

نظریه‌های سرمایه‌گذاری در اقتصاد اسلامی

مجید رضائی

مقدمه

سرمایه‌گذاری از اساسی‌ترین مباحث اقتصادی است. بدون آن، تولید شکل نمی‌گیرد و ثروت تحقق نمی‌یابد. عدالت و توزیع مناسب ثروت، زمانی معنا می‌دهند که ثروت ایجاد شده باشد. البته توزیع منابع اولیه ثروت طبیعی بر تولید و سرمایه‌گذاری تقدم دارد، به همین خاطر مکتب اقتصادی اسلام به توزیع قبل از تولید نگاه ویژه‌ای دارد و مجموعه قوانین و مقررات شرعی، کیفیت مالکیت و بهره‌برداری از ثروت‌های طبیعی را روشن ساخته است. پس از شکل‌گیری مناسب و عادلانه توزیع ثروت‌های طبیعی، نوبت به تولید ثروت با انجام سرمایه‌گذاری می‌رسد. تولید از ترکیب نهاده‌های انسانی و مادی شکل می‌گیرد. سرمایه انسانی عبارت از برخورداری از دانش، مدیریت و تجربه مفید است و سرمایه مادی، شامل سرمایه نقدی، تأسیسات، زمین و مواد اولیه می‌شود. سرمایه نقدی را به علت امکان تبدیل به دیگر سرمایه‌های مادی می‌توان به عنوان شاخص سرمایه مادی قلمداد کرد. سرمایه نقدی با پس‌انداز، قرض‌گرفتن و مشارکت صاحبان سرمایه در امر تولید تحقق می‌یابد. تولیدکننده در جهت رسیدن به هدف اقتصادی خود بر اساس معیارهای مختلف، به انجام طرح تولیدی خاصی تصمیم می‌گیرد.

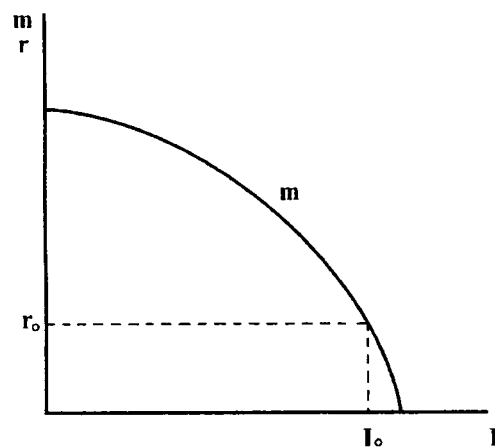
طبق نظریه سرمایه‌گذاری، در اقتصاد سرمایه‌داری تقاضای سرمایه‌گذاری با نرخ بهره

رابطه عکس دارد. تقاضای سرمایه‌گذاری با ملاک‌های تصمیم‌گیری و انتخاب پروژه مرتبط است. نرخ بازده درونی ملاک سودآوری طرح را در ارتباط با نرخ بازده برونی (نرخ بهره) مشخص می‌کند. نرخ بازده درونی همان کارآیی نهایی سرمایه (MEC)^۱ است که تقاضای سطح سرمایه مطلوب را مشخص می‌کند و از آن تقاضای سرمایه‌گذاری (MEI)^۲ به دست می‌آید. برای محاسبه این نرخ باید ارزش حال بازدهی‌های انتظاری طرح را با هزینه آن برابر کرد. این ملاک توسط کینز پیشنهاد شد و از آن به عنوان ملاک کارآیی نهایی سرمایه‌گذاری نام برده می‌شود. کارآیی نهایی یک پروژه سرمایه‌گذاری (m) به عنوان نرخ بهره‌ای که ارزش فعلی (PV)^۳ پروژه را به صفر تنزیل می‌کند، تعریف شده است و توسط رابطه زیر بیان می‌شود:

با حل این معادله مقدار m به دست می‌آید. (R_t) درآمد حاصل از سرمایه‌گذاری و (C) هزینه احداث پروژه است.

$$0 = -C + R_t + \frac{R_{t+1}}{1+m} + \dots + \frac{R_{t+n}}{(1+m)^n}$$

طرح‌های سرمایه‌گذاری هر گاه بر حسب m رتبه‌بندی شوند، منحنی تقاضای سرمایه‌گذاری را نشان خواهد داد. سطح سرمایه‌گذاری بر حسب وجود وجوه سرمایه‌گذاری حداکثر تا نقطه‌ای افزایش می‌یابد که مقدار m با نرخ بهره بازار (r) برابر شود (نمودار ۱).



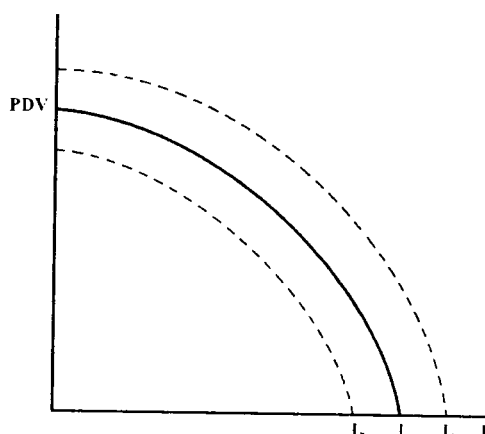
نمودار ۱: ملاک کارآیی نهایی سرمایه‌گذاری

در واقع پروژه‌ای سودآوری دارد که نرخ بازدهی داخلی آن بیش از نرخ بهره بازار باشد. نئوکلاسیک‌ها برای تصمیم‌گیری در مورد انتخاب پروژه، از مفهوم ارزش فعلی تنزیل شده درآمدهای آینده ناشی از سرمایه‌گذاری (PDV)^۴ استفاده می‌نمایند. برای محاسبه آن،

با استفاده از جریان بازدهی خالص آینده حاصل از پروژه (R_t) که با نرخ‌های بهره تنزیل شده است از رابطه زیر در مقابل هزینه‌های پروژه استفاده می‌شود.

$$PDV_t = -C + R_t + \frac{R_{t+1}}{1+r} + \dots + \frac{R_{t+n}}{(1+r)^n}$$

هر گاه ارزش فعلی بازدهی پروژه‌های مختلف محاسبه شود (بر حسب نرخ بهره خاص)، پروژه‌های مختلف از جهت PDV رتبه‌بندی شده و به صورت نمودار ۲ درمی‌آید.



نمودار ۲: رتبه‌بندی طرح‌های سرمایه‌گذاری

در صورت با کشش بودن منحنی عرضه وجوه سرمایه‌گذاری، بنگاه‌ها می‌توانند در همه پروژه‌هایی که PDV مثبت دارند سرمایه‌گذاری کنند؛ یعنی سطح سرمایه‌گذاری تا I_0 گسترش می‌یابد و چنان‌چه وجوه سرمایه‌گذاری با محدودیت مواجه باشد، اولویت در تخصیص با پروژه‌های اقتصادی است. چنان‌چه نرخ بهره کاهش یابد، مخرج کسر تنزیل بازدهی کاهش و PDV

افزایش یافته و در واقع منحنی PDV به سمت راست منتقل می‌شود، یعنی سطح سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد و بالعکس. در هر صورت از هر دو روش می‌توان رابطه منفی بین نرخ بهره و سطح سرمایه‌گذاری را به دست آورد.^۵ در واقع نرخ بهره عامل اساسی در مقدار سرمایه‌گذاری است و به عبارت روشن‌تر، نرخ بهره عامل تعیین‌کننده اجرا و عدم اجرای پروژه‌ها در نظام ربوی است. حرمت ربا و یکسان دانستن بهره و ربا باعث شد اقتصاددانان مسلمان در جای‌گزین ساختن مدل جدید، تلاش جدی صورت دهند. در ادامه پس از توضیح پاره‌ای از نظریات مطرح شده در این زمینه دیدگاه خود را بیان می‌کنیم.

