

نقش نهادهای حقوقی اسلامی در تحول بازارهای مالی

سید کاظم صدر^۱

تاریخ دریافت: ۱۳۹۱/۱۱/۲۰

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۲/۳/۲۵

چکیده

هدف این مقاله نشان دادن تأثیر نهادهای حقوقی و قواعد رفتاری اسلامی بر ساختار و عملکرد بازارهای مالی است. ممنوعیت خلق دارایی بر مبنای بدهی و تجویز آن بر مبنای ارزش یا دارایی واقعی و در نتیجه هماهنگ شدن بخش مالی با بخش واقعی اقتصاد، مهم‌ترین تأثیر اجرای قواعد مزبور است. در نتیجه از ساختار بازارهای مالی، بازار پول حذف شده و دارایی‌های ربوی نظیر اوراق قرضه و مشتقات آنها تحریم می‌شوند. بر عکس بازار دارایی و سرمایه گسترش یافته و نهادهای مالی، مانند بانک‌ها، بازار سهام، و بانک مرکزی به جای خلق پول و اجرای سیاست پولی به مدیریت سیاست تأمین مالی می‌پردازند.

کلیدواژه‌ها: نهادهای حقوقی، بازارهای مالی، اوراق قرضه

طبقه‌بندی JEL: K1, K2, K4, G1

۱- استاد بازنشسته دانشگاه شهید بهشتی و پاره‌وقت در پژوهشکده پولی و بانکی، K-Sadr@sbu.ac.ir، KazemSadr@gmail.com

۱. مقدمه

پیشرفت نظام مالی اسلامی در کشورهای اسلامی و غیراسلامی طی دهه‌های گذشته خیره‌کننده بوده است. تعداد و انواع مؤسسات مالی و نیز شمار کشورهای که از تأسیس این نهادهای مالی جدید استقبال کرده‌اند به طور چشمگیری افزایش یافته‌اند (پژوهشکده، عسگری). انواع محصولات و خدمات مالی که در مؤسسات مزبور چه در قالب نهادهای بانکی و چه به شکل بازار سهام و شرکت‌های بیمه عرضه شده‌اند، تنوع بسیاری پیدا کرده‌اند. رشد درآمدها و دارایی‌ها همراه با پایداری و ثبات، یکی دیگر از امتیازات عملکرد مؤسسات یادشده است. همچنین انواع مؤسسات ناظر و هدایت‌کننده که برای هماهنگی فعالیت و استانداردسازی محصولات مالی اسلامی تأسیس شده‌اند رو به افزایش است.^۱ پیشرفت‌های فوق در تمام متون بانکداری و تأمین مالی اسلامی گزارش شده‌اند (مجتهد و حسن‌زاده، عسگری، اقبال و میرآخور). از توفیقاتی که برای تطبیق احکام فقهی در خلق محصولات مالی جدید حاصل شده، گزارش‌های مبسوطی ارائه شده است (موسویان، ۸۷ و ۸۹، مصباحی‌مقدم، معصومی‌نیا، ندری). به بیان دیگر مرحله اول از فرآیند ربازدایی از نظام مالی که همان قانونگذاری و تعیین حدود و مرزهای فعالیت‌های مالی است، به طور نسبتاً جامعی تکمیل شده است. آنچه که به نظر می‌رسد ناتمام است، طی شدن مراحل بعدی این فرآیند است. جدا از قوانین و مقررات، انتظار می‌رود اجرای احکام فقهی و ارشادات اخلاقی اسلام بر اصلاح ساختار نظام مالی و عملکرد آن قابل توجه باشد. همچنین، اصول و موازین یادشده بر نوع ارتباط میان بخش مالی و واقعی اقتصاد تأثیر گذاشته و به خاطر ممنوعیت تأمین مالی بر اساس بدهی بدون پشتوانه واقعی و تجویز آن بر پایه دارایی واقعی، بخش مالی را نه فقط حامی بخش واقعی می‌گرداند، بلکه آن را تابع بخش اخیر می‌سازد. بدیهی است که نقش واسطه‌های مالی و نیز بانک مرکزی از وام‌دهندگان به تأمین‌کنندگان سرمایه تبدیل می‌شود.

