

تكلفة رأس المال وقرار الاستثمار

في سوق المال الإسلامي

للدكتور حاتم القرنشاوى (*)

مقدمة: في هذا البحث نناقش بعض الجوانب الاقتصادية لقرار الاستثمار في سوق المال الإسلامي. والذى يعنى في جوهره تخصيص كل أو جانب من الموارد «المحدودة» المتاحة لفرد أو مجتمع لهذا المشروع. هذا القرار يعتبر واحداً من أهم وأصعب القرارات التى يتخذها المستثمر فرداً كان أو جهازاً متخصصاً. وتتبع صعوبة القرار وأهميته في الوقت ذاته من أن الموارد المتاحة للاستثمار عادة ما تكون أقل من الموارد المطلوبة لتنفيذ كل الاستثمارات المطروحة سواء على مستوى الوحدة الاقتصادية أو مستوى الاقتصاد القومى ككل هذا من ناحية ومن ناحية أخرى فإن اتخاذ قرار تخصيص الموارد لاستخدام معين يعنى على الفور حرمان الاستخدامات الأخرى من تلك الموارد لفترة زمنية قادمة هي العمر الانتاج المتوقع للمشروع على الأقل. ولذلك فإن من الضروري أن تكون المفاضلة بين الفرص الاستثمارية المتاحة قائمة على أساس من المعلومات الدقيقة وأن يكون لمعايير الاختيار وأساليبه من الخصائص والمواصفات ما يساعد على تحقيق أعلى درجة ممكنة من الكفاءة في تخصيص الموارد.

(*) أستاذ الاقتصاد المساعد - كلية التجارة فرع جامعة الأزهر للبنات
* يقدم الباحث شكره الجزيل لفضيلة الأستاذ الدكتور عبد الجليل القرنشاوى استاذ الشريعة المتفرغ بجماعة الأزهر وللأستاذ الدكتور مدحت حسنين استاذ الاقتصاد والتمويل بالجامعة الأمريكية بالقاهرة والدكتور زبيح الروبى استاذ الاقتصاد المساعد بجامعة الأزهر على تعليقاتهم القيمة التى أبدوها على المسودات الأولى لهذه الدراسة.

ولا شك أن مفاهيم الكفاءة ومعاييرها ستختلف من مجتمع الى آخر مع تباين نظامه الاقتصادي ودرجة نموه وتفضيلاته الزمنية والوفرة النسبية للموارد المتاحة له . ومن ثم فانه رغم الثراء النسبي في الكتابات حول دراسة المشروعات وتقويم الاستثمارات الا أنه لا يمكننا القول بوجود معايير يمكن تطبيقها بصورة آلية بحيث تؤدي لاتخاذ القرار الامثل في كل الحالات وان كان الفكر العربي قد انتهى في غالبته الى اعتماد « طريقة التدفقات النقدية المخصومة » كأسلوب أساسي في المقارنة بين البدائل الاستثمارية مع بعض الخلاف في كيفية تحديد سعر الخصم المناسب أو ما يطلق عليه اصطلاحا « تكلفة رأس المال » (١) . ولعل أكثر ما أثار الجدل في هذا الشأن هو تنوع « مصادر التمويل » التي يمكن أن تعتمد عليها المشاريع في اقتصاديات السوق بصورها السائدة في الغرب والتي تتراوح بين رأس المال المملوك أو المخاطر بنوعياته المختلفة - مثل الاسهم العادية والاسهم الممتازة - والقروض ذات الفوائد بمصادرها المتنوعة وأكوالها المختلفة .

ولعل أهم ما يترتب على هذا التنوع ليس فقط التباين الذي قد يكون واضحا في ظل الظروف الواقعية بين التكلفة الفعلية أو المفترضة (٢) لكل مصدر من مصادر التمويل بل في التأثير المتبادل لتكلفة تلك العناصر على بعضها البعض وعلى تكلفة الاستثمار ككل في ضوء التوليفة التي تشترك بها في التمويل . وعلى سبيل المثال فان ارتفاع نسبة التمويل بالقروض ذات الفائدة الثابتة الى اجمالي الاستثمار في مشروع ما قد تؤدي الى ارتفاع التكلفة الافتراضية لرأس المال المملوك المشارك في المشروع

(١) انظر على سبيل المثال Bierman, H., 1975 الفصل الرابع و

Hawkins, C., 1971

الفصلين الثالث والرابع

(٢) في الحقيقة ان استخدام التكلفة هو من باب الجدل حيث ان جزء من هذه التكلفة فقط هو الذي يتم تحميله على نفقات المشروع وقد لا تشمل النفقات الجارية أو الاستثمارية للمشروع بأى جزء منها في حالة رأس المال المملوك بالكامل وسيتم مناقشة ذلك فيما بعد بشيء من التفصيل .

نتيجة لارتفاع درجة المخاطرة التي سيتحملها المشارك في هذه الحساسة والتي عادة ما تتناسب طرديا مع ارتفاع نسبة التمويل المقترض بل ان تكلفة الاقتراض ذاتها عادة ما ترتفع - لنفس السبب - في هذه الحالة أيضا .

وتتبع الاهمية الكبيرة للاتفاق حول مفهوم وطريقة قياس « تكليفه رأس المال من أن يعكس أهداف المستثمر ومعايير تفضيلية من ناحية وتنعكس عليه في الوقت ذاته ملامح النظام الاقتصادي السائد في المجتمع بمختلف مقوماته الفلسفية والتنظيمية والمادية من ناحية أخرى . وعلى سبيل المثال فان تكلفة رأس المال المملوك ان تكون واحدة بالنسبة لمستثمرين يهدف بعضهم لتعظيم ربحه في المدى القصير كهدف وحيد وعلى استعداد لتقبل درجة عالية من المخاطرة في سبيل ذلك وآخرين يهدفون لتقليل احتمالات المخاطرة لادنى درجة ممكنة وعلى استعداد في سبيل ذلك لقبول عائد متوقع منخفض نسبيا . وب نفس القدر فان رفض المجتمع لنظام التمويل المقترض بفائدة انما يعنى تلاشى ذلك التمويل من المصادر المتاحة ومن ثمة فان التمويل المخاطر سيصبح هو المكون الاساسي في الاستثمار وبالتالي فان هذا كله سينعكس في تقدير تكلفة رأس المال ومن ثم في قرار الاستثمار .

وإذا كان جوهر طريقة التدفقات النقدية المخصومة هو المقارنة بين العائد المتوقع من المشروع خلال عمره الانتاجي وبين تكلفه المال المستثمر في المشروع فان استخدام مصادر تمويل ذات تكلفة فعلية أو تقديرية مرتفعة سيؤدي بالضرورة الى استبعاد المشروعات ذات العائد المنخفض بالمقارنة بالتكلفة المستخدمة في المقارنة . ومن ثم فان مفهوم العائد وطريقة قياسه والتي ترتبط بدالة الهدف للمستثمر أو المشروع وليس فقط بمكونات تكلفة رأس المال وطرق تقديرها تصبح ذات أهمية كبرى في توجيه الموارد الاستثمارية وتخصيصها (٣) .

