

ایرج توتونچیان \*

حکیده (ABSTRACT)

بیش از چهار سال است که از تصویب قانون عملیات بانکی بدون ربا میگذرد ولی توجه زیادی به تحلیلهای اقتصادی ناشی از آن صورت نپذیرفته است. زمینه‌های گسترده‌ای را می‌توان بصورت موضوعات تحقیقی در این مورد عنوان کرد که از آن جمله هستند: سیاستهای پولی ناشی از این قانون - عرضه و تقاضای پول در این سیستم - تعریف پول در اقتصاد اسلامی - حد بهینه سرمایه‌گذاری در هر یک از عقود اسلامی مندرج در این قانون و ... هزینه سرمایه برای یک بنگاه در عقد مشارکت که موضوع تحقیق این مقاله است.

در این مقاله سعی شده است که ابتدا به مفهوم واقعی هزینه سرمایه در یک بنگاه تولیدی در سیستم ربوی پرداخته شود و پس از آن مفهوم واقعی هزینه در عقد مشارکت (با توجه به قانون فوق) مورد بحث قرار گیرد. در این مقاله نشان داده شده است که در سیستم اقتصاد اسلامی گرچه فقهاء برای سرمایه، بازگشتی قائل هستند ولی این بازگشت در حقیقت همان نرخ سودآوری سرمایه است. پول گرچه بعنوان سرمایه بالقوه مطرح است ولی برای پول نقدی که عملاً وارد کار تولیدی نشده است بازگشتی تعلق نمیگیرد. سود را اگر تفاضل بین درآمد ها و هزینه ها بدانیم بنا به تعریف نمی‌توان آنرا جزو هزینه محسوب کرد. مضافاً اینکه در این سیستم که برای سرمایه واقعی نرخ بازگشتی مورد انتظار است نرخ موزون سوددهی در کلیه فعالیتهای اقتصادی از نظر امید ریاضی مستقل از یکدیگر نیستند در حالیکه در سیستم بانکداری ربوی بهره‌ایکه در بازار پولی تعیین میشود، از نظر امید ریاضی (در ضریب همبستگی) مستقل از نرخ سود دهی است و بهره در این

---

(۱) از کلیه برادران همکاریکه اینجانب را در تهیه این مقاله مستقیم و یا غیر مستقیم کمک و راهنمایی کرده‌اند از جمله آقایان بیژن لطیف - دکتر سید کاظم صدر - دکتر محمد ناصر شرافت جهرمی و دکتر سید جواد پور مقیم سپاسگزاری مینماید. بدیهی است که مسئولیت هرگونه کاستی باقیمانده در این مقاله فقط بعهدہ نویسنده است.

\* دکتر ایرج توتونچیان، استاد یار دانشکده اقتصاد - دانشگاه الزهراء (س)

سیستم جزوهزینه، تولید محسوب میشود چون از یکطرف این نرخ بعنوان نرخ حذف مورد استفاده قرار میگیرد و از طرف دیگر حداقل نرخ بازگشت منتظره در هر نوع هزینه، سرمایه گذاری محسوب میشود.

## ۱ - مقدمه

۱-۱ - در اقتصاد مفاهیم زیادی وجود دارند که ارتباط ناگسستگی با هم دارند مانند پول، بهره، هزینه، دارایی، سرمایه، درآمد و ثروت که تاکنون تعریف روشن و واضحی برای آن ارائه نشده است. این بدان معنی نیست که اقتصاددانان یا این مفاهیم را نادیده گرفته و یا توجه کمی بآن مبذول داشته‌اند. بلکه برعکس مقالات و کتب معتنا بسیاری در مورد این مفاهیم و مفاهیم مربوط دیگر نوشته شده است ولی همچنان ابهام در مورد آنها وجود دارد. باید پذیرفت که این مفاهیم از جمله مفاهیم ساده‌ای نیستند که بتوان به سادگی با آنها برخورد کرد. در صورتیکه ادعا شود این مفاهیم به نوعی با مفهوم پول مرتبط هستند اغراق نیست، باین معنی که تا زمانیکه برای پول تعریف مناسبی ارائه نشده و وظائف آن کاملاً مشخص داده نشده است بقیه مفاهیم در ابهام قرار خواهند داشت. پول که یکی از مهمترین اختراعات بشر است و همه از آن صحبت می‌کنند در فعالیتهای اقتصادی جامعه نقش اساسی بازی میکند ولی در عین حال نباید نقش آنرا در سطح اقتصاد خود دست کم گرفت.

گرچه موضوع این مقاله را به نقش پول در تولید محدود خواهیم کرد ولی برای روشن شدن اهمیت موضوع ناگزیر از ذکر چند مثال در موضوعات دیگر هستیم. پول را در سطح اقتصاد کلان بعضی از اقتصاد دانان مانند جی. توبین - اچ. هانسن و ام. سیدراوسکی بعنوان نوعی از دارایی‌ها و در مقایسه با سرمایه، فیزیکی واقعی معرفی کرده‌اند. در این نوع مدلها، نقش پول بعنوان وسیله مبادله و منشأ بالقوه افزایش کارایی در تولید و توزیع مورد بررسی قرار نگرفته است ولی سعی بر این بوده است که هم حجم پول و هم نرخ تغییر انبار پول بعضی از متغیرهای واقعی تولید را تحت تاثیر قرار میدهد.

بعضی از اقتصاددانان از جمله ام. بیلی، دی. لوهاری و دی. پاتینکین موازنه پولی واقعی را بعنوان یکی از عوامل تابع تولید کل در نظر گرفته‌اند که این نقش از طریق تشابهی که با تابع تولید در اقتصاد خود وجود دارد قابل تعریف است. لوهاری و پاتینکین با گفتن عبارت زیر (۲۹). (صفحه ۷۳۷). تمرکز خود را بر روی قدرت تولیدی پول

قرار داده‌اند: " پول فقط ، باین علت نگاهداری میشود که واحد اقتصادی مورد نظر را در امر بدست آوردن و یا تولید مقدار بیشتری کالا به مفهوم عادی آن قادر میسازد . "

تمرکز فکری زیادی به اهمیت نقش پول در نظریه رفتار تولیدی داده شده است تقریبا " تمام این تحلیلها در چارچوبی صورت گرفته که نقش خاص پول مورد نظر بوده و فرض شده است که مبادلات پولی از جمله وظائف لازم تجاری است . در یکی از این تحقیقات دهبلیو ، باومل ، ام . میلر ، دی . اور ، محمد نادری و دی . پاتینکین تمرکز خود را بر روی خدماتیکه پول در یک واحد تولیدی ( از جمله پرداخت به عوامل تولیدی و دریافت درآمدهای حاصل از فروش ) در مقاطع زمانی مختلف انجام میدهد قرار داده‌اند . او . لانگه ، ای . گابور ، آی . اف . پیرس ، دی . ویکروزو دیگران روش دیگری انتخاب کرده‌اند . روش آنها چنین بوده است که نظر مکتب اطریشی را مبنی بر اینکه پول همان وجه نقد سرمایه است که بوسیله آن پرداختهای مشخصی به عوامل مختلف مانند کارگر و صاحبان سرمایه واقعی ( ماشین آلات ) صورت میگیرد انتخاب کرده‌اند . این اقتصاددانان به وجه تمایز بین سرمایه واقعی به صورت ماشین آلات یا وسائل تولیدی از یکطرف و سرمایه پولی ، بعنوان یک قدرت خرید عام از طرف دیگر پرداختند .

هرآنچه که در موضوع پول و مفاهیم مربوط به آن صورت گرفته ما را به نقطه‌ای رسانیده است که می‌توان با اطمینان ادعا کرد که تا تشخیص پول واقعی و وظائف آن راه زیاد و پر پیچ و خمی در پیش داریم . این مقاله بهیچوجه ادعا نمی‌کند که سعی دارد تمام این مفاهیم پیچیده را پاسخ گوید . اگر بتوان در چنین وادی وسیع گامی برداشت محققا " بدون استعانت از شرع مقدس انجام پذیر نخواهد بود زیرا که موازین حقوقی دقیقی در این موارد وجود دارد که فقها می‌توانند نقشی اوزنده در این مورد داشته باشند که این خود تأکیدی است بر ضرورت همکاری نزدیک فقیه و اقتصاد دان .

قبل از آنکه این قسمت از بحث را به پایان بریم می‌توان بعنوان شاهد مثال برای ادعای فوق نمونه‌ای ذکر کرد که تا حدودی مبین وضعیت موجود دانش اقتصاددانان زمان حاضر در این مورد بخصوص میباشد . در مقاله ای که کتاب پروفیسور میلتون فریدمن تحت عنوان " مقدار بهینه پول " ( ۱۹۶۹ ) در آن مورد بررسی و مرور قرار گرفته است ، پروفیسور . اف . اچ . هان نسبت به جمله " او که نوشته بود : " ... تحلیل تقاضا برای پول را می‌توان رسماً " مشابه تقاضا برای خدمات مصرفی تلقی کرد . " می‌نویسد : " ... این مطلب بنظر من کاملا " غلط می‌آید . . . این موضوع آنقدر برای من روشن است که باید فرض کنم من مقصود فریدمن را صحیحا " درک نکرده‌ام " آیا این جمله باین معنی نیست

که پول واقعی هنوز چهره کامل خود را به اقتصاددانان نشان نداده است؟  
 ۲- (موضوع پیچیده‌ای مانند بهره ابهام کمتری نسبت به پول ندارد. این دو مفهوم در ادبیات اقتصادی بصورت ناگسستگی بهم پیوند خورده‌اند. نظریه‌های مختلفی در مورد بهره بوسیله اقتصاددانان سرشناس تنظیم شده است که این تئوریها را می‌توان تحت دو عنوان کلی تقسیم بندی کرد که هر یک از این دو به تقسیم بندیهای فرعی قابل تقسیم می‌باشند: (دکتر ابوالقاسم دبیریان ۱۹۸۲). (۱۵).