هدف این مقاله تشریح چگونگی تحولات یادشده است. از آنجایی که وجه امتیاز نظام اسلامی از سایر نظام‌ها نهادهای حقوقی و موازین ارزشی آن است، سعی می‌شود که آثار آنها بر ساختار و عملکرد نظام مالی مورد مطالعه قرار گیرد. در مباحث اقتصادی و به ویژه در فرآیند الگوسازی، بسیاری از عوامل تأثیرگذار نادیده گرفته می‌شود و فقط نقش چند عامل مهم و معین که در بازار یا اقتصاد قابل مشاهده بوده مورد تحلیل قرار می‌گیرد. از جمله، نقش عوامل حقوقی غالباً هنگام توضیح رفتار دست‌اندرکاران بازار و حتی بخش عمومی ثابت فرض می‌شود و در نتیجه به تأثیر آنها، هنگام طرح مباحث اقتصادی توجهی نمی‌شود. نخستین بخش مقاله

به همین موضوع می‌پردازد، و نشان می‌دهد که وارد کردن عوامل حقوقی در شکل‌دهی ساختار بازارهای مالی، به ویژه حذف بازار پول و تقویت بازار سرمایه بسیار مؤثر است. در بخش‌های بعدی به آثار تغییر مزبور بر عملکرد بازارهای مالی پرداخته شده و نحوه تعیین حجم بهینه دارایی‌های مالی اعم از پول و سرمایه نشان داده می‌شود. وظایف بانک مرکزی در هدایت عملکرد بازارهای مالی نیز مورد بحث قرار می‌گیرد. سرانجام، تأثیر تحولات ساختاری در بخش مالی اقتصاد بر عملکرد بخش واقعی تحلیل و بررسی می‌شود. امید است که این مباحث زمینه ورود به مراحل تکمیلی مورد نیاز برای ربازدایی از اقتصاد را تعیین کرده و اقدامات و سیاست‌های لازمی را که در بخش مالی باید برای تحقق این هدف اتخاذ شود مشخص کند.

۲. تأثیر قوانین و مقررات بر فرآیند الگوسازی

در تحلیل‌های علمی و در فرآیند نظریه‌پردازی، روش کار چنین است که واقعیت خارجی تجرید می‌شود، به این معنی که از میان بی‌شمار عللی که در ایجاد پدیده مورد مطالعه دخالت دارند، فقط چند عامل مهم در نظر گرفته شده و از تحلیل نقش عوامل بی‌اهمیت‌تر صرف‌نظر می‌شود. تجرید واقعیت ضرورتی است که در تمام علوم تجربی برای دست‌یافتن به الگوهای تحلیلی صورت می‌گیرد. این تجرید متناسب با هدف تحقیق و توضیح نقش عاملی که قرار است مورد تحلیل قرار گیرد، صورت می‌پذیرد. مثلاً در تشریح تقاضای تولیدکننده، هزینه‌های حمل و نقل کالا و نهاده‌های تولید معمولاً در نظر گرفته نمی‌شوند، چه هدف فقط تشریح نحوه اثرگذاری قیمت کالاها و نهاده‌ها بر تقاضای آنهاست. اما اگر، هدف مطالعه مکان‌یابی تولید و توزیع کالاها و نهاده‌ها باشد، هرگز هزینه حمل و نقل تجرید نمی‌شود، زیرا معیار با هدف تحقیق است.

یکی از عواملی که معمولاً در تحلیل‌های اقتصادی ثابت فرض می‌شود قوانین و مقررات حاکم بر دادوستد در بازار است. به خاطر جدایی حرفه اقتصاد از حقوق، ثابت‌انگاشتن عوامل یادشده امری بسیار متداول در علم اقتصاد است و معمولاً هم مطابق با هدف صورت می‌گیرد. اما چنان که گفته شد، در مواردی که اثر یک قانون بر رفتار مصرف‌کننده یا تولیدکننده و یا تشکیل بازار اثرگذار است، نمی‌توان باز هم عوامل مزبور را نامتغیر انگاشت. مثلاً در تحلیل‌های بخش عمومی، نمی‌توان نقش قانون مالیات‌ها و عوارض را منظور نکرد و نیز اثر تعرفه‌ها را در مباحث تجارت بین‌الملل نادیده گرفت.^۱