(٣) لمزيد من التفصيل حول مفهوم التدفقات النقدية المخصومة والمقارنة بينها وبين الطرق الاخرى في تقويم الاستثمار انظر على سبيل المثال :

وفي ظل سوق مال إسلامي يضم بين ملامحه الرئيسية الرفض القاطع لفكرة الفائدة المحددة مسبقا كعائد على المدخرات أو ككافة للاموال المتاحة للاستثمار وحيث يعتمد على رأس المال المخاطر كمصدر أساسي للتمويل في ظل مبدأ (الغنم بالغرم) • كما أن دالة الهدى بالنسبة للمستثمر أو المشروع فيه تتعدى تعظيم الربح الخاص أو قيمة المنشأة في الأجل الطويل لتتضمن أهدافا مجتمعية ومحددات تنبع من الالتزام بالتعاليم الشرعية في توظيف المال •

في ضوء ذلك - وفي ضوء الضوابط الأخرى التطبيقية والأخلاقية التي تنظم الأسواق في الإسلام والتي لا يستثنى منها سوق المال فإنه يصبح من الضروري إعادة النظر في معايير اتخاذ القرار الاستثماري ودراية آثار التغيير الذي قد يطرأ على معايير أو أدوات القياس وأساليبه على قرار الاستثمار واتجاهاته •

والدراسة الحالية تهدف إلى طرح بعض التصورات التي ترتبط بتقدير « تكلفة رأس المال » في ظل سوق مال إسلامي وإلى بيان الآثار التطبيقية المتوقعة لمثل هذه التصورات بالنسبة لموقف التوظيف في المؤسسات المالية الإسلامية العاملة حاليا وكذلك بالنسبة لمجالات الاستثمار وتكلفتها الفعلية •

وتنقسم الدراسة إلى ثلاثة أقسام :

الأول : ويعرض للمنطلقات الرئيسية التي تحكم سلوك المدخر والمستثمر وعائد رأس المال في إطار الفكر الاقتصادي الإسلامي والتي ترتبط بصورة مباشرة بموضوع الدراسة •

= حاتم القرنشاوى ، ١٩٨٥ ، Ch 4 ، Bierman. H., 1975.
عبد المنعم عوض الله ١٩٨٢
وكذلك Henry. H. 1978 ، UNIDO, 1972

الثاني : ويتم فيه بصورة موجزة عرض مفهوم تكلفة رأس المال وتقديرها ومناقشته بعض التحفظات التي اثيرت حول استخدامها في إطار اقتصاد إسلامي كما يعرض لبعض الاقتراحات البديلة لتقديرها ثم يناقش أسس التصور المقترح لتقدير تلك التكلفة •

الثالث : ويعرض جانبا من الآثار المباشرة لاحتلال مبدأ المشاركة محل التمويل ذي الفائدة المحددة مقدما واستخدام الصيغة المقترحة لتقدير تكلفة رأس المال على قرار الاستثمار وعلى تحلفة المشروعات •

أولا : المنطلقات الرئيسية :

يمكن ايجاز المنطلقات الرئيسية التي تحكم سوق المال الإسلامي فيما يلي :

١ - أن رأس المال في الفكر الاقتصادي الإسلامي هو عنصر من عناصر الانتاج يستحق عائدا مقابل مشاركته في العملية الانتاجية ويرتبط هذا العائد سلبا وايجابا بنتائج تلك العملية أي بنصيب من الربح أو الخسارة كما يرتبط بمدى مساهمة رأس المال في النشاط ويتفق على نسبة هذا النصيب قبل بدء النشاط • ومؤدى هذا أن الفكر الاقتصادي الإسلامي يرفض ترتيب عائد للمال مجرد الاحتناع عن استهلاكه أو ايداعه لدى أحد وسطاء التمويل وإنما يقر بحقه في العائد عند تحوله الفعلي من مال مدخر إلى رأس مال مشارك في عملية الانتاج ويرفض في الوقت ذاته أن يتخذ هذا العائد صورة المقابل المحدد مقدما - في شكل فائدة أو غيرها - كنسبة من رأس المال لان هذا يعنى عدم مشاركته الكاملة في تحمل المخاطرة كما يتضمن صورا عديدة من صور الظلم الاقتصادي المرفوض اسلاميا •

٢ - ان الازدواجية السائدة في الفكر الاقتصادي الوضعي في معاملة رأس المال - كعنصر من عناصر الانتاج - مرة بأجر ثابت يتفق عليه مقابل ما يسمى بخدماته ومرة مقابل ربح يتفق مع درجة المخاطرة ونوعية

النشاط والعائد المحقق ومن ثم معاملة المدفوع في الحالة الاولى كتكليف على المشروع والمدفوع في الحالة الثانية كعائد يحتسب بعد استئصال التكاليف لا يرجع في حقيقة الامر الى خلاف حول رأس المال وطبيعته ودوره بقدر ما يرجع الى طبيعة نظام التمويل السائد والمكانة الخاصة التي يفردها الاقتصاديون لرأس المال ولدور الفائدة في النظام الاقتصادي .

٣ - أن استخدام الفائدة كمعبر عن أو كمردف لتمن خدمات رأس المال ولو بمفونه ان سعر الفائدة انما يعكس في المدى الطويل الانتاجية الحقيقية لرأس المال - هو استخدام تنقصه الدقة فسعر الفائدة وان كان يقيس ضمن عوامل اخرى بالعائد المتوقع على رأس المال الا ان العائد انما ينتج من تفاعلات حقيقه ومستقل بدرجة كبيرة عن دور العوامل المؤسسية التي تؤثر في سعر الفائدة . فجزء كبير من التعاملات في سوق الاقتراض والاقتراض يتم بمعرفة الحكومة او متائرا بسياساتها النقدية وذلك بالتعاملات التي تقتصر على التوظيف المالي البحت - مثل بعض عمليات البورصات - او حتى بأسعار الفائدة وأسعار الصرف السائدة في بلاد خارجيه ومؤدى ذلك انه أن الافتراض بان سعر الفائدة من الناحية العملية يعبر عن انتاجية رأس المال هو افتراض غير مقبول (٤) وذلك دون ما دخول في مناقشته للفروق الاخرى بين سعر الفائدة والعائد سواء في درجه اليقين أو أسلوب الاحتساب أو غيرها (٥) .

٤ - أن الاموال المتاحة للتوظيف (الاستثمار) تأخذ اساسا شكل التمويل المشارك سواء كانت تلك المشاركة دائمة أو مؤقتة وأن الصورة الاخرى التي قد تكون متاحة كمصدر للتمويل الاستثماري هي القروض الحكومية أو الدولية التي لا يتقاضى عنها فائدة ولا تشترط في الفائدة وان كان من المطلوب ردها بقيمتها للمقرضين .