الف - تئوریهای واقعی بهره :

(۱) - تئوری بهره‌وری (بهره)

#### THE PRODUCTIVITY THEORY OF INTEREST

(منتسب به سی ریدل ، لادر دیل ، مالتوس و فان تونن)

(۲) : نظریه کاربرد یا مصرف (بهره)

#### THE USE THEORY OF INTEREST

(منتسب به هرمن و منگر)

(۳) : نظریه خودداری کردن (بهره)

#### THE ABSTINENCE THEORY OF INTEREST

(۴) : نظریه کار (بهره)

#### LABOR THEORY OF INTEREST

(منتسب به جیمز میل و مک کالک)

(۵) : نظریه تفاوت ارزش (بهره)

#### THE AGIO THEORY OF INTEREST

(منتسب به باوم باورک)

(۶) : تئوری ارجحیت زمانی (بهره)

#### THE TIME-PREFERENCE THEORY OF INTEREST

(منتسب به ایروینگ فیشر)

(۷) : تئوری استثمار (بهره)

#### THE EXPLOITATION THEORY OF INTEREST

(منتسب به کارل مارکس)

ب : تئوریهای پولی بهره

(۱) . تئوری کلاسیک (بهره)

## THE CLASSICAL THEORY OF INTEREST

(نظریه مقداری پول در این مورد کاملاً "مشهور است")  
 (۲) نظریه وجوه قابل استقراض نتو کلاسیکها در مورد بهره

## THE LOANABLE FUNDS THEORY OF INTEREST

(منتسب به بی، اولین دی، اچ، رابرتسن)  
 (۳) نظریه ارجحیت نقدینگی (بهره)

## THE LIQUIDITY PREFERENCE THEORY OF INTEREST

(منتسب به اقتصاد دانان کمبریج که بجای معادله مبادله کلاسیکها معادله درآمد - مخارج را بکار گرفته اند)

علیرغم تمام زحمات و اوقاتی که توسط اقتصاد دانان بر روی توجیه بهره صورت گرفته است می توان بجزرات گفت که در عین حالیکه نکات بسیار مبهمی در مورد سرمایه - بهره و پول روشن شده است ولی هنوز نظریه کاملی برای بهره تدوین و تشریح نشده است، آیا می توان انتظار داشت که در آینده دنیا شاهد توجیه علمی آن باشد؟ تحقیقات مستمر اینجانب اجازه میدهد که متواضعانه جواب آن را منفی بدانم زیرا که موضوع بهره از جمله مقولات حقوقی هر نظامی است و در نتیجه یک مفهوم ارزشی است که با ابزار علمی قابل توجیه نیست.

در تلاشی که ام، برانفر برنبر برای روشن شدن اینکه آیا نرخ بهره صفر امکان پذیر است در کتاب خود (۱۴) (سال ۱۹۷۱ صفحات ۱۵-۳۱۴) می نویسد:

"بحث طولانی که در نظریه سرمایه وجود داشته است این بوده که آیا نرخ بهره صفر که در میان افراد متداول شده است و بوسیله انجیل و قرآن مطرح شده موضوعی است مربوط به تعادل در دنیای سرمایه داری، گفته شده است که نرخ بهره صفر یا منفی حاوی تناقض منطقی است، این موضوع (نرخ بهره صفر) اگر امکان داشته باشد، در ارتباط با ارزیابی داراییهای سرمایه ای (ماشین آلات) میباشد، در صورتیکه  $P$  قیمت ماشینی باشد که جریان درآمدی  $Y$  را بوجود می آورد زمانیکه نرخ بهره برابر  $r$  باشد شرط تعادل اینست که  $P = \frac{Y}{r}$  باشد، اگر  $r$  برابر صفر باشد، آیا اینطور نیست که  $P$  بدون توجه به هزینه تولید یا پایداری نهایت باشد و یا اینکه قابل تعریف نباشد؟ آیا چنین جمله ای در مورد میزان درک صحیح ما از پول، قیمت، هزینه، سرمایه، نرخ بازدهی، منفعت و سایر مفاهیم مربوط جمله ای امیدوارکننده است؟

در اثبات اینکه در این فرمول در اصول چیزی بنام تناقض منطقی وجود ندارد سه نکته وجود دارد. ضمناً "نکته‌ای نیز در مورد سیستم کاپیتالیستی باید ذکر کرد. نکته اول آنکه نرخ بهره در بازار پولی تعیین میشود و حال آنکه قیمت ماشین آلات در بازار سرمایه (کالا)، بعلاوه آنکه قیمت یک ماشین در ارتباط مستقیم با بازار سوددهی کالایی است که ماشین برای تولید آن بکار گرفته میشود. گرچه ممکن است بازدهی نهایی سرمایه بعنوان عاملی برای تعیین نرخ بهره بکار گرفته شود ولی بهره به خودی خود هیچگونه ارتباطی با بازدهی سرمایه ندارد (به مقاله "دکتر میرآخور مراجعه شود). (۲۲) لازم به تذکر است که برای تحلیلهای اقتصادی نباید ارتباط بین متغیرهای یک سیستم اقتصادی را بیش از اندازه و بصورتی بهاداد که تنظیم یک مدل جامع را کاری غیر ممکن نماید. آیا در فرمول بالا امکان نداشت که بجای نرخ بهره از نرخ بازدهی (بازگشت) داخلی سرمایه در مخرج کسراستفاده شود؟ این یک اشتباه ساده‌ای است که گفته شود نرخ بازگشت داخلی سرمایه تابعی است از نرخ بهره. بیشترین مطلبی که می‌توان گفت اینست که نرخ بهره حد پائینی برای نرخ بازگشت یک پروژه سرمایه‌گذاری اعمال میکند که می‌توان آن را حداقل نرخ بازدهی منتظره نامید. عبارت دیگر نرخ بهره جاری نرخ هدف و یا نرخ تصمیم‌گیری (Cut-off RATE) برای هزینه‌های سرمایه‌ای است. نکته دوم آنکه آیا این چنین نیست که هزینه تولید کالا تعیین کننده اصلی قیمت یک کالا میباشد؟ تمام هزینه‌های بهره (حداقل در شکل غیر صریح آن) در سیستم سرمایه‌داری بخش مهمی از هزینه تولید را تشکیل میدهد در حالیکه در مثال بالا درآمدهای آتی ناشی از کاربرد ماشین بطور خالص (خالص از تمام هزینه‌ها منجمه بهره) بیان شده است. بنابراین فرمول یاد شده فرمول ساده‌ای نیست که سرها "به یک نتیجه" تناقض آمیز نظری جهش بیایم. نکته سوم آنکه نیروی محرک پشت سر یک اقتصاد بویا در عدم تعادل بین متغیرهای اقتصادی نهفته است. در شرایط اطمینان، تقاضا برای یک ماشین فقط زمانی قابل توجه است که نرخ بازگشت داخلی آن از نرخ بهره بیشتر باشد. فقط در زمان فرضی بلند مدت و هنگامیکه این اختلاف از بین میرود و شرایط تعادل سکون حاکم میشود جان‌نشین کردن نرخ بهره بجای بازدهی داخلی سرمایه قابل توجه است. نکته آخری که در مورد جمله "پروفیسور بران فن برنرو بصورت گذرا باید گفته شود آنستکه در دنیای سرمایه‌داری که در آن کنزپول جافز است نمی‌توان انتظار داشت که نرخ بهره صفر حاکم گردد. برای رسیدن به حدی که بتوان مطلقاً "نرخ بهره را در جامعه اقتصادی برابر صفر قرار داد پیش‌نیازهای فراوانی لازم است (به صفحات ۱۸۲ - ۱۴۵ مقاله ام. یو. چیرادر کتاب محمد عارف مراجعه شود). گرچه

این مقاله بهیچ عنوان نمیخواهد خود را درگیر مطالبی از این قبیل بنماید معهدا موضوع مورد بحث از جمله مباحث بسیار سازنده‌ای است که می‌توان آنرا به عنوان موضوع تحقیقی انتخاب نمود.

درجائی دیگر پروفسور پاول ساموئلسون (صفحات ۳-۵۲ کتاب اقتصاد) (۳۷) موضوع نرخ بهره، صفر را بصورت " بدفهمی باستانی در مورد بهره " عنوان میکند . گر چه اشاره او به نوشته ارسطو در مورد پول است که معتقد بود پول ناز است ولی منظور او اینست که گرچه در قرون وسطی چنین بدفهمی وجود داشته ولی علم اقتصاد امروز قادر به تحلیل و توجیه " علمی " بهره است! جالب توجه است که ایشان که خود را از جمله اقتصاد دانان طرفدار اقتصاد اثباتی (Positive) میدانند در مذمت ندادن بهره به فردیکه (دریک مثال) با وام داده‌است و او بعلت سرمایه‌گذاری بازدهی مثبتی برای این پول بدست آورده‌کار خود را به کلاهبرداری (Cheating) که از جمله مفاهیم ارزشی است تعبیر می‌کند! جالب تر از آن اینکه در صفحات بعد (صفحه ۶۱۱ همان مأخذ) برای بدست آوردن نرخ بهره، صفر لازم میدانند که هم نرخ ارجحیت زمانی وهم قدرت تولیدی سرمایه برابر صفر باشد. (۱) آیا اگر در اقتصاد اسلامی به موجب آیه صریح قرآن کریم و قانون عملیات بانکی بدون ربا مصوب شهریور ماه ۱۳۶۲ بهره ملغی شده است ما نیز اجاره به قبول گفته ایشان داریم که سرمایه باید دارای بازدهی صفر باشد؟ در اقتصاد اسلامی به موجب شواهدی بسیار (بعنوان مثال جلد دوم کتاب اقتصاد ما صفحات ۲-۲۵۱) برای سرمایه بازدهی (Return) مثبت (در صورت منفعت) در نظر گرفته شده است. مضافاً اینکه در اقتصاد اسلامی پول (Money) بکلی از سرمایه (Capital) متمایز شده است باین معنی که تا زمانی که پول بصورت یکی از عقود مورد قبول (مانند مشارکت یا مضاربه) وارد عطیات تولیدی (اعم از تولید کالایات تجارت و چهار چوب ضوابط اسلامی) نشده هیچگونه بازدهی از قبل تعیین شده برای آن متصور نیست. حتی مطلب از این نیز ظریف تر است و آن اینکه صاحب ابزار تولیدی نمی‌تواند در سود شرکت کرده بلکه اجاره به او تعلق می‌گیرد (به کتاب اخیر صفحات ۶-۲۵۲ مراجعه شود).