مروری بر نظریات اسلامی

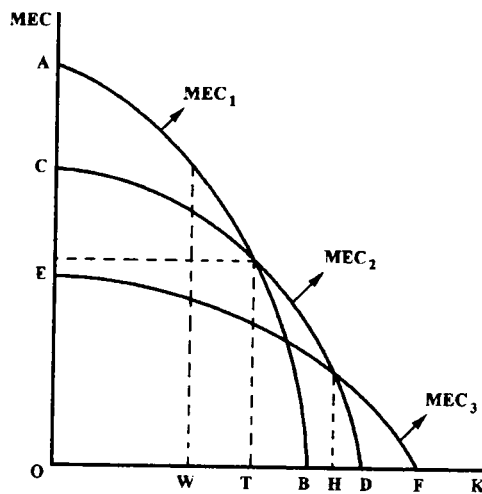
محققان اقتصاد اسلامی با حذف ربا از نظام اقتصادی اسلام به عقود اسلامی توجه جدی نموده و در این توافق ضمنی دارند که قرض الحسنه نمی‌تواند به تنهایی سرمایه‌گذاری طرح‌های مختلف را پوشش دهد؛ چرا که معمولاً افرادی که درصدد به جریان انداختن سرمایه خود هستند طالب سود می‌باشند و این امر مورد تأیید شریعت هم قرار گرفته است.

برخی از این نظریات عبارت‌اند از:

۱- سیدکاظم صدر، با استفاده از بازار نسبه کالا و خدمات که مورد تأیید اسلام است، عرضه و تقاضای کالاهای سرمایه‌ای به صورت نسبه را موجب پیدایش و تعیین نرخ نسبه در بازار کالای سرمایه‌ای دانسته و آن را به عنوان هزینه فرصت سرمایه‌گذاری معرفی کرده است. نقطه برابری نرخ نسبه و بازدهی نهایی سرمایه‌گذاری حداکثر ارزش حال درآمد خالص از سرمایه‌گذاری است. افزایش نرخ نسبه باعث کاهش تقاضای بنگاه برای سرمایه‌گذاری می‌گردد. بنابراین در بازار کالای نسبه، نرخ نسبه معین می‌شود و رابطه سرمایه‌گذاری با آن منفی خواهد بود.^۶

وجوه عرضه شده برای سرمایه‌گذاری شامل بخش‌هایی از پس‌انداز افراد که به صورت مشارکت با نیروی کار قرار می‌گیرد نیز می‌باشد. افرادی که درآمد اضافی دارند چون امکان قرض ربوی برای آن‌ها نیست وارد عرضه تولید شده و در این صورت وجوه مناسب برای سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد. از طرف دیگر، متقاضیان سرمایه‌گذاری نیز افزایش می‌یابند؛ زیرا با توجه به امر مشارکت، خسارات ناشی از خطرهای فعالیت‌های اقتصادی بین طرفین عقد مشارکت تقسیم می‌گردد و افراد تولیدکننده کم‌تر از زمانی که با گرفتن وام پروژه را تأمین مالی می‌کردند، خسارات احتمالی را تحمل می‌کنند. بنابراین تعداد متقاضیان سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد. علاوه بر تقسیم زیان‌های محتمل، وجود انگیزه نظارت و مراقبت شرکا نسبت به یکدیگر کارایی فعالیت را افزایش می‌دهد و در مجموع تقاضای سرمایه‌گذاری زیادتر می‌گردد. بر اساس این دیدگاه حذف ربا باعث افزایش عرضه و تقاضای وجوه سرمایه‌گذاری می‌شود. بنابراین حجم سرمایه‌گذاری زیاد می‌شود و آثار مثبت خود را در امر تولید، اشتغال، قیمت کالا، تورم و رفاه عمومی به جای می‌گذارد.^۷

۲- ایرج توتونچیان، اساس امر سرمایه‌گذاری را مبتنی بر مشارکت و تحقق نرخ سود می‌داند. بر اساس این دیدگاه، با نفی نرخ بهره در اقتصاد اسلامی، عامل محدودکننده اجرای پروژه‌ها از بین می‌رود و هزینه فرصت سرمایه برابر صفر خواهد بود. البته پروژه‌های مختلف با هم رقابت می‌کنند، به این معنا که اگر بازده نهایی طرح‌های سرمایه‌گذاری مطابق نمودار ۳ باشد، تا زمانی که



نمودار ۳

امکانات کشور از جهت تولید، اجازه سرمایه‌گذاری به اندازه OW را بدهد پروژه ۱ سودآورتر از دو پروژه دیگر است. تا نقطه OT سرمایه‌گذاری فقط در پروژه ۱ انجام می‌گیرد. از نقطه T تا H پروژه دوم مقدم است و از H تا F پروژه سوم. بنابراین گرچه تا نقطه F که نرخ سود و بازده نهایی به صفر گرایش دارد سرمایه‌گذاری ادامه خواهد داشت، اما برای انتخاب نوع پروژه برای سرمایه‌گذاری، پروژه‌ها با یکدیگر رقابت کرده، هر کدام که سود بیش‌تری دارد انتخاب خواهد شد. با استفاده از این منحنی‌ها می‌توان قسمت‌هایی از هر منحنی MEC را که جزء نقاط تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری است به هم متصل کرد و منحنی تقاضای سرمایه‌گذاری را به دست آورد. بنابراین حجم سرمایه‌گذاری در اقتصاد اسلامی به علت نبود نرخ بهره (نرخ حذف) افزایش می‌یابد.^۸ نبود نرخ بهره در فرآیند تصمیم‌گیری باعث کاهش هزینه تولید کالا در هر مرحله تولید می‌گردد. افزایش حجم سرمایه‌گذاری و به تبع آن افزایش اشتغال و کاهش هزینه تولید و به تبع آن کاهش قیمت کالا، از آثار مثبت سرمایه‌گذاری با الگوی اقتصاد اسلامی در مقایسه با اقتصاد سرمایه‌داری است.^۹

۳- منذر کهف، سرمایه‌گذاری را وابسته به دو عامل نرخ بازده انتظاری سرمایه‌گذاری (R) و هزینه آن (Q) می‌داند. هزینه سرمایه‌گذاری از دیدگاه مدیر مبالغی است که باید به

صاحبان سرمایه پرداخت؛ یعنی سهمی از هر درآمد و بازدهی طرح که به صاحب سرمایه می‌رسد، هزینه تولید قلمداد می‌گردد.

$$Q = R \cdot q$$

مقدار سهم صاحب سرمایه (q) در بازار مضاربه تعیین می‌شود و به موجودی قابل عرضه برای سرمایه‌گذاری و کاردانی و مهارت مدیر که تقاضا برای وجوه را معین می‌کند، بستگی دارد. مقدار تعادلی سرمایه‌گذاری در نقطه‌ای معین می‌شود که هزینه آن برابر بازدهی باشد.