٥ - أن تقبل المخاطرة - بدرجات متفاوتة - هو جزء أصيل من

(٤) انظر على سبيل المثال Rebinson, T., 1973 PP. 239 - 280.

(٥) وكذلك شوقي دينا ، ص ٧٥ .

سلوك المستثمر المسلم حيث يعلم أن ارباحه لا يمكن ضمانها والا تحولت الى فائدة محرمة في صورة من صورها وأن المخاطرة عنصر من عناصر استحقال عائد رأس المال . واصطلاح المستثمر طبقا لهذا المفهوم - ينطبق على مالك المال (رب المال) .

٦ - أنه من الضروري توقع المستثمر لعائد موجب كشرط لقبول الاستثمار واستمراره ولكن ذلك لا يمثل شرطا لحدوث الادخار حيث قد يتم الادخار لاغراض عديدة من بينها توظيف الاموال المدخرة مع توقع عائد موجب لها الا أن الاسلام يمنع من الحوافز والدوافع ما يكفل ليس فقط زيادة الادخار الفعلي بل أيضا ما يؤدي لتقليل الفجوة بين الادخار الفعلي والاموال التي تتجه الى الاستثمار (٦) وبما يعنى أن عرض الاموال المتاحة للتوظيف لا يعتبر دالة في معدل العائد المتوقع أو المتحقق فحسب وانما يستجيب لعوامل اخرى سنعرض لتأثيرها عند مناقشة تكلفة رأس المال .

٧ - ان اختيار مجالات الاستثمار وتحديد المشروعات يخضع تماما لموافقتها لاحكام الشريعة ليس فقط باستبعاد كل الانشطة المحرمة أو التي تؤدي الى الحرام وانما أيضا بمراعاة مقاصد الشريعة في تحقيق مجتمع القوة والقدوة وفي ترتيب الاولويات حيث تقدم الضروريات على الكماليات عند التعارض وحيث يتم توليد « الرزق الرغد » لا كبر عدد من الاحياء ومكافحة الفقر بالاضافة الى معايير الكفاءة الاقتصادية في استخدام الموارد وتعظيم الناتج المجتمعي منها (٧) .

(٦) لمزيد من التفصيل انظر على سبيل المثال : حاتم القرنشاوى ، التمويل والتنمية في اطار اقتصاد اسلامي .
(٧) انظر على سبيل المثال محمد أنيس الزرقا ، المعايير الاسلامية في تقويم المشروعات وكذلك كوثر الابجى ، دراسات جدوى الاستثمار وكذلك Hetwally وكثير من هذه المتغيرات قابل للقياس الكمي وقد تعرض الادب الاقتصادي لمؤشرات مجتمعية مثيلة في مجال دراسات تقويم المشروعات من وجهة النظر القومية انظر على سبيل المثال .

Unido, 1978

Li Hle, I. M. D. 1968

وتنسخ داله الهدف للمشروع الاستثماري لتشمل هذه المتغيرات ومن
بم يمكن احصا جانب من تقديراتها الحمية في عائد المشروع بيما يستحق
جانب احمر حموضرات مرجحه عند المفاصله بين البدائل .

ثانيا : تحلفه راس المال :

يقصد بتحلفه راس المال بصورة عامة المتوسط المرجح لتكلفه
كل مصادر التمويل التي استخدمها المشروع لتمويل استثمارات (٨) . ورغم
السهولة النسبية في تعريف تلك التكلفة الا انها دنت وما زالت محل نقاش
على المستوى النظري والتطبيقي سواء في حسابات الاقتصاد الوضعي او
الاقتصاد الاسلامي في مجال دراسات الاستثمار وتقويم المشروعات .
ولعل اول ما يتبادر للذهن هو ان هذه (التكلفة) الاقتصادية
قد لا تتفق مع التكلفة الواقعية التي تتحملها المنشأة او المشروع بل ان
بعض مكونات تلك التكلفة لا يعتبر اصلا ضمن عناصر التكاليف بالمفهوم
المحاسبى حيث لا يتولد عنها أية تدفقات نقدية خارجة أو التزامات
مباشرة وذلك مثل تكلفة رأس المال المملوك والتي لا تعدو أن تكون تقدير
لتوقعات اصحاب رأس المال في ظل ظروف وافترضاات معينة . وحقبة
أن المنشأة تعمل على أن تقترب ما أمكن من تلك التوقعات الا انها غير
ملتزمة - قانونا على الاقل - بتحقيقها الا أن هناك مكونات أخرى تمثل
القرضا نقديا أو عبئا ماليا على عاتق المنشأة مثل تكلفة التمويل
المقترض أو الفوائد الثابتة التي تستحق للاسهم الممتازة .

ومن ناحية أخرى فان تأثير التفاعل بين مكونات المال المستثمر أو
ما يطلق عليه (هيكل التمويل) على التكلفة الكلية لرأس المال وعلى
تكلفة المكونات الفرعية ذاتها مازال أيضا موضع نقاش وجدل (٩) .

الوقت ذاته فان تقدير تكلفة رأس المال من وجهة نظر المستثمر الخاص
في ظل اقتصاديات السوق السائدة يختلف بالضرورة - خاصة في البلدان
النامية - عن تقدير تلك التكلفة من وجهة نظر الاقتصاد القومي (١٠) .

واما بالنسبة لدارسي الاقتصاد الاسلامي فان المناقشات التي
دارت حول تحلفه راس المال يمكن بلورتها في محاور ثلاثة :

١ - يدور اولها حول استخدام الفائدة كمراذف لتكلفة رأس
المال كسعر خصم باعتبارها مكونا أساسيا فيه - وبالنظر لانه لا خلاف
على تحريم الفوائد بانواعها فان التساؤل قد تار حول شرعية استخدام
المصطلح وعما اذا كانت الفائدة المحددة مقدما هي الأساس الفكري لهذا
المفهوم (١١) .

٢ - ويتعرض المحور الثاني من محاور النقاش لمدى شرعية
عملية خصم التدفقات النقدية ذاتها واحتساب القيمة الحالية للتدفقات
المستقبلية باعتبار أن ذلك يعنى وجود قيم مالية للبعد الزمني وهو
ما قد يرتبط في ذهن البعض بشبهة الفائدة كما أنه يرتبط بمفاهيم التفضيل
الزمني وعدم اليقين والتي تكتسب أبعادا مختلفة في ظل التحليل
الاقتصادي الاسلامي (١٢) .

٣ - أما المحور الثالث فيتعرض لجدوى استخدام أسلوب التدفقات
النقدية المخصومة ابتداء وبما في ذلك المفاضلة بين فرص الاستثمار
في ضوء التكلفة المقيرة لرأس المال وذلك من منطلق تعارض ذلك مع
دالة هدف الاستثمار في الاقتصاد الاسلامي والتي تتضمن كما ذكرنا عديدا
من المتغيرات والاعتبارات على المستوى الجزئي وعلى المستوى الكلي .