---

(۱) باید منصفانه پذیرفت که اگر هرگونه سوء تفاهم و بدفهمی در ذهن اساتید علم اقتصاد جوامع سرمایه‌داری وجود دارد قصور از طرف اقتصاد دانان مسلمان است که مفاهیم اساسی طرح جامع سیستم اقتصاد اسلامی را به جامعه اقتصاد دانان آن سیستم ارائه نکرده‌اند. اینجانب نیز خود را در این کوتاهی سهیم میدانم.

۳-۱- در این زیر بخش بعلمت اهمیت غیر قابل انکار پول توجه خود را مختصراً " بر روی تعریف پول متمرکز می‌کنیم . همچنانکه ذکر شد ضرورت دارد که تحقیقات متعددی در مورد تعریف و نقش غیر مبهم پول صورت پذیرد و شاید بهمین علت است که بعضی از اقتصاددانان ریشه تمام شیاطین (اقتصادی) را به پول نسبت می‌دهند .

ممکن است یکی از روشن‌ترین تعاریفی که از پول بعمل آمده است تعریفی باشد که پروفسور ابروینگ فیشر (۱۹۶۳ صفحه ۵) (۱۸) از پول و بشرح زیر داده است :

" هرگونه حق مالکیتی که مورد قبول عموم در مبادلات قرار گیرد را می‌توان پول نامید " آیا پول یک " مال " یا به تعبیر دیگر یک کالا است ؟ به موجب تعریفی که دکتر جعفری لنگرودی (۱۳۵۶ صفحات ۴۴ - ۳۷) (۲) از مال بعمل آورده است مال (یا کالا) را چیزی میدانند که تمام شرایط زیر را دارا باشد .

۱- امکان اختصاص به شخص (حقیقی یا حقوقی)

۲- قابلیت نقل و انتقال

۳- واقعی بودن مال

۴- نافع بودن

۵- عقلانی بودن نفع آن

زمانیکه از وظائف پول بحث میشود اقتصاددانان سیستم سرمایه‌داری سه نقش برای پول ذکر می‌کنند که عبارتند از : وسیله مبادله ، واحد محاسبه و ذخیره ارزش . می‌توان با اطمینان گفت که دو وظیفه اول برای پول جهانی است (گرچه دکتر نجات‌الله صدیقی نظر خود را با بنصورت بیان میکند که : " پول در یک اقتصاد پولی نباید نقش خود را بعنوان ارزش ذخیره از دست دهد " به کتاب محمد عارف سال ۱۹۸۴ صفحه ۲۷ مراجعه شود) ولی زمانیکه به سومین وظیفه پول میرسیم نویسنده مقاله حاضر توافق کاملی با هری جانسن (۱۹۶۲ صفحه ۳۵۱) (۲۵) دارد که میگوید . " انتقال مفهوم پول از یک وسیله مبادله به پول بعنوان ذخیره ارزش مسائل تازه‌ای ایجاد کرده است از آنجا که از نظر فقه اسلامی (۱) ربا ، کنز و سفته بازی با پول جائز نیست این سؤال به ذهن متبادر میشود که آیا هنوز می‌توان وظیفه سوم پول در سیستم سرمایه‌داری را برای نقش پول در سیستم اسلامی حفظ نمود ؟ در سیستم سرمایه‌داری که کنز پول جائز است مردم

(۱) تعریف مناسبی از ربا را می‌توان در کتاب استاد شهید مطهری (۱۳۶۴)

صفحات ۴۲-۴۱) و نیز در کتاب ضیاء الدین احمد و دیگران (۱۹۸۳ صفحه ۲۱۲) یافت .



پول را با امید استفاده از نوسانات نرخ بهره ( در بازار اوراق قرضه با سیستم بانکی ) کنز می‌کنند. بنابراین وظیفه ذخیره ارزش بودن پول در چنان سیستمی و برای همان سیستم تعریف شده و پول خود بصورت یک کالا (مال) درآمده است که برای آن عرضه و تقاضا وجود دارد (۱).

گرچه این مقاله بحث خود را به سومین وظیفه پول تخصیص نداده است و باید موضوع بطور جدی مورد تحقیق قرار گیرد ولی مجدداً " باید این سؤال مطرح شود که آیا این بحث قانع کننده است که با تمام محدودیتهایی که در اقتصاد اسلامی نسبت به پول وجود دارد وظائف پول در آن با وظائف پول در سیستم سرمایه‌داری یکسان (۲) باشد ؟ (به مقاله دکتر میرآخور مراجعه شود). (۳۲) آنچه که از یک تعریف صحیح و منطقی پول در اقتصاد اسلامی انتظار داریم اینست که پول نقش خود را عیناً مانند نقش روغن در یک موتور ایفا نماید و یا به تعبیر غزالی مانند آینه‌ای باشد که نور را منعکس می‌کند نه اینکه نور را در خود جذب نماید .

در اینجا تذکر یک نکته کاملاً " بجا است و آن اینکه : ارزش ذاتی پول هیچ ارتباطی به این ندارد که پول بتواند نقش خود را بصورت ذخیره ارزش بازی کند زیرا که حق مالکیت اشاره شده در تعریف فیشر به هر شیئی می‌تواند تعلق گیرد ، همانگونه که این قدرت امروزه در غالب کشورها به پولهای کاغذی داده شده است که ارزش ذاتی آن در مقایسه با ارزش اعتباری آن ناچیز است . بیشترین مطلبی که می‌توان در مورد سومین وظیفه پول بهمان کرد اینکه در یک اقتصاد اسلامی پول می‌تواند بصورت وسیله‌ای برای ذخیره ارزش بکار گرفته شود ، همان تعبیری که دکتر میرآخور در مقاله خود بیان کرده که پول سرمایه بالقوه است .

بعلت عدم وجود بازار پولی در اقتصاد اسلامی ، واحدهای تولیدی به منظور تامین مخارج سرمایه‌گذاری یا از منفعت تقسیم نشده ، استفاده کرده و یا در صورت

(۱) این مسئله در تطابق با بحث محمد غزالی است که می‌توان آن را در کتاب

شهید مطهری صفحات ۲۹-۲۷ جستجو کرد .

(۲) شهید مطهری بحث چالشی درصد صفحه اول کتاب خود دارد ولی بحث

مؤلف صد درصد با نظرات آن شهید تطابق ندارد . معذرتاً نکات فوق باین امید مطرح شدند که شاید انگیزه‌های برای اقتصاد دانان مسلمان باشد که در پرتو شریعت مقدس اسلام جوابی برای آن بیابند .

عدم تکافوی این منابع دست به صدور سهام جدید زده و با اینکاز سرمایه ناشی از انعقاد عقد مشارکت با بانک اسلامی استفاده می‌کنند. بر اساس اعتقادات مذهبی مان و ضوابط دقیقی که شرع مقدس منطبق با فطرت بشر تنظیم کرده است می‌توان گفت که اقتصادیکه برپایه این دستورات و قواعد استوار است مراحل ناگوار متعارف اقتصادی را (اگر وجود داشته باشد) بهتر از سیستم‌های دیگر اقتصادی می‌تواند تحمل نماید. بر این اساس ثبات اقتصادی سیستم بدون بهره با سیستم مبتنی بر بهره مورد تحقیق و مقایسه قرار گرفته که به یکی از نتایج بدست آمده ذیلا " اشاره میشود :

" ممکن است امیدوار بود که توضیحات قبلی مشخص کرده باشد که سیستم اقتصاد اسلامی مبتنی بر مشارکت (بدون بهره) بصورت بارزی به ثبات اقتصادی کمک نماید در حالیکه سیستم مبتنی بر بهره اقتصاد را به بی‌ثباتی سوق میدهد " به مقاله (ام. ای. زرقا ۱۹۸۳ صفحه ۱۸۷) (۴۲) مراجعه نمایید .

