مال المشاركة عند ابتداء المشاركة وانتهائها، وتزداد الصعوبة في التمويل قصير الأجل لاحتياج المشروع إلى تقييمات متكررة تتطلب خبرات فنية ومالية مختصة، ومع ذلك تبقى المشاركة وسيلة تمويل مناسبة للحاجات التمويلية النقدية، وبخاصة طويلة الأجل، ولها آثار إيجابية على المركز المالي للمنشأة، لأنها تعتبر زيادة في حقوق الملكية مما يحسن من نسبة مديونية الشركة، ويعزز قدرتها على التمويل، ويحسن من تصنيفها الائتماني بسبب الأثر المالي والمعنوي بوجود مصرف مساهم، مما يقوي ثقة المتعاملين بها، إلا أن المصارف الإسلامية تعزف عن استخدامها واختبارها وتجربتها لارتفاع مخاطرها، وتذبذب عوائدها، وعدم القدرة فنياً على إدارة آلاف المشاركات الصغيرة في مختلف الأنشطة¹⁵⁴.

خامساً: التمويل باستخدام صكوك المضاربة:

وهي صكوك تسمح لأصحابها بالحصول على نسبة من أرباح المنشأة دون أن يكون لهم حقوق مساوية للمساهمين، ويتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في تلبية احتياجات المنشأة قصيرة الأجل على أن يتم إطفائها من دخل المنشأة في نهاية السنة المالية، وبحق للمنشأة أن توزع الأرباح بأي نسبة تراها مناسبة بحيث لا تكون الصكوك مكلفة للمنشأة، ومن الممكن أيضاً تحديد سقف أو حد أعلى للأرباح الموزعة على الصكوك بحيث لا تتجاوز مثلاً (10%) من قيمة الصكوك الاسمية. وإذا تم طرح هذه الصكوك في السوق الثانوية سيكون من السهل على المنشأة في أي وقت إطفائها من خلال إعادة شرائها من السوق المالية، ولكن قد يكون من الصعب على المصارف والمؤسسات المالية تمويلها بالاكتتاب فيها بسبب مخاطرها العالية¹⁵⁵.

¹⁵⁴ جرادات، حسني عبد العزيز. مرجع سبق ذكره، ص 120.

¹⁵⁵ السويلم، سامي بن إبراهيم. (2008، 17 آذار). تعقيب حول تمويل رأس المال العامل. ورقة مقدمة لندوة تمويل رأس المال العامل، الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل وجامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، الرياض، ص 2.

سادساً: التمويل باستخدام خصم الكمبيالة على أساس البيع:

يتجه كثير من الفقهاء إلى جوازه شرعاً لأن بيع الدين بأقل منه جائز شرعاً إذا لم يكن الدين من الذهب أو الفضة أو مكيل أو موزون آخر.. ونظراً إلى أن الدين المباع بأقل منه بعمليات الخصم ليس من الذهب والفضة وإنما هو دين بأوراق نقدية فيجوز بيعها بأقل منها¹⁵⁶..

ولكن أصل تخريج خصم الكمبيالة على أساس بيع الدين بأقل منه موضوع بحث، بحسب السيد الصدر؛ لأن هذا المبلغ وإن لم يكن ربوياً لأن الدين المبيع ليس من الذهب والفضة، ولكن هناك روايات خاصة دلت على أن الدائن إذا باع دينه بأقل منه فلا يستحق المشتري من المدين إلا بقدر ما دفع إلى البائع ويعتبر الزائد ساقطاً من ذمة المدين رأساً.. وهذا يعني أن البنك إذا فسرنا عملية الخصم لديه بأنها شراء للدين بأقل منه لا يستحق على المدين إلا بمقدار ما دفع ويعتبر تتازل الدائن عن الزائد لصالح المدين دائماً لا لصالح المشتري وإن قصد الدائن ذلك.¹⁵⁷

فمن تلك الروايات خبر أبي حمزة عن الإمام محمد بن علي الباقر (ع) قال: سألته عن الرجل كان له على رجل دين فجاءه فاشتراه منه بعوض ثم انطلق إلى الذي عليه الدين فقال: اعطني ما لفلان عليك فإني قد اشتريته منه كيف يكون القضاء في ذلك؟ فقال الإمام: يرد الرجل الذي عليه الدين ماله الذي اشترى به من الرجل الذي له الدين¹⁵⁸. وخبر محمد بن الفضيل، قال: قلت لعلي بن موسى الرضا (ع): رجل اشترى ديناً على رجل ثم ذهب إلى صاحب الدين فقال له: ادفع إلي ما لفلان عليك فقد اشتريته منه.. قال الإمام: يدفع إليه قيمة ما دفع إلى صاحب الدين وبريء الذي عليه المال من جميع ما بقي عليه¹⁵⁹.

خلاصة الفصل:

من خلال ما تم استعراضه من مفاهيم للاقتصاد ودوره وأبعاده بحسب المنظور الإسلامي، ومحاولة مقارنة مفهوم الربا والأسباب التي أدت لتحريمه والأدلة الشرعية على ذلك التحريم، بالإضافة لمناقشة الآثار الاقتصادية والاجتماعية التي نجمت عن اعتماده كمكون أصيل للحياة الاقتصادية؛ يتبين بشكل جلي الأسباب التي أدت لإضاءة شمعة المصارف اللاربية (الإسلامية) في عتمة النظام الاقتصادي التقليدي الفاسد والسائد، والمحاولات الحثيثة لنفض الغبار عن الأحكام الشرعية المعطلة من خلال إحياء الأساليب والمعاملات المالية والتجارية وتنقيتها من كل ما هو مخالف شرعاً، وصياغتها في أطر وأدوات مالية وتمويلية تتسجم مع متطلبات

¹⁵⁶ الصدر، محمد باقر. البنك اللاربي في الإسلام. مرجع سبق ذكره، ص 152.

¹⁵⁷ المرجع السابق، ص 152.

¹⁵⁸ وسائل الشيعة للحر العاملي، مرجع سبق ذكره، ج18: 347، الباب 15 من أبواب الدين والقرض، الحديث 2.

¹⁵⁹ المرجع السابق، ج18: 348، الحديث 3.

الحاضر وتحدياته، في ظل المنافسة غير المتكافئة مع أعتى الامبراطوريات الاقتصادية الحاكمة. إلا أن هذه الشمعة قد تعرضت لكثير من المحاولات لإطفائها أو صبغها بصبغة السواد السائد واحتواء نورها من خلال فرض واقعية التعامل مع منظومة التبادل النقدي والمالي الربوي السائدة أو من خلال فتح كوات أو نوافذ مصرفية إسلامية تابعة للمؤسسات المصرفية التقليدية الربوية الكبرى، وهو ما يعبر عنه بالتأثير المباشر، أما التأثير غير المباشر، وهو الأخطر، فيتمثل من خلال هيمنة وتقشي النظام الاقتصادي الربوي في كافة مناحي الحياة الاقتصادية والاجتماعية والفكرية والخلفية للمجتمع وعلى رأسهم العلماء والباحثين الإسلاميين الذين قد يجدون المبررات التي تدفعهم لتبني أدوات مالية أو تمويلية مغطاة بحجاب إسلامي إلا أن جوهرها ومضمونها لا يختلف أبداً عن الآليات والأدوات التقليدية الربوية؛ وهو ما يبدو جلياً من خلال الاختلافات الفقهية عند دراسة كل أداة من أدوات التمويل المستحدثة التي مرت في المبحث الرابع، من دون التطرق إلى الأدوات الأخرى الأكثر خلافية والتي تظهر بوضوح الانسياق الكامل للنظام المالي العالمي لكن بعناوين إسلامية، كالتورق والتورق المنظم والمراوحة العكسية والفضالة. وعليه كان لا بد من معرفة الواقع العملي للأدوات والمؤشرات المالية والتمويلية المستخدمة في دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية سواء من المنظور التقليدي أو الإسلامي والمطبقة في المؤسسات المالية المصرفية في سورية، وأثرها في اتخاذ قرار التمويل الاستثماري، وهو ما يتم عرضه في الفصل التالي.

الفصل الرابع:

تطبيق استخدام أدوات

التحليل المالي في المقارنات بين

المصرفين الإسلامي والثقليدي

المبحث الأول: المعطيات والبيانات الأولية المعدة للدراسة التطبيقية:

4-1-1. مجتمع وعينة الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من كافة المؤسسات المالية والتمويلية في سورية، والتي تساهم في الإقراض أو التمويل أو دعم المشروعات القائمة والمستحدثة، سواءً الخاصة منها أو الحكومية، متمثلة بالبنوك التقليدية والإسلامية، وشركات التأمين والمؤسسات غير الحكومية وغير الربحية.

وتم إجراء الدراسة على عينة مكونة من مصرف تقليدي هو البنك العربي سورية، ومصرفين إسلاميين هما مصرف سورية الدولي الإسلامي وبنك الشام الإسلامي، والسبب في صغر حجم العينة هو الصعوبة البالغة في الحصول على المعطيات اللازمة التي تستند إليها مؤسسات التمويل في إجراء دراساتها وآليات اتخاذ قراراتها لجهة التمويل من عدمه، لأسباب تتعلق بالسرية المصرفية من جهة والإجراءات الإدارية الروتينية المعقدة في عمل هذه المؤسسات من جهة أخرى.

4-1-2. الإطار الزمني للدراسة:

تم تحضير ملف مالي يضم قوائم وموازنات تقديرية لخمس سنوات للفترة من 2019 إلى 2023، مع تقدير للتدفقات النقدية لخمس سنوات إضافية حتى العام 2028، لأحد المشروعات التعليمية المزمع إنشاؤها، دون ذكر اسم المشروع احتراماً لرغبة القائمين عليه، وتم اختيار المشروع لأسباب تتعلق بضرورات وحاجات المرحلة القادمة لإعادة بناء القطاع التعليمي والتربوي في ظل بداية التعافي والحركة النشطة للاقتصاد مع انتهاء سنوات الأزمة، ومع بداية انطلاق المؤسسات المالية واندفاعها للمساهمة في النهضة الاقتصادية الكبيرة.

4-1-3. الملف المالي والقوائم التقديرية المقدمة للدراسة:

يتضمن الملف المالي طلب مقدم من الجهة القائمة على المشروع، للمؤسسات المالية لغرض تقديم التمويل المناسب لانطلاق المشروع والمقدر بحوالي 2 مليار ليرة والذي يشكل 50% من التكاليف الابتدائية الكلية لانطلاق المشروع، مبيناً المعلومات الأساسية عن المشروع وتعريف مقتضب عن الجهة القائمة عليه، واقتراح الأشكال المحتملة للتمويل، والضمانات المناسبة الممكن تقديمها. بالإضافة إلى القوائم المالية التقديرية والتي تتضمن قوائم الدخل والمركز المالي والتدفقات النقدية مع تحليلها العمودي.

4-1-3-1. طلب التمويل التجاري:

السادة المحترمون؛

تحية طيبة..

يرجى الموافقة على طلب التمويل للمشروع بتأسيس مجموعة مدارس التعليم العالمية الخاصة، وتجدون أدناه كافة المعلومات التي طلبتموها عن المشروع ومؤسسيه:

أولاً : معلومات أساسية :				
طبيعة العمل :			مجموعة مدارس تعليم خاص	
عنوان العميل :	سري	رقم الهاتف		سري
		رقم الفاكس		سري
نوع الشركة:	تضامن		حق الاقتراض	
تاريخ التسجيل:	01/01/2016		حق رهن الأموال المنقولة و غير المنقولة	
رقم السجل التجاري:	سري		النسبة المسموح بها بالاقتراض من رأس المال	
رأس المال المصرح به	مليار ليرة سورية		رأس المال المدفوع	
المساهمين الرئيسيين في الشركة	الرقم	الاسم	النسبة المئوية للملكية	قيمة المساهمة / بالآلاف الليرات السورية (من رأس المال المدفوع)
اسم المدير العام	سري		اسم الشركات الشقيقة و التابعة (ذوي الصلة)	
المفوضين بالتوقيع	سري		-	-
			-	-

ثانياً : تفاصيل طلب التمويل :

الطلب	تمويل 50% من حقوق الملكية للمشروع المزمع إنشاؤه
الغاية	الشروع بتأسيس المشروع

الضمانات المقترحة	الدخول في عقد شراكة، أو الحصول على ضمانات من أصول المشروع الثابتة أو المتحركة
آلية السداد	توزيع أرباح بحسب نسبة الشراكة، أو شراء حصة البنك بشكل تدريجي على أساس تقييم محايد، أو على أقساط ثابتة نصف سنوية
مصادر التسديد	من إيرادات المشروع بعد تغطية المصاريف التشغيلية والإدارية

ثالثاً : تحليل حركة التعامل :

الحساب	الرصيد الحالي	مجموع مدين	مجموع دائن
جاري ليرة سورية	1,500,000,000	0	1,500,000,000
المجموع			

رابعاً : معلومات عن المؤسسين :

مجموعة من المغتربين في الدول الأوروبية، منذ عشرة أعوام، مختصون في مجال التربية والتعليم، حاصلون على شهادة عليا في المجال من إحدى الدول الأوروبية، لديهم شبكة علاقات مع الجهات الرسمية وحصلوا على الترخيص بشكل نظامي؛ قاموا بتسديد الكفالات والضمانات الخاصة بالحصول على الترخيص وتم وضع رأس المال في حساب خاص لهم لدى البنك.
--

خامساً : التعامل المصرفي مع البنوك و المصارف الأخرى:

(أ) التسهيلات المصرفية (المبالغ بالمليون \$)

من واقع الكشوفات و المعلومات المقدمة من العميل :					
اسم المصرف	التسهيلات الممنوحة			الضمانات	تاريخ بدء التعامل
	نوع الائتمان	السقف	الرصيد		
HSBC	جاري	5	3	عقارات في الخارج	2005/01/01
TOTAL					

ب) حسابات الودائع :

(حركة الحساب)				اسم البنك / المصرف
دائن	مدين	الرصيد	نوع الحساب	
9	7	2	جاري	HSBC
				TOTAL

سادساً : ملخص البيانات المالية:

البيانات المالية المعدة من قبل الإدارة المالية والمتوقعة عن الأعوام 2019 – 2020 – 2021 – 2022 – 2023 مرفقة في الملحق رقم (1) وإيضاحات القوائم مرفقة في الملحق رقم (2)، وتم تلخيصها لتوضيح أبرز نقاط القوة والضعف:

الجدول رقم (1) : ملخص المركز المالي على أساس التمويل الداخلي

(بالآلاف ليرة)

8/31/2023	8/31/2022	8/31/2021	8/31/2020	8/30/2019	ملخص المركز المالي
1,921,322	1,055,864	800,369	729,494	445,602	مجموع الموجودات المتداولة
983,981	1,613,968	746,399	746,081	733,730	استثمارات ومشاريع قيد التنفيذ
3,510,875	2,878,257	3,042,576	3,215,799	3,409,625	صافي الموجودات الثابتة
15,014	66,960	75,297	40,932	16,312	مصاريف مدفوعة مقدماً
					موجودات أخرى
6,431,191	5,615,048	4,664,642	4,732,306	4,605,269	مجموع الموجودات
1,254,907	658,555	482,988	308,882	274,760	مجموع المطلوبات المتداولة
159,538	176,926	192,405	215,349	242,164	قروض طويلة الأجل
					مطلوبات أخرى طويلة الأجل
1,414,445	835,481	675,393	524,231	516,924	مجموع المطلوبات
5,016,745	4,779,567	3,989,249	4,208,075	4,088,345	صافي حقوق الملكية

الجدول رقم (2) : ملخص قائمة الدخل على أساس التمويل الداخلي

(بالألف ليرة)

8/31/2023	8/31/2022	8/31/2021	8/31/2020	8/30/2019	ملخص قائمة الدخل
2,677,172	1,785,934	1,392,385	1,036,801	753,130	صافي الإيرادات السنوية (بعد الحسم)
675,749	484,411	375,059	326,587	373,800	كلفة الإيرادات السنوية
1,729,310	1,101,389	797,277	489,696	114,932	مجمل الربح
1,081,575	622,064	417,137	223,207	-164,739	صافي ربح العمليات
1,049,762	579,742	381,323	200,026	-184,983	صافي الربح بعد الفائدة
1,116,628	604,924	391,919	213,858	-177,036	صافي الربح (الخسارة) قبل الضريبة
837,471	453,693	307,373	213,858	-177,036	صافي الربح (الخسارة) بعد الضريبة

الجدول رقم (3) : ملخص قائمة التدفق النقدي على أساس التمويل الداخلي

(بالألف ليرة)

8/31/2023	8/31/2022	8/31/2021	8/31/2020	8/30/2019	ملخص قائمة التدفق النقدي
1,687,811	793,632	627,470	513,442	(109,994)	صافي التدفق النقدي من عمليات التشغيل
(247,450)	(883,787)	(49,215)	(45,697)	(4,159,667)	صافي التدفق النقدي من عمليات الاستثمار
(617,681)	319,207	(551,457)	(116,736)	4,507,591	صافي التدفق النقدي من عمليات التمويل
822,681	229,052	26,798	351,010	237,930	الفائض النقدي
844,790	615,738	588,940	237,930	0	النقد في بداية الفترة
1,667,470	844,790	615,738	588,940	237,930	النقد في نهاية الفترة

الجدول رقم (4) : مخطط الهيكل المالي والتمويلي على أساس التمويل الداخلي

[illegible]

سابعاً : تحليل البيانات المالية :

التعليق على القوائم المالية	يتبين أن منحى البيانات المالية في تصاعد حيث تبدأ سالبة عند انطلاق المشروع وهو أمر مبرر وصولاً إلى نهاية السنة الرابعة وبداية السنة الخامسة والتي ستشهد تضاعف في الأرقام نتيجة الخطة المزمعة للتوسع من خلال فرع جديد في منطقة جغرافية جديدة.
التعليق على التدفق النقدي	حجم التدفق النقدي من عمليات التمويل في السنة الأولى للمشروع يمثل التكلفة الأولية لانطلاق المشروع، والملاحظ هو زيادة التمويل خلال السنة الرابعة لأغراض التوسع، وهو ما يستدعي تمويل إضافي خلال تلك الفترة، والذي ستغطي العوائد الداخلية الجزء الأكبر منه، من خلال ملاحظة حجم الإنفاق الاستثماري في تلك السنة والذي يفوق ضعف التدفق التمويلي.

ثامناً : حول الملاءة العقارية للشركاء :

تنحصر الملاءة العقارية للشركاء بالعقارات التي سيتم تملكها لصالح المشروع وتتمثل بأراضي ومباني المشروع.

تاسعاً : حول الضمانات العقارية :

يمكن وضع إشارة على عقارات المشروع في حال التمويل على أساس المرابحة، أو من خلال تملك أسهم في عقارات المشروع في حال التمويل على أساس المشاركة.
--

عاشرأ : تحليل نقاط القوة والضعف (SWOT)

نقاط القوة	الحصول على امتياز من إحدى المجموعات التعليمية العالمية، التخصص والكفاءة في الإدارة، وجود خطط وآليات عمل حديثة تتواءم مع آخر المستجدات في المجال، الانتشار في أكثر من منطقة جغرافية.
نقاط الضعف	عدم الدراية الكافية بالموردين والمتعهدين المحليين، وعدم وجود جهات إشرافية معتمدة على عمليات التأسيس والبناء، عدم وجود الكادر الكافي المؤهل والمتدرب والذي يتطلب إجراء دورات تدريب مكثفة خلال الأشهر الأولى للتأسيس، عدم تأمين وسائل نقل خاصة بالمجموعة.
الفرص	الوصول إلى شرائح اجتماعية جديدة تتمثل بالمغتربين العائدين، والمتأقلمين مع الأنظمة التعليمية المتطورة السائدة في بلدان الاغتراب، التميز عن المنافسين بخصوص المناهج الحديثة وسائل الإيضاح المتطورة، تقديم شهادات متوافقة ومعتمدة من الاتحاد الأوروبي بالإضافة إلى الشهادة السورية.
التحديات	التنافسية العالية من مجموعات تعليمية متمرسة ومعتمدة، ضعف وسائل النقل المتاحة بالشكل اللائق والمنظم، ارتفاع الأقساط الدراسية بنسبة أعلى من الرسوم المماثلة لغير مجموعات.

2-3-1-4. تحليل البيانات المالية والأدوات المستخدمة بحسب القائمين على المشروع:

قام الباحث بالتنسيق مع الإدارة المالية للمشروع بتحليل القوائم والبيانات المالية الخاصة بالمشروع من خلال أدوات التحليل المالي الساكنة والمتحركة عبر الزمن وذلك لاستكمال متطلبات الملف وتقديمه للمؤسسات المالية، ويمكن تفصيلها من خلال العرض الآتي:

1-2-3-1-4. التحليل المالي باستخدام الأدوات الساكنة:

تم إعداد القوائم والبيانات المالية على أساس التمويل الداخلي للمشروع دون الاستعانة بتمويل خارجي إلا بالحدود الدنيا والتي لا تتجاوز 5% من إجمالي الأصول، وذلك للوقوف على حالة المشروع واحتساب مؤشرات بناءً على قدراته الخاصة ولعزل أثر التكاليف الإضافية التي ستتجم جراء طلب التمويل الخارجي:

الجدول رقم (5): المؤشرات المالية الساكنة على أساس التمويل الداخلي

معايير الصناعة	8/31/2023	8/31/2022	8/31/2021	8/31/2020	8/30/2019	المؤشرات المالية
						معدلات النمو
30%	49.9%	28.3%	34.3%	37.7%		معدل نمو الإيرادات السنوية (بعد الحسم)
20%	39.5%	29.2%	14.8%	-12.6%		معدل نمو كلفة الإيرادات السنوية
25%	57.0%	38.1%	62.8%	326%		معدل نمو الأرباح المجملة
20%	84.6%	47.6%	43.7%	221%		معدل نمو صافي الربح بعد الضريبة
23%	69.3%	23.7%	28.8%	1.4%		معدل نمو مجموع المظبوطات
18%	5.0%	19.8%	-5.2%	2.9%		معدل نمو حقوق الملكية
5%	14.5%	20.4%	-1.4%	2.8%		معدل نمو مجموع الموجودات
						نسب السيولة
2	1.5	1.6	1.7	2.4	1.6	نسبة التداول
1	1.3	1.3	1.3	1.9	0.9	السيولة السريعة
	666,414	397,308	317,381	420,611	170,842	صافي راس المال العامل
	1,532,582	873,365	680,191	483,390	162,383	النقد من العمليات (قائمة الدخل)
	1,687,811	793,632	627,470	513,442	-109,994	النقد من التشغيل (قائمة التدفق)
						نسب النشاط
0.8	0.84	0.60	0.44	0.31		دوران الموجودات الثابتة (مرة)
0.55	0.44	0.35	0.30	0.22		دوران مجموع الموجودات (مرة)
30	29.6	37.7	39.5	57.2		فترة تحصيل الذمم (يوم)
60	516.8	429.3	382.3	325.5		فترة دفع الديون (يوم)

تابع الجدول رقم (5): المؤشرات المالية الساكنة على أساس التمويل الداخلي

المؤشرات المالية	8/30/2019	8/31/2020	8/31/2021	8/31/2022	8/31/2023	معايير الصناعة
نسب الربحية						
صافي الربح/الإيرادات السنوية (بعد الحسم)	-23.5%	20.6%	28.1%	33.9%	41.7%	33%
معدل العائد على الموجودات		4.6%	8.3%	11.8%	18.5%	17%
معدل العائد على حقوق الملكية		5.2%	9.6%	13.8%	22.8%	31%
نسب المديونية						
مجموع المطلوبات/حقوق الملكية	12.64%	12.5%	16.9%	17.5%	28.2%	85%
مجموع المطلوبات/مجموع الموجودات	11.22%	11.1%	14.5%	14.9%	22.0%	46%
القروض الطويلة الاجل/حقوق الملكية	6%	5%	5%	4%	3%	70%
نسب خدمة الدين						
النقد من العمليات/مجموع المطلوبات	31%	92%	101%	105%	108%	20%
عدد مرات تحقق الفائدة	-2040.6	1172.6	46.8	38.4	77.5	10
تغطية أقساط الدين والفوائد (مرة)	1218.5	109.0	65.6	55.0	106.1	3
نسب التدفق النقدي						
النقد من التشغيل/المبيعات	-15%	50%	45%	44%	63%	
النقد من التشغيل/مجموع الموجودات	-2%	11%	13%	14%	26%	
النقد من التشغيل/مجموع المطلوبات	-21%	98%	93%	95%	119%	
مؤشرات Z - SCORE						
صافي رأس المال العامل/الموجودات (1.3)	4%	9%	7%	7%	10%	
حقوق الملكية / الموجودات (1.4)	89%	89%	86%	85%	78%	
صافي ربح العمليات / الموجودات (3.3)	-4%	5%	9%	11%	17%	
حقوق الملكية / المطلوبات (0.6)	791%	803%	591%	572%	355%	
المبيعات / الموجودات (0.999)	16%	22%	30%	32%	42%	
Z - SCORE	6.08	6.54	5.42	5.39	4.32	
احتمال الفشل	غير متوقع	غير متوقع	غير متوقع	غير متوقع	غير متوقع	

بناءً على ما تم عرضه من مؤشرات في الجدول رقم (5) أعلاه، يمكن الوقوف على أبرز النقاط والملاحظات الواجب أخذها بالاعتبار عند اتخاذ القرار التمويلي أو الاستثماري:

(1) مؤشرات النمو: يتبين تصاعد معدلات نمو الإيرادات وتكلفة الإيرادات خلال الأعوام الخمسة بشكل متسارع يفوق معدلات النمو بحسب معايير الصناعة، وذلك مبرر في السنوات الأولى لانطلاقة المشروع وخاصة في السنة الخامسة التي يتخللها خطة افتتاح الفرع الجديد، في حين نجد باقي

مؤشرات النمو في حالة تذبذب من سنة إلى أخرى وبشكل بعيد عن معايير الصناعة وهو مبرر أيضاً في السنوات الأولى لانطلاقة المشروع.