$$R = Q$$

$$R = Q \Rightarrow R = R \cdot q \Rightarrow q = 1$$

یعنی مدیر تا آن‌جا تقاضای سرمایه‌گذاری دارد که سهم صاحب سرمایه حداکثر به ۱ برسد؛ ایشان ضمن بیان تفاوت بین نرخ سود و نرخ بهره توضیح داده‌اند که رشد و ترقی سیستم اقتصاد اسلامی در ارتباط با حذف بهره و وجوب زکات است. وجوب زکات باعث می‌شود که صاحبان دارایی دست کم برای جبران همان مقداری که به عنوان زکات پرداخت می‌کنند بر پس‌اندازهایشان بیفزایند و حرمت ربا باعث کاهش نقدینگی می‌شود؛ هم پس‌انداز افزایش یافته هم دارایی بیکار کاهش می‌یابد.^{۱۰}

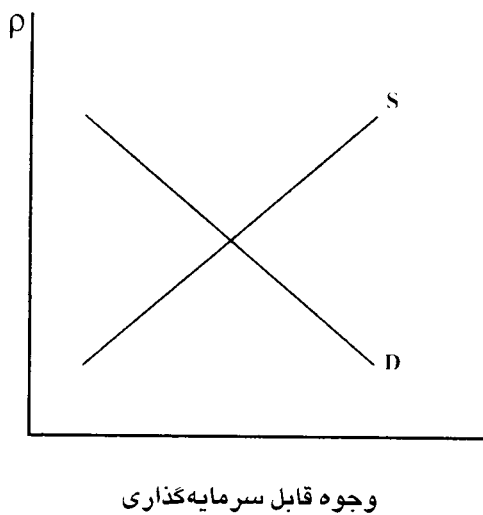
۴- شاهرخ رفیع خان، با تحلیلی از یک الگوی مشارکت در سود و زیان (PLS)^{۱۱} سعی نموده است عرضه و تقاضای وجوه سرمایه‌گذاری را مشخص کند. عرضه وجوه تابعی از نرخ سود مورد انتظار صاحب سرمایه (r_e) و ریسک ناشی از سرمایه‌گذاری است (σ) است. در این‌جا تأمین‌کننده سرمایه با بازده متغیر و ریسک عدم موفقیت روبه‌روست و به علت ورود ریسک ممکن است مقدار عرضه وجوه کم‌تر از شرایطی باشد که نرخ بهره حاکم است.

$$S = f(\sigma, r_e)$$

با فرض آن‌که نرخ سود انتظاری بر اساس سود سال قبل (π_{t-1}) معین شود این نرخ برابر با $r_e = \frac{P \cdot \pi_{t-1}}{K_{t-1}}$ می‌باشد. P سهم سود صاحب سرمایه و K کل وجوه سرمایه‌گذاری شده توسط عامل است. تقاضای وجوه قابل سرمایه‌گذاری هم متأثر از نرخ سود مورد انتظار عامل و ρ می‌باشد.^{۱۲}

$$D = f(\rho, r_e)$$

مدیران اقتصادی اولویت را به اجرای طرح‌های با بازدهی بیش‌تر می‌دهند و با گسترش سرمایه‌گذاری با طرح‌های کم‌بازده مواجه خواهند شد. عاملان و مدیران اقتصادی احتمالاً سودهای تقسیم نشده مورد انتظار حاصل را با هزینه فرصت صرف شده و اجتناب از متحمل شدن بی‌اطمینانی در مورد عدم موفقیت طرح، مقایسه می‌کنند. هر قدر ρ نزول کند سود تقسیم نشده مورد انتظار حاصل به طور متوسط بیش‌تر می‌شود و بر تعداد متقاضیان وجوه افزوده می‌گردد و بر عکس. بنابراین تقاضا و عرضه وجوه بر اساس ρ به ترتیب نزولی و صعودی است؛ سهم سود در بازار تعیین می‌شود و بازار را به تعادل می‌رساند و نبود بهره باعث تأمین تمامی طرح‌های دارای سوددهی هر چند مقدار آن کم باشد، نمی‌شود؛ زیرا عرضه وجوه نامحدود نیست و با مقدار ρ رابطه مستقیم دارد.^{۱۳}



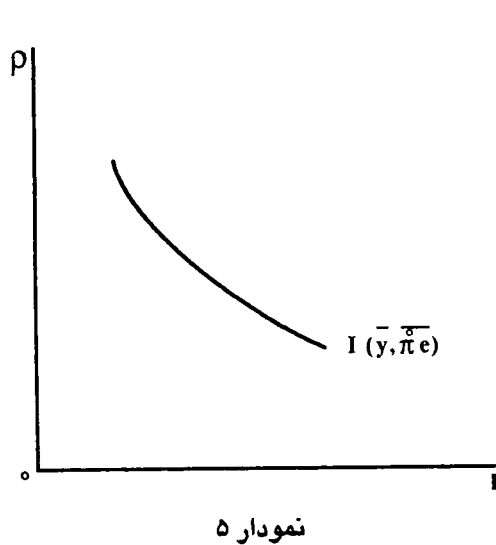
قرارداد PLS را اگر از نظر عامل اقتصادی بررسی می‌کنیم، به علت عدم اجبار به پرداخت بهره که هزینه متغیر است و عدم تأثیر سهم سود بر سطح قیمت‌ها، آثار مهمی بر سرمایه‌گذاری کل خواهد گذاشت. علاوه بر آن که ترکیب سرمایه‌گذاری کل ممکن است به علت مشارکت در ریسک به طرف سرمایه‌گذاری‌های ریسک‌پذیر بیش‌تری سوق داده شود.^{۱۴}

۵- سیدهادی عربی، با جداسازی سرمایه‌گذاری‌ای که با انگیزه منافع اجتماعی و دینی انجام می‌شود و تابع درآمد است، از سرمایه‌گذاری‌هایی که با انگیزه سودآوری انجام می‌شود، به هزینه فرصت و بازدهی سرمایه توجه نموده است. سهم سود صاحب سرمایه (ρ) به عواملی همچون مهارت عامل، تعهد و اعتماد به او و مقدار عرضه و تقاضای وجوه بستگی دارد. ρ در بازار اسلامی تعیین می‌شود. نرخ بازدهی انتظاری سرمایه‌گذاری برای صاحب سرمایه عبارت از $r_k = \frac{\rho \pi^e}{TK}$ است. TK کل مبلغ وارد شده در سرمایه‌گذاری

است. هزینه فرصت سرمایه به اندازه سود حاصل ضرب در سهم صاحب سرمایه است و با فرض ثبات سایر عوامل مؤثر در سرمایه گذاری، سرمایه گذاری با انگیزه سودآوری با نرخ بازدهی انتظاری مرتبط است و همین نرخ هزینه سرمایه برای عامل نیز می باشد و با فرض بیمه کردن اصل سرمایه، سرمایه گذاری تابعی از سهم سود صاحب سرمایه و نرخ سود انتظاری خواهد بود.

$$I = f(\rho, \pi^e) \quad \pi^e = \frac{\pi^e}{TK} \quad \frac{\partial I}{\partial \rho} < 0, \quad \frac{\partial I}{\partial \pi^e} > 0$$

بنابراین تقاضای کل سرمایه گذاری اعم از سرمایه گذاری با انگیزه سود و منافع اجتماعی و دینی، تابع P و π^e و y خواهد بود و با فرض ثبات y و π^e می توان ارتباط معکوس بین I و ρ را نشان داد و با تغییر y و π^e ، تابع تقاضا منتقل شود.