(١٠) لمزيد من التفصيل انظر UNIDO, 1978 وبطبيعة الحال لا يتسع
الجال أو نطاق البحث للدخول في تفصيلات تلك المناقشات .
(١١) انظر على سبيل المثال كوثر الابجى مرجع سابق ص ٨ - ٩ ،
محمد أنس الزرقا مرجع سابق . ص ٢١ لمفاهيم H. Zarga, (١١)
(١٢) على سبيل المثال مناقشة محمد أنس الزرقا لمفهوم التفضيل الزمني .

(٨) Hawkins C., 1971 P. 46 الفصل الرابع
وكذلك Levy, H., 1978 الفصلين السادس عشر والسابع عشر .
(٩) لمزيد من التفصيل انظر عبد المنعم عوض الله ص ٢٣٣ وما بعدها
وكذلك Hawkins H, Ch 4, Zarga M, A, 1983

نبول المخاطرة وهي تفرقه لا يعرفها الفكر الاقتصادي الاسلامي كما سبق أن ذكرنا .

أما بالنسبة لمدي شرعية عملية خصم التدفقات النقدية المستقبلية ذاتها باعتبار ما فيها من اعطاء البعد الزمني قيمة مالية فانه يمكن القول بايجاز بأن فقه المعاملات قد أجاز البيع الآجل بثمن يختلف عن ثمن البيع الحال (١٤) وهو ما يعنى قبول تقدير قيمة مالية للبعد الزمني ولكن التمويل هنا يكون - في تقديرنا - لاساس احتساب تلك القيمة فان كانت قد قدرت في ضوء ما يترتب على عدم استلام النقد حالا من فقد ان لفرض توظيف المال وتدويره أو لاحتمال غلاء السعر في المستقبل بما للبائع من خبرة في ذلك فقد جاز . أما ان كان الاساس هو تقدير سعر الفائدة المستحق على المبلغ المؤجل خلال الفترة وازافته فقد دخل الامر في دائرة عدم الجواز .

والواقع أن استخدام طريقة التدفقات المخصومة يقوم على أخذ فرص الاستثمار البديلة في الاعتبار والتي تتفاوت بين المشروعات المقترحة تبعاً للتوزيع الزمني المتوقع لعائداتها كما أنه يأخذ أيضاً في اعتباره مسائل المخاطرة وعدم اليقين المرتبط بالمستقبل والتفضيل الزمني الا أن حتى في ظل التأكد الكامل - وهو حالة افتراضية تماماً بالاضافة لانها غير مقبولة اسلامياً فلا يعلم الغيب الا الله - يظل لطريقة التدفقات المخصومة جدواها من حيث هي وسيلة للمفاضلة بين فرص الاستثمار المتاحة مع استخدام سعر للخصم أو تكلفة لرأس المال تعكس حقيقة تلك الفرص . أما ما قد يثار من ان استخدام هذا الاسلوب يعنى تركيز الاهتمام على الجيل الحاضر ولا يقيم الا وزناً تلغها آثار المشروع على الاجيال القادمة « (١٥) ، فان تأثير التفضيل الزمني ينعكس ابتداءً في تقدير معدل

(١٤) راجع على سبيل المثال عبد الجليل القرنشاوي ١٩٧٣ ص ٣٨٢ وما بعدها . اللطاوى ، ١٧٢ ص ٨٧ وما بعدها .
(١٥) محمد أنس الزرقا « القيم والمعايير الاسلامية في تقويم المشروعات »

وفيما يتعلق بالنقطة الدولية فان طرق قياس تكلفة رأس المال بل وتعريفها ذاته الذي سبق أن عرضنا له من منظور الاقتصاد الوضوي يعنى ان الفائدة تدخل كعنصر من عناصر تكلفة رأس المال في حالة وجود تمويل مقترض بفائدة وهو ما يختفى في ظل النظام الاسلامي وان تأثيرها يرتبط بنسبة ذلك التمويل الى مجموع المال المستثمر - وان كان بعض الكتاب قد ناقش هذا الامر كذلك ولم يوافق عليه (١٣) - اما بالنسبة لرأس المال المملوك بصوره المختلفة فان تقدير تكلفته يتم اما على اساس نفقة الفرصة البديلة للمساهمين وذلك بمعنى أن العائد المتوقع من الاستثمار ينبغي ألا يقل عما يتوقع أن يحصل عليه المستثمر من توظيف أموالهم في مجالات أخرى . وقد يتم تقديره على أساس العائد المتوقع في الانشطة المثيلة بالاستثمار المقترح وذلك حتى يمكن افتراض تساوى المخاطرة المتوقعة ، وقد يتم الاسترشاد في حساب تلك التكلفة بالمعدلات المحققة فعلاً في كافة القطاعات الاستثمارية المتاحة ويرى آخرون أنه من الضروري عند حساب عائد الفرصة البديلة للاستثمار الاضافي من أصحاب المشروع القائم أن تؤخذ المكاسب الرأسمالية المتوقعة وليس الارباح الموزعة فقط في الاعتبار وذلك بعد استئزال الضرائب ولا ينفى هذا بطبيعة الحال ما سبق أن ذكرناه من أن بعض الكتاب بتجه الى استخدام معدل الفائدة الثابتة في الاجل الطويل على التوظيف قليلاً أو منعدمة المخاطرة مثل السندات الحكومية كأساس تقريبي لعائد الفرصة البديلة أو تكلفة رأس المال حتى يتجنب الدخول في تقديرات درجات المخاطرة المتوقعة وتعديل التكلفة في ضوء ذلك . وغنى عن القول أن هذا الاتجاه ليس مرغوباً فقط من الوجهة الشرعية بل مرغوب أيضاً من الناحية الموضوعية والواقعية ويتأكد هذا الرفض في مجال التطبيق الاسلامي لالتحريم الفائدة فحسب بل لان هذا التقريب يقوم على الفصل بين المدخر والمستثمر وعلى افتراض أن المدخر لا يقبل المخاطرة أساساً أو يحاول تفاديتها بينما مستخدم المال أو المستثمر يعتمد في ربحه على

(١٣) انظر Levy H. ، الفصل ١٦ وما بعده وكذلك الفصل الرابع في
Hawkins, C. 1

الخصم ولا يقتصر هذا على استخدام أسلوب الخصم بل ان من معايير المفاضلة المستخدمة بين المشروعات ما يعكس مثل هذا التفضيل بصورة أكبر بكثير من طريقة القيمة الحالية — مثل معيار فترة الاسترداد وهو الذي يقضى بتفضيل المشروع الذي يسترد المال المستثمر في أقصر فترة ممكنة مقارنة بغيره من المشروعات • وعلى العكس فان معيار التدفقات النقدية المخصومة يضمن على الاقل اعطاء وزن ما للتدفقات المستقبلية في حين ان بعض المعايير الاخرى قد لا تقيم لها وزنا على الاطلاق •