(2) **مؤشرات السيولة:** نجد التقارب بين نسبة التداول ونسبة السيولة السريعة خلال السنوات الخمسة وتقع في منتصف مجال معايير الصناعة، وهو ما يؤثر على أن غالبية الموجودات المتداولة هي نقدية جاهزة وشبه جاهزة، الأمر الذي تفرضه الحاجة إلى النقدية لتغطية أي زيادة غير متوقعة في المصاريف التأسيسية والتشغيلية المتداولة خلال سنوات انطلاق المشروع الأولى؛ والملاحظ التقارب الكبير بين مؤشري النقد من العمليات والنقد من التشغيل خلال السنوات اللاحقة للسنة الأولى وهو ما يعزز امكانية المشروع على توليد وتحقيق النقد من نشاطه التشغيلي وخصوصاً في السنة الخامسة التي يتخللها افتتاح الفرع الجديد.

(3) **مؤشرات النشاط:** بالمجمل هي قريبة من معايير الصناعة، وبالأخص دوران مجموع الموجودات وفترة تحصيل الذمم، ما يعبر عن واقعية أرقام الإيرادات السنوية المقدرة، في حين نجد أن فترة دفع الديون مبالغ فيها، والسبب هو حجم التسهيلات الكبيرة المتوقعة من الموردين والمتعهدين في السنوات الأولى لانطلاقة المشروع.

(4) **مؤشرات الربحية:** نجد أنها في وتيرة تصاعدية وتبدأ من نتيجة سالبة في السنة الأولى لتتجاوز معايير الصناعة في السنة الخامسة التي يتخللها افتتاح الفرع الجديد، وهو ما يبين تسارع الأداء خلال السنوات الخمس الأولى للمشروع باعتباره مشروع ناشئ لم يصل إلى مرحلة النضوج التي تنتم بها معايير الصناعة.

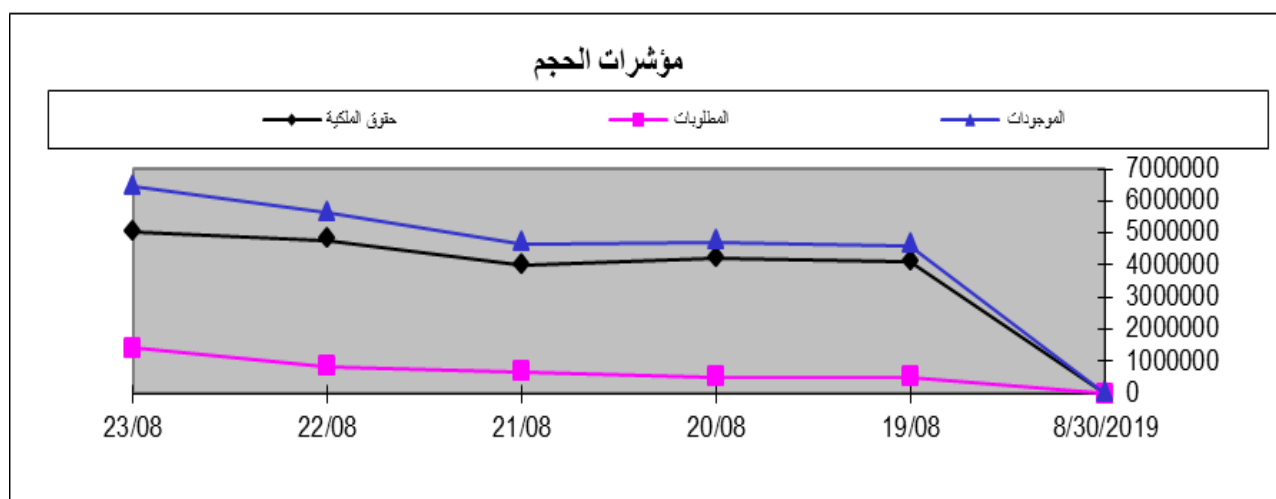
(5) **مؤشرات المديونية:** تم احتسابها على أساس التمويل الداخلي أو بعبارة أخرى على أساس التمويل عبر الشراكة بحصص في حقوق الملكية وليس عبر التمويل بالإقراض، والتركيز على الديون التجارية الأقل كلفة، الأمر الذي يفضل القائمين على المشروع، من خلال الدخول في شراكة طويلة الأمد لتخفيف الأعباء الكبيرة لتكاليف التمويل خلال السنوات الأولى لانطلاقة المشروع ومنع التذبذبات في المؤشرات والتقليل من احتمالات التعثر والفشل، وهذا ما يبرر انخفاض هذه المؤشرات بشكل كبير مقارنة بمعايير الصناعة.

(6) **مؤشرات خدمة الدين:** تؤكد على ما تناولناه في مؤشرات المديونية ولنفس الأسباب نجد الارتفاع الكبير لهذه المؤشرات مقارنة بمعايير الصناعة.

(7) **مؤشرات التدفق النقدي:** نجد أنها في وتيرة تصاعدية وتبدأ من نتيجة سالبة في السنة الأولى بنتيجة الخسارة وعدم كفاية التدفقات التشغيلية وصولاً إلى نسب عالية في السنة الخامسة، وهو ما يبين تسارع الأداء خلال السنوات الخمس الأولى للمشروع باعتباره مشروع ناشئ لم يصل إلى مرحلة النضوج بالإضافة إلى التحسن في كفاءة التشغيل وتقليل نسب الهدر في النفقات التشغيلية.

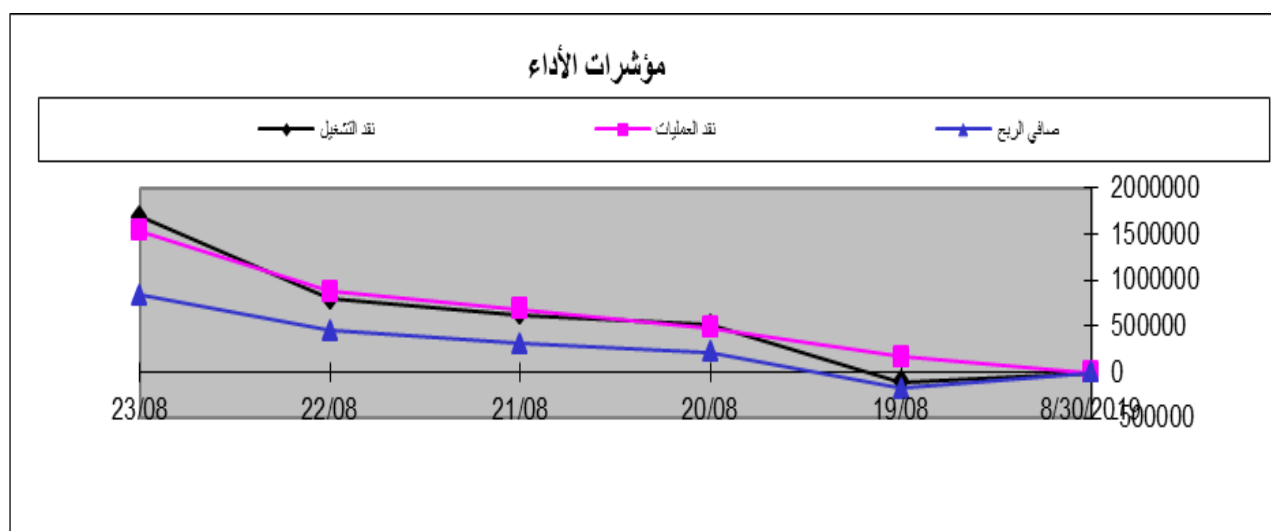
(8) مؤشرات Z-Score: تظهر قيمة عالية وبعيدة عن احتمالات الفشل، والسبب الأبرز هو النسبة العالية لحقوق الملكية لمجموع الموجودات ولمجموع المطلوبات، والذي يعزز وجهة نظر القائمين على المشروع بضرورة عدم إرهاب المشروع بتكاليف دين عالية وزيادة نسبة المطلوبات إلى مجموع الموجودات بطريقة قد تؤدي إلى الفشل والتعثر المالي، وخاصة مع انطلاقة المشروع.

ويمكن توضيح هذه المؤشرات أكثر من خلال المخططات الآتية:



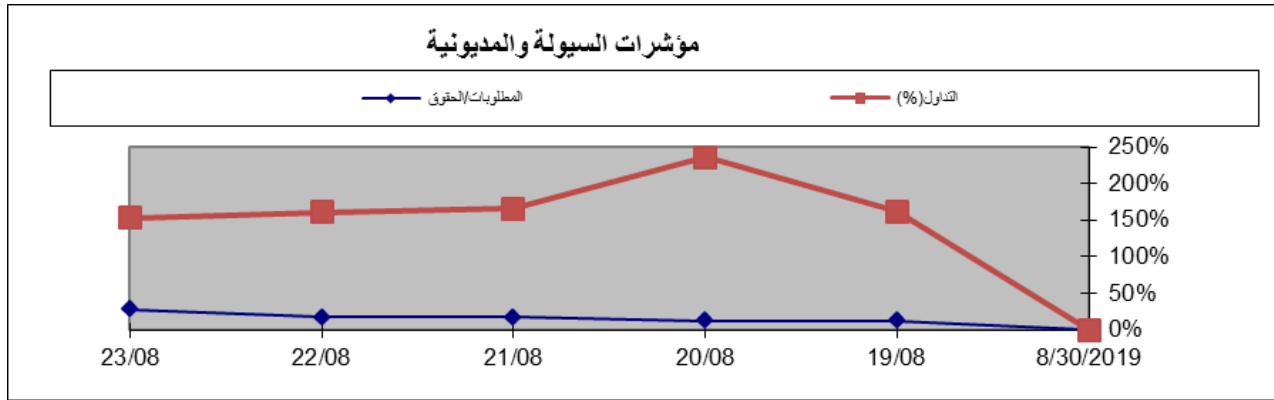
الشكل رقم (3) : مؤشرات الحجم على أساس التمويل الداخلي

المصدر: إعداد الباحث



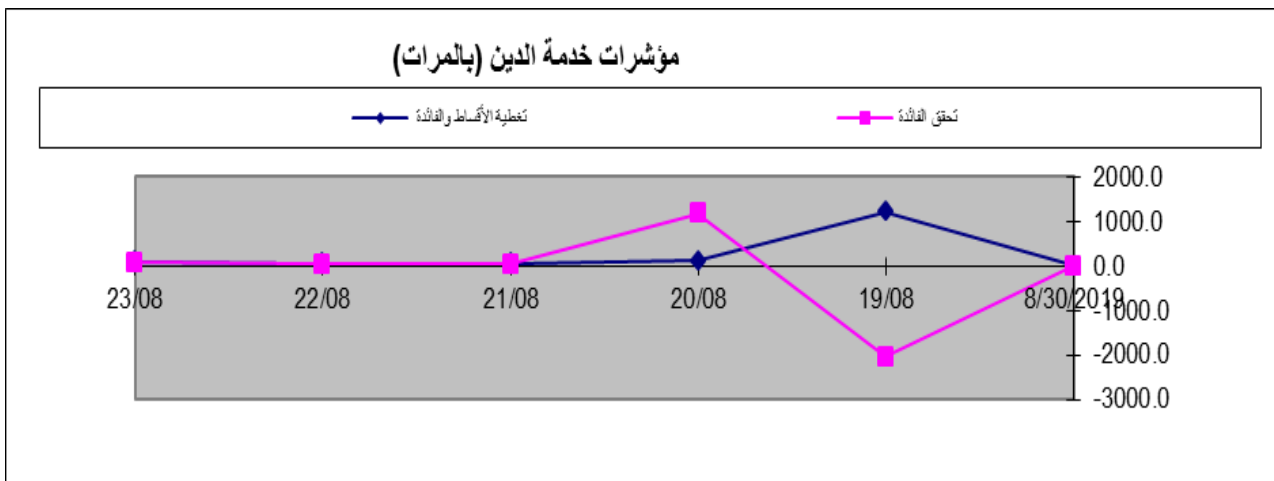
الشكل رقم (4) : مؤشرات الأداء على أساس التمويل الداخلي

المصدر: إعداد الباحث



الشكل رقم (5): مؤشرات السيولة والمديونية على أساس التمويل الداخلي

المصدر: إعداد الباحث



الشكل رقم (6): مؤشرات خدمة الدين على أساس التمويل الداخلي

المصدر: إعداد الباحث

(9) مؤشر فترة الاسترداد المحاسبية: ليتم احتساب هذا المؤشر لا بد من تقدير التدفقات النقدية الداخلة والخارجة لسنوات خمسة إضافية على أساس معدلات النمو الخاصة بمعايير الصناعة لكل من الإيرادات والتكاليف التشغيلية، ومن ثم احتساب صافي التدفقات السنوية وتجميعه على مدار سنوات المشروع ومقارنته مع التكلفة الابتدائية لانطلاقة المشروع، بحسب الجدول رقم (6) في الصفحة التالية، والذي يبين أن المشروع بحاجة إلى ست سنوات لاستعادة التكاليف الابتدائية للمشروع والممولة على أساس داخلي، ودون النظر إلى أي تكاليف إضافية تتعلق بشروط التمويل الخارجي. ومع تجاهل أثر التكلفة الزمنية للنقد ولم يتم خصم التدفقات النقدية.

الجدول رقم (6): التدفقات النقدية المتوقعة للسنوات العشر الأولى للمشروع على أساس التمويل الداخلي

(بالألف ليرة)

التدفقات النقدية المتوقعة خلال السنوات العشر الأولى للمشروع	سنة التأسيس	السنة الأولى	السنة الثانية	السنة الثالثة	السنة الرابعة	السنة الخامسة	السنة السادسة	السنة السابعة	السنة الثامنة	السنة التاسعة	السنة العاشرة
نسبة التشغيل من الطاقة القصوى	0%	50%	67%	83%	100%	67%	83%	100%	100%	100%	100%
مجموع التدفقات النقدية الداخلة	0	761,077	1,050,632	1,402,982	1,811,116	2,744,038	3,567,250	4,637,425	6,028,652	7,837,248	10,188,423
مجموع التدفقات النقدية الخارجة	0	871,071	582,887	824,727	1,901,271	1,303,677	1,694,780	2,203,214	2,864,178	3,723,432	4,840,461
صافي التدفقات النقدية قبل خدمة التمويل	0	-109,994	467,745	578,255	-90,155	1,440,361	1,872,470	2,434,211	3,164,474	4,113,816	5,347,961
تمويل القائمين على المشروع	2,079,834	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
تمويل إضافي من الجهات الخارجية	2,079,834	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
دفعات التمويل وخدمته	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
صافي التدفقات النقدية بعد خدمة التمويل	-4,159,667	-109,994	467,745	578,255	-90,155	1,440,361	1,872,470	2,434,211	3,164,474	4,113,816	5,347,961
التدفق النقدي المجمع عبر سنوات المشروع	-4,159,667	-4,269,661	-3,801,916	-3,223,661	-3,313,816	-1,873,454	-984	2,433,226	5,597,701	9,711,517	15,059,478

2-2-3-1-4. التحليل المالي باستخدام الأدوات المتحركة مع الزمن:

بناءً على المعطيات التي تم إعدادها في الجدول رقم (6) في الصفحة السابقة يمكن احتساب المؤشرات التي تستند إلى خصم التدفقات النقدية، ولكن لا بد أولاً من تحديد معدل الخصم المناسب والذي يعبر عن تكلفة رأس المال التي سيتم بموجبها خصم التدفقات النقدية خلال سنوات المشروع العشر، وبحسب الباحث وبالتنسيق مع الإدارة المالية للمشروع تم اعتماد العائد على الموجودات السائد بحسب معايير الصناعة وقدره 17% وذلك للأسباب الآتية:

- أ- رغبة القائمين على المشروع الاعتماد على التمويل الداخلي من خلال حصص في حقوق الملكية لتشكيل الوزن النسبي الأكبر في هيكل التمويل، ولتجنب مخاطر التمويل القائم على القروض ولو كان بتكاليف أقل، وبالأخص في السنوات الأولى لانطلاقة المشروع.
 - ب- اعتماد معايير الصناعة بديلاً عن المتوسط المرجح، نظراً للتذبذب الكبير في العوائد خلال السنوات الأولى لانطلاقة المشروع، الأمر الذي قد يعطي نتائج مضللة لأصحاب القرار الاستثماري، ولسهولة المقارنة مع المشاريع الأخرى القائمة والعاملة في نفس النشاط.
 - ت- مقارنة هذا العائد للحد الأدنى للعائد المطلوب من المؤسسات المالية للدخول في تمويل المشروع.
- وعليه يمكن احتساب المؤشرات الحركية من خلال إدخال المعطيات في الجدول رقم (6) إلى الحاسب الآلي عبر برنامج Excel ليتبين لنا النتائج التالية:

(1) مؤشر فترة الاسترداد المخصصة: لاحتساب المؤشر لا بد من خصم التدفقات النقدية خلال السنوات العشر على أساس معدل الخصم المحدد ومفاضلتها مع التكاليف الابتدائية لمعرفة الرصيد بنهاية كل عام وصولاً لتفسير الرصيد ومعرفة الفترة التي ستستغرقها هذه العملية، والتي يمكن توضيحها من خلال الجدول رقم (7) الآتي، والذي يبين أن الفترة المتوقعة لاسترداد التكاليف الابتدائية تصل إلى ثمان سنوات ونصف السنة تقريباً وهي تزيد بشكل ملحوظ عن فترة الاسترداد المحاسبية التي كانت ست سنوات فقط.

الجدول رقم (7) : التدفقات النقدية المخصصة خلال سنوات المشروع العشر (بالألف ليرة)

الفترة الزمنية	التدفقات المخصصة	الرصيد
سنة التأسيس	-4,159,667	-4,159,667
السنة الأولى	-94,012	-4,253,679
السنة الثانية	341,694	-3,911,985
السنة الثالثة	361,046	-3,550,939
السنة الرابعة	-48,111	-3,599,051

الفترة الزمنية	التدفقات المخصصة	الرصيد
السنة الخامسة	656,965	-2,942,086
السنة السادسة	729,961	-2,212,125
السنة السابعة	811,068	-1,401,057
السنة الثامنة	901,186	-499,870
السنة التاسعة	1,001,318	501,448
السنة العاشرة	1,112,576	1,614,024

(2) مؤشر صافي القيمة الحالية (NPV): يتبين من خلال الجدول رقم (7) أعلاه وما تؤكد المعادلة الرياضية أن صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المخصصة خلال السنوات العشر الأولى للمشروع وعلى أساس معدل خصم 17% يصل إلى حوالي مليار وستمائة مليون ليرة سورية، وهذا الرقم الموجب مرجح للارتفاع مع استمرار المشروع لسنوات لاحقة من ناحية، أو ضم القيمة التخريدية المتبقية للمشروع في حال الخروج من ناحية ثانية.

(3) مؤشر دليل المقدرة على الربحية (PI): يتم احتساب المؤشر من خلال قسمة مجموع القيم الحالية للتدفقات النقدية خلال السنوات العشر على التكلفة الابتدائية للمشروع لتكون النتيجة 1.39 وهي أكبر من الواحد لتعزز إيجابية مؤشر صافي القيمة الحالية.

(4) مؤشر معدل العائد الداخلي (IRR): تم استخدام الحاسب الآلي لاحتساب هذا المؤشر بدلاً عن محاولات الخطأ والصواب وتم تأكيد النتيجة من خلال المعادلة الرياضية لتكون 22.46% وهي أكبر من معدل الخصم المطلوب، لتؤكد مرة أخرى على التساوق مع بقية المؤشرات لجهة قبول المشروع وإمكانية المساهمة في تمويله.

المبحث الثاني: الطريقة والإجراءات المتبعة في الدراسة التطبيقية المقارنة:

1-2-4. منهج البحث:

يعتمد البحث على المنهج التحليلي التطبيقي المقارن والقائم على دراسة النماذج والمؤشرات المالية المستخدمة في دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية بين المنظورين التقليدي والإسلامي من خلال الأبحاث والدراسات السابقة، وتطبيقها في حالة دراسة جدوى لمشروع تعليمي تربيوي.

كما يتعزز البحث بالمنهج الميداني من خلال إجراء المقابلات مع الأشخاص المعنيين (مديري التمويل التجاري لدى المؤسسات المصرفية) لمعرفة واقع التمويل المتاح من قبل المؤسسات المالية القائمة بشقيها التقليدي والإسلامي، والوقوف على النماذج والمؤشرات التي تستند إليها هذه المؤسسات لاتخاذ قرار التمويل

الاستثماري، والآليات المتبعة في قبول المشروع أو رفضه من الناحية المالية وليس الائتمانية على اعتبار أن جانب الدراسة الائتمانية هو خارج محور البحث وتم اعتباره منجزاً ومقبولاً للتركيز على مشكلة البحث.

2-2-4. اختبار الفرضيات:

1-2-2-4. الفرضية الأولى:

لا يوجد اختلاف في النماذج والمؤشرات المالية المستخدمة في دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية في ظل المنظورين التقليدي والإسلامي.

لاختبار الفرضية قام الباحث بتقديم الملف المالي للمشروع إلى ثلاثة بنوك، أحدها تقليدي وهو البنك العربي سورية والآخرين إسلاميين وهما بنك الشام الإسلامي ومصرف سورية الدولي الإسلامي، وتم إجراء النقاش مع مديري التمويل التجاري لدى هذه المؤسسات المصرفية، وقد زدوا مشكورين الباحث بالمعطيات والمؤشرات المالية التي يستندون عليها في دراستهم لجدوى المشروعات الاستثمارية:

1-1-2-2-4. البنك التقليدي - البنك العربي سورية:

يمكن تلخيص أهم المؤشرات التي تستند إليها إدارة التمويل التجاري في دراسة الجدوى لأي مشروع من خلال الجدول رقم (8):

الجدول رقم (8) : أهم المؤشرات المالية للبنك العربي سورية

المؤشرات المالية	البيان
نسب السيولة	
نسبة التداول	مجموع الموجودات المتداولة/مجموع المطلوبات المتداولة
السيولة السريعة	النقدية وشبه النقدية/مجموع المطلوبات المتداولة
صافي راس المال العامل	مجموع الموجودات المتداولة - مجموع المطلوبات المتداولة
نسب المديونية	
مجموع المطلوبات/حقوق الملكية	مجموع المطلوبات/حقوق الملكية
مجموع المطلوبات/العوائد قبل الفائدة والاستهلاكات والإطفاءات	مجموع المطلوبات/العوائد قبل الفائدة والاستهلاكات والإطفاءات
نسب خدمة الدين	
عدد مرات تحقق الفائدة	العوائد قبل الفائدة/العوائد والعمولات البنكية
تغطية أقساط الدين والفوائد (مرة)	العوائد قبل الفائدة والاستهلاكات والإطفاءات/مجموع الفائدة وأقساط القروض المستحقة خلال العام
نسب التدفق النقدي	
النقد من التشغيل/أقساط الدين والفوائد (مرة)	صافي التدفق النقدي التشغيلي/مجموع الفائدة وأقساط القروض المستحقة خلال العام

والملاحظ مما تم عرضه في الجدول رقم (8)، ومن خلال النقاشات مع السيد مدير التمويل التجاري، التركيز على نسب السيولة والمديونية ونسب خدمة الدين وتغطية الفوائد، حيث يركز البنك العربي على حجم السيولة النقدية بمعزل عن العوائد وبمعزل عن نسب النشاط، وذلك بسبب تركيز التمويل عبر الديون والإقراض فقط دون الدخول في أوجه التمويل والاستثمار الأخرى، وعليه يتم دراسة هذه المؤشرات وتغيراتها بنتيجة دخول عامل الإقراض في الهيكل التمويلي والمالي للمشروع بنسبة يعتد بها، والتأكد من كفاية التدفقات النقدية المستقبلية لتغطية أقساط الدين والفوائد، مع اشتراط حصر حركة التدفقات عبر البنك وضمان الإدارة المباشرة لنقدية المشروع من قبل البنك، ومن دون التطرق إلى حجم الضمانات التي سيتوقف على أساسها حجم التمويل، طالما أن المشروع قائم والسيولة جارية عبر البنك، ولو كان المشروع في حالة خسارة.

ويتبين أيضاً أن البنك العربي سورية لا يعتمد على مدخل التدفقات النقدية المخصصة في دراسة الجدوى المالية وفي اتخاذ القرار التمويلي، كونه لا يهتم بنتائج النشاط على مدار سنوات المشروع، بل ينصب التركيز على تغطية الأقساط والفوائد خلال سنوات التمويل والتي لا تتجاوز في العادة الخمس سنوات مع سنة سماح هي السنة الأولى لانطلاق المشروع، مع امكانية إعادة الجدولة للأقساط المتعثرة من خلال تمويل رأس المال العامل بعقود إقراض قصيرة الأجل مستقلة عن عقد الإقراض الأساسي.