با فرض عمل مردم به دستورات دینی و عدم بازدهی پس انداز راکد و به دلیل تورم و بازدهی منفی، نقدینگی تمام پس اندازها مستقیماً یا از طریق عقود مشارکتی به سرمایه گذاری اختصاص می یابد؛ در حالی که در نظام ربوی با فرض بالاتر بودن نرخ بازدهی از نرخ بهره، درحد پوشش ریسک سرمایه گذاری پس انداز به سرمایه گذاری تبدیل

می شود. بنابراین در شرایط مساوی حجم کل سرمایه گذاری در سیستم اسلامی بیش تر خواهد بود.^{۱۵}

۶- یوسف بن عبدالله الزامل و بوعلام بن جیلالی می گویند: مخارج سرمایه گذاری در اقتصاد اسلامی به علت تحریم نرخ بهره کاهش می یابد و باعث افزایش سرمایه، سرمایه گذاری، تولید و عرضه کل می شود و با کاهش بورس بازی مالی و راکد ماندن آن، سرمایه گذاری گسترش می یابد. سرمایه گذاری بخش دولتی و مقداری از بخش خصوصی

به انگیزه سود انجام نمی‌گیرد و فقط قسمتی از سرمایه‌گذاری بخش خصوصی به انگیزه سود می‌باشد.

تابع تولید از ایمان مذهبی نیز متأثر است و بر کارایی و بهره‌وری اثر مثبت دارد. هزینه کار به علت مشارکت بین سهام‌دار و مدیر کاهش می‌یابد، هزینه کل شامل هزینه نیروی کار استخدام شده مدیر و هزینه سرمایه است. هزینه سرمایه عبارت از سهم سهام‌دار از سود (θ) و استهلاک سرمایه (δ) می‌باشد. به علت ایمان مذهبی و حفظ اموال نرخ استهلاک سرمایه کم‌تر است و هزینه کل عبارت است از:

$$C = WL + (\theta + \delta) qK$$

q قیمت یک واحد سرمایه و K مجموع سرمایه استفاده شده است.

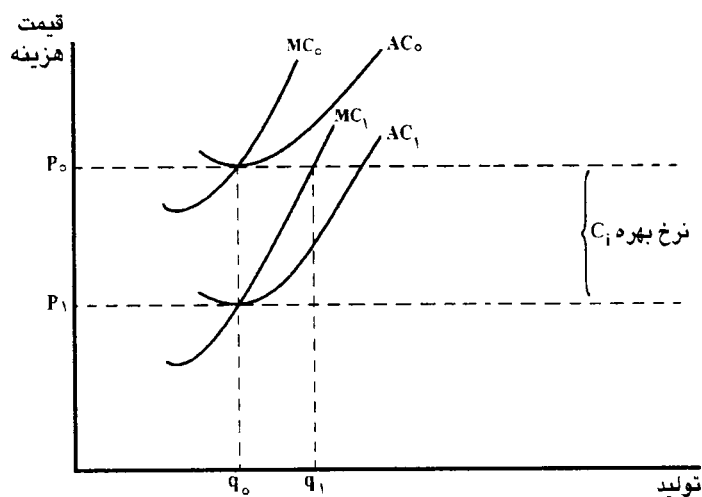
$$\pi = pf(i, L, K) - WL - (\theta + \delta) qk$$

با حداکثر کردن سود به رابطه $MP_k = \frac{(\theta + \delta) q}{p}$ خواهیم رسید.

با افزایش ایمان (i) تولید نهایی سرمایه (MP_k) افزایش می‌یابد و برای تعادل لازم است سمت راست معادله تغییر کند. با توجه به ثبات (δ) و منحنی عرضه، انتظار افزایش θ یا q در نتیجه افزایش تقاضا برای اوراق مالی و تجهیزات سرمایه‌ای وجود دارد و اگر منحنی تقاضا ثابت باشد، انتظار می‌رود با افزایش تولید و عرضه، سطح قیمت‌ها (p) کاهش یابد. آن‌ها نشان دادند که با مشخص شدن تابع تولید مثل کاب - داگلاس می‌توان تابع سرمایه‌گذاری را به دست آورد که آن، تابع مثبت تغییرات درآمد (y) و قیمت (p) و تابع منفی تغییرات قیمت سرمایه (q) خواهد بود. ایمان نیز از طریق تابع تولید تأثیر خود را خواهد گذاشت. در بلندمدت به علت افزایش تولید و کاهش هزینه‌ها و افزایش سود، سهام‌داران جدید جذب بازار می‌شوند و با افزایش عرضه و جوه مضاربه سهم سهام‌دار کاهش می‌یابد. بنابراین ایمان مذهبی در بلندمدت θ را کاهش می‌دهد.^{۱۶}

۷- سیدعباس موسویان، با تأکید بر استفاده از عقود مشارکتی در بانکداری اسلامی آثار اقتصادی اجتماعی آن را برشمرده است. او اولین اثر استفاده از عقود مشارکتی را افزایش سرمایه‌گذاری کل دانسته و آن را ناشی از کاهش هزینه تولید، توزیع نااطمینانی و افزایش عرضه و جوه برای سرمایه‌گذاری و حل شکل وثیقه می‌داند. کاهش هزینه تولید به علت حذف هزینه بهره و کاهش MC و AC می‌باشد. تولیدکننده نظام مشارکت می‌تواند تولید

خود را تا سطح q_1 گسترش دهد ($p_0 = MC_1$) و اگر قیمت به عللی کاهش یافت مجبور به تعطیلی بنگاه نیست. در نظام مشارکت، نااطمینانی و ریسک بازدهی بین دو طرف تقسیم می‌شود و سهم تولیدکننده در تحمل خسارت کاهش یافته و تقاضا برای سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد؛ هر چند ممکن است در شرایط اطمینان فرقی بین نظام بهره و مشارکتی نباشد.



نمودار ۶

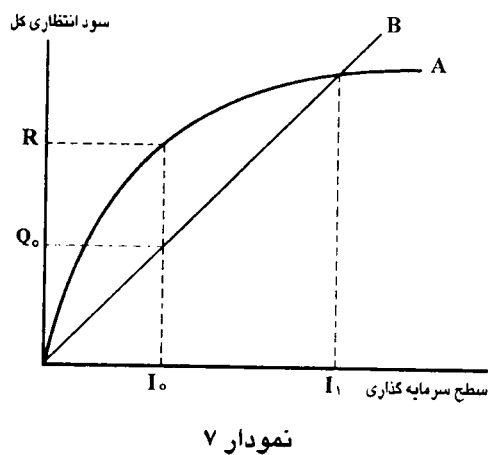
به علت انحصار راه کسب سود و افزایش درآمد برای صاحبان ثروت، که ورود به عرصه تولید است، تمام وجوهی که در نظام بهره به بازار پول و سفته‌بازی وارد می‌شد به بازار سرمایه وارد شده، عرضه وجوه افزایش می‌یابد. عدم نیاز به وثیقه یکی از موانع استفاده از تسهیلات سرمایه‌گذاری را بر می‌دارد. اثر دوم حاکمیت شیوه مشارکتی، افزایش اشتغال و تولید به علت افزایش تقاضای سرمایه‌گذاری است. عادلانه شدن توزیع درآمد به علت تقسیم سود و زیان بین دو طرف معامله، کاهش تورم به علت هماهنگی درآمدها با تولید، گسترش رفاه عمومی، ثبات بیش‌تر اقتصادی، گسترش تعاون اجتماعی و ارزشمند شدن سرمایه انسانی از دیگر آثار شیوه مشارکتی است.^{۱۷}

۸- محمد فهیم‌خان^{۱۸}، معتقد است تحت نظام مشارکت در سود و زیان (PLS) به علت حذف بهره نمی‌توان گفت سطح سرمایه‌گذاری تا جایی که بهره‌وری نهایی سرمایه

به صفر رسد، افزایش می‌یابد؛ زیرا به علت محدودیت عرضه وجوه و وجود ریسک، هزینه فرصت سرمایه صفر نیست. به همین علت عرضه‌کننده وجوه سرمایه‌گذاری بدون وجود یک نرخ حداقل بازدهی که ممکن است بالاتر یا کم‌تر از نرخ بهره باشد، سرمایه خود را عرضه نمی‌کند. براین اساس لزوماً تقاضای سرمایه‌گذاری افزایش نمی‌یابد.