وفيما يتعلق بالتعارض المتصور بين تعدد المتغيرات في دالة هدف المشروع في الاقتصاد الاسلامي وبين استخدام طريقة التدفقات النقدية المخصومة فانه من الجدير بالذكر أن هذه المتغيرات يمتد أثرها الى احتساب التدفقات النقدية ذاتها سواء كانت عائدة أو نفقة مقدرة كما تؤثر في تقدير تكلفه رأس المال ومن ثم فلا مجال للتعارض المتصور خاصة أن تعديلات من طبيعة مماثلة يتم تطبيقها في مجالات الاقتصاد الوضعي لترتيب أولويات الاستثمار من وجهة النظر القومية •

وفي ضوء القبول النسبي — ان جاز القول — لاسلوب خصم التدفقات النقدية كأداة للمفاضلة بين فرص الاستثمار فقد طرح عديد من الدارسين في مجال الاقتصاد الاسلامي بدائل لقياس أو تقدير تكلفه رأس المال منها على سبيل المثال :

(١) معدل العائد على الودائع المركزية قصيرة الأجل (١٦) •

(٢) معدل العائد على أحسن استثمار بديل يتصف بنفس مواصفات المشروع تحت الدراسة من حيث الشرعية والاولوية الاسلامية ودرجة المخاطرة (١٧) •

(١٦) كوثر الابجى مرجع سابق ص ١٩ : ٢٤ • ٢٧٠ •

(١٧) نفس المرجع ص ١٩ : ٢٤ •

(٣) متوسط النسبة المئوية للارباح المتوقعة الى رأس المال

المستثمر (١٨) •

(٤) نفقة الفرصة البديلة المتاحة للمستثمر (١٩) •

(٥) متوسط المعدل المتوقع مقدرا بأوزان نسبية لعوائد الاستثمارات

المثيلة التي تتصف بنفس درجة المخاطرة للمشروع تحت الدراسة (٢٠) •

ودون ما دخول في نقاش تفصيلي لهذه البدائل لاختيار سعر الخصم أو تقدير تكلفة رأس المال — أو لغيرها — والتي استبعدناها لانها تقوم على أخذ الفائدة التي تدفعها البنوك الربوية في الاعتبار عند تحديد التكلفة — بمقولة المناغسة التي تقوم بين تلك البنوك والبنوك الاسلامية — فاننا نلاحظ أنها جميعا تدور حول مفهوم نفقة الفرصة البديلة — مع تطويعات تتماشى ما سبق مناقشته بالنسبة لتقدير تكلفة رأس المال المملوك في الظروف التقليدية مع الاخذ في الاعتبار أن جميع تلك البدائل بالطبع تتحدث عن الاستثمارات المباحة طبقا للشريعة الاسلامية الغراء •

والحقيقة أنه ينبغي مناقشة أساس احتساب تكلفة رأس المال ذاتها بالنسبة للمستثمر في سوق مال اسلامي من واقع الخصائص الذاتية لهذا السوق والنمط السلوكي المتوقع للمستثمر في ضوء المرتكزات التي سبق أن عرضت في القسم الاول من هذه الدراسة • وبصورة أكثر تحديدا فان العوامل التي تحكم تقدير تكلفة رأس المال في الاقتصاد الاسلامي والتي ينبغي أخذها في الحسبان قبل الوصول لقيمة تقديرية لتلك التكلفة واستخدامها كمعيار للمفاضلة تنبع من واقع أن سوق المال الاسلامي يتدخل فيه عوامل أخرى تؤثر على قرار المستثمر (عارض المال) وقرار المنظمة (مستخدم المال) أي على جانبي العرض والطلب — ومن ثم السعر — وذلك في شكل ضوابط التوظيف ونواهي الاكتناز •

(١٨) حسين شحاته ص ٥٢ — ٥٥ •

(١٩) محمد أنس الزرقا مرجع سابق •

(٢٠) كوثر الابجى مرجع سابق ص ١٩ — ٢٤ •

ويمكن ايجاز تلك العوامل فيما يلي :

١ - أن تقبل المخاطرة جزء أصيل من سلوك المستثمر المسلم ومن ثم فإن الوزن النسبي أو الهامش الذي يعطى لعوامل المخاطرة أو عدم اليقين ينبغي أن يكون أقل في هذه الحالة منها في حالات السوق التقليدية .

٢ - أن هناك ضابطا أساسيا على الاستخدامات يتمثل في استبعاد الأنشطة المحرمة أو التي تقود الى الحرام وهو ما يعنى تحجيم الطلب على الاستثمار بدرجة معينة في الاجل القصير .

٣ - أن اتباع مفهوم الأولويات في ضوء مقاصد الشريعة يؤدي الى تأجيل بعض أوجه الاستثمار الكمالى - التى قد تكون مطروحة وتوجيه المال لصالح الاستخدامات الضرورية .

٤ - أن دفع الزكاة - وهو ما سيتم قطعا وليس احتمالا - اذا لم يستثمر المال وهو ما سيؤدي لانخفاضه يمثل دافعا ل طرح المخدرات في سوق التوظيف وهو ما يعنى زيادة العرض . (وليس مؤدى ذلك بطبيعة الحال أن الزكاة لن تدفع في حالة التوظيف) .

٥ - أن حبس المال عن التداول وان دفعت زكاته فخرج من دائرة الكنز الا أنه يمثل سلوكا غير مقبول اسلاميا .

٦ - أن دافع تعظيم الربح ليس هو المحرك الاساسى للمستثمر للمسلم - وان كان مطلوبا منه تنمية المال - ولكن دافعه الاساسى يتمثل في أداء الواجب الشرعى المطلوب منه ومن ثم فان قبوله لادخال العوائد غير المباشرة للاستثمار جزء أصيل في تقديره .

٧ - أن المستثمر في السوق الاسلامى يواجه بديلا واحدا من ناحية أسلوب التوظيف يتمثل في المشاركة في ناتج العملية الانتاجية ومن ثم فهو يواجه نوعين من عدم اليقين يتمثل أحدهما في عائد الاستثمار المتوقع والثانى في معدل التضخم ولا شك أن قبول المستثمر لتوظيف دون آخر

سيرتبط الى حد ما بمدى استعداده لتقبل المخاطرة في ارتباطها بعـدول الربح . وقد أدى أخذ هذا العنصر في الاعتبار الى توقع بعض الدراسات أن يرتفع تقدير تكلفة رأس المال لأعلى بكثير من ذلك السائد حيث توجد بدائل التوظيف المضمون قيمة ودخلا . وان كنا نرى أن تأثير هذا الوضع يتمثل في زيادة عرض التمويل المشارك مما يؤدي الى انخفاض توقعات المستثمرين بالنسبة للعائد .