وبخصوص تحديد معدل الفائدة التي سيفرضها البنك على القرض المقدم للمشروع، فقد أوضح السيد مدير التمويل التجاري في البنك العربي سورية أنها معدل فائدة مركبة على المبالغ المستجرة من القرض خلال العام يتم احتسابها وتسديدها على أساس شهري، أو ربعي بحسب الاتفاق، وهي تستند إلى معدلات الفائدة السائدة في السوق والتي يساهم المصرف المركزي في تحديد حدها الأدنى، ويكون لإدارة البنك القرار في إضافة نقطة أو نقطتين زيادة لمقابلة المخاطر غير المتوقعة للمشروع، آخذين بالاعتبار ظروف المنافسة في السوق؛ وفيما يخص المشروع المقدم فقد رأت إدارة التمويل التجاري أن المعدل السنوي المناسب هو 15% يتم احتسابه على كامل المبلغ المطلوب للتمويل كونه سيتم سحبه دفعة واحدة لتمويل تأسيس وانطلاق المشروع.

2-1-2-2-4. المصارف الإسلامية - بنك الشام الإسلامي ومصرف سورية الدولي الإسلامي:

يمكن تلخيص أهم المؤشرات التي تستند إليها إدارة التمويل التجاري لكلا المصرفين في دراسة الجدوى لأي مشروع من خلال الجدول رقم (9):

الجدول رقم (9) : أهم المؤشرات المالية للمصرفين الإسلاميين

المؤشرات المالية	البيان
معدلات النمو	
معدل نمو الإيرادات السنوية (بالصافي بعد الحسم)	الفارق بين إيرادات سنتين متتاليتين/إيرادات السنة السابقة
معدل نمو كلفة الإيرادات السنوية (التكلفة المباشرة)	الفارق بين تكلفة الإيرادات لسنتين متتاليتين/تكلفة إيرادات السنة السابقة
معدل نمو مجموع المطلوبات	الفارق بين مجموع مطلوبات سنتين متتاليتين/مجموع مطلوبات السنة السابقة
معدل نمو حقوق الملكية	الفارق بين حقوق الملكية لسنتين متتاليتين/حقوق الملكية السنة السابقة
معدل نمو مجموع الموجودات	الفارق بين مجموع موجودات سنتين متتاليتين/مجموع موجودات السنة السابقة
نسب السيولة	
نسبة التداول	مجموع الموجودات المتداولة/مجموع المطلوبات المتداولة
السيولة السريعة	النقدية وشبه النقدية/مجموع المطلوبات المتداولة
صافي راس المال العامل	مجموع الموجودات المتداولة - مجموع المطلوبات المتداولة
نسب النشاط	
معدل دوران الموجودات (مرة)	الإيرادات السنوية (بالصافي بعد الحسم)/وسطي مجموع الموجودات للسنتين الحالية والسابقة
نسب الربحية	
صافي الربح/الإيرادات السنوية (بالصافي بعد الحسم)	صافي الربح (الخسارة) قبل الضريبة/الإيرادات السنوية (بالصافي بعد الحسم)
معدل العائد على الموجودات	صافي الربح (الخسارة) قبل الضريبة/وسطي مجموع الموجودات للسنتين الحالية والسابقة
معدل العائد على حقوق الملكية	صافي الربح (الخسارة) قبل الضريبة/وسطي حقوق الملكية للسنتين الحالية والسابقة
نسب المديونية	
مجموع المطلوبات/حقوق الملكية	مجموع المطلوبات/حقوق الملكية
مجموع المطلوبات/مجموع الموجودات	مجموع المطلوبات/مجموع الموجودات

والملاحظ مما تم عرضه في الجدول رقم (9)، ومن خلال النقاشات مع السادة مديري التمويل التجاري لكلا المصرفين الإسلاميين، مجموعة النقاط الآتية:

1. التطابق التام بين المصرفين الإسلاميين لجهة أهم المؤشرات التي تركز إليها في تقييم المشروعات الاستثمارية ودراسة جدواها تمهيداً لاتخاذ القرار بقبول المشروع وتمويله من عدمه.

2. التنوع في النسب المشمولة في الدراسة حيث شملت نسب النمو والسيولة والنشاط والربحية والمديونية، مع إفراد مساحة أكبر لنسب النمو والربحية على حساب بقية النسب، والسبب في ذلك اهتمام إدارات التمويل بنتائج نشاط المشروع والتركيز على نسب النمو المتوقعة خلال سنوات المشروع وإمكانية تحقيق الربحية التي تساهم في ضمان العوائد للمستثمرين؛ ولكن دون أن تغفل هذه الإدارات عن نسب المديونية والسيولة لغرض ضمان التوازن والتأكد من كفاءة الهيكل المالي في تغطية الالتزامات تجاه الدائنين.
3. عدم تطرق كلتا الإدارتين إلى مدخل التدفقات النقدية المخصومة في دراستهم للجدوى المالية، وعند سؤال مديري التمويل التجاري عن السبب، كان الجواب أنهم لا يعتمدوا في دراساتهم أو في تسعيرهم لنشاطاتهم على معدلات مركبة، بل يستندون إلى معدلات الربح البسيطة والثابتة دون زيادات لاحقة على نفس الوعاء أو المحفظة التجارية، وهو بخلاف مفهوم خصم التدفقات النقدية القائم على المعدل المركب خلال سنوات المشروع.
4. الإمكانية النظرية من حيث المبدأ للدخول في أكثر من صيغة تعاقدية لغرض التمويل والاستثمار، أو تقديم التسهيلات والتغطيات اللازمة لإنشاء واستمرار المشاريع؛ مع تأكيد كلتا الإدارتين على الابتعاد تماماً عن عقود الإقراض بفائدة بسبب حرمتها شرعاً؛ إلا أن الواقع العملي خلال السنوات السابقة وحتى وقت إعداد هذا البحث يبين أن الصيغة المشروعة التي تستند إليها إدارات هذه المصارف في جميع تعاملاتها وعقودها هي المرابحة للأمر بالشراء وعلى أساس نسبة ربح بسيطة وثابتة على مدار فترة العقد يتم احتسابها على مجمل قيمة العقد وتضاف إلى تكلفة العقد، ليصار إلى تحديد الأقساط الثابتة خلال فترة العقد التي لا تتجاوز في أحسن الأحوال الخمس سنوات مع إمكانية فترة سماح في بداية العقد لا تتعدى السنة.
5. تحدد نسبة الربح التي ستفرضها إدارتي المصرفين الإسلاميين في حال الموافقة على التمويل على شكل عقود مرابحة عن الإنشاءات والآليات والتجهيزات والمعدات التي سيحتاجها المشروع، فقد أوضح السادة مديري التمويل التجاري أنها نسبة ربح سنوية بسيطة على كامل قيمة العقد تتراوح بين 10% و 11% منطلقين في تحديدهم للنسبة الدقيقة من مجموعة نقاط أهمها حجم التمويل المطلوب الذي يحدده حجم الضمانات المقدمة من القائمين على المشروع بالإضافة إلى حجم التدفقات النقدية والعوائد السنوية المتوقع تحققها خلال سنوات العقد الخمسة، من دون أن يغفلوا عن ظروف المنافسة في السوق.
6. يتم تحليل القيمة التصفوية لموجودات ومطالب المشروع بنهاية السنوات الخمسة للتمويل، وذلك للوقوف على القيمة التخريدية المتبقية للتجهيزات والأصول التي يتم التعاقد على تمويلها، وذلك لدراسة إمكانية بيعها في حال التعثر عن السداد لأي سبب كان، ولمعرفة قدرة المشروع على تغطية مطالبه من موجوداته في حال التصفية والخروج من السوق لأي سبب كان، وهو ما تم إيضاحه في الملحق رقم (3).

3-1-2-2-4. خلاصة اختبار الفرضية الأولى:

من خلال ما تم عرضه في الفقرتين السابقتين، وبعد إجراء المقارنة بين المنظورين التقليدي والإسلامي، يتبين ما يلي:

أ- من حيث الشكل نجد أن كلا المنظورين اعتمدا على المؤشرات الساكنة في دراستهما لجدوى المشروعات الاستثمارية، ولم يتطرقا إلى مدخل التدفقات النقدية المخصومة ولا إلى احتساب فترات الاسترداد سواء المحاسبية أو المخصومة؛ كما أنهما اعتمدا على نفس آلية التسعير والتي تقوم على تحديد نسبة معينة من قيمة التمويل المراد منحه.

ب- من حيث المضمون نجد أن كلا المنظورين تشاركا في اهتمامهما بنسب السيولة والمديونية، واقتربا في بقية النسب والمؤشرات؛ حيث اتجه اهتمام المنظور التقليدي إلى نسب خدمة الدين ونسب تغطية التدفقات النقدية، كما حدد عوائده على أساس معدل الفائدة المركبة المحسوب على الرصيد المتبقي للقرض وفوائده عند استحقاق القسط؛ في حين توجه المنظور الإسلامي إلى نسب النمو والنشاط والربحية، بالإضافة إلى دراسة احتمالات فشل المشروع وتحليل القيمة التصفية للأصول، كما حدد عوائده على أساس نسبة ربح سنوية بسيطة محسوبة على كامل قيمة العقد ويتم تحصيلها على دفعات خلال سنوات العقد.

ويمكن توضيح هاتين النقطتين من خلال الجدول رقم (10) أدناه، حيث تم التعبير عن استخدام البنوك للأدوات والنسب بكلمة /نعم/ وعدم الاستخدام بكلمة /لا/:

الجدول رقم (10) : تلخيص الأدوات والمؤشرات المستخدمة بحسب المنظورين التقليدي والإسلامي

المؤشرات المالية	البنك التقليدي	البنوك الإسلامية
الأدوات الساكنة	نعم	نعم
معدلات النمو	لا	نعم
معدل نمو الإيرادات السنوية (بعد الحسم)	لا	نعم
معدل نمو كلفة الإيرادات السنوية	لا	نعم
معدل نمو مجموع المطلوبات	لا	نعم
معدل نمو حقوق الملكية	لا	نعم
معدل نمو مجموع الموجودات	لا	نعم
نسب السيولة	نعم	نعم
نسبة التداول	نعم	نعم
السيولة السريعة	نعم	نعم
صافي راس المال العامل	نعم	نعم

المؤشرات المالية	البنك التقليدي	البنوك الإسلامية
نسب النشاط	لا	نعم
معدل دوران الموجودات (مرة)	لا	نعم
نسب الربحية	لا	نعم
صافي الربح/الإيرادات السنوية (بعد الحسم)	لا	نعم
معدل العائد على الموجودات	لا	نعم
معدل العائد على حقوق الملكية	لا	نعم
نسب المديونية	نعم	نعم
مجموع المطلوبات/حقوق الملكية	نعم	نعم
مجموع المطلوبات/مجموع الموجودات	لا	نعم
مجموع المطلوبات/العوائد قبل الفائدة والاستهلاكات والإطفاءات	نعم	لا
نسب خدمة الدين	نعم	لا
عدد مرات تحقق الفائدة	نعم	لا
تغطية أقساط الدين والفوائد (مرة)	نعم	لا
النقد من التشغيل/أقساط الدين والفوائد (مرة)	نعم	لا
الأدوات المتحركة (المخصومة)	لا	لا
فترة الاسترداد المخصومة	لا	لا
صافي القيمة الحالية	لا	لا
مؤشر الربحية	لا	لا
معدل العائد الداخلي	لا	لا
مؤشر التسعير كنسبة من التمويل	نعم	نعم
الإقراض بمعدل الفائدة المركبة	نعم	لا
التمويل بمعدل عائد بسيط من قيمة التمويل	لا	نعم

ت- من حيث المفهوم نجد أن هناك اختلاف واضح بين المنظورين لناعية التوجهات والأهداف؛ ففي الوقت الذي لم يستخدم فيه مدخل التدفقات النقدية المخصومة والمؤشرات الحركية مع الزمن، إلا أن لكل منهما أسبابه التي تختلف كلياً عن الآخر؛ وفي الوقت الذي اتفقا فيه على استخدام المؤشرات الساكنة إلا أنهما اختلفا في ترتيب أولوياتها وتحليلها واستنباط نقاط القوة والضعف التي يركزون عليها في قرارهم الاستثماري والتمويلي؛ وفي الوقت الذي اتفقا فيه على آلية التسعير إلا أنهما اختلفا في طريقة الاحتساب، وكيفية معالجة التعثرات والتأخرات في السداد حيث يلجأ المنظور التقليدي إلى إعادة الجدولة واحتساب الفوائد المركبة، في حين يلجأ المنظور الإسلامي إلى الامهال دون فرض فوائد أو زيادات متغيرة مع الزمن والمتابعة والوقوف على الأسباب ومحاولة تداركها مع القائمين على المشروع وصولاً إلى تسهيل الضمانات بما لا يتجاوز الأقساط المستحقة.

وبالخلاصة نجد أن المعطيات السابقة تدفع الباحث إلى رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة، أي أن هناك اختلاف في النماذج والمؤشرات المالية المستخدمة في دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية بين المنظورين التقليدي والإسلامي.

2-2-2-4. الفرضية الثانية:

لا يوجد اختلاف في قرار الاستثمار المبني على المؤشرات المالية المستخدمة في دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية في ظل المنظورين التقليدي والإسلامي.

لاختبار الفرضية قام الباحث باستصراح السادة مديري التمويل التجاري لدى المؤسسات المصرفية المذكورة، بعد إجرائهم الدراسة المالية والتمويلية للمشروع بحسب آليات العمل والإجراءات المتبعة لديهم لاتخاذ القرار التمويلي بعد اعتماد وقبول الملف من الناحية الائتمانية للقائمين على المشروع؛ وقد زدوا مشكورين الباحث بقرارهم التمويل أو عدمه والأسباب والدوافع التي أدت لهذا القرار:

1-2-2-2-4. البنك التقليدي - البنك العربي سورية:

أوضح السيد مدير التمويل التجاري في البنك العربي سورية الآلية التي تتبعها إدارة البنك في دراسة الملف من الناحية المالية والتي يمكن تلخيصها بالنقاط الآتية:

- (1) الاطلاع على تفاصيل طلب التمويل المقدم من القائمين على المشروع لناحية الملاءة المالية والعقارية للمشروع والقائمين عليه، والتسلسل الزمني لصافي التدفقات النقدية خلال سنوات التمويل.
- (2) تطبيق سيناريو التمويل على أساس حجم التمويل المطلوب من القائمين على المشروع، ودراسة المؤشرات المالية التي تهم إدارة التمويل قبل وبعد التمويل، لمعرفة أثر التمويل وتكلفته على هذه المؤشرات.
- (3) اتخاذ القرار المناسب لجهة التمويل أو عدمه، وتحديد حجم التمويل ومعدل الفائدة المتناسبين مع درجة المخاطرة المتوقعة للمشروع، وتحديد فترة السماح المتناسبة مع المشروع المزمع إنشاؤه.

وبعد إجراء الدراسة المالية على الملف بين السيد مدير التمويل التجاري إمكانية تمويل المشروع بالمبلغ المطلوب كاملاً بحوالي ملياري ليرة سورية ولمدة خمس سنوات يضاف لها سنة أولى سماح من الأقساط والفوائد، بمعدل فائدة مركبة 15%، وقد زود الباحث بالبيانات الرقمية للقرض وفوائده خلال سنوات التمويل والمبينة في الجدول رقم (11):

الجدول رقم (11): القرض وفوائده واستحقاقه خلال الأعوام الست

(بالمليون ليرة)

البند	2019	2020	2021	2022	2023	2024
رصيد القرض أول المدة	2,000	2,300	1,959	1,567	1,115	597
الأقساط السنوية	0	686.13-	686.13-	686.13-	686.13-	686.13-
الفائدة السنوية	300	345	293.8311	234.98687	167.31599	89.494494
رصيد القرض آخر المدة	2,300	1,959	1,567	1,115	597	0
توزيع رصيد القرض						
الجزء المستحق خلال العام	686.13	686.13	686.13	686.13	686.13	529
رصيد القرض طويل الأجل	1,613.874	1,272.748	880.453	429.314	89.496-	0

كما وافقت إدارة التمويل التجاري على تمويل العجز في السيولة خلال السنة الرابعة والناجم عن التوسع وافتتاح الفرع الجديد للمجموعة التعليمية وذلك من خلال تمويل صافي رأس المال العامل بقرض قصير الأجل لمدة عام يعادل القسط المستحق خلال العام أي حوالي /686/ مليون ليرة وبمعدل فائدة 13%.

وبناءً عليه استوجب إعادة صياغة القوائم المالية التقديرية لتتضمن القرض وتكلفته _الموضحة في الملحق رقم (4)_ ولاحتساب النسب والمؤشرات المالية الجديدة بعد التمويل التي يمكن تلخيصها في الجدول رقم (12) أدناه:

الجدول رقم (12): مقارنة المؤشرات المالية بالمنظور التقليدي قبل وبعد التمويل

المؤشرات المالية	8/30/2019	8/31/2020	8/31/2021	8/31/2022	8/31/2023	معايير الصناعة
نسب السيولة						
نسبة التداول	1.6	2.4	1.7	1.6	1.5	2
	0.5	0.1	0.2	0.3	0.6	
السيولة السريعة	0.9	1.9	1.3	1.3	1.3	1
	0.2	0.0	0.0	0.2	0.4	
صافي رأس المال العامل	170,842	420,611	317,381	397,308	666,414	
	-515,284	-851,641	-870,324	-1,414,488	-756,720	

المؤشرات المالية		8/30/2019	8/31/2020	8/31/2021	8/31/2022	8/31/2023	معايير الصناعة
نسب المديونية		12.64%	12.5%	16.9%	17.5%	28.2%	%85
مجموع المطلوبات/حقوق الملكية	قبل التمويل	157.52%	149.3%	112.3%	101.4%	53.2%	
مجموع المطلوبات/العوائد قبل الفائدة والاستهلاكات والإطفاءات	قبل التمويل	17.3	5.1	3.1	2.9	1.2	
	بعد التمويل						
نسب خدمة الدين		-2040.6	1172.6	46.8	38.4	77.5	10
عدد مرات تحقق الفائدة	قبل التمويل	-0.6	0.6	1.3	1.8	6.2	
تغطية أقساط الدين والفوائد (مرة)	بعد التمويل	1218.5	109.0	65.6	55.0	106.1	3
	قبل التمويل	0.2	0.5	0.7	0.5	2.0	
	بعد التمويل						
نسب التدفق النقدي		-824.9	115.7	59.8	49.1	115.7	
النقد من التشغيل/أقساط الدين والفوائد (مرة)	قبل التمويل	-0.4	0.2	0.3	0.3	2.1	
	بعد التمويل						

حيث يتبين من خلال المعطيات أعلاه مجموعة نقاط يتوجب تسليط الضوء عليها أهمها:

أ- يظهر جدول القرض الفوائد السنوية التي تبدأ بأكبر قيمة لها في السنة الأولى (سنة السماح) لتتناقص خلال سنوات القرض الست، وجمع قيمة الفوائد السنوية وقسمتها على أصل القرض يمكن احتساب العائد خلال فترة القرض Holding Preriod Return الذي يساوي 72% وهو عائد كبير جداً مقارنة بالعوائد المصرفية السائدة في أسواق المال.

ب- تظهر نسب السيولة انخفاض هائل وخاصة في السنوات الأربعة الأولى حيث تقارب السيولة السريعة الصفر، إلا أنها تعود للارتفاع في السنة الخامسة بعد خطة افتتاح الفرع الجديد، ولكنها تبقى بعيدة عن معايير الصناعة؛ كما نلاحظ تحول صافي رأس المال العامل من القيمة الموجبة إلى السالبة بعد التمويل على مدار سنوات القرض وذلك للارتفاع الهائل في المطلوبات المتداولة وخاصة في السنة الرابعة التي تترافق مع القرض قصير الأجل. مع ذلك نجد موافقة إدارة التمويل التجاري على التمويل الكامل لكن بمعدل فائدة مرتفع نسبياً لأسباب تتعلق بالمخاطر المتوقعة ومحاولة تخفيض احتمالها من خلال ضمان حركة التدفقات النقدية عبر البنك و إتاحة المجال لإعادة الجدولة في حال التعثر.

ت-تظهر نسب المديونية ارتفاعاً ملحوظاً وخاصة في السنتين الأولى والثانية مقارنة بمعايير الصناعة، ثم تعود إلى الانخفاض لتقارب معايير الصناعة في السنتين الثالثة والرابعة، لتكون أدنى من معايير الصناعة في السنة الخامسة بعد خطة افتتاح الفرع الجديد، الأمر الذي يبين القدرة النظرية للمشروع على تغطية التزاماته ومستحقاته من خلال تدفقاته التشغيلية.

ث-تظهر نسب خدمة الدين ونسب التدفق النقدي انخفاضاً كبيراً مقارنة بمعايير الصناعة خاصة في السنوات الأربعة الأولى للمشروع، لتعود وترتفع في السنة الخامسة بشكل ملحوظ لتقارب معايير الصناعة.

وبسؤال السيد مدير التمويل التجاري عن رأيه حول هذه النقاط وعن التناقض الواضح بين نتائج المؤشرات وقرار التمويل، أوضح أن الفوائد المتوقعة تغطي درجة المخاطرة العالية؛ والدافع إلى قرار التمويل هو حاجة البنك إلى خلق فرص ومنافذ تمويلية لتحقيق عوائد تغطي التكاليف الثابتة (الفوائد المدينة) التي يتكبدها بسبب حجم الودائع والأموال المعطلة نتيجة لتدهور حركة الاقتصاد والنشاط التجاري خلال سنوات الأزمة.

2-2-2-2-4. البنك الإسلامي - بنك الشام الإسلامي:

أوضح السيد مدير التمويل التجاري في بنك الشام الإسلامي الآلية التي تتبعها إدارة البنك في دراسة الملف من الناحية المالية والتي يمكن تلخيصها بالنقاط الآتية:

- (1) الاطلاع على تفاصيل طلب التمويل المقدم من القائمين على المشروع لناحية سمعة القائمين على المشروع وخبراتهم وتجاربهم السابقة في المجال، والملاءة المالية والعقارية للمشروع والقائمين عليه.
- (2) القيام بالزيارات الميدانية للوقوف على واقع عمل القائمين على المشروع، والدخول في تفاصيل البيئة والهيكلية والتنظيم الذي يستندون عليه في إدارتهم للمشروع، وإجراء المقابلات مع الكوادر الأساسية العاملة لتقييم كفاءاتهم وخبراتهم.
- (3) دراسة القوائم المالية التقديرية، لناحية منطقية وواقعية الأرقام والبيانات المدرجة فيها مقارنة بالمشاريع القائمة في نفس القطاع، وملاحظة التسلسل الزمني لصافي التدفقات النقدية خلال سنوات التمويل.
- (4) تطبيق سيناريو التمويل الأنسب من وجهة نظر إدارة التمويل التجاري، ودراسة المؤشرات المالية قبل وبعد التمويل، لمعرفة أثر التمويل وتكلفته على هذه المؤشرات.
- (5) اتخاذ القرار المناسب لجهة التمويل أو عدمه، وتحديد حجم التمويل ونسبة الربح المتناسبين مع درجة المخاطرة المتوقعة للمشروع، وتحديد فترة السماح المتناسبة مع المشروع المزمع إنشاؤه.

وبعد تدقيق البيانات المالية المقدمة ومراجعة التوقعات الخاصة بالإيرادات والتدفقات الداخلة خلال السنوات الأولى للمشروع، بيّن السيد مدير التمويل التجاري عدم إمكانية تمويل المشروع عن طريق المراجعة بأي مبلغ من خلال التصريح الآتي:

"على الرغم من اعتبار أن السمعة الأدبية للشركاء هي عالية وعلى الرغم من أن المشروع المقدم هو مستهدف حالياً ولكن يؤسفنا رفض تمويل المشروع عن طريق المراجعة للأسباب التالية:

1. الضمانات المقدمة هي المدرسة نفسها وبالتالي فإنه لا يمكن بيعها في المزاد العلني إلا لنفس الغاية وبالتالي يوجد تحفظ على قبولها.
2. عدم وجود ملاءة عقارية للشركاء عدا مبنى المشروع.
3. عدم وجود مصادر دخل إضافية للشركاء تغطي مبلغ الأقساط في حال تأخر انطلاق المشروع وتوليد الدخل.
4. من الصعب جداً في سورية الحصول على موافقات لترخيص مدارس من المرحلة التحضيرية وحتى الثانوية وفي حال تم الحصول على هذه الموافقات يجبر صاحب المشروع على فصل المراحل عن بعضها وبالتالي يجب أن يقام المشروع على مساحة كبيرة ولن تكون بنفس الجدوى المقدمة قطعاً.
5. على الرغم من المبالغة بشكل كبير في موازنة الإيرادات المقدمة فإن ربحية الشركة سنوياً نسبة لحقوق الملكية تعد منخفضة جداً خلال السنوات الأربعة الأولى للمشروع حيث لم تتعدى الـ 14%، لتزداد بشكل كبير جداً نهاية السنة الخامسة وتصل إلى عتبة الـ 23% وهو أمر غير موثوق به."