از سوی دیگر، تقاضای سرمایه‌گذاری چنانچه افزایش یابد عرضه‌کننده سرمایه سهم بالاتری را طلب می‌کند؛ زیرا ریسک وارد کردن تمام سرمایه در نوع خاصی از تولید افزایش می‌یابد. می‌توان گفت از نظر تئوری چون سهم سود بالاتر از نرخ بهره است بازدهی صاحبان سرمایه در مقایسه با نرخ بهره بالاتر و عرضه وجوه بیش‌تر می‌شود و به علت تقسیم خطر بین عامل و صاحب سرمایه تقاضای سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد. بنابراین سطح تعادل در یک نرخ بازده بالاتر از نرخ بهره اتفاق می‌افتد. علاوه بر آن که با حذف بهره ثابت، کارآفرینان بیش‌تری جلب اقتصاد می‌شوند. در سیستم مشارکت به علت نبود وام‌های مصرفی مصرف‌کننده کاهش یافته و این امر اثر منفی بر تورم می‌گذارد. در ضمن تمام وجوه سرمایه‌گذاری شده تولید را افزایش می‌دهد و بر تورم اثر منفی خواهد گذاشت.

نظریه‌های سرمایه‌گذاری در اقتصاد اسلامی



فهمیم خان تقاضای سرمایه‌گذاری

را در ضمن مدل اقتصاد کلان مورد بررسی قرار داده است. به نظر او تقاضای مؤثر کارفرما (عامل) برای وجوه سرمایه‌گذاری، متأثر از سود انتظاری (P) است و آن هم متأثر از سود کل انتظاری (R) و سهم سود صاحب سرمایه می‌باشد. ممکن است با افزایش عرضه وجوه سهم سود

صاحب سرمایه افزایش یابد و یا ثابت بماند و همین‌طور سهم کارفرما (عامل). در نمودار Y منحنی A سود کل انتظاری فعالیت اقتصادی و منحنی B سود انتظاری عرضه‌کننده وجوه سرمایه‌گذاری را نشان می‌دهد. کارفرما تا جایی متقاضی سرمایه‌گذاری است که سود انتظاری خود (تفاضل سود کل و سود صاحب سرمایه) را حداکثر سازد. در نقطه تقاطع B،

$A(I_1)$ سود کارفرما صفر است. حداکثر سود در سطح I_0 می‌باشد، زیرا فاصله دو منحنی حداکثر است. سهم صاحب سرمایه برابر است با $a_0 = \frac{Q_0}{R_0}$

منحنی A و B قابل تغییر بر حسب تغییر شرایط برون‌زا است. نقطه تعادل برای بستن عقد قرارداد بین کارفرما و صاحب سرمایه، تساوی تولید نهایی سرمایه‌گذاری (شیب منحنی نهایی تولید) و شیب منحنی بازده انتظاری صاحب سرمایه می‌باشد. سهم صاحب سرمایه به شکل هزینه برای کارفرما نشان داده می‌شود. اگر تولید تابعی از سرمایه $y = f(k)$ و بازده انتظاری مورد درخواست صاحب سرمایه هم تابع سرمایه باشد $C = g(k)$ ، سود کل برابر است با:

$$R = Y - C \Rightarrow R = f(K) - g(K) \Rightarrow \bar{f}(K) = \bar{g}(K)$$

از آن چه گذشت معلوم می‌شود اولاً، در مورد هزینه فرصت برای سرمایه در اقتصاد اسلامی اختلاف وجود دارد. برخی مثل سیدکاظم صدر، فهیم‌خان، شاهرخ رفیع‌خان، سیدهادی عربی بر وجود آن تأکید داشتند و پاره‌ای مثل ایرج توتونچیان و سیدعباس موسویان بیان کردند که حذف ربا ممکن است باعث کاهش هزینه سرمایه‌گذاری و گسترش سرمایه‌گذاری تا حد بازده داخلی صفر گردد.

ثانیاً، اکثر صاحبان نظریه بر استفاده از عقود مشارکتی تکیه داشتند، ولی سیدکاظم صدر نرخ نسیه را که در بازار کالا وجود دارد، به عنوان تعادل بخش بازار سرمایه مطرح نموده‌اند.

نقد و بررسی نظریات

۱- نرخ نسیه همان‌طور که گذشت در بازار کالا شکل می‌گیرد. گرچه در بازار کالا می‌توان کالای سرمایه‌ای را خریداری کرد اما همه سرمایه‌گذاری را نمی‌توان به صورت خرید نسیه‌ای کالای سرمایه‌ای به بهره‌برداری رساند. اگر بازار فعال نسیه برای سرمایه‌گذاری وجود داشته باشد تأمین برخی کالاها به صورت نسیه امکان خواهد داشت؛ اما بخشی از هزینه سرمایه‌گذاری باید به صورت نقد باشد. اگر سرمایه به صورت نسیه خریداری گردد همان‌طور که با وام ربوی هزینه تولید بالا می‌رود در این صورت نیز وجود نرخ نسیه باعث می‌گردد هزینه تولید به مقدار نرخ نسیه بالا رود و این مقدار ممکن است

به مقدار نرخ بهره باشد، مگر آن‌که اثبات شود نرخ نسبه همیشه از نرخ بهره کم‌تر است. ما ادعان داریم که جایگاه تعیین دو نرخ متفاوت است؛ یکی در «بازار پول» و دیگری در «بازار کالا» تعیین می‌گردد و حکم فقهی آن‌ها نیز متفاوت است. در این جا درصددیم آثار واقعی هر یک را بر هزینه تولید بیان کنیم. هم‌چنین در نظریه نرخ نسبه بیان نشده است بخشی از وجوه عرضه شده که از طریق مشارکت وارد بازار سرمایه می‌شود بر اساس چه نرخی تغییر می‌کند؟

۲- همان‌گونه که مندر کشف، فهیم‌خان، رفیع‌خان و عربی بیان کردند سرمایه‌گذار هزینه فرصتی را برای خود در نظر می‌گیرد و با انگیزه آن وارد عرصه اقتصادی می‌شود و سهم صاحب سرمایه برای کارفرما به شکل هزینه جلوه‌گر است. این مقدار بر حسب شرایط بازار و حجم عرضه وجوه و توانایی عامل متفاوت خواهد بود. بنابراین نمی‌توان گفت تا مرحله صفر شدن بازدهی داخلی تقاضای سرمایه‌گذاری وجود دارد. کارفرما سود انتظاری صاحب سرمایه را به عنوان هزینه حساب می‌کند.