ومحصلة تلك العوامل في تفاعلها تؤدي الى وجود مدى لتكلفة رأس المال يتراوح في حده الأدنى بين - ٢٥٪ وهو ما يمثل الزكاة الواجبة في المال المدخر والذي حال عليه الحول ولم يوظف (وليس صفرا كما رأى البعض مع الغاء الفائدة المحددة) ويمثل في حده الاقصى توقعات الربح المرتبطة بدرجات عالية من المخاطرة . ويمكن بذلك القول بأن تقدير التكلفة لرأس المال سيقع في مدى متوسط بين هذين الحدين وان كنا نميل الى الاعتقاد بأنه سيكون اقرب للحدود الدنيا منه للحدود العليا للأسباب الآتية :

أ - أن الحد الاقصى احتمالى بينما أن الحد الأدنى يقينى .
ب - أن العوامل التى تلعب دورها على كل من الطلب والعرض تؤدي الى أن يكون التوازن عند مستوى سعر غير مرتفع حيث أن العرض تتمتع بالزيادة باستمرار - بافتراض ثبات معدلات نمو الدخل القومى أو زيادتها ، وهو مطلب شرعى - في حين أن الطلب على الاقل فيما يتعلق بالانتاج الكمالى وهو ما يتمتع بمعدلات عالية من العائد ينمو بمعدلات أقل (٢١) .

(٢١) يرتبط ذلك بطبيعة الحال بضوابط السلوك الاستهلاكى الاسلامى فيما يتعلق بالسرف والمخيلة وضرورة التوسط كما يرتبط بتأثير الزكاة التى تمثل حضا متكررا للطلب على سلع الاستهلاك الاساسية والتى غالبا ما تتمتع بمعدل عائد غير مرتفع الا أن حجم الطلب على تلك السلع واحتمالات استمراره ونموه - أى بمعنى آخر انخفاض درجة عدم اليقين - تدفع بالمستثمر فى اتجاه توظيف الاموال لانتاج تلك السلع .

لمزيد من التفصيل انظر : حاتم القرنشلاوى : التمويل والتنمية مرجع سابق ص ١٤ وما بعدها .

ح - أن هناك حدودا لتقبل الفكر الاسلامي للمخاطرة العالية والتي تقرب من المغامرة في الوقت الذي يعمل فيه التنظيم الاسلامي للمسوق على استبعاد امكانية وجود الارباح غير العادية أو توقعها - مثل الارباح الاحتكارية .

ومن الناحية التطبيقية فإنه يمكن استقراء عدد من الشواهد التي تقدم دسحة جانب من هذه الاستنتاجات والتي تتمثل فيما يلي :

أولا : ارتفاع معدلات الايداع في المصارف الاسلامية على الرغم من تواضع العائد الذي تمنحه هذه المصارف - أو تماثله في أفضل الاحوال - بالمقارنة بالبنوك التقليدية التي تقدم ضمان القيمة والفائدة . ولا شك أن ذلك يمكن تفسيره جزئيا على الاقل بالدافع الديني الذي يجعل المستثمر يقبل عائدا متوقعا أقل في مقابل عائد ديني أكبر يتمثل في ابتعاده عن الحرام وشبهاته .

ثانيا : تزايد السيولة بصورة واضحة لدى المصارف الاسلامية ليس لعدم وجود فرص الاستثمار على اطلاقه وإنما لتزايد عرض الاموال من جانب المدخرين بمعدلات عالية من ناحية ولا تباع تلك المصارف لعدم اللخصم يزيد في كثير من الاحيان على سعر فائدة الاقراض اتساقا مع النظرية التقليدية التي تنادي بارتفاع تكلفة رأس المال المملوك نتيجة أخذ المخاطرة في الاعتبار « قدر بعض الدارسين أن معدل عائد يقدر بـ ١٠٪ على الاستثمارات يعتبر معقولا ؟ : » (٢٢) . ولا غرو في ضوء ذلك أن يقلل التوظيف .

ثالثا : أنه بالرغم من افتراض معدلات عالية نسبيا لتكلفة رأس المال في تلك المصارف إلا أن استعدادها لقبول المخاطر محدود وهو ما يتناقض مع ما سبق أن ذكرناه من أن تقبل المخاطرة سلوك أصيل للمستثمر المسلم وأن تفاوتت درجاته بطبيعة الحال . والدليل على ذلك أيضا تقبل الكثيرين

(٢٢) محمود أبو السعود : ص ١٤٢ .

للتعامل مع شركات توظيف الاموال برغم الدرجة العالية من المخاطرة التي ترتبط بها لتوفر توقع العائد من ناحية والابتعاد عما يعتقدون أنه غير مقبول شرعا من ناحية أخرى .

وفي ذات الوقت فإنه لا ينبغي اغفال سلوك بقيه المستثمرين الذين برجعون عنصر الامان النسبي مع انخفاض العائد المتوقع ومع تواضع سرعة التعامل وهم أصحاب حسابات الاستثمار في البنوك الاسلامية حاليا .

ثالثا : آثار تطبيق مبدأ المشاركة على قرار الاستثمار وتكلفة المشروعات : لا شك أنه من غير المتيسر في الخير المتاح لهذه الدراسة استعراض كافة الآثار المترتبة على تطبيق مبدأ التمويل المشترك على قرار الاستثمار . وعلى المتغيرات الاخرى على مستوى الاقتصاد الكلي خاصة أن هناك العديد من الدراسات التي تناولت تلك الآثار بدرجة كبيرة من التفصيل إلا انه من المفيد الاشارة لبعض الآثار المباشرة التي تترتب على تبني ذلك المفهوم واستخدام تقدير لتكلفة رأس المال يتم احتسابه على ضوء العوامل السابق استعراضها في الجزء الثاني من الدراسة ويمكن ايجاز تلك الآثار على النحو التالي :

١ - انه مع احلال التمويل بالمشاركة - الدائمة أو المتناقصة - محل التمويل ذي الفوائد المحددة ستتغير تقديرات عناصر التدفق اذ ستختفي الفائدة من التدفقات النقدية الخارجة مما يعني انخفاض التكلفة الاستثمارية من ناحية بمقدار الفوائد المستحقة خلال فترة الانشاء وبما يعني انخفاض التكلفة الجارية بمقدار الفوائد المستحقة على رصيد القرض خلال سنوات التشغيل وسيؤدي هذا لارتفاع العائد المتوقع على المال المستثمر - مع ثبات العوامل الاخرى - مما يعني امكانية اتجاه متخذى القرار تدريجيا نحو قبول المشروعات المرفوضة حاليا نتيجة انخفاض معدلات العائد المتوقعة عليها ويدعم ذلك بلا شك أن تكلفة رأس المال التي سيتم المقارنة على أساسها ستكون أقل من المستخدمة حاليا . وفي واقع الامر فإنه في ضوء موقف زيادة السيولة في البنوك أو لدى المستثمرين من الاموال

القابلة للتوظيف فإنه يمكن القول - نظريا في هذه المرحلة وتطبيقيا في مراحل
تالية - بقبول أية مشروعات ذات معدل عائد صافي موجب (أكبر من الصفر)
بعد استيعاب تلك ذات العائد الأعلى .