۱ - ۲ - در کتب استاندارد سیستم سرمایه‌داری و در بحث‌های اقتصاد خرد غالباً " در تحلیل رفتار تولیدکننده از نظر تامین منابع مالی (Finance) و به منظور انجام هزینه‌های سرمایه‌های (Capital Expenditure) موضوع به صورتی عنوان میشود که گوئی تمام سرمایه واحد تولیدی از طریق وام (Debt-Financing) تامین میشود و از این رو است که نرخ بهره بعنوان هزینه سرمایه مورد استفاده قرار میگیرد. این فرضگر چه منظور سادگی تحلیل اینگونه رفتار صورت میگیرد ولی دانشجوی اقتصاد دقیقاً " با آنچه که در دنیای خارج انجام میشود آشنائی پیدا نمی‌کند زیرا حتی در آن سیستم استقراض تنها منبع تامین مالی نیست. سادگی تحلیل باینصورت است که نظریه رفتار تولیدکننده در شرائط تغییرناپذیر (Non-Stochastic) مورد بحث قرار میگیرد و بر اساس مفهوم حقوقی بهره خط هزینه یکسان (ISO-COST) بصورت خطی درآمده و شرط درجه اول برای حداکثر رسانیدن منفعت (بعنوان تنها هدف تولید کننده) تساوی نرخ نهائی جانشینی فنی با نسبت قیمت عوامل تولید بدست می‌آید. البته توجه دیگری نیز علاوه بر سادگی تحلیل وجود دارد و آن اینکه در سیستم اقتصادی مبتنی بر بهره، هزینه فرصت استفاده از سرمایه باید برابر نرخ بهره باشد زیرا که این نرخ برای سرمایه‌گذاری بصورت حدی که به تصمیم گیری کمک کند (Cut-OFF RATE) مطرح است و این نرخ حداقل نرخ منتظره از هر گونه فعالیت اقتصادی را مشخص میکند. باین معنی که هرگاه نرخ بازدهی سرمایه‌گذاری بیش از آن باشد سرمایه‌گذاری صورت پذیرفته و در غیر اینصورت سرمایه‌دار سرمایه نقدی خود را به بانک سپرده و از این

نرخ بهره مند میشود. کاملا "طبیعی و منطقی است که در دنیای سرمایه‌داری که پول وظائف سه گانه فوق را انجام داده و در آن به ندرت پول از سرمایه تفکیک شده است هزینه فرصت هر واحد سرمایه نقدی ولو آنکه عملاً "وارد تولید نشود نرخ بهره باشد. (۱)

در مدل‌های ارائه شده در این سیستم یا اینستکه منافع توزیع نشده وجود ندارد و یا اینکه سهام جدیدی برای انتشار صادر نمیشود عبارت دیگر چنین فرض شده است که مدیریت این واحدها یا به توزیع صد درصد سود بین شرکا (بعنوان سهم شرکت) تصمیم میگیرند و یا آنکه نسبت به صدور سهام جدید اکراه دارند و هر زمان نیاز به افزایش اندازه واحد تولیدی احساس شود این نیاز فقط و فقط از راه دریافت وام از بانکها صورت میگیرد. به

مقالات :

- 1- BAUMOL, W.J. AND MALKIEL, B.G. (1967)
- 2- BRIGHAM, E.F. AND SMITH, K.V. (1970)
- 3- GORDON, M.J. AND GOULD, L.I. (1978).

و کتاب VICKERS, D. (1968) (۴۱) مراجعه نمایید.

پس از مشاهده شواهدی فراوان مبنی بر اینکه سرمایه استقراضی تنها راه تأمین نیازهای مالی هزینه‌های سرمایه‌گذاری نیست اقتصاددانان و هم چنین متخصصین مالیه متجدد جدیدی بنام سرمایه‌مشارکتی (EQUITY-FINANCING) را در نظریه رفتار واحدهای تولیدی خود معرفی کردند. مضافاً اینکه منابع داخلی هر واحد تولیدی از جمله منابع قابل توجه و مورد استفاده این واحدها میباشد. بدیهی است که حق انتشار سهام جدید و ارائه آن به بخش خصوصی از جمله اختیاراتی است که در دست هیئت مدیره منتخب صاحبان قبلی سهام بوده و همیشه امکان استفاده از این حق وجود دارد. در این تحلیل پاسعی شده است که حد بهینه استفاده از وام و مشارکت تعیین گردد.

(۱) نمی‌توان پول را با سرمایه مترادف تلقی کرد زیرا اولاً "پول بعنوان معیار واحد ارزش اقتصادی فصل مشترک تمام کالاها (اعم از مصرفی-مصرفی با دوام و ماشین آلات) است و ثانیاً "پول به تنهایی قدرت خلق و آفرینندگی ارزش اقتصادی را تا زمانیکه تبدیل به عوامل تولیدی انسانی و غیر انسانی نشده است را ندارد در حالیکه ماشین آلات حتی بدون وجود پول قدرت آفرینندگی دارد منتها پول از طریق ایجاد سرعت در معاملات کمک میکند که قدرت خلاقیت ماشین آلات به همراه نیروی انسانی افزایش یابد و این همان وظیفه اول پول است که بخاطر آن اختراع شده.

نحوه، برخوردار قبل از این تحول فکری این بود که تنها هدف واحد تولیدی را بحد اکثر رسانیدن منافع خود میدانستند. درحالیکه روش جدید فرض را بر این استوار کرده است که هر واحد تولیدی سعی در بحد اکثر رسانیدن ارزش بازاری بلندمدت مالکیت سهام آن واحد را دارد. بر همین اساس ای. سولو (۱۹۵۵) همانطور که خود او اعلام کرده، سعی کرده است بطریقی صریح و به نحوی مناسب برای اندازه‌گیری هزینه سرمایه، واحد تولیدی معیاری تعیین کند. طبیعتاً چنین معیاری به منظور هرگونه تصمیم‌گیری منطقی در مورد هزینه‌های سرمایه‌ای برای هر سیستم اقتصادی ضروری است، باین معنی که این معیار می‌تواند برای مدیریت و به منظور آنکه اصولاً "پیشنهادی را برای هزینه سرمایه‌ای بپذیرد یا نه ضابطه‌ای کمی بدست دهد. هدف اولیه او پیدا کردن حداقل نرخ سوددهی MINIMUM REQUIRED RATE OF EARNINGS

یا نرخ حذف (CUT-OFF RATE) بوده است. تحلیل او در دو مرحله انجام پذیرفت. در مرحله اول فرض او بر این مبنا قرار دارد که تنها منبع سرمایه مشارکت بوده و در مرحله دوم او سعی نمود که استقراض و سهام ممتاز را در مدل خود که از مرحله اول بدست می‌آید وارد نماید. از آنجا که مرحله دوم تحقیق ایشان در این مقاله نمی‌تواند مورد بحث قرار گیرد بحث کوتاهی از مرحله اول تحقیق نامبرده ذیلاً ذکر میشود:

نخست مفروضات مربوط به ناچیز بودن هزینه‌های مربوط به ثبت و انتشار سهام جدید، او حداقل چهار معیار را برای اندازه‌گیری هزینه سرمایه ممکن میداند که از نظر خودش فقط یکی از آنها قابل توجه بوده و معتبر است. چهار معیار مورد نظر او عبارتند از:

- ۱- در تصمیم‌گیری نسبت به سرمایه‌گذاری در پروژه‌ای جدید در صورتیکه نرخ بازگشت منتظره بیش از بومی باشد که فعلاً "در سرمایه‌گذاری موجود بدست می‌آید این پروژه باید مورد قبول واقع شود. بعبارت دیگر اگر سرمایه‌گذاری جدید موجب افزایش نرخ متوسط بازدهی گردد پروژه مزبور مورد پذیرش است.

- ۲- در تصمیم‌گیری نسبت به سرمایه‌گذاری در پروژه‌ای جدید در صورتیکه نرخ بازگشت منتظره از نسبت سود سهام پرداختی به قیمت بازاری سهام موجود در حال حاضر بیشتر باشد پروژه مورد قبول واقع خواهد شد. بعبارت دیگر هرگونه افزایشی در نرخ بازگشت هر سهم که موجب افزایش بازگشت خالص به منابع مالی‌بنگاه تولیدی شود پروژه را باید قبول کرد.

- ۳- زمانی می‌توان در پروژه‌ای جدید سرمایه‌گذاری کرد که نرخ بازگشت بیش از نسبت دریافتی هر سهم به قیمت بازاری آن باشد. بوسهله این معیار هزینه سرمایه

مشارکتی بصورت مناسبی و بوسیله نسبت بین دریافتی فعلی هر سهم و قیمت بازاری آن قابل اندازه گیری است. او این معیار را بوسیله  $\frac{E}{P}$  نشان میدهد.

۴- چهارمین معیار که بنظر ای. سولو تنها معیار معتبر اندازه گیری هزینه سرمایه مشارکتی میباشد فرم تعدیل شده نسبت ساده  $\frac{E}{P}$  میباشد. بنظر وی در صورت این کسر که عبارتست از میزان دریافتی هر سهم یعنی  $E$  باید از بهترین تخمین نرخ متوسط دریافتی در صورت عدم قبول پروژه جدید استفاده کرد. باین ترتیب که می توان بجای  $E$  از  $E_A$  استفاده کرد. در صورتیکه هزینه های مربوط به ثبت و انتشار سهام صفر باشد نسبت  $\frac{E_A}{P}$  بهترین مفهوم برای اندازه گیری هزینه سرمایه در امر مشارکت میباشد. براین اساس نامبرده ها استفاده از مثالهای عددی درصددنشان دادن ارجحیت این معیار نسبت به سه معیار دیگری است که ذکر شد. تحت مفروضات جدید ای. شوارتز (۱۹۵۹) (۳۸) منحنی نرخ نهائی عواید MRE: MARGINAL RATE OF EARNINGS