۳- زکات گرچه طبق رأی فقهای اهل سنت به پول نقد هم تعلق می‌گیرد و از این راه می‌تواند صاحب سرمایه را وادار کند که سرمایه را عرضه کند و گرنه تقلیل می‌یابد، ولی به علت عدم فتوای قابل توجه در بین فقهای شیعه نمی‌توان از این امر در جهت گسترش سرمایه‌گذاری استفاده کرد. بنابراین با فرض عدم تورم، صاحب سرمایه از میان ورود به سرمایه‌گذاری و پذیرش ریسک و کسب سود، یکی را انتخاب می‌کند. اگر تورم هم لحاظ شود این امر اختصاص به بازار اسلامی ندارد. حکم به ورود تمام وجوه سرمایه به بازار، دلیل کافی لازم دارد.

۴- برای مقایسه بازار سرمایه اسلامی و سرمایه‌داری باید شرایط مساوی در نظر گرفت و تفاوت فقط در اموری است که نظام اسلامی بر آن تأکید داشته و نظام سرمایه‌داری آن را نمی‌پذیرد مثل نرخ بهره، و نمی‌توان برای بهتر جواب دادن مدل فروضی را مطرح کرد که در بازار غیراسلامی هم وجود دارد؛ مثلاً تورم در هر دو بازار به وجود می‌آید و یا بالا رفتن کارایی و نظم و حفظ اموال و جدیت در کار که ایمان دینی آن را ایجاد کند، در کشورهای غیراسلامی هم رخ می‌هد. ژاپن و آلمان نمونه بارز آن است. همین‌طور تضمین و بیمه کردن سرمایه در هر دو بازار می‌تواند صورت گیرد.

۵- اگر افزایش حجم سرمایه‌گذاری به علت حذف نرخ بهره اثبات نشود، افزایش تولید، اشتغال و آثار ناشی از آن هم تحقق نمی‌یابد.

۶- آیا تقسیم ریسک و توزیع ناطمینانی در عقود مشارکتی در بازار سرمایه مؤثر است؟ در شرایط وجود نرخ بهره، صاحب سرمایه از بازدهی قطعی برخوردار می‌گردد و چنانچه سودآوری بنگاه زیاد نباشد عامل متضرر می‌گردد. از طرف دیگر، در عقود مشارکتی هزینه خسارت احتمالی بر عهده صاحب سرمایه است و عامل اگر سود تحقق یابد، سهمی خواهد داشت و اگر سود صفر باشد مدت زمان کار او هدر رفته است.

اگر سود در حد نرخ بهره باشد صاحب سرمایه از بخشی از آن در حالت مشارکت برخوردار می‌شود ولی در حالت قرض ربوی تمام آن به صاحب سرمایه می‌رسد. اگر سود بیش‌تر باشد (بیش از دو برابر باشد) سهم صاحب سرمایه بیش‌تر از حالت قرض ربوی و سهم عامل و کارفرما، کم‌تر از حالت قرض ربوی است و اگر سود کم‌تر از نرخ بهره شده و به صفر یا کم‌تر برسد، هر دو ضرر می‌کنند؛ صاحب سرمایه به مقدار هزینه فرصت و خسارت وارد آمده بر سرمایه و صاحب کار به مقدار کارهایی که در مدت عقد انجام داده است. اگر بنگاه در کار خود موفق باشد، سهم صاحب سرمایه بیش‌تر از نرخ ربوی خواهد بود و اگر بنگاه متضرر شود، خسارت وارده بر صاحب سرمایه بیش‌تر است؛ زیرا قبلاً تمام خسارت بر عهده عامل بود.

در واقع در حالت قرض ربوی صاحب سرمایه درآمد اندک مستمری را داشت و اصل سرمایه نابود نمی‌شد و عامل یا ثروت زیادی به دست می‌آورد یا ضرر زیادی متحمل می‌شد ولی در حالت مشارکت کار و سرمایه، اگر سود زیاد شود به هر دو می‌رسد و اگر ضرر وارد شود عامل حداکثر به مقدار اجرت مدت زمان کارکردن متضرر می‌شود و صاحب سرمایه علاوه بر هزینه فرصت سرمایه، اصل سرمایه را هم از دست می‌دهد.

بنابراین در مقایسه این دو با هم در وقت ضرر، در قرض، ضرر به نیروی کار وارد می‌آید و در مشارکت، بر صاحب سرمایه و در هنگام بازدهی بالا هر دو در مشارکت بهره‌مندند ولی در قرض از مقایسه این دو، شیوه ارزش‌گذاری نسبت به نیروی کار به دست می‌آید و در واقع تقاضای سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد. اما آیا عرضه سرمایه با توجه به این امر افزایش می‌یابد تا عرضه و تقاضا در نقطه بالاتری به تعادل برسند یا خیر؟ به نظر

می‌آید صاحبان سرمایه بر حسب شدت ریسک عرضه خود را تغییر دهند و هر چه ریسک ضرر بالا باشد عرضه خود را کاهش می‌دهند. بنابراین سهم بالاتری از بازدهی را طالب خواهند شد در نتیجه تقاضا هم با کمبود عرضه مواجه می‌شود و سطح سرمایه‌گذاری گسترش نمی‌یابد.

۷- در مورد تورم می‌توان گفت به علت ارتباط درآمد افراد با تولید، افزایش درآمد متناسب با افزایش کالاها و خدمات است. ولی باید در نظر گرفت افزایش قیمت‌ها به افزایش تقاضا که متأثر از افزایش درآمد است ارتباط دارد و مقدار افزایش درآمد متأثر از نوع بازار است؛ هر چه بازار انحصاری‌تر باشد اثرگذاری تولیدکننده بر قیمت‌ها زیاده‌تر شده و سود بیش‌تری به دست می‌آورد. بنابراین سود اضافی آن می‌تواند تقاضای کالا را تغییر داده و قیمت‌ها را افزایش دهد. مهم مقدار افزایش درآمدهاست نه ارتباط با تولید.

مقایسه مشارکت و قرض ربوی

در پایان ضمن نتیجه‌گیری از مطالب گذشته با ارائه الگوی ساده مشارکت کار و سرمایه، مقایسه‌ای اجمالی با شرایط نرخ بهره می‌نماییم.

اولاً: برای سادگی مقایسه شرایط اطمینانی را لحاظ می‌کنیم.

ثانیاً: برای مقایسه با وام ربوی فرض می‌کنیم امر تولیدی امکان استفاده از عقد مضاربه را دارد. اگر عقد مضاربه را مختص تجارت بدانیم، با استفاده از سرمایه فرد، می‌توان سودآوری مناسب در امر توزیع کالا به وجود آورد، و چنانچه عقد مضاربه را شامل مشارکت در امر صنعت و تولید کالا نیز بدانیم امکان استفاده از آن در تولید صنعتی فراهم می‌گردد. هم‌چنین می‌توان از عقدی مشابه مضاربه که مورد تأیید جامعه است و با شرایط کلی شرع موافقت دارد، در امر صنعت استفاده نمود.^{۱۹}

ثالثاً: در شرایط عقد مضاربه، سرمایه از طرف صاحب سرمایه تأمین می‌گردد و کار از سوی نیروی انسانی. اگر بنگاه را فقط شامل دو نفر بدانیم (صاحب سرمایه و کار) طبق قانون باید سود به دست آمده بین آن دو به نسبت تقسیم گردد. این وضعیت را با صورت وام ربوی و انجام کار توسط گیرنده وام مقایسه می‌کنیم.