٢ - أن تطبيق هذا النظام سيؤدي لاعطاء مرونة أكبر في قرارات
التسعير وهامش الربح ومن ثم الى اتساع السوق وربما تحقيق وفورات
نطاق للمشروعات .

٣ - أن اختفاء الابعاء الدورية الثابتة - المتمثلة في مدفوعات
الفائدة - يؤدي لتقليل درجة المخاطرة وعدم اليقين التي يأخذها رأس المال
المشارك في اعتباره عند تقدير تكلفة رأس المال كما أنها تعمل في الوقت
نفسه على تقليل أثر التضخم واحتمالاته حيث يتجه العائد المتوقع للتورث
مع التضخم - وهو ما لا يحدث في حالة الفائدة الثابتة ويؤكد التطبيق
لمفهوم اسلامي أصيل « لا ضرر ولا ضرار » - فضلا عن أن تطبيق هذا
النظام يعمل كما سبق على تخفيض التضخم ابتداء عن طريق تخفيض
تكلفة الاستثمار والانتاج - ومؤدى ذلك كله أنه يدفع لتخفيض العائد
المتوقع بما يتلائم مع الانخفاض في درجة المخاطرة أو عدم اليقين وهو
ما يعنى تزايد التوظيف طبقا لهذا المعيار .

٤ - أن ما يقترن على ذلك كله هو تزايد الاتجاه نحو المشروعات
ذات العائد المنخفض نسبيا - في ظل المعايير التقليدية المطبقة حاليا -
والتي غالبا ما تكون من المشروعات الاساسية أو التي تسد احتياجات
الطبقات ذات الدخل المحدود وهو ما يعنى الاتجاه لتحقيق أهداف المجتمع
الاسلامي الذي يعمل دائما على تحقيق مستوى الكفاية والاشباع التزايد
لاحتياجات كل افراد عن طريق تقليل الفجوة باستمرار بين الحاجة
والطلب .

٥ - ان ارساء ما سبق يعنى كذلك استقلالية قرار التوظيف وتحريره
من التبعية خاصة بالنسبة لودائع العملات الحرة والتي ترتبط اسعار

فأثرتها بالاسواق العالمية ومن ثم لا تعكس احتياجات السوق المحلي وينشأ
عنها ظاهرة تزايد الودائع بالعملات الحرة وتزايد معدلات اعادة ايداعها
بالخارج في الوقت الذي يعانى فيه الاقتصاد من قصور في مصادر التمويل
بتلك العملات وهو ما يدفعه للاقتراض من الخارج وهكذا . كما يسعني
التحول التدريجي لارتفاع نسبة الاستثمارات الحقيقية الى التوظيفات
المالية البحتة .

٦ - فيمكننا ان نرى ان
وفوق ذلك وقبله وبعده فان التزام المجتمع بمنهج الله بغية رضاه
انما يعنى البركة التي تسمو فوق كل تقدير وصدق الله سبحانه اذ يقول
« ولو أن أهل القرى آمنوا واتقوا لفتحنا عليهم بركات من السماء والأرض »
٦ -

٣ - قيله زينة راجع -
٥ -

٢ -

٧ -

- ٨ - شوقي أحمد دنيا : هجنا . ن تساة - ٥١
- تقلبات القوة الشرائية للنقود وأثر ذلك على الائتمان الاقتصادي والاجتماعي : تحليل فقهي واقتصادي مجلة المسلم المعاصر . عدد (٤١) يناير ١٩٨٥ صص ٤٩ - ٨٢ .
- ٩ - شوقي اسماعيل شحاته : هجنا . ن تساة - ٢١
- مفاهيم اسلاميه في النقود والفرق بين الائتزاز والادخار . مجله المسلم المعاصر العدد (١٤) يونيو ١٩٧٨ صص ٩٧ - ١١٠ .
- ١٠ - شوقي شحاته : لقرنا . ن تساة - ٧١
- المال ربح وقياسه في الاسلام . مجلة المسلم المعاصر العدد (٢٢) يونيو ١٩٨٠ صص ٩٣ - ١٢٤ ، رأس والمحافظة عليه في الفكر الاسلامي . مجلة المسلم المعاصر العدد (٢٦) يونيو ١٩٨١ صص ٥٧ - ٩٨ .
- ١١ - عبد الله حسين الجزيري ، محمود محمد تهامي : هجنا . ن تساة - ٢١
- أساليب توظيف الاموال في البنوك الاسلامية بحث مقدم الى الندوة الأولى لبنك فيصل الاسلامي المصري عن البنوك الاسلامية . ودورها في التنمية الاقتصادية والاجتماعية . القاهرة ١٩٨٣ .
- ١٢ - عبد الجليل القرنشاوي : هجنا . ن تساة - ٢١
- دراسات في الشريعة الاسلامية . جامعة بنغازي ١٩٧٣ .
- ١٣ - عبد النعم عوض الله : هجنا . ن تساة - ٢١
- مقدمه في دراسات الجدوى للمشروعات الاستثمارية . دار الفكر العربي - القاهرة ١٩٨٢ .
- ١٤ - علي عبد الرسول : هجنا . ن تساة - ٢١
- بنوك بلا فوائد . مجلة المسلم المعاصر . العدد ١٨ يونيو ١٩٧٩ صص ٧٣ - ١٠٢ .

- المجلة لتوظيف خاتمة يمكن القول بان مفهوم المراجحة في حقه المراجحة والمراجحة
المستبعد ولما رجعنا لتجليتها المراجع
لها عياراً عادداً تلاعبه عياراً قاصداً لتكاملها وتفاعلاً عياراً عادداً
أولاً - مراجع باللغة العربية . علمتنا كيف ينبغي ان نقرأها
١ - أبو حامد الغزالي : لقرنا . ن تساة - ٢١
- أحياء علوم الدين (كتاب الشكر) ج ٤ .
- ٢ - الاتحاد الدولي للبنوك الاسلامية : هجنا . ن تساة - ٢١
- الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الاسلامية . الطبعة الاولى - القاهرة ١٩٧٧ .
- ٣ - المطاوي : هجنا . ن تساة - ٢١
- فقه المعاملات على مذهب الامام مالك . المجلس الاعلى للشؤون الاسلامية - الطبعة الاولى ١٩٧٢ .
- ٤ - جمال الدين عطية : هجنا . ن تساة - ٢١
- الصعوبات التي تواجه البنوك الاسلامية منذ قيامها الى الآن . مجلة المسلم المعاصر العدد (٢٧) سبتمبر ١٩٨١ صص ٨٣ - ١٠٤ .
- ٥ - حاتم القرنشاوي : هجنا . ن تساة - ٢١
- اعداد دراسات الجدوى وتقويم المشروعات . دار الثقافة القاهرة . الطبعة الثانية ١٩٨٥ .
- ٦ - حاتم القرنشاوي : هجنا . ن تساة - ٢١
- التمويل والتنمية في اطار اقتصاد اسلامي ، بحث قدم الى الالفة الدراساتية المنعقدة تحت عنوان - موارد الدول المالية في المجتمع الحديث من وجهة النظر الاسلامية . القاهرة - أبريل ١٩٨٦ .
- ٧ - حسين حسين شحاته : هجنا . ن تساة - ٢١
- مفهوم تكلفة رأس المال في الفكر الاسلامي دراسة مقارنة الجسة العلمية لتجارة الازهر . العدد الاول ديسمبر ١٩٧٨ صص ٣٣ - ٥٨ .