وعند سؤال الباحث عن إمكانية تمويل المشروع عبر أدوات تمويلية أخرى عدا المراجعة مثل المشاركة أو المشاركة المتناقصة، بيّن السيد مدير التمويل التجاري أنه على الرغم من توافر التشريعات والقوانين التي تسمح للمصارف الإسلامية بالعمل من خلال هذه الأدوات، إلا أن جميع المصارف الإسلامية منذ نشأتها وعملها في السوق السورية إلى تاريخ إعداد هذا البحث لم يكن لها الرغبة بالعمل بهذه الأدوات والاكتفاء بأداة المراجعة للأمر بالشراء فقط، معللاً الأسباب بالآتي:

- أ- لا يمكن الاعتماد على القوائم المالية الحالية في سورية بسبب عدم دقتها ولا موثوقيتها.
- ب- تنهرب المصارف الإسلامية في سورية من تمويل المشاريع الجديدة، إلا في حال ملاءة المساهمين والشركاء والسبب في ذلك هو الفترة غير المتوقعة لانطلاق المشروع بسبب محددات القوانين والتراخيص التي تؤخر إن لم تعيق انطلاقة المشاريع.
- ت- بسبب المعوقات السابقة يقوم البنك بالاستثمار بشكل فردي أو من خلال شركاء كبار من خلال سمعتهم، وبالتالي تكون الاستثمارات خاصة بالمصرف وتحت إدارة المصرف المباشر.
- ث- القطاع الأكثر شيوعاً الذي ستستهدفه المصارف الإسلامية في المستقبل القريب هو الإعمار والبناء وشركات التطوير العقاري؛ يليه في المرحلة الثانية معامل الحديد والاسمنت.
- ج- لا يمكن افتتاح اعتمادات دولية أو تمويلات خارجية بسبب العقوبات الدولية المفروضة على سورية.

4-2-2-3. البنك الإسلامي - مصرف سورية الدولي الإسلامي:

أوضح السيد مدير التمويل التجاري في مصرف سورية الدولي الإسلامي الآلية التي تتبعها إدارة المصرف في دراسة الملف من الناحية المالية والتي تتطابق تماماً مع الاجراءات المتبعة لدى بنك الشام الإسلامي.

وبعد تدقيق البيانات المالية المقدمة ومراجعة التوقعات الخاصة بالإيرادات والتدفقات الداخلة خلال السنوات الأولى للمشروع، بيّن السيد مدير التمويل التجاري إمكانية تمويل المشروع عن طريق المراجعة للأمر بالشراء بمبلغ لا يتجاوز نسبته 40% من حقوق الملكية في سنة التأسيس أي بحوالي مليار وستمائة مليون ليرة سورية تتم على شكل توريدات للتجهيزات والمعدات والأصول المنقولة وغير المنقولة القابلة لإعادة التقييم والتسييل عند الضرورة مع وضع الإشارة عليها لصالح البنك، وذلك لمدة خمس سنوات يضاف لها سنة أولى سماح من الأقساط، بنسبة مريحة بسيطة 10%، وقد زود الباحث بالبيانات الرقمية للتمويل وأرباحه خلال سنوات التمويل والمبينة في الجدول رقم (13) أدناه:

الجدول رقم (13): القيمة الإجمالية للتوريدات والأقساط السنوية على أساس المراجعة للأمر بالشراء

(بالمليون ليرة)

البند	2019	2020	2021	2022	2023	2024
رصيد أول المدة	2,560	2,560	2,048	1,536	1,024	512
الأقساط السنوية	0	512.00-	512.00-	512.00-	512.00-	512.00-
رصيد آخر المدة	2,560	2,048	1,536	1,024	512	0

الأمر الذي يستوجب معه إعادة صياغة القوائم المالية التقديرية على أساس تعديل التكلفة الأولية للأصول المغطاة بالتمويل لتشمل مريحة البنك لقاء التمويل _ المبينة في الملحق رقم (5) _ ليتم إعادة احتساب النسب والمؤشرات المالية بعد التمويل والتي يمكن تلخيصها في الجدول رقم (14):

الجدول رقم (14) : مقارنة المؤشرات المالية بالمنظور الإسلامي قبل وبعد التمويل

المؤشرات المالية	8/30/2019	8/31/2020	8/31/2021	8/31/2022	8/31/2023	معايير الصناعة
معدلات النمو						
معدل نمو المبيعات	قبل التمويل	37.7%	34.3%	28.3%	49.9%	%30
	بعد التمويل	37.7%	34.3%	28.3%	49.9%	
معدل نمو كلفة المبيعات	قبل التمويل	-12.6%	14.8%	29.2%	39.5%	%20
	بعد التمويل	-12.6%	14.8%	29.2%	39.5%	
معدل نمو مجموع المطلوبات	قبل التمويل	1.4%	28.8%	23.7%	69.3%	%23
	بعد التمويل	-16.4%	-14.5%	-16.2%	7.6%	
معدل نمو حقوق الملكية	قبل التمويل	2.9%	-5.2%	19.8%	5.0%	%18
	بعد التمويل	6.1%	8.9%	29.2%	13.4%	
معدل نمو مجموع الموجودات	قبل التمويل	2.8%	-1.4%	20.4%	14.5%	%5
	بعد التمويل	-6.4%	-2.6%	9.5%	11.5%	
نسب السيولة						
نسبة التداول	قبل التمويل	1.6	2.4	1.7	1.5	2
	بعد التمويل	0.6	0.4	0.4	0.5	
السيولة السريعة	قبل التمويل	0.9	1.9	1.3	1.3	1
	بعد التمويل	0.3	0.2	0.2	0.4	
صافي راس المال العامل	قبل التمويل	170,842	420,611	317,381	397,308	666,414
	بعد التمويل	-341,158	-503,389	-594,929	-909,838	-823,568
نسب النشاط						
دوران مجموع الموجودات (مرة)	قبل التمويل	0.22	0.30	0.35	0.44	0.55
	بعد التمويل	0.19	0.27	0.34	0.46	
نسب الربحية						
صافي الربح/المبيعات	قبل التمويل	-23.51%	20.6%	28.1%	33.9%	%33
	بعد التمويل	-23.51%	14.0%	23.2%	30.0%	39.1%
معدل العائد على الموجودات	قبل التمويل		4.6%	8.3%	11.8%	%17
	بعد التمويل		2.7%	6.3%	10.1%	17.8%

المؤشرات المالية		8/30/2019	8/31/2020	8/31/2021	8/31/2022	8/31/2023	معايير الصناعة
معدل العائد على حقوق الملكية	قبل التمويل		5.2%	9.6%	13.8%	22.8%	%31
	بعد التمويل		5.7%	11.7%	16.3%	26.4%	
نسب المديونية							
مجموع المطلوبات/حقوق الملكية	قبل التمويل	12.64%	12.5%	16.9%	17.5%	28.2%	%85
	بعد التمويل	123.65%	97.5%	76.5%	49.6%	47.1%	
مجموع المطلوبات/مجموع الموجودات	قبل التمويل	11.22%	11.08%	14.48%	14.88%	21.99%	%46
	بعد التمويل	55.29%	49.36%	43.34%	33.15%	32.00%	

حيث يتبين من خلال المعطيات أعلاه مجموعة نقاط يتوجب تسليط الضوء عليها أهمها:

أ- يظهر جدول التوريدات بالمرابحة الأقساط السنوية المتساوية خلال السنوات الخمس التي تلي سنة السماح الأولى، وباحتساب الفارق بين القيمة البيعية الإجمالية للتوريدات وتكلفتها (مبلغ التمويل الأساسي) وقسمته على مبلغ التمويل الأساسي نحصل على العائد من المرابحة خلال فترة التمويل Holding Preriod Return الذي يساوي 60% وهو عائد كبير جداً مقارنة بالعوائد التجارية السائدة في السوق.

ب- تظهر معدلات النمو نتائج متبانية، حيث نجد أن معدل نمو مجموع المطلوبات سالب في السنوات الأربعة الأولى، ليعود للارتفاع في السنة الخامسة وذلك نتيجة تناقص الذمم والمستحقات الدائنة الناتجة عن التمويل وصولاً للارتفاع في السنة الخامسة نتيجة خطة افتتاح الفرع الجديد، وهو أمر طبيعي؛ في حين نجد أن معدل نمو حقوق الملكية في نمو متسارع عما كان عليه قبل التمويل ليتجاوز معايير الصناعة في السنة الرابعة، وهو أمر متوقع نتيجة انخفاض المطلوبات وتسديد الأقساط والمستحقات وزيادة نسبة حقوق الملكية لمجموع الأصول؛ كما يلاحظ النمو الواضح لمجموع الموجودات في السنتين الأخيرتين والناجم أيضاً عن خطة افتتاح الفرع الجديد ولكن بمعدلات أقل مما كانت عليه قبل التمويل والسبب يعود لارتفاع التكلفة الأولية للأصول المغطاة بعقد التمويل لتغطي مرابحة المصرف.

ت- تظهر نسب السيولة انخفاض هائل وخاصة في السنوات الأربعة الأولى حيث تقارب السيولة السريعة الصفر، إلا أنها تعود للارتفاع في السنة الخامسة بعد خطة افتتاح الفرع الجديد، ولكنها تبقى بعيدة عن معايير الصناعة؛ كما نلاحظ تحول صافي رأس المال العامل من القيمة الموجبة إلى السالبة بعد التمويل على مدار سنوات التمويل وذلك للارتفاع الهائل في المطلوبات المتداولة. مع ذلك نجد موافقة

إدارة التمويل التجاري على التمويل شبه الكامل لكن بنسبة مربحة مرتفعة نسبياً لأسباب تتعلق بالمخاطر المتوقعة ومحاولة تخفيض احتمالها من خلال ضمان حركة التدفقات النقدية عبر البنك ووضع الإشارة على الأصول المشمولة بعقد التمويل.

ث- يظهر معدل دوران مجموع الموجودات انخفاض طفيف عما كان عليه قبل التمويل بنتيجة رسملة مربحة المصرف وضمها لتكلفة الأصول المغطاة بعقد التمويل، ولكنها تبقى ضمن الحدود المقبولة بحسب معايير الصناعة.

ج- تظهر نسب الربحية نمواً متسارعاً خلال السنوات الخمس الأولى للمشروع، ولكن بنسب مغايرة عما كانت قبل التمويل، حيث يتبين أن هامش الربح ومعدل العائد على الموجودات انخفض بشكل طفيف في حين أن معدل العائد على الملكية ارتفع بشكل طفيف مقارنة بالمعدلات قبل التمويل، وفي كلتا الحالتين تجاوزت هذه النسب معايير الصناعة في السنة الخامسة للمشروع؛ وهو ما يؤشر على عدم تأثير الربحية بنتيجة التمويل على أساس المربحة للأمر بالشراء.

ح- تظهر نسب المديونية ارتفاعاً ملحوظاً وخاصة في السنتين الأولى والثانية مقارنة بمعايير الصناعة، ثم تعود إلى الانخفاض لتقارب معايير الصناعة في السنتين الثالثة والرابعة، لتكون أدنى من معايير الصناعة في السنة الخامسة بعد خطة افتتاح الفرع الجديد، الأمر الذي يبين القدرة النظرية للمشروع على تغطية التزاماته ومستحقاته من خلال تدفقاته التشغيلية.

وبسؤال السيد مدير التمويل التجاري عن رأيه حول هذه النقاط وعن علاقة نتائج المؤشرات بقرار التمويل، أوضح أن التركيز على شكل الهيكل التمويلي والمالي للمشروع من خلال تغطية الأصول الحقيقية وتعديل تكلفتها لرسملة المربحة، بالإضافة إلى وضع الإشارة على هذه الأصول سيخفض درجة المخاطرة العالية؛ والدافع إلى قرار التمويل هو حاجة البنك إلى خلق فرص ومنافذ تمويلية لتحقيق عوائد تغطي تكلفة الأموال التي يتكبدها بسبب حجم الودائع والأموال المعطلة نتيجة لتدهور حركة الاقتصاد والنشاط التجاري خلال سنوات الأزمة، وبالأخص فيما يتعلق **بودائع الوكالة** المرتبطة بتحقيق نسبة أرباح معينة والتي يتعهد المصرف بتحقيقها وإلا فسيتحمل المساهمون واجب تغطيتها؛ وأما فيما يتعلق **بالودائع لأجل** فعلى الرغم من أن البنك غير ملزم بتوزيع أرباح أو عوائد ثابتة، إلا أن انخفاض التوزيعات خلال الفترات الماضية قد يعطي مؤشر غير إيجابي يدفع بالمدعين لسحب وودائعهم والبحث عن محافظ أخرى تحقق عوائد أكبر.

4-2-2-2-4. خلاصة اختبار الفرضية الثانية:

من خلال ما تم عرضه في الفقرات الثلاث السابقة، وبعد إجراء المقارنة بين المنظورين التقليدي والإسلامي، قام الباحث بالتعاون مع الإدارة المالية للمشروع بمناقشة خيارات التمويل المتاحة ودراسة أثرها على قرار الاستثمار لנاحية الاستمرار بالمشروع من عدمه.

وهنا لا بد من إبراز أهم النقاط التي تناولتها الإدارة المالية أثناء إجراء المقارنة بين خيارات التمويل وذلك من خلال إظهار أثر هذه الخيارات على البيانات والمؤشرات المالية التي تهم الإدارة في اتخاذها لقرار الاستثمار بحسب العرض التالي:

الخيار الأول: الاقتراض بفائدة عن طريق البنك العربي سورية:

حيث وافقت إدارة البنك على إقراض كامل المبلغ بحوالي ملياري ليرة سورية بمعدل فائدة مركبة 15% بالإضافة لقرض قصير الأجل في السنة الرابعة من المشروع بمعدل 13% لتغطية العجز الحاصل في التدفقات النقدية في تلك السنة، لتصل التكلفة الإضافية للقرض ما نسبته 72% من أصل القرض، مع إمكانية إعادة الجدولة في حال التعثر؛ وعليه يمكن عرض أهم البيانات والمؤشرات من وجهة نظر الإدارة كما يلي:

الجدول رقم (15): ملخص المركز المالي بعد قبول قرض البنك العربي سورية

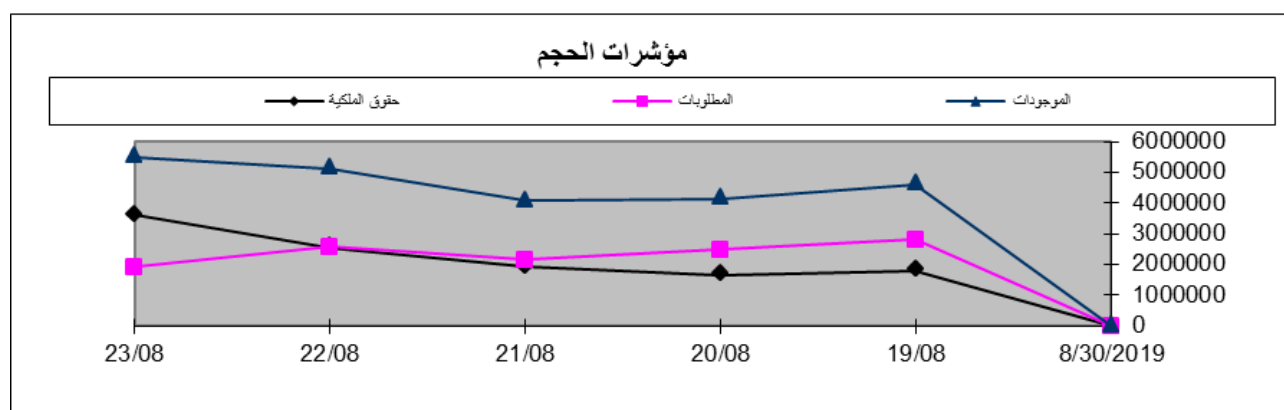
(بالآلاف ليرة)

8/31/2023	8/31/2022	8/31/2021	8/31/2020	8/30/2019	ملخص المركز المالي
995,651	554,284	214,243	143,368	445,602	مجموع الموجودات المتداولة
983,981	1,613,968	746,399	746,081	733,730	استثمارات ومشاريع قيد التنفيذ
3,510,875	2,878,257	3,042,576	3,215,799	3,409,625	صافي الموجودات الثابتة
15,014	66,960	75,297	40,932	16,312	مصاريف مدفوعة مقدماً
				0	موجودات أخرى
5,505,520	5,113,469	4,078,516	4,146,180	4,605,269	مجموع الموجودات
1,752,371	1,968,772	1,084,567	995,008	960,886	مجموع المطلوبات المتداولة
159,538	606,240	1,072,858	1,488,097	1,856,038	قروض طويلة الأجل
					مطلوبات أخرى طويلة الأجل
1,911,909	2,575,013	2,157,426	2,483,105	2,816,924	مجموع المطلوبات
3,593,611	2,538,456	1,921,090	1,663,075	1,788,345	صافي حقوق الملكية

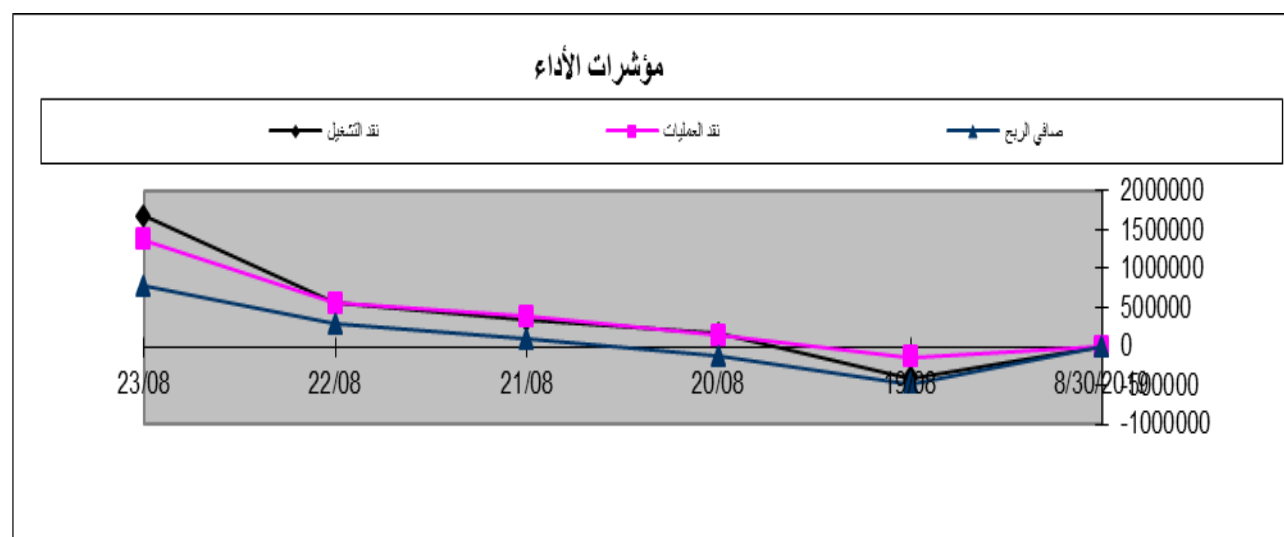
الجدول رقم (16): أهم المؤشرات بعد قبول قرض البنك العربي سورية

8/31/2023	8/31/2022	8/31/2021	8/31/2020	8/30/2019	أهم المؤشرات
2,677,172	1,785,934	1,392,385	1,036,801	753,130	صافي الإيرادات السنوية (بعد الحسم)
769,322	280,741	98,088	-131,142	-477,036	صافي الربح (الخسارة) بعد الضريبة
1,365,266	549,181	386,360	138,390	-137,617	النقد من العمليات (قائمة الدخل)
1,671,726	553,995	333,639	168,442	-409,994	النقد من التشغيل (قائمة التدفق)
0.50	0.39	0.34	0.24	0.00	دوران مجموع الموجودات (مرة)
18%	6%	2%	-3%	0%	معدل العائد على الموجودات

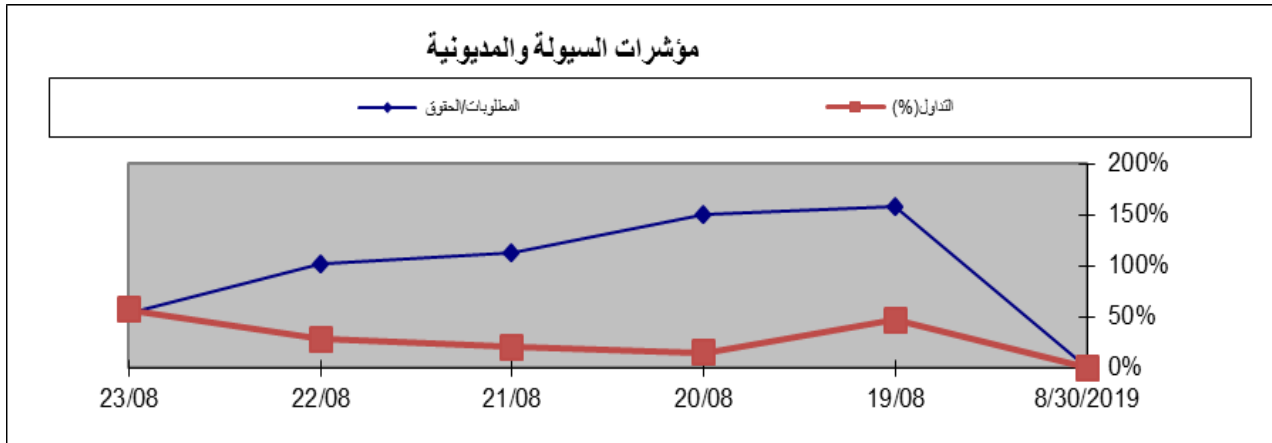
أهم المؤشرات	8/30/2019	8/31/2020	8/31/2021	8/31/2022	8/31/2023
مجموع المطلوبات/حقوق الملكية	158%	149%	112%	101%	53%
عدد مرات تحقق الفائدة	-0.6	0.6	1.3	1.8	6.2
صافي راس المال العامل	-515,284	-851,641	-870,324	-1,414,488	-756,720
نسبة التداول	0.46	0.14	0.20	0.28	0.57
Z - SCORE	0.84	1.14	1.62	1.70	3.01
احتمال الفشل	متوقع	متوقع	متوقع	متوقع	غير متوقع
تحليل القيمة التصفوية	نسبة التقييم	قيمة دفترية	قيمة تصفوية		الفرق
صافي القيمة التصفوية بنهاية العام 2023	64%	3,593,611	2,299,831		(1,293,780)
نسبة تغطية الموجودات الى المطلوبات		288%	220%		-68%



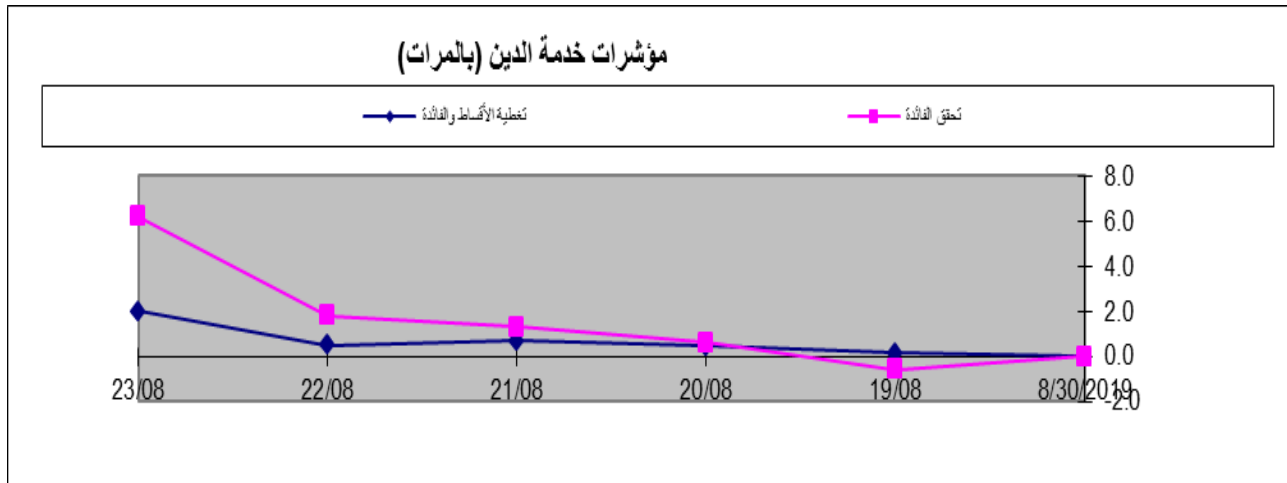
الشكل رقم (7): مؤشرات الحجم بعد قبول قرض البنك العربي سورية



الشكل رقم (8): مؤشرات الأداء بعد قبول قرض البنك العربي سورية



الشكل رقم (9) : مؤشرات السيولة والمديونية بعد قبول قرض البنك العربي سورية



الشكل رقم (10) : مؤشرات خدمة الدين بعد قبول قرض البنك العربي سورية

الخيار الثاني: التمويل بالمربحة للآمر بالشراء عن طريق مصرف سورية الدولي الإسلامي:

حيث وافقت إدارة المصرف على تمويل ما نسبته 80% من المبلغ المطلوب بحوالي مليار وستمائة مليون ليرة سورية بنسبة مربحة بسيطة 10% لتغطي الأصول المنقولة وغير المنقولة القابلة للتقييم والتسييل مع وضع الإشارة عليها، لتصل التكلفة الإضافية للتمويل ما نسبته 60% من أصل التمويل، وعليه يمكن عرض أهم البيانات والمؤشرات من وجهة نظر الإدارة كما يلي:

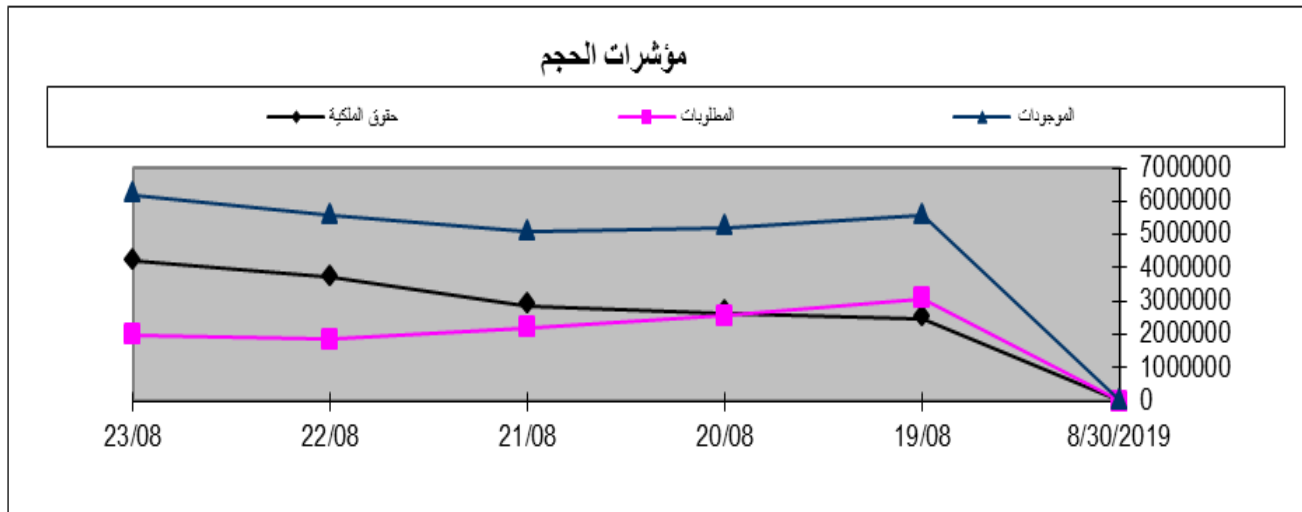
الجدول رقم (17): ملخص المركز المالي بعد قبول تمويل مصرف سورية الدولي الإسلامي

(بالألف ليرة)

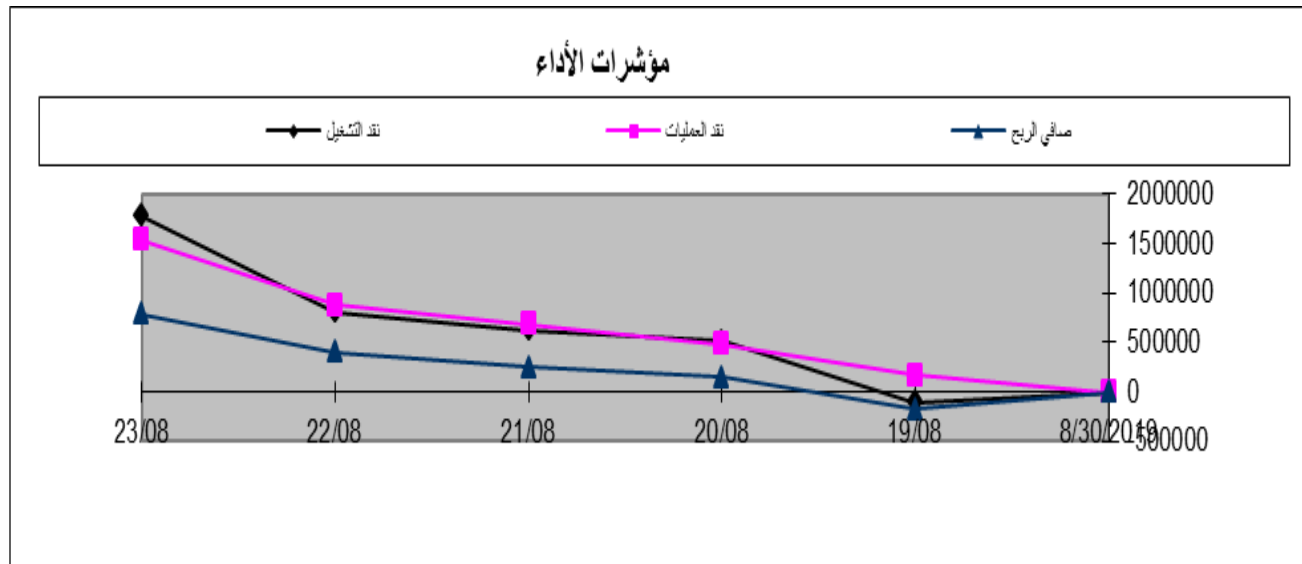
8/31/2023	8/31/2022	8/31/2021	8/31/2020	8/30/2019	ملخص المركز المالي
999,032	243,553	388,369	317,494	445,602	مجموع الموجودات المتداولة
983,981	1,613,968	746,399	746,081	733,730	استثمارات ومشاريع قيد التنفيذ
4,196,249	3,632,287	3,865,263	4,107,143	4,369,625	صافي الموجودات الثابتة
15,014	66,960	75,297	40,932	16,312	مصاريف مدفوعة مقدماً
				0	موجودات أخرى
6,194,275	5,556,768	5,075,329	5,211,650	5,565,269	مجموع الموجودات
1,822,600	1,153,391	983,298	820,882	786,760	مجموع المطلوبات المتداولة
159,538	176,926	192,405	215,349	242,164	قروض طويلة الأجل
0	512,000	1,024,000	1,536,000	2,048,000	مطلوبات أخرى طويلة الاجل (بنك سورية الدولي الإسلامي)
1,982,138	1,842,317	2,199,704	2,572,231	3,076,924	مجموع المطلوبات
4,212,137	3,714,451	2,875,625	2,639,418	2,488,345	صافي حقوق الملكية

الجدول رقم (18): أهم المؤشرات بعد قبول تمويل مصرف سورية الدولي الإسلامي

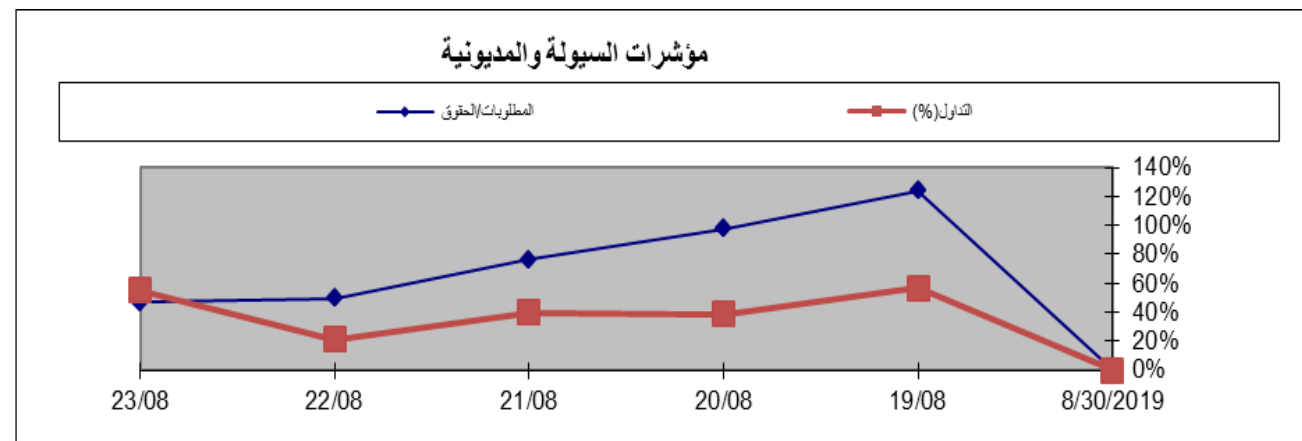
8/31/2023	8/31/2022	8/31/2021	8/31/2020	8/30/2019	أهم المؤشرات
2,677,172	1,785,934	1,392,385	1,036,801	753,130	صافي الإيرادات السنوية (بعد الحسم)
785,979	402,201	250,406	145,201	-177,036	صافي الربح (الخسارة) بعد الضريبة
1,532,582	873,365	680,191	483,390	162,383	النقد من العمليات (قائمة الدخل)
1,777,832	805,321	627,470	513,442	-109,994	النقد من التشغيل (قائمة التدفق)
0.46	0.34	0.27	0.19	0.00	دوران مجموع الموجودات (مرة)
18%	10%	6%	3%	0%	معدل العائد على الموجودات
47%	50%	76%	97%	124%	مجموع المطلوبات/حقوق الملكية
72.8	34.2	38.8	796.5	-2040.6	عدد مرات تحقق الفائدة
-823,568	-909,838	-594,929	-503,389	-341,158	صافي راس المال العامل
0.55	0.21	0.39	0.39	0.57	نسبة التداول
3.04	2.60	1.94	1.51	1.08	Z - SCORE
غير متوقع	غير محدد	غير محدد	متوقع	متوقع	احتمال الفشل
الفرق		قيمة تصفوية	قيمة دفترية	نسبة التقييم	تحليل القيمة التصفوية
(1,979,154)		2,232,983	4,212,137	53%	صافي القيمة التصفوية بنهاية العام 2023
-100%		213%	313%		نسبة تغطية الموجودات الى المطلوبات



الشكل رقم (11) : مؤشرات الحجم بعد قبول تمويل مصرف سورية الدولي الإسلامي

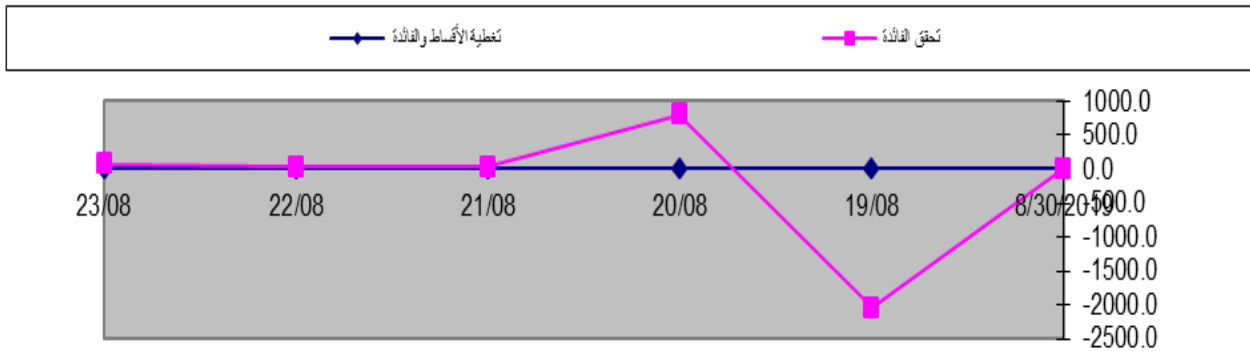


الشكل رقم (12) : مؤشرات الأداء بعد قبول تمويل مصرف سورية الدولي الإسلامي



الشكل رقم (13) : مؤشرات السيولة والمديونية بعد قبول تمويل مصرف سورية الدولي الإسلامي

مؤشرات خدمة الدين (بالمرات)



الشكل رقم (14) : مؤشرات خدمة الدين بعد قبول تمويل مصرف سورية الدولي الإسلامي

الخيار الثالث: عدم إمكانية التمويل عن طريق بنك الشام الإسلامي والبحث عن شركاء جدد:

حيث لم توافق إدارة البنك على التمويل بأي مبلغ الأمر الذي يدفع بالقائمين على المشروع في حال عدم توفر مصادر تمويل أخرى لعدم الاستمرار في المشروع، أو البحث عن شركاء ومساهمين جدد، لينطلق المشروع على أساس التمويل الداخلي بصيغة الشراكة سواء الدائمة أو المتناقصة لتعود البيانات والقوائم والمؤشرات المالية كما بدأت بإعدادها الإدارة المالية كمكلف لطلب التمويل أي كما تبدو في الجدول رقم (1) : ملخص المركز المالي على أساس التمويل الداخلي، والجدول رقم (4) : مخطط الهيكل المالي والتمويلي على أساس التمويل الداخلي، والجدول رقم (5) : المؤشرات المالية الساكنة على أساس التمويل الداخلي، والشكل رقم (3) : مؤشرات الحجم على أساس التمويل الداخلي، والشكل رقم (4) : مؤشرات الأداء على أساس التمويل الداخلي، والشكل رقم (5) : مؤشرات السيولة والمديونية على أساس التمويل الداخلي، والشكل رقم (6) : مؤشرات خدمة الدين على أساس التمويل الداخلي؛ وبناءً عليه يتوجب الاتفاق على توزيعات الأرباح بالشكل المناسب لكل الشركاء على ألا يستنزف سيولة المشروع ويحافظ على توازن في الهيكل المالي لغرض تقوية المركز المالي ودعم مشاريع التوسع لفروع جديدة في السنوات القادمة، مع الأخذ بعين الاعتبار سنوات الاسترداد المخصصة كمؤشر للحد الأدنى لفترة الشراكة المستقرة وهي ثمان سنوات ونصف لتحقيق العوائد المتوقعة من المشروع.

بعد العرض السابق للخيارات الثلاث يمكن تلخيص أهم الإيجابيات والسلبيات من خلال العرض في

الجدول رقم (19) :

الجدول رقم (19) : إيجابيات وسلبيات خيارات التمويل المتاحة للمشروع

الخيارات	الإيجابيات	السلبيات
الخيار الأول: الاقتراض بفائدة عن طريق البنك العربي سورية	- التغطية الكاملة للتكلفة الابتدائية للمشروع وتوفير السيولة المطلوبة. - إمكانية إعادة الجدولة في حال التعثر خلال سنوات المشروع الأولى. - شروط التمويل الميسرة والمخفضة دون طلب ضمانات معقدة. - فترة السماح من الأقساط والفوائد التي تصل إلى سنة منذ انطلاق المشروع والتي تساهم في تخفيف أعباء السيولة. - الاستفادة من الفوائد في تخفيض الأرباح الصافية، بالتالي تخفيض المطرح الضريبي.	- تكلفة الإقراض العالية والتي تصل مجموع فوائده إلى 72% من أصل القرض خلال سنوات التمويل. - فترة الإقراض القصيرة نسبياً التي تصل إلى ست سنوات كحد أقصى وارتفاع الأقساط خلال سنوات التمويل، مما يسبب ضغط على السيولة. - احتمالات الفشل العالية خلال سنوات التمويل الخمس الأولى بسبب ضغط رأس المال العامل السالب والرافعة المالية العالية. - انخفاض نسب السيولة خلال السنوات الأربعة الأولى إلى ما يقارب الصفر، وهو ما يزيد من احتمالات التعثر المالي.
الخيار الثاني: التمويل بالمربحة للأمر بالشراء عن طريق مصرف سورية الدولي الإسلامي	- التغطية الجزئية للتكلفة الابتدائية للمشروع بنسبة 80% من المبلغ المطلوب من خلال تمويل الأصول الحقيقية. - فترة السماح من الأقساط والمربحة التي تصل إلى سنة منذ انطلاق المشروع والتي تساهم في تخفيف أعباء السيولة. - دراسة مختلف جوانب المشروع والوقوف على نقاط القوة والضعف والمتابعة المستمرة مع القائمين على المشروع لتجنب احتمالات الفشل. - تحسين المركز المالي للمشروع وتحسين نسب الربحية لتعكس حالة أكثر استقراراً للمشروع. - عدم تحميل المشروع أي تكاليف إضافية بنتيجة احتمالات التعثر أو التأخر في تسديد الأقساط المترتبة، والسعي لتجاوز الخلل من خلال التنسيق الدائم مع القائمين على المشروع.	- تكلفة التمويل العالية نسبياً والتي تصل مجموع عوائده وأرباحه إلى 60% من أصل مبلغ التمويل خلال سنوات التمويل. - فترة الإقراض القصيرة نسبياً التي تصل إلى ست سنوات كحد أقصى وارتفاع الأقساط خلال سنوات التمويل، مما يسبب ضغط على السيولة. - حاجة القائمين على المشروع لتأمين العجز في التغطية والتي تصل إلى 400 مليون ليرة من مصادر أخرى، أو من خلال ضغط النفقات وإيقاف تمويل التوسعات المقترحة. - شروط التمويل الصعبة جداً لناحية الضمانات التي تفوق قيمتها مبلغ التمويل، والإجراءات الإدارية الطويلة والمعقدة التي تسبق الموافقة على طلب التمويل. - إمكانية تسهيل الأصول المضمونة بعقد التمويل في حال التأخر أو التعثر لفترة تتجاوز السنة، مما يسبب خسارة في قيمة الأصول بنتيجة التصفية.

الخيارات	الإيجابيات	السلبات
الخيار الثالث: عدم إمكانية التمويل عن طريق بنك الشام الإسلامي والدخول في شراكة دائمة أو متناقصة مع شركاء جدد	- عدم تحميل المشروع تكاليف تمويل ثابتة وعالية جداً، بالتالي تحقيق ربحية أعلى وسيولة كافية لتغطية أي نفقات أو مصروفات غير متوقعة. - التوافق بين الشركاء بخصوص توزيعات الأرباح بشكل لا يسبب ضغط على سيولة المشروع، الأمر الذي يقوي المركز المالي للمشروع على المدى الأطول. - عدم توقع احتمال الفشل، بنتيجة إيجابية صافي رأس المال العامل وانخفاض الرافعة المالية للحد الأدنى، مما يؤكد على قوة المركز المالي وخاصة خلال سنوات المشروع الأولى.	- خطر عدم أو التأخر في إيجاد شركاء قادرين أو راغبين بالتمويل والدخول في المشروع، مما يؤدي لعدم أو تأخر انطلاق المشروع. - خطر التدخل في الإدارة بحسب حصص الشراكة الجديدة، مما قد يسبب عدم توافق أو انسجام في تنفيذ الخطط المزمع تنفيذها من قبل القائمين على المشروع. - خطر خروج الشركاء والتصفية قبل الوقت المتوقع لاستقرار المشروع وتحقيق العوائد الكافية لتغطية ثمن الحصص المباعة. - عدم الاستفادة من توزيعات الأرباح لخفض الأرباح الصافية، بالتالي عدم تخفيض المطرح الضريبي، كما في خيار الإقراض.

وعليه تعتقد الإدارة المالية للمشروع أن الخيار الأنسب الذي سيبنى عليه الاستثمار هو خيار الشراكة المتناقصة بشروط مناسبة على ألا تقل فترتها عن فترة الاسترداد المخصصة؛ يليه خيار التمويل بالمربحة للأمر بالشراء عن طريق مصرف سورية الدولي الإسلامي؛ يليه خيار الاقتراض من البنك العربي سورية.

وبالخلاصة نجد أن المعطيات السابقة تدفع الباحث إلى رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة، أي أن هناك اختلاف في قرار الاستثمار المبني على المؤشرات المالية المستخدمة في دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية بين المنظورين التقليدي والإسلامي.

النتائج والتوصيات

1. الخلاصة:

انطلاقاً من أهمية دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية، والأسس والأساليب القائمة عليها والتي ارتبطت في جوهرها بالمفاهيم والنظريات الحاكمة في النظام الاقتصادي العالمي السائد اليوم؛ ومع بزوغ الملامح الأولى للنظام الاقتصادي الإسلامي وتعاظم أهميته وبروز دوره في تجنب العديد من الأزمات؛ أصبح من الضرورة بمكان إجراء مراجعة شاملة لهذه الأسس والأساليب لمعرفة مدى صلاحيتها وتوافقها مع المبادئ والقيم التي يقوم عليها النظام الاقتصادي الإسلامي، وإبراز مكان القوة والضعف فيها لمساعدة المحللين الماليين والمستثمرين لتعزيز النواحي الإيجابية ومعالجة نقاط الخلل والتخطيط الصحيح.

وعليه بالاستناد إلى المنهج التحليلي الاستقرائي القائم على دراسة النماذج والمؤشرات المالية المستخدمة في دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية في ظل المنظورين التقليدي والإسلامي من خلال الأبحاث والدراسات السابقة، وتطبيقها في حالة دراسة جدوى لمشروع تعليمي تربوي. وتعزيزاً للبحث من خلال إجراء المقابلات مع الأشخاص المعنيين (مديري التمويل التجاري لثلاثة مؤسسات مصرفية عاملة في سورية) لمعرفة واقع التمويل المتاح من قبل هذه المؤسسات المالية بشقيها التقليدي والإسلامي، والوقوف على النماذج والمؤشرات التي تستند إليها لاتخاذ قرار التمويل الاستثماري، والآليات المتبعة في قبول المشروع أو رفضه من الناحية المالية. تم الوصول إلى النتائج واستنباط التوصيات في العرض الآتي:

2. النتائج:

بناءً على ما تم استعراضه في هذا البحث بفصوله النظرية والعملية، فقد توصل الباحث إلى النتائج الآتية:

1. يوجد اختلاف في النماذج والمؤشرات المالية المستخدمة في دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروعات

الاستثمارية في ظل المنظورين التقليدي والإسلامي؛ وهذا الاختلاف يتمحور في مضمون هذه النماذج

والمؤشرات وفي مفهومها، على الرغم من التشابه الشكلي والظاهري بين المنظورين، حيث أن كلا

المنظورين ركزا على المؤشرات الساكنة وأهملا المؤشرات الحركية مع الزمن واستخدما نموذج تسعير قائم

على أساس نسبة معينة من المبلغ المراد تمويله؛ لكن وعلى الرغم من هذا التشابه فقد برز الاختلاف

واضحاً من خلال النقاط الآتية:

أ- تركيز المنظور التقليدي على نسب السيولة والمديونية ونسب خدمة الدين وتغطية الفوائد، حيث

تتشترك هذه النسب باهتمامها بالسيولة النقدية وحجم التدفقات النقدية الصافية خلال فترة

الإقراض، بمعزل عن ربحية النشاط وعوائده؛ وعليه يتم منح التمويل استناداً على كفاية

التدفقات المستقبلية لتغطية أقساط الدين والفوائد. في حين يقوم المنظور الإسلامي على أساس تقييم مختلف جوانب المشروع ودراسة أغلب المؤشرات التي تعكس الصورة الأقرب لواقعه وجدواه ونقاط قوته واستمراريته لناحية معدلات النمو ونسب النشاط والربحية واحتمالات الفشل بالإضافة للسيولة والمديونية والقيمة التصفوية التي لا يمكن إغفالها لغرض ضمان التوازن والتأكد من كفاءة الهيكل المالي في تغطية الالتزامات تجاه الدائنين.

ب- تجاهل المنظور التقليدي لمدخل التدفقات النقدية المخصومة على الرغم من أهميته وحداثته، يعود لعدم اهتمامه بنتائج النشاط على مدار سنوات المشروع، بل ينصب التركيز كما أسلفنا على حجم التدفقات النقدية المتوقعة خلال سنوات الإقراض الخمس أو الست الأولى من عمر المشروع؛ في حين تجنّب المنظور الإسلامي العمل بهذا المدخل على الرغم من الآراء التي أيدت فكرة استخدامه بعد إجراء تعديلات على آلية احتساب معدل الخصم كما مر في الدراسات السابقة، والسبب يعود بحسب الاستصرحات إلى عدم الاعتماد في الدراسات المالية أو في تسعير النشاطات التجارية على معدلات مركبة، بل يتم الاستناد إلى معدلات ربح بسيطة دون إضافة أي زيادات لاحقة على نفس الوعاء أو المحفظة التجارية خلال سنوات تمويل المشروع.

ت- اعتماد المنظور التقليدي في التسعير على معدل الفائدة المركبة على الرصيد المتبقي من القرض وفوائده والقائم على مفهوم النقد يولد النقد؛ في حين أن المنظور الإسلامي يعتمد على المربحة القائمة على أساس معدل ربح بسيط يتم احتسابه على كامل قيمة العقد ولكامل فترة العقد، ولا يتم زيادته ومراكبته مع امتداد فترة العقد من منطلق استقرار العلاقة العقدية وثبات السعر ووضوحه للطرفين طوال فترة العقد منعاً للغرر والغبن. مع التأكيد على وجود الامكانية النظرية للتعاقد بأكثر من صيغة تعاقدية لغرض التمويل والاستثمار مثل المشاركة والمشاركة المتناقصة والإجارة المنتهية بالتمليك وكلها تعطي بدائل متعددة ومتناسبة مع حاجات الطرفين المتعاقدين لناحية المهل الزمنية وحجم التمويل ونظام الدفعات.

2. يوجد اختلاف في القرار الاستثماري المبني على المؤشرات المالية المستخدمة في دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية في ظل المنظورين التقليدي والإسلامي؛ والسبب الأساسي في ذلك يعود إلى اختلاف المنطلقات والرؤى والأهداف التي يقوم عليها كلا المنظورين، وهو ما يتجلى واضحاً في اختلاف الأدوات التمويلية وشروطها. فالمنظور التقليدي يصب جل تركيزه على المتاجرة الاسمية

وتوالد النقود بمعزل عن التحقق من مصادرها وسلامة استخداماتها والوجهة التي ستؤول إليها باعتبارها سلعة مستقلة بذاتها لها تكلفتها وسعرها، مما يعزز ويعمق من مظاهر التضخم والارتفاع العام في الأسعار حتى في أكبر الاقتصادات العالمية وأكثرها استقراراً؛ في حين أن المنظور الإسلامي يبحث في تعاملاته عن التبادل الحقيقي والمعزز بالأصول المادية والاستثمارات الفعلية الموجهة لتحقيق المكاسب الاقتصادية والاجتماعية، بالتالي لا يتولد النقد إلا مقابل سلعة حقيقية أو خدمة أو منفعة، الأمر الذي يكبح جماح التضخم ويعزز الاستقرار النقدي والتجاري حيث يلعب النقد دور الوسيط والخازن للقيمة.