رابعاً: دو نفر یا به صورت مضاربه همکاری می‌نمایند و یا یک طرف وام می‌دهد و

طرف دیگر با مسئولیت خویش کار می‌کند. در صورت مضاربه، به غیر از هزینه‌های جاری مثل تهیه مواد، هزینه حمل و نقل و ... هزینه بهره وجود ندارد؛ به این معنا که شخص صاحب سرمایه درآمد خود را از مجموع سود به دست آمده طبق توافق برمی‌دارد. اگر وضعیت وام ربوی باشد، علاوه بر هزینه‌های مطرح، هزینه بهره سرمایه نیز اضافه می‌گردد، اما تمام سود به عامل و صاحب بنگاه می‌رسد. اگر فرض کنیم شرایط تولید کالا و خدمات برای هر دو وضعیت یکسان است و تفاوت فقط در شکل تأمین سرمایه است، در یک شکل هزینه بهره وجود ندارد اما بخشی از سود باید به صاحب سرمایه برسد و در نوع دیگر از ابتدا نرخ بهره بخشی از درآمد را به صورت هزینه جذب می‌کند.

خامساً: درآمد نیروی انسانی در یک صورت شامل همه سود حاصل پس از کسر هزینه‌ها (از جمله نرخ بهره) از درآمد است و در مضاربه شامل سهمی از کل سود است که از تفاضل درآمد و هزینه‌ها که در آن نرخ بهره نبوده، به دست آمده است. با توجه به این مطالب نتایج زیر به دست می‌آید:

۱- در شرایط وام ربوی به علت آن که هزینه بهره جزء هزینه‌های حسابداری است، سود کم‌تر نشان داده می‌شود و هزینه زیادتر است و با حذف بهره و استفاده از مضاربه، هزینه حسابداری کم‌تر جلوه می‌کند و سود زیادتر نشان داده می‌شود. ولی همان‌طور که گذشت در صورت وام ربوی تمام سود نصیب مدیر بنگاه می‌گردد و در صورت مضاربه سود به دست آمده به نسبت بین آن دو تقسیم می‌گردد. اگر تصمیم‌گیر در امر سرمایه‌گذاری را نیروی کار بدانیم، عامل در عقد مضاربه از ابتدا می‌داند سود به دست آمده تقسیم خواهد شد، و در نگاه او سهم صاحب سرمایه همانند هزینه عمل می‌کند و درآمد نیروی کار را کم می‌کند؛ همان‌طور که در وام ربوی از ابتدا نرخ بهره به صورت هزینه برای مدیر بنگاه مطرح است. و اگر در عقد مضاربه صاحب سرمایه را سرمایه‌گذار و تصمیم‌گیر اصلی بدانیم، گرچه در هزینه‌های حساب شده برای او دستمزد نیروی کار وجود ندارد و سود بیش‌تر نشان داده می‌شود، اما سهم نیروی کار در سود باعث می‌گردد سود صاحب سرمایه کم‌تر شود و سهم نیروی کار به صورت هزینه در نظر صاحب سرمایه جلوه کند.

۲- نکته مهم این است که در شرایط اطمینان و وجود اطلاعات کامل باید دید هزینه‌ها چگونه شکل می‌گیرد و بین هزینه نرخ بهره و سهم سود صاحب سرمایه و یا بین هزینه

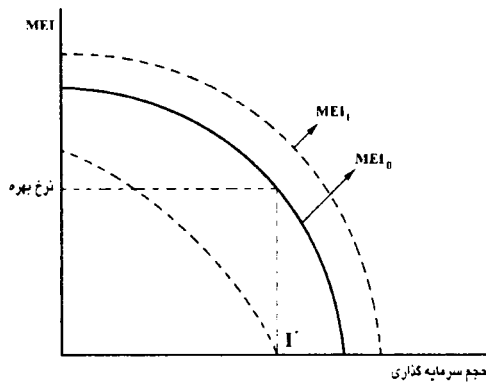
نرخ بهره و سهم عامل و دستمزد او چه نسبتی وجود دارد. هر چند بهره بر حسب درصدی از سرمایه و سهم عامل یا صاحب سرمایه در مضاربه درصدی از سود می‌باشد، اما اگر با توجه به تجربه فعالیت بازار مقدار این‌ها به برابری میل کند (یعنی سهم سود عامل تقریباً برابر دستمزد نیروی کار باشد یا سهم صاحب سرمایه برابر با هزینه نرخ بهره گردد) در تصمیم‌گیری بنگاه در مورد مقدار تولید، تأثیر چندانی ندارد، زیرا هزینه‌های حسابداری متفاوت است، اما بر حسب هزینه فرصت تفاوت زیادی وجود ندارد.

۳- نگارنده به این جهت التفات کامل دارد که وجود نرخ بهره حتی با فرض تساوی آن با سهم سرمایه از سود از نظر مقدار، در صورت زیان بنگاه آثار مخرب دارد در حالی که در مضاربه به این حالت صورت نمی‌گیرد. چنانچه بنگاه سود نداشته باشد، در مضاربه بر عامل و صاحب سرمایه هزینه فرصتی وارد شده است و زیان بین آن دو تقسیم می‌گردد؛ مدیر پس از کار یکماهه درآمدی ندارد و صاحب سرمایه هم سود به دست نیاورده است. ولی در صورت وام ربوی، وام دهنده متضرر نمی‌شود و مدیر بنگاه علاوه بر ضرر متحمل شده از ناحیه نبود درآمد برای خود و ادای سرمایه وام گرفته شده، باید برای پرداخت هزینه بهره هم مجدداً قرض بگیرد و فشار مالی بیش‌تری را متحمل شود. از این‌رو فشاری را که بر تولید وارد شده است مدیر بنگاه به تنهایی متحمل خواهد شد و صاحب سرمایه بدون دغدغه در هر شرایط اجتماعی، اعم از رونق یا رکود، درآمد مستمر خود را خواهد داشت و روز به‌روز گسترده‌تر می‌گردد. مجموعه شرایط اجتماعی باعث ضرر و رکود بنگاه می‌شود و افراد جامعه باید همگی تحمل این امر را داشته باشند؛ ولی این وام‌دهنده است که همیشه در حال رشد و پیشرفت است و تحولات گوناگون اقتصادی بر کسب درآمد او اثر ندارد (مگر در حد تأخیر پرداخت دین که با ازدیاد نرخ بهره آن را جبران می‌کند).

۴- بهره، آثار اجتماعی، اخلاقی و آخرتی که باعث عدم تعادل روحی و روانی فرد و اجتماع می‌گردد نیز دارد و متون دینی آن‌ها را متذکر شده‌اند، و این امور مطالبی نیست که علم بتواند بدون هدایت کامل وحی به آن دسترسی یابد.

۵- با توجه به مطالب گذشته، آیا می‌توان گفت در سیستم غیرربوی افزایش سرمایه‌گذاری تا مرحله سود صفر ادامه خواهد داشت؟ آیا در این سیستم حجم

سرمایه‌گذاری نسبت به حالت قرض ربوی افزایش می‌یابد؟ پاسخ این سؤال‌ها را به کمک نمودار بیان می‌کنیم.