و نیز منحنی عرضه وجوه خارجی SEF: SUPPLY OF EXTERNAL FUND را به منظور بدست آوردن راه حلی برای ایجاد تعادل دریافت مالی یک واحد تولیدی بدست آورده است. سپس او منحنی های بی تفاوتی بین نرخ بازگشت و انبار سرمایه را بدست آورده و آنها را با منحنی تبدیل بین نرخ بازگشت و انبار سرمایه به منظور پیدا کردن راه حل سیستماتیک یافت مالی یک واحد تولیدی فرضی در یکجا قرار میدهد. ولی او در مورد هزینه سرمایه خارج از واحد صریحا اقدامی نمیکند. مدل ام. جی. گوردن (۱۹۶۱) (۳۲) را شاید بتوان اساس و پایه تحقیقات نظری و عملی بر روی هزینه سرمایه (رو قیمت اوراق سهام) دانست. بر اساس فرض اولیه گوردن تمام هزینه های سرمایه گذاری بوسیله منافع نگاهداری شده (RETAINED EARNINGS) صورت میگیرد و نیز دارائیهها (هم آنها که بعدا تهیه میشود و هم آنها که از قبل وجود داشته است) نرخ متوسط بازگشتی مانند "r" بدست میآورد. در مدل او تعاریف زیر بکار گرفته شده است:

$$P = \text{قیمت جاری یک واحد سهم}$$

$$D_t = \text{سود سهام هر قطعه سهم که در مدت } t \text{ از طرف واحد تولیدی پرداخت میشود.}$$

$$k = \text{نرخ بازگشتی که صاحبان سهام از شرکت انتظار دارند.}$$

$$b = \text{بخشی از درآمد موسسه که انتظار میرود در هر دوره زمانی نگاهداری شود.}$$

$$g = \text{نرخ رشد منتظره در عواید واحد تولیدی}$$

تحت فرض مربوطه ثبات  $k$  و  $r$  و  $b$  و استقلال آماري آنها از یکدیگر

سه امکان قابل تصورا است :

الف -  $k > r$       ب -  $k < r$       ج -  $k = r$

در حالت (الف) واحد تولیدی نباید از منافع حاصل از عملیات مبلغی را نگاهداری کند بلکه همه آنها را بصورت سهم سود پرداخته و در نهایت نیز انحلال آن اعلام شود. عبارت دیگر نرخ بازگشت برای چنین واحدی کمتر از امکاناتی است که در کارهای دیگر وجود دارد. در حالت (ب) تمام درآمد بدست آمده باید نگاهداری و حفظ شود و در آخرین شکل آن اگر  $k = r$  شد دیگر تفاوتی بین پرداخت سود و یا نگاهداری منافع وجود ندارد. مدل او بعنوان پایه‌ای برای بدست آوردن تقریب  $k$  یعنی هزینه سرمایه بکار گرفته شده است. برای انجام این کار معادله زیر مورد استفاده قرار گرفته است:

$$k = \frac{D}{P} + g \quad (1)$$

از آنجا که مقادیر  $D$  و  $P$  قابل مشاهده بوده و آمار گذشته به منظور تخمین ارزش  $g$  که مورد انتظار سرمایه‌گذاران میباشد برای تخمین  $k$  بصورت معادله رگرسیون خطی مورد استفاده قرار میگیرد.

اف. مدیکلیانی و ام. اچ. میلر (M.M.) (۳۰) در سال ۱۹۶۱ مدل خود را با فرض شرایط اطمینان وعدم وجود هرگونه امتیاز مالیاتی تنظیم کرده و نشان دادند که بین نگاهداری منافع یا پرداخت منفعت بصورت سود سهام (که بعداً "قابل استفاده برای هزینه‌های سرمایه‌گذاری توسط شرکا" میباشد) وجود ندارد. بعلاوه آنها در قضیهای اثبات کردند که نسبت وام به مشارکت برای یک واحد تولیدی تاثیر بر روی ارزیابی واحد و نیز طبقه بندی هزینه‌های سرمایه‌گذاری ندارد. بنابراین یا حداقل رسانیدن منافع جاری یا ارزش تنزیل یافته منافع آینده متاثر از نسبت وام به مشارکت (شامل عدد صفر) نمی‌باشد. سؤال مقدر در اینجا آنستکه چه مقدار از منافع ناخالص باید مجدداً "سرمایه‌گذاری شود؟ جواب آنستکه موسسه باید تا حدی سرمایه‌گذاری کند که نرخ نهایی بازگشت سرمایه بر روی هزینه‌های سرمایه‌گذاری معادل نرخ بهره باشد.

دپلیو. جی. باومل و وی. جی. ملکیل (۱) در سال ۱۹۶۷ تمرکز خود را بر روی هزینه فرصت و چوه قابل دستیابی قرار دادند و اساس کار خود را اینطور توجیه کردند که تصمیم به تامین مالی هزینه سرمایه‌گذاری به هزینه فرصت وجوه از تمام منابع بستگی دارد. بطرح این سؤال که هزینه فرصت چه کسی باید مورد نظر یک محقق باشد با توجه به نظر کلی عامیت قبول آن جواب میدهند که "شرکا" زیرا که اساساً یک واحد تولیدی باید ابتدا به منظور حفظ منافع کسانی که سهام آن را در اختیار دارند اداره شود. ایشان در مدل خود تعریف زیر را برای هر واحد از پول مشارکت بکار برده‌اند:

$$i = \frac{X - rD}{S} \quad (2)$$

که متغیرهای آن عبارتند از :

$i$  = درآمد (پس از پرداخت هزینه‌های بهره) درازا، هر واحد از پول مشارکت

$X$  = کل درآمد واحد تولیدی قبل از کسر هزینه‌های سرمایه

$S$  = کل سرمایه ناشی از مشارکت به قیمت جاری بازار

$D$  = کل بدهی به ارزش بازاری

$r$  = نرخ موثر پرداخت بهره به وام واحد تولیدی یعنی به  $D$

باتوجه به منافع آینده، واحد تولیدی وریسکی بودن عملیات مربوط به اداره،

واحد تولیدی آنها اظهارمیدارند که ارزش بازاری  $D$  و  $S$  یعنی وام و مشارکت رابطه،  
زیرا تشکیل میدهند :

$$S + D = V \quad (3)$$

آنچه که برای مدل مترتب است اینست که ارزش بازاری واحد تولیدی یعنی

$S + D$  "کلا" از بافت سرمایه‌های واحد تولیدی یعنی نسبت وام به سرمایه، شراکت مستقل

میباشد. سپس باید دست آوردن تمام نقاط ممکن فرصت‌های قابل دستیابی برای واحد تولیدی

و ترسیم منحنی‌های بی‌تفاوتی سهامداران و تحت مفروضاتی از قبیل عدم وجود مالیات

و ناچیز بودن هزینه عملیات باین نتیجه میرسد که هزینه نهایی واقعی استقراض و مشارکت

همیشه با هم برابر هستند. برای بدست آوردن معیاری کمی برای این هزینه‌های نهایی

آنها به شرایط استاندارد مربوطه نظریه تامین منابع مالی واحدهای تولیدی اشاره کرده و

اظهار می‌کنند که هزینه سرمایه عبارتست از معدل موزون هزینه‌های سرمایه‌های قابل دستیابی

توسط واحد تولیدی و جواب خود را بصورت زیر مشخص می‌کنند :

$$\frac{\bar{X}}{V} = \frac{(i S + rD)}{S+D} \quad (4)$$

به موجب تحقیق ایشان چون  $r$  نرخ بهره متعلق به وجوه استقراضی است و

$i$  عبارتست از معدل نرخ بازگشت متناظر مربوط به مشارکت. بنابراین  $\frac{\bar{X}}{V}$  بطور

وضوح عبارتست از معدل این دو که وزن آن‌ها بوسیله اهمیت استقراض و مشارکت تعیین

میشود. نتیجه نهایی تحقیق ایشان در ارتباط با هزینه سرمایه آنستکه زمانیکه هم از

استقراض و هم از مشارکت استفاده میشود هزینه نهایی واقعی هر دو برابر  $\frac{\bar{X}}{V}$  میباشد.

آنها در ادامه نتایج خود اظهار میدارند که زمانیکه از هر دو منبع تامین مالی استفاده

میشود هیچک از این دو هزینه واقعی کمتری را (همانطور که تحلیل‌های اقتصادی

متعارف نشان میدهند) ارائه نمیدهند.

در کوشش دیگری ام. جی. گواردن وال. آی. گولد در سال ۱۹۷۸ (۲۳) (مانند مقاله ای. شوارتز) و تحت فرض مربوط به اینکه هدف مدیریت واحد تولیدی حداکثر رسانیدن ارزش بازاری سهام عادی موجود میباشد مطالعه‌ای انجام دادند. مطالب اساسی ایشان در تحقیق مورد اشاره شامل موضوعات زیر میباشد.

- ۱- پیدا کردن رابطه‌ای بین درآمد حاصل از مشارکت و نرخ سرمایه‌گذاری واحد تولیدی
- ۲- پیدا کردن رابطه‌ای بین تابع سرمایه‌گذاری دوره‌های آینده و تصمیم مربوط به سرمایه‌گذاری جاری واحد مورد نظر

در این تحقیق این دو اقتصاددان فرض خود را بر اساس نسبت ثابت وام به مشارکت قرار داده و پذیرفته‌اند که اگر قرار باشد تغییری در این نسبت (بخصوص در کوتاه مدت) بوجود آید مدل مزبور قادر به تعیین حد بهینه سرمایه‌گذاری و تصمیم مربوط به مشارکت نمی‌باشد. مقاله نامبردگان شاهد دیگری به مجموعه آثار موجود در مورد اینکه هزینه مشارکت یک واحد تولیدی تابعی افزایش یافته از نرخ سرمایه‌گذاری آن میباشد افزوده است.