3. التوصيات:

بناءً على كل ما سبق ذكره وما توصل إليه الباحث من نتائج، يوصي الباحث بما يلي:

1. ضرورة التنويع العملي لأدوات التمويل الإسلامي لتشمل المشاركة والمشاركة المتناقصة والإجارة المنتهية بالتمليك وعدم الاكتفاء بالمرابحة للأمر بالشراء كأداة وحيدة للتمويل، وإعداد متطلباتها الإدارية والفنية والتقنية، وتأمين الكوادر المؤهلة؛ لما لهذه الأدوات من مزايا ومكاسب للأطراف المتعاقدة تفوق المربحة للأمر بالشراء، مع ضرورة تقييم مخاطر هذه الأدوات وإيجاد الحلول المناسبة لاحتوائها.
2. تخفيف القيود والشروط والضمانات التي تطلبها المؤسسات المالية ولا سيما الإسلامية، حيث تشكل عبء كبير لا يقدر عليه إلا شريحة محدودة من الممولين والتجار والمؤسسات الكبيرة، الأمر الذي يساهم في خلق فرص استثمارية جديدة وواحدة للشركات والمؤسسات المتوسطة والصغيرة، والذي يحفز بالضرورة الحركة الاقتصادية ويعالج الكثير من المشاكل الاجتماعية، ويعيد التوازن لقوى العرض والطلب ويضبط التضخم.
3. السماح لفترات تمويل أطول من خمس سنوات على ألا تقل عن عشر سنوات، مما يخفف من ضغط السيولة خلال سنوات المشروع الأولى ويبعد شبح الفشل والتعثر المالي وما يترتب عليه من إشكالات وتبعات قانونية واقتصادية واجتماعية.
4. اعتماد معاملة متماثلة بين الفوائد المصرفية المدينة وتوزيعات الأرباح من الناحية الضريبية؛ إما من خلال اعتبار مصروف الفوائد المدينة غير مشمول ضريبياً وإعادته إلى المطرح الضريبي، أو من خلال القبول الضريبي لنسبة معينة من الأرباح السنوية في حال توزيعها وتخفيضها من المطرح الضريبي. على غرار بدل القيمة التأجيرية للمباني المملوكة من قبل الشركة والذي يتم قبوله ضريبياً

بالتوازي مع مصروف الإيجار التشغيلي لمثيلاتها من الشركات التي لا تملك العقارات التي تمارس نشاطها فيها، من منطلق عدالة الإنفاق.

5. إجراء المزيد من الأبحاث والدراسات حول الآثار والتبعات الاقتصادية والاجتماعية والمالية الناجمة عن تطبيق مفهوم الفائدة (الربا)، واقتراح الحلول للخروج من الحلقة المفرغة التي أساسها فكرة تولد النقد بالنقد وما تسببه من أزمات تلو الأزمات.

المراجع

المصادر العربية:

1. القرآن الكريم.
2. الحديث النبوي الشريف.
3. ابن جزي، محمد بن أحمد بن محمد. (د ت). القوانين الفقهية. (د ن).
4. أبو العز، علي محمد أحمد. (2016). الابتكار في صيغ التمويل الإسلامي. منشورات مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامي، www.kantakji.com.
5. البلتاجي، محمد. (2011، 19-20 كانون الثاني). المشاركة المتغيرة صيغة مقترحة لتمويل رأس المال العامل. بحث مقدم للندوة الفقهية الثالثة بعنوان التمويل بالمشاركة الآليات العملية لتطويره، مصرف أبو ظبي الإسلامي، أبو ظبي.
6. جرادات، حسني عبد العزيز. (1432هـ - 2011م). الصيغ الإسلامية للاستثمار في رأس المال العامل (ط1). عمان: دار صفاء للنشر والتوزيع.
7. حماد، طارق عبد العال. (2008). التقييم وإعادة هيكلة الشركات، الاسكندرية: الدار الجامعية.
8. الخرشي، محمد بن عبد الله. (د ت). شرح مختصر خليل ج3. بيروت: دار الفكر للطباعة.
9. القره داغي، علي محي الدين. (1439هـ، رمضان - 2008م، أيلول). تطبيقات الوكالة والفضالة والمراوحة العكسية. مجلة حولية البركة، 10، 275-289.
10. السعدني، قنديل علي مسعد. (1433هـ - 2012م). استحداث العقود في الفقه الإسلامي (ط 1). الدمام: دار ابن الجوزي.
11. سمحان، حسين محمد. (2009). نحو استخدام مؤشرات مالية إسلامية في تقييم المشروعات الاقتصادية. مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، 5(7)، 99-120.
12. السويلم، سامي بن إبراهيم. (2008، 17 آذار). تعقيب حول تمويل رأس المال العامل. ورقة مقدمة لندوة تمويل رأس المال العامل، الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل وجامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، الرياض.
13. الصدر، محمد باقر. (1406هـ - 1986م). اقتصادنا (ط 17). بيروت: دار التعارف للمطبوعات.
14. الصدر، محمد باقر. (1432هـ - 2011م). البنك اللاروي في الإسلام (ط3). بيروت: دار التعارف للمطبوعات.
15. عبد الحي، محمد عبد الحميد. (1435هـ - 2014م). استخدام تقنيات الهندسة المالية في إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية. رسالة دكتوراه، جامعة حلب، حلب.
16. عفر، محمد عبد المنعم. (1985). الاقتصاد الإسلامي: النظام والسكان والرفاه والزكاة (ج 1). جدة: دار البيان العربي.
17. الفقه على المذاهب الأربعة للجزيري ج 20، والهداية في شرح بداية المبتدي للمريناني ج3.

18. القرشي، عبد الله بن مرزوق. (2013). التفكير الفقهي في المعاملات المعاصرة (ط1). بيروت: مركز نماء للبحوث والدراسات.
19. القطيط، جهاد صبحي عبد العزيز محمد. (2009، 31 حزيران - 3 تموز). نحو معدل لخصم التدفقات النقدية بديل عن معدل الفائدة لأغراض تقويم المشروعات الاستثمارية في البنوك الإسلامية، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي.
20. قنطججي، سامر مظهر. (2015). صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية (ط 2). حمّاه: دار أبي الفداء العالمية للنشر.
21. الكاساني، علاء الدين أبو بكر بن مسعود. (1406هـ - 1986م). بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع (ط 2). ج 6، بيروت: دار الكتب العلمية.
22. لطفي، أمين السيد أحمد. (2005). دراسة جدوى المشروعات الاستثمارية، الاسكندرية: الدار الجامعية.
23. مشعل، عبد الباري. (1439هـ، رمضان - 2008م، أيلول). تطبيقات الوكالة والفضالة والمراوحة العكسية. مجلة حولية البركة، 10، 80-98.
24. المعجم الوسيط.
25. مقدم، ليلى؛ وطعية، محمد سمير. (2011، 23-24 شباط). معايير اتخاذ قرار الاستثمار من منظور الاقتصاد الإسلامي. قدم إلى الملتقى الدولي الأول: الاقتصاد الإسلامي: الواقع ورهانات المستقبل، جامعة غرداية، الجزائر.
26. مقدمات ابن رشد ضمن المدونة الكبرى 3 : 28 ونقله عن أبي حنيفة في المجموع 9 : 488.
27. موسى، رحمانى؛ والغالى، بن إبراهيم. (2012، حزيران). القيمة الزمنية للنقود كأساس لعملية خصم التدفقات النقدية في الاقتصاد الإسلامي. أبحاث اقتصادية وإدارية، 6(11)، 221-240.
28. ميرة، حامد بن حسن بن محمد. (1432هـ - 2011م). عقود التمويل المستجدة في المصارف الإسلامية (ط1). الرياض: الميمان للنشر والتوزيع، جدوى للاستثمار.
29. وسائل الشيعة للحر العاملي. ج18، الباب 19 من أبواب الدين والقرض، والباب 17 من أبواب الربا (ط2). جمادى الآخر 1414هـ، قم: مؤسسة آل البيت (ع) لإحياء التراث.

English Recources:

1. Ahmad, A. U. F., & Hassan, M. K. (2006, Winter). The Time Value of Money Concept in Islamic Finance. *American Journal of Islamic Social Sciences (AJISS)*, 1(23), 66-89.
2. Anwar Batcha, A. (2009, September). *Time Value of Money and Riba': Islamic Perspective*. Kuala Lumpur: INCEIF.
3. Definition and Profiles of Equity investment Risk. (2005). Guiding Principles of Risk Management for Institutions (Other Than Insurance Institutions) Offering Only Islamic Financial Services, *IFSB*.
4. Definition and Profiles of Rate of Return Risk. (2005). Guiding Principles of Risk Management for Institutions (Other Than Insurance Institutions) Offering Only Islamic Financial Services, *IFSB*.
5. Hasan, Z. (2015, June). Risk-Sharing Versus Risk-Transfer in Islamic Finance: An Evaluation. *Journal of Islamic Banking and Finance*, 3(1),11-28.
6. Iqbal, M. & Ali, S. (2007). Introduction. In *Advances in Islamic Economic and Finance* (Vol.1, pp. 1-17). Jeddah: IRTI, Islamic Development Bank.
7. Principle2.1(Credit Risk). (2005). Guiding Principles of Risk Management for Institutions (Other Than Insurance Institutions) Offering Only Islamic Financial Services, *IFSB*.
8. Shaikh, S. (2009, December 22). *Corporate Finance in an Interest Free Economy: An Alternate Approach to Practiced Islamic Corporate Finance*. Retrieved November 17, 2017 from https://mpra.ub.uni-muenchen.de/19459/1/MPRA_paper_19459.pdf.
9. Siswantoro, D., & Qoyyimah, H. (2007). Analysis on the Feasibility Study of Musharakah Mutanaqisah Implementation in Indonesian Islamic Banks. In Munawar Iqbal et al. (Editor), *Advances in Islamic Economic and Finance* (Vol.1, pp. 471-488). Jeddah: IRTI, Islamic Development Bank.

الملاحق

الملحق رقم (1): القوائم المالية التقديرية على أساس التمويل الداخلي

الجدول رقم (20) : الموازنة العمومية التقديرية على أساس التمويل الداخلي (باليرة السورية)

(بالألف ليرة)

الموازنة العمومية التقديرية	8/30/2019	8/31/2020	8/31/2021	8/31/2022	8/31/2023	التغير 20-21	التغير 21-22	التغير 22-23
النقد في الصندوق والمصارف	237,930	588,940	615,738	844,790	1,667,470	26,798	229,052	822,681
مدينون مختلفون	194,646	128,811	172,227	196,909	237,554	43,416	24,682	40,645
قطع غيار وسائل تعليمية	2,311	1,433	169	169		-1,264	0	-169
موجودات أخرى متداولة	10,715	10,310	12,235	13,996	16,298	1,925	1,761	2,302
مجموع الموجودات المتداولة	445,602	729,494	800,369	1,055,864	1,921,322	70,875	255,495	865,458
استثمارات ومشاريع قيد التنفيذ	733,730	746,081	746,399	1,613,968	983,981	318	867,569	-629,988
سيارات	5,718	5,718	9,873	9,873	9,873	4,155	0	0
مباني - اصول معنوية	2,826,311	2,826,311	2,826,577	2,826,577	3,316,195	267	0	489,617
آلات ومعدات وأثاث وسيارات - خدمة تعليمية	577,596	586,323	596,433	620,988	1,060,754	10,110	24,555	439,766
إجمالي الموجودات الثابتة	3,409,625	3,418,351	3,432,883	3,457,439	4,386,822	14,532	24,555	929,383
الاستهلاك المتراكم	0	202,552	390,307	579,182	875,947	187,755	188,875	296,765
صافي الموجودات الثابتة	3,409,625	3,215,799	3,042,576	2,878,257	3,510,875	-173,223	-164,320	632,618
مصاريف مدفوعة مقدماً	16,312	40,932	75,297	66,960	15,014	34,365	-8,338	-51,946
مجموع الموجودات	4,605,269	4,732,306	4,664,642	5,615,048	6,431,191	-67,665	950,407	816,142
أوراق دفع	47	4,254	1,939	0		-2,315	-1,939	0
دائنون	42,716	17,291	31,736	22,293	87,446	14,445	-9,443	65,153
أقساط قروض تستحق خلال عام						0	0	0
مخصصات/ احتياطي تعويض عمال	188,742	221,863	325,256	333,535	518,808	103,392	8,279	185,273

تابع الجدول رقم (20): الموازنة العمومية التقديرية على أساس التمويل الداخلي (بالليرة السورية)

(بالآلف ليرة)

الميزانية العمومية	8/30/2019	8/31/2020	8/31/2021	8/31/2022	8/31/2023	التغير 20-21	التغير 21-22	التغير 22-23
أرباح مقترح توزيعها						0	0	0
مصاريف مستحقة وإيرادات مقدمة	31,998	48,039	101,717	201,749	598,444	53,678	100,033	396,695
مطلوبات أخرى متداولة	11,258	17,435	22,341	100,978	50,208	4,905	78,637	-50,770
مجموع المطلوبات المتداولة	274,760	308,882	482,988	658,555	1,254,907	174,105	175,568	596,352
قروض طويلة الأجل	242,164	215,349	192,405	176,926	159,538	-22,944	-15,479	-17,388
مجموع المطلوبات	516,924	524,231	675,393	835,481	1,414,445	151,162	160,088	578,964
راس المال المدفوع	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	0	0	0
حسابات شركاء	3,055,628	2,953,687	2,367,281	2,558,185	1,686,830	-586,406	190,904	-871,355
احتياطات	209,753	217,566	277,773	423,494	694,556	60,207	145,721	271,062
أرباح (خسائر) مجمعة	0	-177,036	36,822	344,194	797,888	213,858	307,373	453,693
أرباح الفترة	-177,036	213,858	307,373	453,693	837,471	93,515	146,321	383,778
صافي حقوق الملكية	4,088,345	4,208,075	3,989,249	4,779,567	5,016,745	-218,826	790,319	237,178
المطلوبات وحقوق الملكية	4,605,269	4,732,306	4,664,642	5,615,048	6,431,191	-67,665	950,407	816,142

الجدول رقم (21) : قائمة الدخل التقديرية على أساس التمويل الداخلي (بالليرة السورية)

(بالآلف ليرة)

قائمة الدخل	8/30/2019	8/31/2020	8/31/2021	8/31/2022	8/31/2023	التغير 20-21	التغير 21-22	التغير 22-23
صافي الإيرادات السنوية (بعد الحسم)	753,130	1,036,801	1,392,385	1,785,934	2,677,172	355,584	393,549	891,238
كلفة الإيرادات السنوية	373,800	326,587	375,059	484,411	675,749	48,472	109,353	191,338
استهلاكات ومؤهلات العملية التعليمية	264,397	220,518	220,050	200,133	272,112	-468	-19,917	71,979
مجمّل الربح	114,932	489,696	797,277	1,101,389	1,729,310	307,580	304,113	627,921
مصاريف البيع والتوزيع	1,436	3,590	11,168	15,680	17,945	7,578	4,512	2,264
المصاريف الإدارية والعمومية	203,214	213,886	300,750	395,338	485,949	86,864	94,588	90,611
إطفاءات وإستهلاكات ومخصصات	75,021	49,014	68,222	68,307	143,842	19,208	85	75,535
صافي ربح العمليات	-164,739	223,207	417,137	622,064	1,081,575	193,930	204,927	459,511
فوائد وعمولات بنكية	87	183	8,557	16,164	14,587	8,375	7,607	-1,577
مصاريف أخرى	20,158	22,998	27,257	26,157	17,225	4,259	-1,100	-8,932
صافي الربح بعد الفائدة	-184,983	200,026	381,323	579,742	1,049,762	181,296	198,420	470,019
إيرادات مختلفة	7,947	13,831	10,597	25,182	66,866	-3,235	14,586	41,684
صافي الربح (الخسارة) قبل الضريبة	-177,036	213,858	391,919	604,924	1,116,628	178,061	213,005	511,704
ضريبه دخل	0		84,546	151,231	279,157	84,546	66,685	127,926
صافي الربح (الخسارة) بعد الضريبة	-177,036	213,858	307,373	453,693	837,471	93,515	146,321	383,778
الأرباح المقترح توزيعها						0		

الجدول رقم (22) : قائمة التدفقات النقدية التقديرية على أساس التمويل الداخلي (بالليرة السورية)

(بالآلاف ليرة)

8/31/2023	8/31/2022	8/31/2021	8/31/2020	8/30/2019	قائمة التدفق النقدي / الأسلوب المباشر
					النقد المقبوض من الطلاب :-
2,677,172	1,785,934	1,392,385	1,036,801	753,130	صافي الإيرادات السنوية (بعد الحسم)
(40,645)	(24,682)	(43,416)	65,835	(194,646)	النقص (الزيادة) في ذمم الطلاب
2,636,527	1,761,252	1,348,969	1,102,636	558,484	صافي النقد المقبوض من الطلاب
					النقد المدفوع للموردين :-
(675,749)	(484,411)	(375,059)	(326,587)	(373,800)	كلفة الإيرادات السنوية
169	0	1,264	878	(2,311)	النقص (الزيادة) في البضاعة
65,153	(9,443)	14,445	(25,424)	42,716	الزيادة (النقص) في الدائنين
(610,427)	(493,854)	(359,350)	(351,133)	(333,396)	صافي النقد المدفوع للموردين
					النقد المدفوع مقابل المصاريف :-
(640,308)	(516,741)	(439,692)	(307,454)	(564,226)	مجموع المصاريف النقدية
(14,587)	(16,164)	(8,557)	(183)	(87)	فوائد وعمولات بنكية
(2,302)	(1,761)	(1,925)	405	(10,715)	النقص (الزيادة) في الموجودات المتداولة الأخرى
396,695	100,033	53,678	16,041	31,998	الزيادة (النقص) في المصاريف المستحقة
(50,770)	78,637	4,905	6,177	11,258	الزيادة (النقص) في المطلوبات المتداولة الأخرى
(311,272)	(355,996)	(391,591)	(285,013)	(531,772)	صافي النقد المدفوع مقابل المصاريف
(93,884)	(142,952)	18,846	33,122	188,742	الزيادة (النقص) في المخصصات وضريبة الدخل المدفوعة
66,866	25,182	10,597	13,831	7,947	يضاف إيرادات مختلفة
1687811.09	793631.53	627470.39	513442.50	-109993.77	صافي التدفق النقدي من عمليات التشغيل

تابع الجدول رقم (22): قائمة التدفقات النقدية التقديرية على أساس التمويل الداخلي (بالليرة السورية)

(بالآلف ليرة)

8/31/2023	8/31/2022	8/31/2021	8/31/2020	8/30/2019	قائمة التدفق النقدي / الأسلوب المباشر
					التدفق النقدي من عمليات الاستثمار :-
(929,383)	(24,555)	(14,532)	(8,727)	(3,409,625)	النقص (الزيادة) في الموجودات الثابتة
629,988	(867,569)	(318)	(12,350)	(733,730)	النقص (الزيادة) في الاستثمارات
51,946	8,338	(34,365)	(24,620)	(16,312)	النقص (الزيادة) في المصاريف المؤجلة
0	0	0	0	0	النقص (الزيادة) في الموجودات الأخرى
-247449.61	-883786.81	-49215.16	-45697.38	-4159667.19	صافي التدفق النقدي من عمليات الاستثمار
					التدفق النقدي من عمليات التمويل :-
0	0	0	0	1,000,000	الزيادة (النقص) في رأس المال
(871,355)	190,904	(586,406)	(101,941)	3,055,628	الزيادة (النقص) في العلاوة/حسابات الشركاء
(17,388)	(15,479)	(22,944)	(26,815)	242,164	الزيادة (النقص) في القروض
0	0	0	0	0	الزيادة (النقص) في البنوك الدائنة
0	(1,939)	(2,315)	4,207	47	الزيادة (النقص) في أوراق الدفع
0	0	0	0	0	الزيادة (النقص) في المطلوبات الأخرى
271,062	145,721	60,207	7,813	209,753	الزيادة (النقص) في الاحتياطات والأرباح الموزعة
-617680.78	319207.20	-551457.48	-116735.56	4507591.28	صافي التدفق النقدي من عمليات التمويل
822680.70	229051.93	26797.75	351009.56	237930.32	الزيادة (النقص) في النقد
844,790	615,738	588,940	237,930	0	النقد في بداية السنة
1,667,470	844,790	615,738	588,940	237,930	النقد في نهاية السنة

الجدول رقم (23) : الموازنة العمومية التقديرية على أساس التمويل الداخلي (بالنسب المئوية)

(%)

الموازنة العمومية بالنسب	8/30/2019	8/31/2020	8/31/2021	8/31/2022	8/31/2023	التغير 20-21	التغير 21-22	التغير 22-23
النقد في الصندوق والمصارف	5%	12%	13%	15%	26%	1%	2%	11%
مدينون مختلفون	4%	3%	4%	4%	4%	1%	0%	0%
قطع غيار وسائل تعليمية	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
موجودات أخرى متداولة	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
مجموع الموجودات المتداولة	10%	15.4%	17.2%	18.8%	29.9%	2%	2%	11%
استثمارات ومشاريع قيد التنفيذ	16%	15.8%	16.0%	28.7%	15.3%	0%	13%	-13%
سيارات	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
مباني - اصول معنوية	61%	60%	61%	50%	52%	1%	-10%	1%
آلات ومعدات وأثاث وسيارات - خدمة تعليمية	13%	12%	13%	11%	16%	0%	-2%	5%
إجمالي الموجودات الثابتة	74%	72%	74%	62%	68%	1%	-12%	7%
الاستهلاك المتراكم	0%	4%	8%	10%	14%	4%	2%	3%
صافي الموجودات الثابتة	74%	68.0%	65.2%	51.3%	54.6%	-3%	-14%	3%
مصاريف مدفوعة مقدماً	0%	0.9%	1.6%	1.2%	0.2%	1%	0%	-1%
موجودات أخرى	0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0%	0%	0%
مجموع الموجودات	100%	100%	100%	100%	100%	0%	0%	0%
أوراق دفع	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
دائنون	1%	0%	1%	0%	1%	0%	0%	1%
أقساط قروض تستحق خلال عام	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
مخصصات/ احتياطي تعويض عمال	4%	5%	7%	6%	8%	2%	-1%	2%
أرباح مقترح توزيعها	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

تابع الجدول رقم (23): الموازنة العمومية التقديرية على أساس التمويل الداخلي (بالنسب المئوية)

(%)

الموازنة العمومية بالنسب	8/30/2019	8/31/2020	8/31/2021	8/31/2022	8/31/2023	التغير 20-21	التغير 21-22	التغير 22-23
مصاريف مستحقة وإيرادات مقدمة	1%	1%	2%	4%	9%	1%	1%	6%
مطلوبات أخرى متداولة	0%	0%	0%	2%	1%	0%	1%	-1%
مجموع المطلوبات المتداولة	6%	6.5%	10.4%	11.7%	19.5%	4%	1%	8%
قروض طويلة الأجل	5%	5%	4.1%	3.2%	2.5%	0%	-1%	-1%
مطلوبات أخرى طويلة الأجل	0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0%	0%	0%
مجموع المطلوبات	11%	11.1%	14.5%	14.9%	22.0%	3%	0%	7%
راس المال المدفوع	22%	21%	21%	18%	16%	0%	-4%	-2%
حسابات شركاء	66%	62%	51%	46%	26%	-12%	-5%	-19%
احتياطيات	5%	5%	6%	8%	11%	1%	2%	3%
أرباح (خسائر) مجمعة	0%	-4%	1%	6%	12%	5%	5%	6%
أرباح الفترة	-4%	5%	7%	8%	13%	2%	1%	5%
صافي حقوق الملكية	89%	88.9%	85.5%	85.1%	78.0%	-3%	0%	-7%
المطلوبات وحقوق الملكية	100%	100%	100%	100%	100%			

الجدول رقم (24) : قائمة الدخل التقديرية على أساس التمويل الداخلي (بالنسب المئوية)

(%)

قائمة الدخل بالنسب	8/30/2019	8/31/2020	8/31/2021	8/31/2022	8/31/2023	التغير 20-21	التغير 21-22	التغير 22-23
صافي الإيرادات السنوية (بعد الحسم)	100%	100%	100%	100%	100%	0.0%	0.0%	0.0%
كلفة الإيرادات السنوية	50%	31%	27%	27%	25%	-4.6%	0.2%	-1.9%
استهلاكات ومؤهلات العملية التعليمية	35%	21%	16%	11%	10%	-5.5%	-4.6%	-1.0%
مجمّل الربح	15%	47.2%	57.3%	61.7%	64.6%	10.0%	4.4%	2.9%
مصاريف البيع والتوزيع	0%	0.3%	0.8%	0.9%	0.7%	0.5%	0.1%	-0.2%
المصاريف الإدارية والعمومية	27%	20.6%	21.6%	22.1%	18.2%	1.0%	0.5%	-4.0%
إطفاءات وإستهلاكات ومخصصات	10%	4.7%	4.9%	3.8%	5.4%	0.2%	-1.1%	1.5%
صافي ربح العمليات	-22%	22%	30%	35%	40%	8.4%	4.9%	5.6%
فوائد وعمولات بنكية	0%	0%	1%	1%	1%	0.6%	0.3%	-0.4%
مصاريف أخرى	3%	2%	2%	1%	1%	-0.3%	-0.5%	-0.8%
صافي الربح بعد الفائدة	-25%	19%	27%	32%	39%	8.1%	5.1%	6.8%
إيرادات مختلفة	1%	1%	1%	1%	2%	-0.6%	0.6%	1.1%
صافي الربح (الخسارة) قبل الضريبة	-23.5%	20.6%	28.1%	33.9%	41.7%	7.5%	5.7%	7.8%
ضريبه دخل	0%	0%	6%	8%	10%	6.1%	2.4%	2.0%
صافي الربح (الخسارة) بعد الضريبة	-23.51%	20.6%	22.1%	25.4%	31.3%	1.4%	3.3%	5.9%