نمودار ۸

اگر منحنی تقاضای سرمایه‌گذاری به صورت نزولی بیان‌گر ارتباط بین حجم سرمایه‌گذاری و بازده نهایی باشد، در اقتصاد سرمایه‌گذاری نقطه برابری نرخ بهره و منحنی تقاضای سرمایه‌گذاری، بیان‌گر حداکثر حجم سرمایه‌گذاری خواهد بود. با فرض تحقق شرایط مضاربه، نرخ بهره در بازار وجود ندارد و بازده نهایی

سرمایه‌گذاری از جهت حسابداری زیادتر می‌گردد؛ زیرا نرخ بهره به عنوان هزینه سرمایه حذف می‌گردد و هزینه فرصت نیروی کار هم در هزینه مضاربه نمی‌آید. هم‌چنین در برآورد بازده نهایی سرمایه‌گذاری که از تفاوت ارزش درآمد خالص بنگاه در سال‌های بهره‌برداری و هزینه به‌دست می‌آید، نرخ بهره وجود ندارد. بنابراین با افزایش نرخ بازدهی سرمایه‌گذاری منحنی به بالا منتقل می‌گردد و سودآوری بنگاه افزایش را نشان می‌دهد. در این جا مدیر بنگاه گرچه با نرخ بهره مواجه نیست ولی باید بداند تمام سود بنگاه نصیب او نمی‌شود بلکه سهمی از آن به صاحب سرمایه می‌رسد.

در برآورد بازده نهایی در حالت ربوی، ملاحظه محاسبه نرخ بهره و هزینه فرصت مدیر بنگاه لازم بود ولی اکنون در مضاربه این دو وجود ندارد و باعث می‌گردد بازده نهایی افزایش نشان دهد. حال آیا در مضاربه صاحب سرمایه حداقلی از سود برای خود در نظر می‌گیرد تا وارد سرمایه‌گذاری شود یا به هر مقدار سود حتی یک درصد هم راضی است؟ از طرفی عامل و مدیر بنگاه آیا حداقل دستمزدی برای خود در نظر دارد که سهم سود او برابر آن باشد یا نه؟ اگر با توجه به زیان اجتماعی که بر سرمایه وارد شود و با توجه به وجود نرخ نسبی در بازار، حداقل سهم سود مورد نظر صاحب سرمایه برابر با مقدار بهره باشد و حداقل دستمزد مورد نظر مدیر بنگاه برابر با همان هزینه فرصت کار او باشد،

منحنی به همان وضعیت MEL بر می‌گردد. در این صورت بازده نهایی تا زمانی که صفر شود سرمایه‌گذاری ادامه می‌یابد و حجم آن بیش از حالت وام ربوی می‌شود (I^*). ولی اگر مقدار مورد نظر صاحب سرمایه و عامل بیش‌تر باشد، منحنی به چپ منتقل می‌شود و ممکن است نقطه سود صفر خالص همان I^* باشد و بنابراین مقدار سرمایه‌گذاری تغییر نکند.

در حالت وجود ریسک هم بر حسب شرایط و مقدار ریسک تقاضا و عرضه، سرمایه‌گذاری متأثر می‌شود و همان‌طور که قبلاً گذشت هر چه ریسک بیش‌تر باشد تقاضای سرمایه‌گذاری افزایش و عرضه آن کاهش نشان می‌دهد.

بنابراین به طور قطع نمی‌توان گفت مقدار سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد. البته عدم اثبات این امر باعث نمی‌شود که سیستم قرض ربوی و مشارکت یکسان به نظر آید.

این مقاله ضمن طرح برخی نظریات مربوط به سرمایه‌گذاری و توضیح در ارتباط با پاره‌ای نکات، مقایسه محدودی در مورد افزایش حجم سرمایه‌گذاری انجام داد. مقایسه کامل سیستم قرض ربوی و مشارکت جهت سرمایه‌گذاری را به فرصتی دیگر موکول می‌نماییم.

پی‌نوشت‌ها:

1. Marginal Efficiency of capital.
 2. Marginal Efficiency of Investment.
 3. present value.
 4. present Discount value.
۵. برای بحث تفصیلی ر.ک: ویلیام. اچ. برانسون، تئوری و سیاست‌های اقتصاد کلان، ترجمه عباس شاکری (چاپ چهارم: تهران، نشر نی، ۱۳۷۸) فصل ۳ و ۱۳؛ فردگلیهی، نظریه و سیاست اقتصاد کلان، ترجمه مهدی تقوی (چاپ اول: تهران، انتشارات فروردین، ۱۳۶۶) فصل ۶ و ایرج توتونچیان، پول و بانکداری اسلامی و مقایسه آن با نظام سرمایه‌داری (چاپ اول: تهران، توانگران، ۱۳۷۹) فصل ۲ و ۳.
۶. ر.ک: سیدکاظم صدر، اقتصاد صدر اسلام (تهران، انتشارات دانشگاه شهید بهشتی، ۱۳۷۵) ص ۲۷۵ - ۲۸۳.
۷. همان، ص ۳۰۱ - ۳۰۶.
۸. ر.ک: ایرج توتونچیان، همان، ص ۴۳۲ - ۴۳۴.
۹. همان، ص ۳۰۰ - ۳۰۵.
۱۰. ر.ک: سیدهادی عربی، نگرشی بر تعادل همزمان طرف تقاضا در اقتصاد اسلامی (پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده علوم انسانی دانشگاه تربیت مدرس) فصل ۳ و منذر کھف، مقدمه‌ای بر اقتصاد اسلامی، ترجمه عباس عرب مازار (چاپ اول: سازمان برنامه و بودجه، ۱۳۷۶) فصل پنجم.
11. profit - And - loos sharing.
۱۲. محسن، س، خان و عباس میرآخور، مطالعات نظری در بانکداری و مالیه اسلامی، ترجمه محمد ضیائی بیگدلی (تهران، مؤسسه بانکداری تهران، ۱۳۷۰) ص ۱۷۸ - ۱۸۵ به نقل از: شاهرخ رفیع‌خان، تحلیل اقتصادی از یک الگوی مشارکت در سود و زیان برای بخش مالی.
۱۳. همان، ص ۱۸۵ - ۱۸۷.
۱۴. همان، ص ۱۹۶.
۱۵. ر.ک به: سیدهادی عربی، همان، ص ۱۱۱ - ۱۱۶ و همو، «تقاضای سرمایه‌گذاری در اقتصاد اسلامی»، مجله حوزه و دانشگاه، شماره ۴، پاییز ۱۳۷۴، ص ۱۴ - ۲۱.
۱۶. یوسف بن عبدالله الزامل و بوعلام بن جیلالی، اقتصاد کلان با نگرش اسلامی، ترجمه نصرالله خلیلی تیرتاشی (چاپ اول: تهران، مؤسسه آموزشی و پژوهشی امام خمینی، ۱۳۷۸) فصل ۳.
۱۷. سیدعباس موسویان، بانکداری اسلامی (تهران، مؤسسه تحقیقات پولی و بانکی، ۱۳۷۸) فصل ۱۳.
۱۸. فهیم‌خان مقالات متعددی در این زمینه نگاشته است از جمله دو مقاله از ایشان در فصل ۱۲ و ۱۳

مجموعه مقالات منتشر شده از سوی بانک توسعه اسلامی با نام (Lessons in Islamic Economics) آمده است. ترجمه این مجموعه مقالات که توسط گروهی از محققان صورت گرفته است بزودی از طرف معاونت پژوهشی دانشگاه مفید منتشر خواهد شد. این دو مقاله به ترتیب توسط آقایان سید محمد اسماعیل توسلی و سیدحسین میرمعزی ترجمه شده است. مشخصات کتاب عبارت است از:

Monzer, kahf. Lessons in Islamic Economics - Islamic Development Bank - 1998 / 1418.

۱۹. برای اصلاح بیش تر ر.ک: مجید رضائی: عرضه نیروی کار بر مبنای اصول حاکم بر بازار کار اسلامی (پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه مفید) ص ۵۳