۲-۲- گرچه مقالاتی که در زیر بخش فوق مورد اشاره قرار گرفتند جامعیت ندارند ولی با اطمینان می‌توان گفت که این زیر بخش تحقیقات پایه‌ای را که در مورد هزینه سرمایه صورت گرفته را مرور نموده است. در صورتیکه قرار باشد در پرتو نتایج بدست آمده در تحقیقات گذشته برای سؤال مورد نظر یعنی هزینه سرمایه برای یک واحد تولیدی در اقتصاد اسلامی جوابی بدست آورد چند نکته لازم به تذکر است:

الف- آنها اقتصاد دانان مورد بحث حقیقتاً "درصددهید کردن هزینه سرمایه" مشارکت به مفهوم واقعی آن که عبارتست از هزینه فرصت سرمایه بطوریکه مقدار آن (به نسبت سرمایه مورد استفاده) در منحنی‌های هزینه تولید منعکس شده باشد بوده‌اند؟ یا اینکه ایشان صرفاً "درصددهید کردن نرخ خذف CUT-OFF RATE برای هزینه‌های سرمایه‌ای برای یک مؤسسه دایر بوده‌اند؟ در جواب قسمت اول واضح است که سؤال اصلی ایشان آن نبوده است که ذکر شد زیرا در این صورت و بر اساس نظریه هزینه تولید این هزینه باید برای تمام واحدهای تولیدی موجود در یک صنعت یکسان باشد در حالیکه نسبتهای ارائه شده در فرمولهای بدست آمده در هر کدام از این تحقیقات از واحدی به واحد دیگر متفاوت میباشد.

ب- شواهد زیادی وجود دارد که نشان میدهد اندازه واحد تولیدی تاثیر قابل توجهی بر روی هزینه تامین مالی از طریق استقراض دارد (گرچه تاثیر آن هنوز مورد



توافق همگان نیست - به مقاله‌ای . ای بریگام و کی . وی . اسمیت سال ۱۹۷۰ صفحات ۱۶۷ - ۱۵۷ (مراجعه نمائید) (۱۳) که ابعاد پیچیده‌تری به مسئله می‌دهد . پیچیدگی موجود با توجه به این واقعیت که عوامل دیگری مانند سیاست پرداخت سود سهام بر روی هزینه سرمایه تاثیر دارد افزایش می‌یابد (بعنوان مثال به مقاله جی . اف . وستون وای . ای بریگام صفحات ۴۱۷ - ۴۱۴ و نیز مقاله ام . اچ . میلرواف . مدیکلیانی سال ۱۹۶۱ صفحات ۳ - ۴۲۱ مراجعه شود) .

ج - آخرین ولی مهمترین نکته آنستکه در تمام تحقیقات اشاره شده هزینه بهره یکی از عوامل هزینه‌های غیر قابل اجتناب بوده و هر زمان که هزینه سرمایه مورد بحث قرار می‌گیرد باید این موضوع به وضوح مد نظر باشد . علت " اجتناب ناپذیری " اینستکه چه آنکه منافع توزیع نشده و یا ذخائر استهلاک از یکطرف مورد استفاده قرار گیرند . و چه آنکه منابع خارجی (استقراض یا مشارکت با هر دو) از طرف دیگر مورد بهره‌برداری واقع شوند هزینه بهره همیشه وجود دارد زیرا کمترین نرخ بازگشت منتظره از هزینه‌های سرمایه‌ای نرخ بهره است . بنابراین اینکه مشاهده میشود غالب کتب درسی اقتصاد خود سیستم سرمایه‌داری در تحلیل نظریه رفتاری واحد تولیدی ، نرخ بهره را " هزینه فرصت سرمایه " تلقی می‌کنند تصادفی نیست ( باید توجه داشت که روش غیر واقعی نظریه رفتار واحد تولیدی که در این کتب مورد سوال قرار گرفتند از جهت دیگری بود که توضیح داده شد) .

### ۳ - هزینه سرمایه برای یک واحد تولیدی در اقتصاد اسلامی

۱ - ۳ - ممنوعیت و تحریم ربا بهر صورت (قرضی یا معامله‌ای - به کتاب شهید مطهری سال ۱۳۴۶ صفحه ۴۱ مراجعه شود) (۶) و نیز بر اساس عقود اسلامی موجب میشود که تحلیل اقتصادی رفتار تولیدکننده در مورد هزینه‌های تولید ، تفاوت فاحشی با تحلیلهای اقتصاد سرمایه‌داری داشته باشد . در چنین جامعه‌ای بازار پولی (که متمایز از بازار سرمایه‌ای است به مقاله الف . توتونچیان و دیگران سال ۱۳۵۸ صفحات ۹-۷ مراجعه شود) (۱) وجود نخواهد داشت و در نتیجه تمام روشهای تامین منابع مالی برای سرمایه‌گذاری (برای سهولت تحلیل) باید به مشارکت منحصر گردد . در چنین سیستمی تضمین هر مقدار نرخ بازگشت ثابت و از قبل تعیین شده (در بحثهای نظری) ملغی است . لازم به یادآوری است که هرگونه پرداخت ضمنی یا صریح از قبل تعیین شده و بصورت هزینه فرصت از دست رفته در اقتصاد هزینه محسوب میشود . ضمناً " این هزینه (حداقل در بحثهای نظری) باید برای تمام واحدهای تولید یکسان محسوب شود تا امکان تحلیل وجود داشته باشد "

همانطور که قبلاً ذکر شد سرمایه بالقوه (همان پول) پس از ورود عینی در کارهای تولیدی (در اینجا منظور مشارکت است) دارای سهمی از منافع احتمالی آینده است که نرخ آن را نمی‌توان از قبل تعیین کرد. سود و زیان برخلاف بهره که از مفاهیم EX-ANTE می‌باشد از جمله مقولات EX-POST است یعنی مقدار آن پس از عملیات مربوط به تولید و فروش محاسبه شده و مابین شرکا تقسیم می‌شود. بعنوان مثال آنچه که در قانون عملیات بانکی بدون رباى جمهوری اسلامی ایران مصوب شهریور ماه ۱۳۶۲ پیش‌بینی شده است، نسبت تقسیم سود بین سرمایه‌گذار و بانک است که باید هنگام تنظیم عقد مشارکت از قبل تعیین شود (ماده ۵ و بند ۱ از ماده ۲۰) ولی اینکه سرمایه‌گذار چه نرخی برای بکارگیری سرمایه خود بدست خواهد آورد مشخص نیست. اینکه آیا می‌توان نرخ بازدهی به سرمایه را در سیستم اسلامی که براساس مشارکت در سود و زیان بدست می‌آید جز و هزینه سرمایه محسوب کرد توضیحات زیر موضوع را روشن میکند.

در بانکداری اسلامی، سپرده‌گذاران پس اندازهای خود را (بنابه فرض بالا) برای مشارکت در سرمایه‌گذاریهایی متعدد به بانک می‌سپارند و بانک به وکالت از طرف ایشان با واحدهای تولیدی وارد مذاکره برای مشارکت می‌گردد. در حقیقت دو طرف عقد مشارکت بانک و واحد تولیدی می‌باشند و نسبت سهم سود (در صورت احراز) در این قرار داد باید مشخص گردد. برای سادگی بحث مفروضات زیر را در نظر می‌گیریم:

- ۱- تمام سپرده‌گذاران سپرده‌های خود را در اول فروردین ماه هر سال به بانک می‌سپارند.
  - ۲- دوره تولید از اول فروردین هر سال شروع شده و تمام عملیات تولید و فروش طی همان سال شروع شده و در ۲۹ اسفند همان سال پایان می‌پذیرد و صورت حساب سود و زیان در این موقع تنظیم شده و سود یا زیان در این زمان بین سهامداران تقسیم می‌شود.
  - ۳- فقط یک واحد تولیدی برای عقد مشارکت وارد مذاکره با بانک می‌گردد این واحد از این طریق موجودیت پیدا می‌کند.
  - ۴- بانک فقط به وکالت از طرف سپرده‌گذاران وارد عقد مشارکت با واحد تولیدی مورد نظر شده و از منابع داخلی خود هیچگونه استفاده‌ای نمی‌کند و ضمناً "حق وکالت (بازار مزد) ناچیز بوده و از آن صرف نظر می‌شود.
  - ۵- نرخ مالیات بر منفعت صفر است.
- در صورتیکه سهم بانک (به وکالت از طرف سپرده‌گذاران) را در این قرار داد با  $K_{BI}$  و سهم واحد تولیدی را با  $K_{F1}$  نشان دهیم کل سرمایه بکار گرفته شده عبارتست از  $K_1 = K_{BI} + K_{F1}$  و هرگاه کل منفعت حاصله را با  $P_1$  و سهم بانک و واحد تولیدی

را به ترتیب با  $P_{B1}$  و  $P_{F1}$  نشان دهیم (در صورت وجود منفعت) خواهیم داشت:  

$$P_1 = P_{B1} + P_{F1}$$
 که به موجب مفاد قرار داد یکی از حالات سه گانه زیر باید مشخص گردد:

$$\frac{P_{B1}}{P_{F1}} \not\approx \frac{K_{B1}}{K_{F1}} \quad (5)$$

حال سؤال مقدرآنستکه آیا می توان هزینه سرمایه واحد تولیدی را برابر  $\frac{P_1}{K_1} = r_1$  قرار داده و در محاسبات هزینه منظور کرد؟ جواب به وضوح منفی است زیرا منفعت از قبل معلوم نیست که  $r_1$  را بتوان جزء هزینه این واحد تولیدی محسوب کنیم. (در این صورت سهم هر سپرده گذار از این منفعت برابر است با حاصلضرب مبلغ سپرده گذارده شده در عدد مثبت  $r_1$ ).

حال اگر بجای فرض ۳ از مفروضات بالا فقط تعداد واحدهای تولیدی را از یک به دو افزایش دهیم و سایر مفروضات را حفظ کنیم و علامت اختصاری مربوط به واحد تولیدی شماره ۲ را به ترتیب و بصورت زیر بنویسیم:

$$\begin{aligned} K_2 &= K_{B2} + K_{F2} & \frac{P_2}{K_2} &= r_2 \\ P_2 &= P_{B2} + P_{F2} \end{aligned} \quad (6)$$

آیا هزینه فرصت سرمایه برابر  $r_2$  است یا میانگین  $r_1$  و  $r_2$ ؟ جواب به وضوح آنستکه هیچکدام زیرا  $P_1$  و  $P_2$  از قبل مشخص نبودند که بتوان یکی از این دو را جزو هزینه محسوب کرد. (در این حالت سهم هر یک از سپرده گذاران از منافع حاصله و در پایان اسفند برابر است با حاصلضرب میانگین موزون  $r_1$  و  $r_2$  در میزان سپرده ایشان).