الملحق رقم (2): ايضاحات القوائم المالية التقديرية

الجدول رقم (25): موازنة الإيرادات الدراسية الإجمالية المتوقعة للأعوام الخمسة الأولى

العام الدراسي الثاني 2020/2019					العام الدراسي الأول 2019/2018					الصفوف والفئات	المرحلة الدراسية
مجموع الإيرادات السنوية المتوقعة	النشاط الصيفي والترفيه**	رسوم الخدمات والنقل	القسط السنوي	أعداد الطلاب *	مجموع الإيرادات السنوية المتوقعة	النشاط الصيفي والترفيه**	رسوم الخدمات والنقل	القسط السنوي	أعداد الطلاب *		
52,500,000	100,000	200,000	300,000	100	39,375,000	100,000	200,000	300,000	75	فئة 1 _ تحضيري	التحضيرية والإبتدائية
54,500,000	100,000	200,000	320,000	100	40,875,000	100,000	200,000	320,000	75	فئة 2 _ تحضيري	
57,500,000	100,000	200,000	350,000	100	43,125,000	100,000	200,000	350,000	75	صف أول	
60,500,000	100,000	200,000	380,000	100	45,375,000	100,000	200,000	380,000	75	صف ثاني	
65,000,000	200,000	200,000	400,000	100	48,750,000	200,000	200,000	400,000	75	صف ثالث	
67,000,000	200,000	200,000	420,000	100	50,250,000	200,000	200,000	420,000	75	صف رابع	
70,000,000	200,000	200,000	450,000	100	52,500,000	200,000	200,000	450,000	75	صف خامس	
75,000,000	200,000	200,000	500,000	100	56,250,000	200,000	200,000	500,000	75	صف سادس	
86,250,000	250,000	250,000	550,000	100	64,687,500	250,000	250,000	550,000	75	صف سابع	المرحلة الإعدادية
91,250,000	250,000	250,000	600,000	100	68,437,500	250,000	250,000	600,000	75	صف ثامن	
106,250,000	250,000	250,000	750,000	100	75,937,500	250,000	250,000	700,000	75	صف تاسع	
117,500,000	300,000	300,000	800,000	100	84,375,000	300,000	300,000	750,000	75	صف عاشر	المرحلة الثانوية
127,500,000	300,000	300,000	900,000	100	91,875,000	300,000	300,000	850,000	75	صف حادي عشر	
147,500,000	300,000	300,000	1,100,000	100	103,125,000	300,000	300,000	1,000,000	75	صف ثاني عشر	
1,178,250,000				1400	864,937,500				1050		المجموع

العام الدراسي الرابع 2022/2021					العام الدراسي الثالث 2021/2020					الصفوف والفئات	المرحلة الدراسية
مجموع الإيرادات السنوية المتوقعة	النشاط الصيفي والترفيه**	رسوم الخدمات والنقل	القسط السنوي	أعداد الطلاب*	مجموع الإيرادات السنوية المتوقعة	النشاط الصيفي والترفيه**	رسوم الخدمات والنقل	القسط السنوي	أعداد الطلاب*		
95,625,000	150,000	250,000	350,000	150	73,750,000	120,000	230,000	330,000	125	فئة 1 _ تحضيري	التحضيري والإبتدائي
98,625,000	150,000	250,000	370,000	150	76,250,000	120,000	230,000	350,000	125	فئة 2 _ تحضيري	
103,125,000	150,000	250,000	400,000	150	80,000,000	120,000	230,000	380,000	125	صف أول	
106,125,000	150,000	250,000	420,000	150	82,500,000	120,000	230,000	400,000	125	صف ثاني	
114,750,000	260,000	250,000	450,000	150	90,000,000	240,000	230,000	430,000	125	صف ثالث	
117,750,000	260,000	250,000	470,000	150	92,500,000	240,000	230,000	450,000	125	صف رابع	
122,250,000	260,000	250,000	500,000	150	96,250,000	240,000	230,000	480,000	125	صف خامس	
129,750,000	260,000	250,000	550,000	150	102,500,000	240,000	230,000	530,000	125	صف سادس	
144,000,000	320,000	280,000	600,000	150	114,375,000	300,000	260,000	580,000	125	صف سابع	المرحلة الإعدادية
151,500,000	320,000	280,000	650,000	150	120,625,000	300,000	260,000	630,000	125	صف ثامن	
174,000,000	320,000	280,000	800,000	150	139,375,000	300,000	260,000	780,000	125	صف تاسع	
201,750,000	380,000	350,000	900,000	150	158,437,500	350,000	330,000	850,000	125	صف عاشر	المرحلة الثانوية
216,750,000	380,000	350,000	1,000,000	150	170,937,500	350,000	330,000	950,000	125	صف حادي عشر	
276,750,000	380,000	350,000	1,400,000	150	202,187,500	350,000	330,000	1,200,000	125	صف ثاني عشر	
2,052,750,000				2100	1,599,687,500				1750		المجموع

المرحلة الدراسية	الصفوف والفئات	العام الدراسي الخامس 2023/2022			
		أعداد الطلاب*	القسط السنوي	رسوم الخدمات والنقل	النشاط الصيفي والترفيه**
المرحلة التحضيرية والإبتدائي	فئة 1_ تحضيري	200	380,000	300,000	220,000
	فئة 2_ تحضيري	200	400,000	300,000	220,000
	صف أول	200	430,000	300,000	220,000
	صف ثاني	200	450,000	300,000	220,000
	صف ثالث	200	480,000	300,000	340,000
	صف رابع	200	500,000	300,000	340,000
	صف خامس	200	530,000	300,000	340,000
	صف سادس	200	580,000	300,000	340,000
المرحلة الإعدادية	صف سابع	200	640,000	350,000	360,000
	صف ثامن	200	680,000	350,000	360,000
	صف تاسع	200	850,000	350,000	360,000
المرحلة الثانوية	صف عاشر	200	950,000	400,000	450,000
	صف حادي عشر	200	1,100,000	400,000	450,000
	صف ثاني عشر	200	1,600,000	400,000	450,000
المجموع		2800			

الإيضاحات:

- * فيما يخص أعداد الطلاب المتوقعة خلال الأعوام، تم افتراض افتتاح ثلاث شعب في العام الأول بواقع 25 طالب لكل شعبة وتزداد الأعداد بواقع شعبة إضافية لكل عام لاحق.
- ** فيما يخص النشاط الصيفي والترفيه تم احتسابه على أساس مشاركة ربع الطلاب فقط من كل مرحلة وفئة.

الجدول رقم (26) : موازنة الإيرادات السنوية المتوقعة (بعد الحسم) للأعوام الخمسة الأولى للمشروع

#	الحساب	المبلغ للعام الدراسي 2019/2018	المبلغ للعام الدراسي 2020/2019	المبلغ للعام الدراسي 2021/2020	المبلغ للعام الدراسي 2022/2021	المبلغ للعام الدراسي 2023/2022
1	مجموع الإيرادات السنوية المتوقعة	864,937,500	1,178,250,000	1,599,687,500	2,052,750,000	3,077,500,000
2	حسم أشقاء	(8,649,375)	(11,672,500)	(15,996,875)	(20,528,000)	(30,775,000)
3	منحة وزارة التربية والتعليم	(86,493,750)	(116,725,000)	(159,968,750)	(205,275,000)	(307,750,000)
4	حسم الطلبة الأوائل	(8,649,375)	(11,672,500)	(15,996,875)	(20,528,000)	(30,775,000)
5	منح ذوي الاحتياجات الخاصة	(8,015,000)	(1,379,000)	(15,340,000)	(20,485,000)	(31,028,000)
	الإيرادات السنوية (بعد الحسم)	753,130,000	1,036,801,000	1,392,385,000	1,785,934,000	2,677,172,000

الإيضاحات:

- 1 يمثل مجموع حسم الأشقاء ما نسبته 1% من إجمالي الإيرادات السنوية
- 2 تمثل منحة وزارة التربية حصة الوزارة من الطلاب المسجلين والتي لا تتجاوز الـ 10%، ويتم ترشيحهم من قبلها سنوياً.
- 3 يمنح حسم الطلبة الأوائل للمرتبة الأولى على مستوى المدرسة لكل فئة وصف بقيمة القسط السنوي في عام التفوق، وتشكل نسبته 1% من إجمالي الإيرادات السنوية.
- 4 سيتم توزيع منح لذوي الاحتياجات الخاصة بحسب المتقدمين بما لا يتجاوز 1% من إجمالي الإيرادات السنوية.

الملحق رقم (3): تحليل القيمة التصفوية للمشروع

الجدول رقم (27) : تحليل القيمة التصفوية بنهاية السنة الخامسة للمشروع على أساس التمويل الداخلي

تحليل القيمة التصفوية			8/31/2023	
نسبة التقييم	قيمة دفترية	قيمة تصفوية	الفرق	
النقد في الصندوق والمصارف	1667470	1667470	0	100%
مدينون مختلفون	237554	142532	-95021	60%
قطع غيار وسائل تعليمية	0	0	0	50%
موجودات أخرى متداولة	16298	0	-16298	0%
مجموع الموجودات المتداولة	1921322	1810002	-111319	
استثمارات ومشاريع قيد التنفيذ	983981	737986	-245995	75%
سيارات	9873	9873	0	100%
مباني - اصول معنوية	3316195	2487146	-829049	75%
آلات ومعدات وأثاث وسيارات - خدمة تعليمية	184807	92404	-92404	50%
مصاريف مدفوعة مقدماً	15014	0	-15014	0%
موجودات أخرى	0	0	0	0%
مجموع الموجودات	6431191	5137411	-1293780	80%
أوراق دفع	0	0	0	
دائنون	87446	87446	0	
أقساط قروض تستحق خلال عام	0	0	0	
مخصصات/ احتياطي تعويض عمال	518808	518808	0	
أرباح مقترح توزيعها	0	0	0	
مصاريف مستحقة وإيرادات مقدمة	598444	598444	0	
مطلوبات أخرى متداولة	50208	50208	0	
مجموع المطلوبات المتداولة	1254907	1254907	0	
قروض طويلة الأجل	159538	159538	0	
مطلوبات أخرى طويلة الاجل	0	0	0	
مجموع المطلوبات	1414445	1414445	0	100%
صافي حقوق الملكية	5016745	3722965	-1293780	74%

نسبة تغطية الموجودات الى المطلوبات	455%	363%	-91%
------------------------------------	------	------	------

الجدول رقم (28): تحليل القيمة التصفوية بنهاية السنة الخامسة للمشروع بعد قبول التمويل من البنك العربي سورية

تحليل القيمة التصفوية	نسبة التقييم	قيمة دفترية	قيمة تصفوية	8/31/2023	الفرق
النقد في الصندوق والمصارف	100%	741799	741799	0	0
شيكات وأوراق قبض	60%	0	0	0	0
مدينون مختلفون	60%	237554	142532	-95021	-95021
قطع غيار وسائل تعليمية	50%	0	0	0	0
موجودات أخرى متداولة	0%	16298	0	-16298	-16298
مجموع الموجودات المتداولة		995651	884332	-111319	-111319
استثمارات ومشاريع قيد التنفيذ	75%	983981	737986	-245995	-245995
سيارات	100%	9873	9873	0	0
مباني - اصول معنوية	75%	3316195	2487146	-829049	-829049
آلات ومعدات وأثاث وسيارات - خدمة تعليمية	50%	184807	92404	-92404	-92404
مصاريف مدفوعة مقدماً	0%	15014	0	-15014	-15014
موجودات أخرى	0%	0	0	0	0
مجموع الموجودات	77%	5505520	4211740	-1293780	-1293780
أوراق دفع		0	0	0	0
دائنون		87446	87446	0	0
أقساط قروض تستحق خلال عام		596630	596630	0	0
مخصصات/ احتياطي تعويض عمال		419642	419642	0	0
أرباح مقترح توزيعها		0	0	0	0
مصاريف مستحقة وإيرادات مقدمة		598444	598444	0	0
مطلوبات أخرى متداولة		50208	50208	0	0
مجموع المطلوبات المتداولة		1752371	1752371	0	0
قروض طويلة الأجل		159538	159538	0	0
مطلوبات أخرى طويلة الاجل		0	0	0	0
مجموع المطلوبات	100%	1911909	1911909	0	0
صافي حقوق الملكية	64%	3593611	2299831	-1293780	-1293780

نسبة تغطية الموجودات الى المطلوبات	288%	220%	-68%
------------------------------------	------	------	------

الجدول رقم (29): تحليل القيمة التصفوية بنهاية السنة الخامسة للمشروع بعد قبول التمويل من مصرف سورية الدولي الإسلامي

الفرق	قيمة تصفوية	قيمة دفترية	نسبة التقييم	تحليل القيمة التصفوية
0	745181	745181	100%	النقد في الصندوق والمصارف
0	0	0	60%	شيكات وأوراق قبض
-95021	142532	237554	60%	مدينون مختلفون
0	0	0	50%	قطع غيار وسائل تعليمية
-16298	0	16298	0%	موجودات أخرى متداولة
-111319	887713	999032		مجموع الموجودات المتداولة
-245995	737986	983981	75%	استثمارات ومشاريع قيد التنفيذ
-1610	9873	11483	100%	سيارات
-1624813	2487146	4111959	75%	مباني - اصول معنوية
19597	92404	72807	50%	آلات ومعدات وأثاث وسيارات - خدمة تعليمية
-15014	0	15014	0%	مصاريف مدفوعة مقدماً
0	0	0	0%	موجودات أخرى
-1979154	4215121	6194275	68%	مجموع الموجودات
0	0	0		أوراق دفع
0	87446	87446		دائنون
0	512000	512000		أقساط وقروض تستحق خلال عام
0	312508	312508		مخصصات/ احتياطي تعويض عمال
0	0	0		أرباح مقترح توزيعها
0	598444	598444		مصاريف مستحقة وإيرادات مقدمة
0	312201	312201		مطلوبات أخرى متداولة
0	1822600	1822600		مجموع المطلوبات المتداولة
0	159538	159538		قروض طويلة الأجل
0	0	0		مطلوبات أخرى طويلة الاجل (بنك سورية الدولي الإسلامي)
0	1982138	1982138	100%	مجموع المطلوبات
-1979154	2232983	4212137	53%	صافي حقوق الملكية

نسبة تغطية الموجودات الى المطلوبات	313%	213%	-100%
------------------------------------	------	------	-------

الملحق رقم (4): القوائم المالية التقديرية بعد قبول التمويل من البنك العربي سورية

الجدول رقم (30): الموازنة العمومية التقديرية بعد قبول التمويل من البنك العربي سورية (بالليرة السورية)

(بالآلاف ليرة)

الموازنة العمومية	8/30/2019	8/31/2020	8/31/2021	8/31/2022	8/31/2023	التغير 20-21	التغير 21-22	التغير 22-23
النقد في الصندوق والمصارف	237,930	2,814	29,612	343,210	741,799	26,798	313,598	398,589
مدينون مختلفون	194,646	128,811	172,227	196,909	237,554	43,416	24,682	40,645
قطع غيار وسائل تعليمية	2,311	1,433	169	169		-1,264	0	-169
موجودات أخرى متداولة	10,715	10,310	12,235	13,996	16,298	1,925	1,761	2,302
مجموع الموجودات المتداولة	445,602	143,368	214,243	554,284	995,651	70,875	340,041	441,367
استثمارات ومشاريع قيد التنفيذ	733,730	746,081	746,399	1,613,968	983,981	318	867,569	-629,988
سيارات	5,718	5,718	9,873	9,873	9,873	4,155	0	0
مباني - اصول معنوية	2,826,311	2,826,311	2,826,577	2,826,577	3,316,195	267	0	489,617
آلات ومعدات وأثاث وسيارات - خدمة تعليمية	577,596	586,323	596,433	620,988	1,060,754	10,110	24,555	439,766
إجمالي الموجودات الثابتة	3,409,625	3,418,351	3,432,883	3,457,439	4,386,822	14,532	24,555	929,383
الاستهلاك المتراكم	0	202,552	390,307	579,182	875,947	187,755	188,875	296,765
صافي الموجودات الثابتة	3,409,625	3,215,799	3,042,576	2,878,257	3,510,875	-173,223	-164,320	632,618
مصاريف مدفوعة مقدماً	16,312	40,932	75,297	66,960	15,014	34,365	-8,338	-51,946
موجودات أخرى						0	0	0
مجموع الموجودات	4,605,269	4,146,180	4,078,516	5,113,469	5,505,520	-67,665	1,034,953	392,051
البنك العربي سورية				775,322		0	775,322	-775,322
أوراق دفع	47	4,254	1,939	0		-2,315	-1,939	0

تابع الجدول رقم (30): الموازنة العمومية التقديرية بعد قبول التمويل من البنك العربي سورية (بالليرة السورية)

(بالآلاف ليرة)

الموازنة العمومية	8/30/2019	8/31/2020	8/31/2021	8/31/2022	8/31/2023	التغير 20-21	التغير 21-22	التغير 22-23
دائنون	42,716	17,291	31,736	22,293	87,446	14,445	-9,443	65,153
أقساط قروض تستحق خلال عام	686,126	686,126	686,126	686,126	596,630	0	0	-89,496
مخصصات/ احتياطي تعويض عمال	188,742	221,863	240,709	182,304	419,642	18,846	-58,405	237,338
أرباح مقترح توزيعها	0	0	0	0	0	0	0	0
مصاريف مستحقة وإيرادات مقدمة	31,998	48,039	101,717	201,749	598,444	53,678	100,033	396,695
مطلوبات أخرى متداولة	11,258	17,435	22,341	100,978	50,208	4,905	78,637	-50,770
مجموع المطلوبات المتداولة	960,886	995,008	1,084,567	1,968,772	1,752,371	89,559	884,205	-216,402
قروض طويلة الأجل	1,856,038	1,488,097	1,072,858	606,240	159,538	-415,239	-466,618	-446,702
مطلوبات أخرى طويلة الاجل	0	0	0	0	0	0	0	0
مجموع المطلوبات	2,816,924	2,483,105	2,157,426	2,575,013	1,911,909	-325,680	417,587	-663,103
راس المال المدفوع	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	0	0	0
حسابات شركاء	1,055,628	1,053,687	1,153,407	1,344,311	1,359,082	99,720	190,904	14,771
احتياطيات	209,753	217,566	277,773	423,494	694,556	60,207	145,721	271,062
أرباح (خسائر) مجمعة	0	-477,036	-608,178	-510,090	-229,349	-131,142	98,088	280,741
أرباح الفترة	-477,036	-131,142	98,088	280,741	769,322	229,230	182,653	488,580
صافي حقوق الملكية	1,788,345	1,663,075	1,921,090	2,538,456	3,593,611	258,015	617,366	1,055,155
المطلوبات وحقوق الملكية	4,605,269	4,146,180	4,078,515	5,113,469	5,505,520	-67,665	1,034,953	392,051

الجدول رقم (31) : قائمة الدخل التقديرية بعد قبول التمويل من البنك العربي سورية (بالليرة السورية)

(بالآلاف ليرة)

قائمة الدخل	8/30/2019	8/31/2020	8/31/2021	8/31/2022	8/31/2023	التغير 20-21	التغير 21-22	التغير 22-23
صافي الإيرادات السنوية (بعد الحسم)	753,130	1,036,801	1,392,385	1,785,934	2,677,172	355,584	393,549	891,238
كلفة الإيرادات السنوية	373,800	326,587	375,059	484,411	675,749	48,472	109,353	191,338
استهلاكات ومؤهلات العملية التعليمية	264,397	220,518	220,050	200,133	272,112	-468	-19,917	71,979
مجمّل الربح	114,932	489,696	797,277	1,101,389	1,729,310	307,580	304,113	627,921
مصاريف البيع والتوزيع	1,436	3,590	11,168	15,680	17,945	7,578	4,512	2,264
المصاريف الإدارية والعمومية	203,214	213,886	300,750	395,338	485,949	86,864	94,588	90,611
إطفاءات وإستهلاكات ومخصصات	75,021	49,014	68,222	68,307	143,842	19,208	85	75,535
صافي ربح العمليات	-164,739	223,207	417,137	622,064	1,081,575	193,930	204,927	459,511
فوائد وعمولات بنكية	300,087	345,183	302,388	340,348	181,903	-42,794	37,959	-158,444
مصاريف أخرى	20,158	22,998	27,257	26,157	17,225	4,259	-1,100	-8,932
صافي الربح بعد الفائدة	-484,983	-144,974	87,491	255,559	882,446	232,465	168,068	626,887
إيرادات مختلفة	7,947	13,831	10,597	25,182	66,866	-3,235	14,586	41,684
صافي الربح (الخسارة) قبل الضريبة	-477,036	-131,142	98,088	280,741	949,312	229,230	182,653	668,571
ضريبه دخل	0				179,991	0	0	179,991
صافي الربح (الخسارة) بعد الضريبة	-477,036	-131,142	98,088	280,741	769,322	229,230	182,653	488,580
الأرباح المقترح توزيعها						0		

الجدول رقم (32): قائمة التدفقات النقدية التقديرية بعد قبول التمويل من البنك العربي سورية (بالليرة السورية)

(بالألف ليرة)

8/31/2023	8/31/2022	8/31/2021	8/31/2020	8/30/2019	قائمة التدفق النقدي / الأسلوب المباشر
2,677,172	1,785,934	1,392,385	1,036,801	753,130	النقد المقبوض من الطلاب :-
(40,645)	(24,682)	(43,416)	65,835	(194,646)	صافي الإيرادات السنوية (بعد الحسم)
2,636,527	1,761,252	1,348,969	1,102,636	558,484	النقص (الزيادة) في المدينين
					صافي النقد المقبوض من الطلاب
(675,749)	(484,411)	(375,059)	(326,587)	(373,800)	النقد المدفوع للموردين :-
169	0	1,264	878	(2,311)	كلفة الإيرادات السنوية
65,153	(9,443)	14,445	(25,424)	42,716	النقص (الزيادة) في المخزون
(610,427)	(493,854)	(359,350)	(351,133)	(333,396)	الزيادة (النقص) في الدائنين
					صافي النقد المدفوع للموردين
(640,308)	(516,741)	(439,692)	(307,454)	(564,226)	النقد المدفوع مقابل المصاريف :-
(181,903)	(340,348)	(302,388)	(345,183)	(300,087)	مجموع المصاريف النقدية
(2,302)	(1,761)	(1,925)	405	(10,715)	فوائد وعمولات بنكية
396,695	100,033	53,678	16,041	31,998	النقص (الزيادة) في الموجودات المتداولة الأخرى
(50,770)	78,637	4,905	6,177	11,258	الزيادة (النقص) في المصاريف المستحقة
(478,588)	(680,180)	(685,422)	(630,013)	(831,772)	الزيادة (النقص) في المطلوبات المتداولة الأخرى
57,347	(58,405)	18,846	33,122	188,742	صافي النقد المدفوع مقابل المصاريف
66,866	25,182	10,597	13,831	7,947	الزيادة (النقص) في المخصصات وضريبة الدخل المدفوعة
					يضاف إيرادات مختلفة
1671726.22	553994.75	333639.29	168442.50	-409993.77	صافي التدفق النقدي من عمليات التشغيل

تابع الجدول رقم (32): قائمة التدفقات النقدية التقديرية بعد قبول التمويل من البنك العربي سورية (بالليرة السورية)

(بالألف ليرة)

قائمة التدفق النقدي / الأسلوب المباشر	8/30/2019	8/31/2020	8/31/2021	8/31/2022	8/31/2023
التدفق النقدي من عمليات الاستثمار:-					
النقص (الزيادة) في الموجودات الثابتة	(3,409,625)	(8,727)	(14,532)	(24,555)	(929,383)
النقص (الزيادة) في الاستثمارات	(733,730)	(12,350)	(318)	(867,569)	629,988
النقص (الزيادة) في المصاريف المؤجلة	(16,312)	(24,620)	(34,365)	8,338	51,946
النقص (الزيادة) في الموجودات الأخرى	0	0	0	0	0
صافي التدفق النقدي من عمليات الاستثمار	-4159667.19	-45697.38	-49215.16	-883786.81	-247449.61
التدفق النقدي من عمليات التمويل:-					
الزيادة (النقص) في رأس المال	1,000,000	0	0	0	0
الزيادة (النقص) في العلاوة/حسابات الشركاء	1,055,628	(1,941)	99,720	190,904	14,771
الزيادة (النقص) في القروض	2,542,164	(367,941)	(415,239)	(466,618)	(536,198)
الزيادة (النقص) في البنوك الدائنة	0	0	0	775,322	(775,322)
الزيادة (النقص) في أوراق الدفع	47	4,207	(2,315)	(1,939)	0
الزيادة (النقص) في المطلوبات الأخرى	0	0	0	0	0
الزيادة (النقص) في الاحتياطيات والأرباح الموزعة	209,753	7,813	60,207	145,721	271,062
صافي التدفق النقدي من عمليات التمويل	4807591.28	-357861.56	-257626.48	643390.58	-1025687.20
الزيادة (النقص) في النقد	237930.32	-235116.44	26797.65	313598.52	398589.41
النقد في بداية السنة	0	237,930	2,814	29,612	343,210
النقد في نهاية السنة	237,930	2,814	29,612	343,210	741,799