١٥ - كارستن . انجو :

الاسلام والوساطة المالية . مجلة أبحاث الاقتصاد الاسلامي . العدد الأول المجلد الثاني ١٩٨٤ ص ٦٠ - ٩٩ .

١٦ - كوثر الابجى :

دراسة جدوى الاستثمار في ضوء أحكام الفقه الاسلامي . مجلة أبحاث الاقتصاد الاسلامي . العدد الثاني - المجلد الثاني ١٩٨٥ ص ١ - ٤٤ .

١٧ - محمد أنس الزرقا :

القيم والمعايير الاسلامية في تقويم المشروعات . مجلة المسلم المعاصر العدد (٣١) يوليو ١٩٨٣ ص ٨٥ - ١٠٦ .

١٨ - محمد أنس الزرقا :

صياغة اسلامية لداله المصلحة الاجتماعية مجلة المسلم المعاصر العدد (١٥) سبتمبر ١٩٧٨ ص ٨٩ - ١٠١ .
العدد (١٦) ديسمبر ١٩٧٨ ص ٦٩ - ٩١ .
العدد (١٧) مارس ١٩٧٩ ص ٤٩ - ٦١ .

١٩ - محمد بن علي الشوكاني :

نيل الاوطار شرح منتقى الاخبار . القاهرة - مطبعة الحلبي ١٩٧١ .

٢٠ - محمد بن علي الشوكاني :

الدرارى المضيئة شرح الدرر البهية . مكتبة التراث الاسلامي - كنوز للانتاج الاعلامي ١٩٨٦ .

٢١ - محمود أبو السعود :

الاستثمار الاسلامي في العصر الراهن . مجلة المسلم المعاصر العدد (٢٨) ديسمبر ١٩٨١ ص ٦٩ - ١٤٤ .

٢٢ - محمود عارف وهبه :

نظريات الفائدة (الربا) في الفكر الاقتصادي . مجلة المسلم المعاصر العدد ٢٣ سبتمبر ١٩٨٠ ص ٨٥ - ١٥٨ .

٢٣ - محمود عارف وهبه :

تقويم الربا : مجلة المسلم المعاصر العدد ٢٥ مارس ١٩٨١ ص ٧٥ - ١٠٨ .

٢٤ - معبد الجارحي :

نحو نظام نقدي ومالي اسلامي « الهيكل والتطبيق » ورقه مقدمه الى حلقة الاقتصاد الاسلامي في مجال التطبيق . الامارات العربية المتحدة - فبراير ١٩٨١ .

٢٥ - مصطفى أحمد الزرقا :

المصارف معاملاتها وودائعها وفوائدها ، المركز العلمي لأبحاث الاقتصاد الاسلامي . جامعة الملك عبد العزيز جده . سلسلة المطبوعات العربية رقم (١٣) ١٩٨٣ .

٢٦ - نجاه الله صديقي :

الاعمال المصرفية في اطار اسلامي . مجلة المسلم المعاصر . العدد (١٩) سبتمبر ١٩٧٩ ص ١٢٨ - ١٤٥ .

- 10) Little, I. M.D and Mirrlees, J., **Manual of Industrial Project Analysis in Developing Countries Vol. 11 Social Cost Benefit Analysis** Development Centre. OECD Paris 1968.
- 11) Pouliquen, L. Y.; **Risk Analysis in Project Appraisal**. World Bank Staff Occasional Papers No. 11. The Johns Hopking University Press, Baltimore, 1970
- 12) Robinson, J. and Eatwell, J. **An Introduction to Modern Economics** McGraw. Hill, Maidenhead, 1973.
- 13) Siddiqi, N., **Economics of Profit, Sharning**, in Ahmed Z. et al., (ed) **Fiscal Polity and Resource Allocation in Islam**, International Centre for Research In Islamic Economics Jeddah and Institute of Policy Studies, Islam-Abad. 1983 PP. 163 - 185
- 14) UNIDO : **Guidelines for Project Evaluation**, U.N. New York 1972.
- 15) UNIDO : **Guide to Practical Project Appraisal; Social Benefit. Cost Analysis in Developing Countries**, U.N. New York 1978
- 16) Zarqa; M. A.. **An Islamic Perspective on the Economics of Discounting in Project Evaluation**, in Ahmed. Z. etal, (ed) **Fiscal Policy and Resource Allocation in Islam**, International Centre for Research in Islamic Economics, Jeddah and Institute of Palcy Studies Islam-Abad, 1983 PP. 203 - 231 and also Coments and Discussion PP. 235 - 251.

ثانيا : مراجع باللغة الانجليزية :

- 1) Abdul Mannan, Muhammad; **Islamic Perspectives On Market Prices and Allocation** ; International Centre for Research In Islamic Ecionomics. King Abdulaziz University, Jeddah. 1982.
- 2) Ahmed, ziauddin; Iqbal M. and Khan, M. F.; **Mony And Banking In Islam**; International Centre for Research In Islamic Economics ; King Abdul-Aziz University, Jeddah and Institute of Policy Studies, Islam - Abad. 1983.
- 3) Bierman, H. Jr, Smidt. S., **The Capital Budgeting Decision**, 4th ed, Macmillan Publishing Co., New York 1975
- 4) Engler, G. N.; **Business Financial Management**, Business Publications, Inc., Dallas, 1978.
- 5) Hawkins, C. J.. and Pearce, D.W. **Capital Investment Appraisal** The Macmillan Press Ltd, London 1971
- 6) Hassan, Z., **Theory of Profit : The Islamic ViewPoint**, Journal of Research in Islamic Economics Vol. 1 No, 1, PP. 1-15
- 7) Keynes, J. M., **The General Theory of Employment Interest and Money**, Macmillan St. Martin's Press London 1970
- 8) Levy. H. and Sarnat, M : **Capital Investment and Financial Decisions**; Prentice, Hall International, Englewood Cliffs, New Jersey; 1978
- 9) Metwally M. M., **G. Behavioural Model of An Islamic Firm**, International Centre for Research In Islamic Economics. King Abdul-Aziz University, Jeddah, Research Series In English No. 5.