حال اگر تعداد واحدهای تولیدی را به  $n$  افزایش دهیم در ماهیت موضوع تغییری حاصل نخواهد شد و هیچکدام از این واحدها منجمله واحد  $k$  ام نه می تواند  $\frac{P_k}{K_k} = r_k$  را جزو هزینه بحساب آورده و نه هزینه فرصت سرمایه می تواند برابر نرخ موزون سوددهی  $n$  واحد تولیدی باشد (ولی سپرده گذاران می توانند در صورت احراز منفعت در برخی واحدها و ضرر در بعضی دیگر از نرخ موزون سود دهی در تمام واحدهای تولیدی بعنوان نرخ بازدهی سود به سپرده های خود بهره مند گردند).

بدیهی است که اولاً "این نرخ موزون با تمام نرخهای سوددهی در واحدهای مختلف از نظر آماری بستگی داشته و مستقل از آنها نیست ثانیاً "ایمن نرخ

نه تنها نرخ " هزینه " نیست بلکه نرخ " منفعت " است و باید در داخل سیستم اقتصادی و بصورت درون‌زا (ENDOGENEOUS) در بازار کالا (COMMODITY MARKET) میزان آنرا تعیین نمود. اینکه گفته شود برای سرمایه در این سیستم نمی‌توان " هزینه‌ای " در نظر گرفت بآن معنی نیست که بازدهی سرمایه برابر صفر است بلکه این دو موضوع جدا از یکدیگرند. زیرا در سیستم سرمایه‌داری هزینه سرمایه یعنی همان بهره در بازار پولی تعیین میشود درحالیکه نرخ سوددهی سرمایه در بازار کالا بدست می‌آید و چون هزینه بهره برای واحد تولیدی این سیستم برون‌زا است بنابراین دو نرخ از نظر امید ریاضی (در ضریب همبستگی) مستقل از یکدیگرند. باین معنی که اگر نرخ موزون سوددهی را در کل فعالیتهای اقتصادی با  $r$  نشان داده و  $i$  نرخ بهره در سیستم ربوی باشد خواهیم داشت:

$$i, r = \frac{\text{Cov}(i, r)}{(\sigma_i)(\sigma_r)} = \frac{E(i - \mu_i)(r - \mu_r)}{\sqrt{E(i - \mu_i)^2} \sqrt{E(r - \mu_r)^2}} = 0 \quad (7)$$

زیرا که نرخ بهره در دوره جنینی سرمایه (GESTATION PERIOD) و در دوره تولید (PRODUCTION PERIOD) باید ثابت باشد تا بتوان آنرا جزو هزینه محسوب کرد یعنی  $i = \mu_i$  و یک عدد ثابت از قبل تعیین شده است.

این سؤال باید مطرح شود که در سیستم ربوی چه زمانی مفهوم کمینزین بازدهی نهایی سرمایه (MEC = MARGINAL EFFICIENCY OF CAPITAL) با نرخ بهره برابر خواهد شد؟ اگر جواب بلند مدت است که باید پذیرفت تمام تصمیم‌گیریها در کوتاه مدت صورت می‌گیرد و در یک جامعه پویا بلند مدت در تحلیلهای اقتصادی یک مدت فرضی است و از این رو کمینز تمام تمرکز خود را بر روی کوتاه مدت قرار داد. ولی اگر از صادل ایستا (STEADY-STATE EQUILIBRIUM) بحث شود که تحقق برابری نرخ بازدهی نهایی سرمایه و نرخ افزایش جمعیت در دلتیهای متحول امروز امری دور از واقعیت است. در نتیجه تساوی قرار دادن این دو مفهوم چیزی جز یک تساوی بر روی کاغذ نخواهد بود. زیرا همانطور که ذکر شد در جهان پویای سرمایه‌داری امروز سرمایه‌گذاری زمانی صورت می‌گیرد که نرخ سود دهی منتظره بیش از نرخ بهره باشد و اگر نرخ بهره به دلیل پائین آمدن نرخ سوددهی کاهش یابد مجدداً "در نرخ بهره" جدید در پروژه‌هایی سرمایه‌گذاری خواهد شد که نرخ سوددهی منتظره بیش از آن باشد و این روند همیشه و بهمن صورت ادامه خواهد یافت و این دو یکدیگر نخواهند رسید.

در سیستم اسلامی نیز زمانی بنگاه تولیدی دایر در صدد مشارکت با بانک برمی‌آید

که نرخ سوددهی منتظره برای سهامداران موجود در صورت مشارکت بیش از نرخ سوددهی منتظره بدون مشارکت باشد. بدیهی است که در این حالت نیز نرخ سوددهی منتظره بدون مشارکت بعنوان نرخ حذف (CUT-OFF RATE) مورد عمل قرار میگیرد. ضمناً " اگر فرض شود که واحدهای تولیدی در این سیستم برای منفعت به فعالیت میپردازند امری طبیعی است ولی آیا این واحدها می توانند درصد بحد اکثر رسانیدن سود باشند جای تعمق داشته و احتیاج به تحقیق دارد.

۲-۳ - باتوجه به مطالب فوق آیا نمی توان در چنین سیستمی برخلاف روش متداول که منفعت را ما به التفاوت (RESIDUAL) در آمد کل و هزینه کل میدانند و بصورت یک متغیر برون زا معرفی میشود بصورت متغیر درون زافرض کرد؟ باین معنی که تصور کنیم هزینه های عمده سرمایه گذاری بوسیله منفعت توزیع نشده تامین میگردد. در صورتیکه این فرض صحیح باشد می توان رابطهای بین سرمایه گذاری واحد تولیدی و میزان منفعت منتظره برقرار نمود ( از این رو است که می توان انتظار داشت که نحوه تحلیل رفتار تولید کننده در سیستم اسلامی باروشهای متعارف کاملاً متفاوت بوده و نیز ابزار بکار گرفته شده تفاوت فاحشی داشته باشد. جای آن دارد که موضوعی با چنین اهمیت مورد مطالعه و تحقیق پژوهشگران قرار گیرد). باین ترتیب که منفعت را تابعی از سرمایه گذاری دانسته و باتوجه به مطالب فوق (در مورد مرز استفاده از منابع داخلی یعنی سود تقسیم نشده و مشارکت) نسبت به سرمایه گذاری تصمیم گرفته شود. ضمناً " لازم به یادآوری است که در سیستم ربوی هرگاه نرخ سوددهی سرمایه پائین تر از نرخ بهره جاری باشد آن سرمایه متروک تلقی شده و حتی با داشتن نرخ سوددهی مثبت و عمری بیش از آنچه که تساوی نرخ سوددهی و نرخ بهره اجازه میدهد از آن استفاده نخواهد شد بعبارت دیگر در سیستم سرمایه داری عمر مفید سرمایه واقعی (ماشین آلات) کمتر از عمر مفید همان سرمایه و با همان تکنولوژی در یک کشور اسلامی خواهد بود. زیرا در یک سیستم اسلامی نرخ سوددهی سرمایه با نرخ ثابت از قبل تعیین شده ای مقایسه نمیشود بلکه نرخهای سوددهی منتظره در هر پروژه سرمایه گذاری با هم مقایسه میشود. فرض می کنیم در دوره ای مشخص  $n$  پروژه سرمایه گذاری وجود داشته باشد که نرخ سوددهی منتظره هر یک عبارتند از  $r_1, r_2, \dots, r_n$  و در صورتیکه برای سادگی فرض کنیم  $r_i > r_{i+1}$  باشد تحت شرایطی یکسان برای تمام پروژهها هرگاه این مقادیر را به ترتیب قوای نزولی مرتب کنیم بدیهی است که سرمایه گذاران ابتدا به سمت پروژه شماره  $n$  (بزرگترین) و به محض پائین آمدن  $r_1$  و نزدیک شدن به آن به سمت پروژه شماره ۲

رو آورده و به محض پائین آمدن  $r_2$  و نزدیک شدن به آن به سمت پروژه شماره ۳ رو خواهند آورد و این عمل برای  $n$  پروژه صورت خواهد گرفت. بنابراین صحیح نیست که گفته شود در این سیستم آنقدر سرمایه‌گذاری خواهد شد که  $r$  به صفر برسد زیرا در یک اقتصاد متحول و افزایش روز افزون نیازها چنین موردی پیش نخواهد آمد. از این رو سرمایه‌های بالقوه ابتدا به سمت پروژه هائیکه نرخ سوددهی بیشتری (در مقایسه با سایر پروژه‌ها) داشته باشد جذب خواهد شد. در یک جامعه اسلامی انتظار آنستکه تمام سرمایه‌گذارها (بخصوص سرمایه‌هائیکه از طرف سیستم بانکی تامین مالی میشوند - بصورت مشارکت در تولید کالاهائی بکار خواهد افتاد که مورد نیاز عموم بوده نه تولید اشیاء تجملی و مصرفی غیر ضروری. جالب توجه است که یادآور شویم در تبصره ماده ۸ قانون مورد اشاره این پیش‌بینی بحق صورت گرفته است.