الجدول رقم (33) : الموازنة العمومية التقديرية بعد قبول التمويل من البنك العربي سورية (بالنسب المئوية)

(%)

الموازنة العمومية بالنسب	8/30/2019	8/31/2020	8/31/2021	8/31/2022	8/31/2023	التغير 20-21	التغير 21-22	التغير 22-23
النقد في الصندوق والمصارف	5%	0%	1%	7%	13%	1%	6%	7%
شيكات وأوراق قبض	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
مدينون مختلفون	4%	3%	4%	4%	4%	1%	0%	0%
قطع غيار وسائل تعليمية	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
موجودات أخرى متداولة	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
مجموع الموجودات المتداولة	10%	3.5%	5.3%	10.8%	18.1%	2%	6%	7%
استثمارات ومشاريع قيد التنفيذ	16%	18.0%	18.3%	31.6%	17.9%	0%	13%	-14%
سيارات	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
مباني - اصول معنوية	61%	68%	69%	55%	60%	1%	-14%	5%
آلات ومعدات وأثاث وسيارات - خدمية تعليمية	13%	14%	15%	12%	19%	0%	-2%	7%
إجمالي الموجودات الثابتة	74%	82%	84%	68%	80%	2%	-17%	12%
الاستهلاك المتراكم	0%	5%	10%	11%	16%	5%	2%	5%
صافي الموجودات الثابتة	74%	77.6%	74.6%	56.3%	63.8%	-3%	-18%	7%
مصاريف مدفوعة مقدماً	0%	1.0%	1.8%	1.3%	0.3%	1%	-1%	-1%
موجودات أخرى	0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0%	0%	0%
مجموع الموجودات	100%	100%	100%	100%	100%	0%	0%	0%
بنك سورية الدولي الإسلامي	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
البنك العربي سورية	0%	0%	0%	15%	0%	0%	15%	-15%
أوراق دفع	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

تابع الجدول رقم (33): الموازنة العمومية التقديرية بعد قبول التمويل من البنك العربي سورية (بالنسب المئوية)

(%)

الموازنة العمومية بالنسب	8/30/2019	8/31/2020	8/31/2021	8/31/2022	8/31/2023	التغير 20-21	التغير 21-22	التغير 22-23
دائنون	1%	0%	1%	0%	2%	0%	0%	1%
أقساط قروض تستحق خلال عام	15%	17%	17%	13%	11%	0%	-3%	-3%
مخصصات/ احتياطي تعويض عمال	4%	5%	6%	4%	8%	1%	-2%	4%
أرباح مقترح توزيعها	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
مصاريف مستحقة وإيرادات مقدمة	1%	1%	2%	4%	11%	1%	1%	7%
مطلوبات أخرى متداولة	0%	0%	1%	2%	1%	0%	1%	-1%
مجموع المطلوبات المتداولة	21%	24.0%	26.6%	38.5%	31.8%	3%	12%	-7%
قروض طويلة الأجل	40%	36%	26.3%	11.9%	2.9%	-10%	-14%	-9%
مطلوبات أخرى طويلة الاجل	0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0%	0%	0%
مجموع المطلوبات	61%	59.9%	52.9%	50.4%	34.7%	-7%	-3%	-16%
راس المال المدفوع	22%	24%	25%	20%	18%	0%	-5%	-1%
حسابات شركاء	23%	25%	28%	26%	25%	3%	-2%	-2%
احتياطيات	5%	5%	7%	8%	13%	2%	1%	4%
أرباح (خسائر) مجمعة	0%	-12%	-15%	-10%	-4%	-3%	5%	6%
أرباح الفترة	-10%	-3%	2%	5%	14%	6%	3%	8%
صافي حقوق الملكية	39%	40.1%	47.1%	49.6%	65.3%	7%	3%	16%
المطلوبات وحقوق الملكية	100%	100%	100%	100%	100%			

الجدول رقم (34) : قائمة الدخل التقديرية بعد قبول التمويل من البنك العربي سورية (بالنسب المئوية)

(%)

قائمة الدخل بالنسب	8/30/2019	8/31/2020	8/31/2021	8/31/2022	8/31/2023	التغير 20-21	التغير 21-22	التغير 22-23
صافي الإيرادات السنوية (بعد الحسم)	100%	100%	100%	100%	100%	0.0%	0.0%	0.0%
كلفة الإيرادات السنوية	50%	31%	27%	27%	25%	-4.6%	0.2%	-1.9%
استهلاكات ومؤهلات العملية التعليمية	35%	21%	16%	11%	10%	-5.5%	-4.6%	-1.0%
مجمّل الربح	15%	47.2%	57.3%	61.7%	64.6%	10.0%	4.4%	2.9%
مصاريف البيع والتوزيع	0%	0.3%	0.8%	0.9%	0.7%	0.5%	0.1%	-0.2%
المصاريف الإدارية والعمومية	27%	20.6%	21.6%	22.1%	18.2%	1.0%	0.5%	-4.0%
إطفاءات وإستهلاكات ومخصصات	10%	4.7%	4.9%	3.8%	5.4%	0.2%	-1.1%	1.5%
صافي ربح العمليات	-22%	22%	30%	35%	40%	8.4%	4.9%	5.6%
فوائد وعمولات بنكية	40%	33%	22%	19%	7%	-11.6%	-2.7%	-12.3%
مصاريف أخرى	3%	2%	2%	1%	1%	-0.3%	-0.5%	-0.8%
صافي الربح بعد الفائدة	-64%	-14%	6%	14%	33%	20.3%	8.0%	18.7%
إيرادات مختلفة	1%	1%	1%	1%	2%	-0.6%	0.6%	1.1%
صافي الربح (الخسارة) قبل الضريبة	-63.3%	-12.6%	7.0%	15.7%	35.5%	19.7%	8.7%	19.7%
ضريبه دخل	0%	0%	0%	0%	7%	0.0%	0.0%	6.7%
صافي الربح (الخسارة) بعد الضريبة	-63.34%	-12.6%	7.0%	15.7%	28.7%	19.7%	8.7%	13.0%

الملحق رقم (5): القوائم المالية التقديرية بعد قبول التمويل من مصرف سورية الدولي الإسلامي

الجدول رقم (35): الموازنة العمومية التقديرية بعد قبول التمويل من مصرف سورية الدولي الإسلامي (بالليرة السورية)

(بالآلاف ليرة)

الموازنة العمومية	8/30/2019	8/31/2020	8/31/2021	8/31/2022	8/31/2023	التغير 20-21	التغير 21-22	التغير 22-23
النقد في الصندوق والمصارف	237,930	176,940	203,738	32,479	745,181	26,798	-171,259	712,702
مدينون مختلفون	194,646	128,811	172,227	196,909	237,554	43,416	24,682	40,645
قطع غيار وسائل تعليمية	2,311	1,433	169	169		-1,264	0	-169
موجودات أخرى متداولة	10,715	10,310	12,235	13,996	16,298	1,925	1,761	2,302
مجموع الموجودات المتداولة	445,602	317,494	388,369	243,553	999,032	70,875	-144,816	755,479
استثمارات ومشاريع قيد التنفيذ	733,730	746,081	746,399	1,613,968	983,981	318	867,569	-629,988
سيارات	7,328	7,328	11,483	11,483	11,483	4,155	0	0
مباني - أصول معنوية	3,622,075	3,622,075	3,622,342	3,622,342	4,111,959	267	0	489,617
آلات ومعدات وأثاث وسيارات - خدمة تعليمية	740,222	748,948	759,059	783,614	1,223,380	10,110	24,555	439,766
إجمالي الموجودات الثابتة	4,369,625	4,378,351	4,392,883	4,417,439	5,346,822	14,532	24,555	929,383
الاستهلاك المتراكم	0	271,209	527,620	785,151	1,150,573	256,411	257,531	365,422
صافي الموجودات الثابتة	4,369,625	4,107,143	3,865,263	3,632,287	4,196,249	-241,879	-232,976	563,962
مصاريف مدفوعة مقدماً	16,312	40,932	75,297	66,960	15,014	34,365	-8,338	-51,946
موجودات أخرى						0	0	0
مجموع الموجودات	5,565,269	5,211,650	5,075,329	5,556,768	6,194,275	-136,321	481,440	637,507
أوراق دفع	47	4,254	1,939	0		-2,315	-1,939	0
دائنون	42,716	17,291	31,736	22,293	87,446	14,445	-9,443	65,153

تابع الجدول رقم (35): الموازنة العمومية التقديرية بعد قبول التمويل من مصرف سورية الدولي الإسلامي (بالليرة السورية)

(بالآلاف ليرة)

الموازنة العمومية	8/30/2019	8/31/2020	8/31/2021	8/31/2022	8/31/2023	التغير 20-21	التغير 21-22	التغير 22-23
أقساط وقروض تستحق خلال عام	512,000	512,000	512,000	512,000	512,000	0	0	0
مخصصات/ احتياطي تعويض عمال	188,742	221,863	240,709	182,304	312,508	18,846	-58,405	130,204
أرباح مقترح توزيعها						0	0	0
مصاريف مستحقة وإيرادات مقدمة	31,998	48,039	101,717	201,749	598,444	53,678	100,033	396,695
مطلوبات أخرى متداولة	11,258	17,435	95,198	235,045	312,201	77,762	139,847	77,156
مجموع المطلوبات المتداولة	786,760	820,882	983,298	1,153,391	1,822,600	162,416	170,093	669,209
قروض طويلة الأجل	242,164	215,349	192,405	176,926	159,538	-22,944	-15,479	-17,388
مطلوبات أخرى طويلة الأجل (بنك سورية الدولي الإسلامي)	2,048,000	1,536,000	1,024,000	512,000	0	-512,000	-512,000	-512,000
مجموع المطلوبات	3,076,924	2,572,231	2,199,704	1,842,317	1,982,138	-372,528	-357,386	139,821
راس المال المدفوع	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	0	0	0
حسابات شركاء	1,455,628	1,453,687	1,379,281	1,670,185	1,110,830	-74,406	290,904	-559,355
احتياطيات	209,753	217,566	277,773	423,494	694,556	60,207	145,721	271,062
أرباح (خسائر) مجمعة	0	-177,036	-31,835	218,571	620,772	145,201	250,406	402,201
أرباح الفترة	-177,036	145,201	250,406	402,201	785,979	105,205	151,795	383,778
صافي حقوق الملكية	2,488,345	2,639,418	2,875,625	3,714,451	4,212,137	236,207	838,826	497,686
المطلوبات وحقوق الملكية	5,565,269	5,211,650	5,075,329	5,556,768	6,194,275	-136,321	481,440	637,507

الجدول رقم (36): قائمة الدخل التقديرية بعد قبول التمويل من مصرف سورية الدولي الإسلامي (بالليرة السورية)

(بالآلاف ليرة)

قائمة الدخل	8/30/2019	8/31/2020	8/31/2021	8/31/2022	8/31/2023	التغير 20-21	التغير 21-22	التغير 22-23
صافي الإيرادات السنوية (بعد الحسم)	753,130	1,036,801	1,392,385	1,785,934	2,677,172	355,584	393,549	891,238
كلفة الإيرادات السنوية	373,800	326,587	375,059	484,411	675,749	48,472	109,353	191,338
استهلاكات ومؤهلات العملية التعليمية	264,397	289,175	288,706	268,789	340,769	-468	-19,917	71,979
مجمّل الربح	114,932	421,040	728,620	1,032,733	1,660,654	307,580	304,113	627,921
مصاريف البيع والتوزيع	1,436	3,590	11,168	15,680	17,945	7,578	4,512	2,264
المصاريف الإدارية والعمومية	203,214	213,886	300,750	395,338	485,949	86,864	94,588	90,611
إطفاءات وإستهلاكات ومخصصات	75,021	49,014	68,222	68,307	143,842	19,208	85	75,535
صافي ربح العمليات	-164,739	154,550	348,480	553,407	1,012,918	193,930	204,927	459,511
فوائد وعمولات بنكية	87	183	8,557	16,164	14,587	8,375	7,607	-1,577
مصاريف أخرى	20,158	22,998	27,257	26,157	17,225	4,259	-1,100	-8,932
صافي الربح بعد الفائدة	-184,983	131,370	312,666	511,086	981,105	181,296	198,420	470,019
إيرادات مختلفة	7,947	13,831	10,597	25,182	66,866	-3,235	14,586	41,684
صافي الربح (الخسارة) قبل الضريبة	-177,036	145,201	323,263	536,268	1,047,972	178,061	213,005	511,704
ضريبه دخل	0		72,857	134,067	261,993	72,857	61,210	127,926
صافي الربح (الخسارة) بعد الضريبة	-177,036	145,201	250,406	402,201	785,979	105,205	151,795	383,778

الأرباح المقترح توزيعها						0		
-------------------------	--	--	--	--	--	---	--	--

الجدول رقم (37): قائمة التدفقات النقدية التقديرية بعد قبول التمويل من مصرف سورية الدولي الإسلامي (بالليرة السورية)

(بالألف ليرة)

قائمة التدفق النقدي / الأسلوب المباشر	8/30/2019	8/31/2020	8/31/2021	8/31/2022	8/31/2023
النقد المقبوض من الطلاب :-					
صافي الإيرادات السنوية (بعد الحسم)	753,130	1,036,801	1,392,385	1,785,934	2,677,172
النقص (الزيادة) في المدينين	(194,646)	65,835	(43,416)	(24,682)	(40,645)
صافي النقد المقبوض من الطلاب	558,484	1,102,636	1,348,969	1,761,252	2,636,527
النقد المدفوع للموردين :-					
كلفة الإيرادات السنوية	(373,800)	(326,587)	(375,059)	(484,411)	(675,749)
النقص (الزيادة) في المخزون	(2,311)	878	1,264	0	169
الزيادة (النقص) في الدائنين	42,716	(25,424)	14,445	(9,443)	65,153
صافي النقد المدفوع للموردين	(333,396)	(351,133)	(359,350)	(493,854)	(610,427)
النقد المدفوع مقابل المصاريف :-					
مجموع المصاريف النقدية	(564,226)	(307,454)	(439,692)	(516,741)	(640,308)
فوائد وعمولات بنكية	(87)	(183)	(8,557)	(16,164)	(14,587)
النقص (الزيادة) في الموجودات المتداولة الأخرى	(10,715)	405	(1,925)	(1,761)	(2,302)
الزيادة (النقص) في المصاريف المستحقة	31,998	16,041	53,678	100,033	396,695
الزيادة (النقص) في المطلوبات المتداولة الأخرى	11,258	6,177	77,762	139,847	77,156
صافي النقد المدفوع مقابل المصاريف	(531,772)	(285,013)	(318,734)	(294,786)	(183,346)
الزيادة (النقص) في المخصصات وضريبة الدخل المدفوعة	188,742	33,122	(54,011)	(192,472)	(131,789)
يضاف إيرادات مختلفة	7,947	13,831	10,597	25,182	66,866
صافي التدفق النقدي من عمليات التشغيل	-109993.77	513442.50	627470.39	805321.05	1777832.15

تابع الجدول رقم (37): قائمة التدفقات النقدية التقديرية بعد قبول التمويل من مصرف سورية الدولي الإسلامي (بالليرة السورية)

(بالألف ليرة)

قائمة التدفق النقدي / الأسلوب المباشر	8/30/2019	8/31/2020	8/31/2021	8/31/2022	8/31/2023
التدفق النقدي من عمليات الاستثمار:-					
النقص (الزيادة) في الموجودات الثابتة	(4,369,625)	(8,727)	(14,532)	(24,555)	(929,383)
النقص (الزيادة) في الاستثمارات	(733,730)	(12,350)	(318)	(867,569)	629,988
النقص (الزيادة) في المصاريف المؤجلة	(16,312)	(24,620)	(34,365)	8,338	51,946
النقص (الزيادة) في الموجودات الأخرى	0	0	0	0	0
صافي التدفق النقدي من عمليات الاستثمار	-5119667.19	-45697.38	-49215.16	-883786.81	-247449.61
التدفق النقدي من عمليات التمويل:-					
الزيادة (النقص) في رأس المال	1,000,000	0	0	0	0
الزيادة (النقص) في العلاوة/حسابات الشركاء	1,455,628	(1,941)	(74,406)	290,904	(559,355)
الزيادة (النقص) في القروض	754,164	(26,815)	(22,944)	(15,479)	(17,388)
الزيادة (النقص) في البنوك الدائنة	0	0	0	0	0
الزيادة (النقص) في أوراق الدفع	47	4,207	(2,315)	(1,939)	0
الزيادة (النقص) في المطلوبات الأخرى	2,048,000	(512,000)	(512,000)	(512,000)	(512,000)
الزيادة (النقص) في الاحتياطيات والأرباح الموزعة	209,753	7,813	60,207	145,721	271,062
صافي التدفق النقدي من عمليات التمويل	5467591.28	-528735.56	-551457.48	-92792.80	-817680.78
الزيادة (النقص) في النقد	237930.32	-60990.44	26797.75	-171258.55	712701.76
النقد في بداية السنة	0	237,930	176,940	203,738	32,479
النقد في نهاية السنة	237,930	176,940	203,738	32,479	745,181

الجدول رقم (38) : الموازنة العمومية التقديرية بعد قبول التمويل من مصرف سورية الدولي الإسلامي (بالنسب المئوية)

(%)

الموازنة العمومية بالنسب	8/30/2019	8/31/2020	8/31/2021	8/31/2022	8/31/2023	التغير 20-21	التغير 21-22	التغير 22-23
النقد في الصندوق والمصارف	4%	3%	4%	1%	12%	1%	-3%	11%
شيكات وأوراق قبض	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
مدينون مختلفون	3%	2%	3%	4%	4%	1%	0%	0%
قطع غيار وسائل تعليمية	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
موجودات أخرى متداولة	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
مجموع الموجودات المتداولة	8%	6.1%	7.7%	4.4%	16.1%	2%	-3%	12%
استثمارات ومشاريع قيد التنفيذ	13%	14.3%	14.7%	29.0%	15.9%	0%	14%	-13%
سيارات	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
مباني - اصول معنوية	65%	69%	71%	65%	66%	2%	-6%	1%
آلات ومعدات وأثاث وسيارات - خدمية تعليمية	13%	14%	15%	14%	20%	1%	-1%	6%
إجمالي الموجودات الثابتة	79%	84%	87%	79%	86%	3%	-7%	7%
الاستهلاك المتراكم	0%	5%	10%	14%	19%	5%	4%	4%
صافي الموجودات الثابتة	79%	78.8%	76.2%	65.4%	67.7%	-3%	-11%	2%
مصاريف مدفوعة مقدماً	0%	0.8%	1.5%	1.2%	0.2%	1%	0%	-1%
موجودات أخرى	0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0%	0%	0%
مجموع الموجودات	100%	100%	100%	100%	100%	0%	0%	0%
أوراق دفع	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
دائنون	1%	0%	1%	0%	1%	0%	0%	1%
أقساط وقروض تستحق خلال عام	9%	10%	10%	9%	8%	0%	-1%	-1%

تابع الجدول رقم (38) : الموازنة العمومية التقديرية بعد قبول التمويل من مصرف سورية الدولي الإسلامي (بالنسب المئوية)

(%)

الموازنة العمومية بالنسب	8/30/2019	8/31/2020	8/31/2021	8/31/2022	8/31/2023	التغير 20-21	التغير 21-22	التغير 22-23
مخصصات/ احتياطي تعويض عمال	3%	4%	5%	3%	5%	0%	-1%	2%
أرباح مقترح توزيعها	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
مصاريف مستحقة وإيرادات مقدمة	1%	1%	2%	4%	10%	1%	2%	6%
مطلوبات أخرى متداولة	0%	0%	2%	4%	5%	2%	2%	1%
مجموع المطلوبات المتداولة	14%	15.8%	19.4%	20.8%	29.4%	4%	1%	9%
قروض طويلة الأجل	4%	4%	3.8%	3.2%	2.6%	0%	-1%	-1%
مطلوبات أخرى طويلة الاجل (بنك سورية الدولي الإسلامي)	37%	29.5%	20.2%	9.2%	0.0%	-9%	-11%	-9%
مجموع المطلوبات	55%	49.4%	43.3%	33.2%	32.0%	-6%	-10%	-1%
راس المال المدفوع	18%	19%	20%	18%	16%	1%	-2%	-2%
حسابات شركاء	26%	28%	27%	30%	18%	-1%	3%	-12%
احتياطيات	4%	4%	5%	8%	11%	1%	2%	4%
أرباح (خسائر) مجمعة	0%	-3%	-1%	4%	10%	3%	5%	6%
أرباح الفترة	-3%	3%	5%	7%	13%	2%	2%	5%
صافي حقوق الملكية	45%	50.6%	56.7%	66.8%	68.0%	6%	10%	1%
المطلوبات وحقوق الملكية	100%	100%	100%	100%	100%			

الجدول رقم (39) : قائمة الدخل التقديرية بعد قبول التمويل من مصرف سورية الدولي الإسلامي (بالنسب المئوية)

(%)

قائمة الدخل بالنسب	8/30/2019	8/31/2020	8/31/2021	8/31/2022	8/31/2023	التغير 20-21	التغير 21-22	التغير 22-23
صافي الإيرادات السنوية (بعد الحسم)	100%	100%	100%	100%	100%	0.0%	0.0%	0.0%
كلفة الإيرادات السنوية	50%	31%	27%	27%	25%	-4.6%	0.2%	-1.9%
استهلاكات ومؤهلات العملية التعليمية	35%	28%	21%	15%	13%	-7.2%	-5.7%	-2.3%
مجمّل الربح	15%	40.6%	52.3%	57.8%	62.0%	11.7%	5.5%	4.2%
مصاريف البيع والتوزيع	0%	0.3%	0.8%	0.9%	0.7%	0.5%	0.1%	-0.2%
المصاريف الإدارية والعمومية	27%	20.6%	21.6%	22.1%	18.2%	1.0%	0.5%	-4.0%
إطفاءات وإستهلاكات ومخصصات	10%	4.7%	4.9%	3.8%	5.4%	0.2%	-1.1%	1.5%
صافي ربح العمليات	-22%	15%	25%	31%	38%	10.1%	6.0%	6.8%
فوائد وعمولات بنكية	0%	0%	1%	1%	1%	0.6%	0.3%	-0.4%
مصاريف أخرى	3%	2%	2%	1%	1%	-0.3%	-0.5%	-0.8%
صافي الربح بعد الفائدة	-25%	13%	22%	29%	37%	9.8%	6.2%	8.0%
إيرادات مختلفة	1%	1%	1%	1%	2%	-0.6%	0.6%	1.1%
صافي الربح (الخسارة) قبل الضريبة	-23.5%	14.0%	23.2%	30.0%	39.1%	9.2%	6.8%	9.1%
ضريبه دخل	0%	0%	5%	8%	10%	5.2%	2.3%	2.3%
صافي الربح (الخسارة) بعد الضريبة	-23.51%	14.0%	18.0%	22.5%	29.4%	4.0%	4.5%	6.8%

Abstract

The research aims to review the fundamentals and concepts underlying the financial analysis tools in the feasibility study of investment projects, the financial indicators and financing tools, comparing them between the traditional and Islamic perspectives, and indicating the difference if any, and its effect on the investment decision based on these tools and indicators.

The comparative analytical approach was adopted by preparing a feasibility study for a private educational project and presenting it to a traditional banking institution and two Islamic banking institutions, all operating in Syria, for the purpose of requesting financing as a necessary condition for the establishment of the project and the knowledge of the models, tools and indicators on which it is based in its financial evaluation, in order to make the decision to accept and finance the project or not. This is necessarily reflected in the options of the project owners in starting the project or looking for financing alternatives or other investment decisions.

The results of the research show that there is a difference in the tools and indicators used in the feasibility study between the traditional and Islamic perspectives in terms of content, despite the similarity of formality and focus on static instruments. However, the traditional perspective was concerned with indicators of liquidity, debt and debt service. On the other hand, the Islamic perspective focused on the overall indicators that reflect the reality of the project like profitability, growth, activity, liquidity, indebtedness and flows. Both perspectives ignored the discounting instruments but for different reasons. The traditional perspective does not care about project activity in the years following the years of financing, whereas the Islamic perspective is not based for pricing its services on compounded rates and does not add any subsequent increase to the same investment portfolio. There was also a difference in the investment decision based on the tools and indicators used in the feasibility study between the traditional and Islamic perspectives. The preferences of the project managers differed according to the different financing tools. The visions and objectives that are based on both perspectives differed in dealing with the investment decision. The traditional perspective focuses on nominal trading and monetization, while the Islamic perspective seeks real exchange enhanced by physical assets and actual investments.

Based on the results of the research, it was possible to come up with the recommendations of the most important of which are: not to be satisfied with the Murabaha for the buyer as a single tool to work with Islamic finance and to activate the rest of the instruments such as Musharaka, Mudarabah and others. It is also preferable to extend the financing contract period by at least ten years and reduce liquidity pressure. A percentage of the profits should be accepted as distributions and should be reduced from the tax pool along the lines of the interest expense, or the interest expense should be retrieved to the tax pool to achieve the principle of equity of expenditure.

Syrian Arab Republic
Damascus University
Faculty of Economics
Accounting Department



Research to complete the requirements of the
master's degree in general accounting entitled:

Using Financial Analysis Tools for Economic Feasibility Study of Investment Projects

Empirical Comparative Study

Prepared By:

Iqbal Mustafa Heshemat

Supervisor:

Prof. Dr. Ibrahim Al-Adi

Professor of Accounting

Faculty of Economics

Damascus University

2018