در سیستم اقتصاد اسلامی که برای بانک این امکان وجود دارد با استفاده از انواع عقود نقشی سازنده و تعیین کننده در سرمایه‌گذاری ایفا نماید می‌تواند به منظور دفاع از حقوق سپرده‌گذاران و نیز جلوگیری از صرف منابع این سیستم در پروژه‌هائیکه بازدهی کمی دارند نرخ را خود بعنوان نرخ حذف یا تصمیم‌گیری انتخاب کند و بر این اساس از بکار افتادن این منابع در پروژه هائیکه نرخ سوددهی منتظره آنها کمتر از نرخ حذف باشد جلوگیری کند، کما اینکه این موضوع را می‌توان به‌وضوح بعنوان نمونه در تبصره ماده ۴ دستورالعمل اجرائی این قانون در مورد سرمایه‌گذاری مستقیم با اینصورت مشاهده کرد:

"حداقل نرخ سود (نرخ بازده) مورد انتظار برای طرحهای موضوع سرمایه‌گذاری مستقیم بانکیا توسط شورای پول و اعتبار تعیین خواهد شد."

لازم به یادآوری است که این ماده و مواد دیگر آن بر اساس مواد مختلف فصل چهارم قانون عطلات بانکی فوق‌الذکر و توسط شورای پول و اعتبار به تصویب رسیده است.

۳-۲- آنچه که از این بحث می‌توان (بنظر محقق) بعنوان راهنمای تحقیقات بعدی استفاده نمود آنستکه این موضوع به مسائل پیچیده و عمیقی در یک اقتصاد اسلامی مانند نرخ و حجم سرمایه‌گذاری بهینه - نرخ و حجم منفعت بهینه - عمر مفید ماشین‌آلات و نرخ استهلاک آنها و نرخ رشد اقتصادی و... مربوط میشود. بدیهی است که مفهوم سرمایه و پول نیز از جمله مقولاتی هستند که در خور تأمل و تعمق عاجل است و باین وسیله نظر کلیه پژوهشگران را به این مقولات جلب نموده و دست همیاری و کمک به سوی ایشان دراز مینمایم زیرا راهی که در پیش داریم پس طولانی و پر پیچ و خم است و از توان یکفرد و با بضاعتی کم خارج

است. امید است که خداوند منان ما را در این راه یاری نماید .

قبل از آنکه مقاله را به پایان بهریم تذکری نکته ضروری است و آن اینستکه معلوم نیست نرخ رشد اقتصادی در یک جامعه اسلامی (با توضیحاتی که در بالا داده شد) بیش از نرخ رشد در سیستم سرمایه‌داری یا سوسیالیستی باشد . آنچه در یک جامعه اسلامی مهمتر از رشد اقتصادی است و بعنوان یک اصل مورد قبول واقع شده است عدالت اجتماعی و بصورتی است که شهید سید محمد باقر صدر با استادی تمام و بینشی ژرف و حساس آنرا ترسیم کرده است . اگر مقولاتی از قبیل وقف - انفاق - حق معلوم و امثالهم در اسلام پیش‌بینی شده و ربا را با صراحت تحریم کرده است فقط به منظور ایجاد و تضمین عدالت اجتماعی است . زیرا در یک سیستم اسلامی منحصرأ " اجرای عدالت (اجتماعی) و آنهم طبق دستورات قرآن کریم و روایات و احادیث بعنوان هدف مشخص شده است که رضای خدا را در بردارد . اقتصاد در یک حکومت اسلامی و امور مربوط بآن فقط وسیله‌ای هستند برای رسیدن باین هدف . بنابراین حتی اگر بتوان ثابت کرد که در یک حکومت اسلامی عدالت اجتماعی تامین شده ولی نرخ رشد اقتصادی پایین است تحصیل حاصل خواهد بود زیرا هم تمام مسلمانان آن راضی خواهند بود و هم خداوند سبحان .

## فهرست منابع

## الف - فارسی

- ۱ - توتونچیان ، دکترابرج - میرآخور ، دکتر عباس ودیگران : " مدلی از اقتصادکلان اسلامی " ارائه شده در اولین همگامی اقتصاد اسلامی - دانشگاه الزهراء . ۱۳۵۸
- ۲ - جعفری لنگرودی ، دکتر م . جعفر : حقوق اموال (جلد اول ) ، چاپ مشعل آزادی - تهران ۱۳۵۴ .
- ۳ - قانون عملیات بانکی بدون ربا - مصوب شهریورماه ۱۳۶۲ مجلس شورای اسلامی .
- ۴ - صدر ، شهید سیدمحمدباقر : اقتصاد ما ( دو جلد ) ، انتشارات اسلامی تهران ۱۳۵۷ .
- ۵ - صدر ، شهید سید محمدباقر : بانک اسلامی ، انتشارات الفتح - تهران ۱۳۵۹ .
- ۶ - مطهری ، شهید مرتضی : ربا - بانک - بیمه - انتشارات صدرا - تهران ۱۳۶۴ .

ب - انگلیسی

- 7- Ahmed, Z., Iqbal, M. and Khan, M.F. (EDS): Money and Banking in Islam; Institute of Public Policy, Islamabad, Pakistan (1983).
- 8- Ariff, M. (ED.): Monetary and Islamic Economics of Islam; International Centre for Research in Islamic Economics, Jeddah, Saudi Arabia (1982).
- 9- Bailey, M.: National Income and The Price Level; N.Y. (1971).
- 10-Baumol, W.: "The Transactions Demand for Cash: An Inventory Theoretic Approach"; Quarterly Journal of



- Economics; Nov. 1952. # 62 PP. 545-56.
- 11- \_\_\_\_\_ and Malkiel, B.G.: "The Firm's Optimal Debt-Equity Combination and the Cost of Capital"; Quarterly Journal of Economics; Nov. 1957 # 4; PP. 547-78.
  - 12- Bohm-Bawerk, E.V.: Capital and Interest; Brenland's, N.Y. (1922).
  - 13- Brigham, E.F. and Smith, K.V.: "The Cost of Capital to Small firm", in: Managerial Finance, By: Weston, J.F. and Brigham, E.F. (Third Edition) Holt, Rinehart and Winston; N.Y. (1970).
  - 14- Bronfenbrenner, M.: Income Distribution Theory; Aldine-A Therton; Chicago (1971).
  - 15- Dabirian Tehrani, A.: "Interestless Islamic Economics"; Unpublished Ph.D. of Arts Dissertation: New School for Social Research, N.Y. (1982).
  - 16- Fisher, D.: Monetary Theory and the Demand for Money; Martin Robertson; Oxford, England (1978).
  - 17- Fisher, I.: The Theory of Interest; Macmillan, N.Y. (1930).
  - 18- \_\_\_\_\_ : The Purchasing Power of Money; Augustus M. Kelley, N.Y. (1963).
  - 19- Friedman, M.: Price Theory; Aldine Publishing Co., Chicago (1976).
  - 20- Gabor, A. and Pearce, I.: "The Place of Money Capital in the Theory of Production" Quarterly Journal of Economics, Nov. 1958.# 72; PP. 537-57.

- 21- Galbraith, J.K.: Money: Whence it Came, Where it Went;  
Bantam Book; N.Y. (1975).
- 22- Gordon, M.J.: The Investment, Finance, and Valuation  
of Corporation; Homewood, Illinois (1962).
- 23- Gordon, M.J. and Gould, L.I.: "The Cost of Equity  
Capital: A Reconsideration"; the Journal of Finance,  
June 1978; No. 3; PP. 844-61.
- 24- Hahn, F.H.: "Professor Friedman's View on Money",  
Economica, Feb. 1971; PP. 61-88.
- 25- Johnson, H.: "Monetary Theory and Policy"; American  
Economic Review, June 1962.
- 26- ———: Selected Essays in Monetary Economics;  
London (1978); PP. 161-68.
- 27- Keynes, J.M.: The General Theory of Employment,  
Interest and Money; Macmillan (1970).
- 28- Lange, O.: "The Place of Interest in the Theory of  
Production"; Review of Economic Studies; June 1936 #  
3; PP. 159-62.
- 29- Levhari, D. and Patinkin, D.: "The Role of Money in  
A Simple Growth Model"; American Economic Review:  
Sept. 1958 # 58 PP. 713-53.
- 30- Miller, M.H. and Modigliani, F.: "Dividend Policy,  
Growth, and the Valuation of Shares"; Journal of  
Business; Oct. 1961; PP. 421-432.
- 31- Miller, M.H. and Orr, D.: "A Model of Demand for  
Money for Firm"; Quarterly Journal of Economics;  
August 1966; PP. 413-35.

- 32- Mirakhor, A.: "Muslim Scholars Considered Money As A Medium of Exchange But Rejected its Function As A Store of Value"; Crescent May 1-15, 1987.
- 33- Nadiri, M.: "The Determinants of Real Cash, Balances in The Total Manufacturing Sector"; Quarterly Journal of Economics May 1969 # 83; PP. 173-96.
- 34- Ohlin, B.: "Some Notes on the Stockholm Theory of Savings and Investment"; Economic Journal # 47, 1937.
- 35- Patinkin, D.: Money, Interest and Price; 2nd Edition, N.Y. 1965.
- 36- Robertson, D.H.: "Alternative Theory of the Rate of Interest"; Economic Journal # 47; 1937.
- 37- Samuelson, P.A.: Economics (An Introductory Analysis); McGraw-Hill Book Co.; Sixth Edition, Chicago, 1964.
- 38- Schwartz, E.: "Theory of Capital Structure of the Firm"; The Journal of Finance; March 1959; PP. 18-39.
- 39- Sidrauski, M.: "Inflation and Economic Growth"; Journal of Political Economy; Dec. 1967 # 75; PP. 796-810.
- 40- Tobin, J.: "Money and Economic Growth"; Econometrica, Oct. 1965 # 33, PP. 671-81.
- 41- Vickers, D.: The Theory of the Firm: Production, Capital and Finance; N.Y. 1968.
- 42- Zarqa, M.A.: "Stability in an Interest free Islamic Economy: A Note"; Pakistan Journal of Applied Economics; Vol. 2#2, 1983; PP. 181-88.