۱- عوامل حقوقی، هم بر کارایی فعالیت‌های اقتصادی تأثیرگذار هستند و هم بر توزیع درآمد. یکی از مباحث مهم در سیاست‌های توسعه کشاورزی، شکل نظام بهره‌برداری از زمین و رابطه حقوقی مالک و زارع است. استدلال می‌شود که انگیزه زارع برای افزایش تولید هنگامی که مالک زمین است به مراتب بیشتر از زمانی است که شریک مالک در برداشت از محصول است. بر همین اساس سیاست اصلاحات ارضی



۳. بازارهای مالی تمام

در کتاب‌های درسی ساختار بازارها و شرایط رقابت کامل و ناقص به طور کامل تشریح می‌شود؛ اما به دلیل مطرح‌نکردن عوامل حقوقی، بازارهای تمام یا تام^۱ کمتر معرفی می‌شوند. طبق تعریف بازارهایی تمام هستند که دارای شرایط زیر باشند (هانلی):

- ۱- حقوق مالکیت و دادوستد تعریف‌شده و مشخص باشد.
- ۲- مزایا و تعهدات حقوق مالکیت و دادوستد اختصاصی مالک و معامله‌کننده باشد.
- ۳- حقوق مالکان قابل انتقال باشد.
- ۴- حقوق مزبور ایمن باشد.^۲

بازارهای مالی ممکن است ناتمام باشند، به این معنی که برای هر خدمت یا محصول مالی، بازار وجود نداشته باشد. بدیهی است که شرط لازم برای تشکیل چنین بازارهایی مجازبودن



در بسیاری از کشورها به اجرا در آمد تا کارایی بهره‌برداری از زمین افزایش یابد. سیاست سهام‌کردن کارگران در سود کارخانجات نیز بر همین استدلال مطرح شد (ویتمن). از سوی دیگر رونالد کوز (کوز، کوتر) استدلال کرده است که میزان بهینه هزینه اجتماعی را نهاد بازار می‌تواند تعیین کند اگر حقوق مالکیت طرفین قرارداد، یعنی زیان‌رسان و زیان‌دیده مشخص باشد. باز، هنگام بحث از علل پدیدآمدن شرایط انحصار در بازار، اعطای امتیازات حقوقی و انحصاری به تولیدکنندگان یا واردکنندگان مهم‌ترین عامل قلمداد می‌شود (لایارد). بنابراین ملاحظه می‌شود چه در فعالیت‌های کشاورزی و چه صنعتی، بدون ایجاد هزینه‌های جانبی تولید و در صورت وجود آنها، شکل قرارداد و نظام حقوقی حاکم بر بازار بر کارایی فعالیت‌های اقتصادی تأثیر چشمگیری دارد. بدیهی است که شکل قرارداد بر توزیع درآمد میان طرفین قرارداد نیز مؤثر است در قراردادهای مشارکتی، این امر بدیهی است ولی در قراردادهای مبادلاتی نیز سهم دادوستدکنندگان به تعهدات و امتیازات تصریح‌شده در قرارداد بستگی دارد. شکل حقوقی تشکیل بنگاه‌های اقتصادی، که سهامی، تضامنی یا تعاونی باشند بر نحوه توزیع منافع میان سهامداران بسیار مهم است. بنابراین ملاحظه می‌شود که عوامل حقوقی هم بر کارایی جریان تولید اثرگذار هستند و هم بر توزیع درآمد حاصل از آنها.

1- Complete Markets

۲- بسیاری از منابع طبیعی کشورمان در حال حاضر دارای بازار ناتمام هستند. بخش عظیمی از زمین‌های کشاورزی و برخی زمین‌های شهری فاقد سند مالکیت هستند و در مراکز رسمی قابل انتقال نیستند. زمین‌هایی که از والدین به اولاد به ارث رسیده است، در مالکیت مشترک ورثه قرار دارند و تا تکمیل‌نشدن مراحل انحصار وراثت، سهم انحصاری هر یک از وراث نامشخص و غیرقابل انتقال است. بازار آب کشاورزی نیز ناتمام است، زیرا حقابه در بسیاری از موارد نامشخص است و در صورت معلوم‌بودن، ممکن است قابل فروش باشد ولی به شکل وثیقه یا رهن کاربرد نداشته باشد. جامع و روشن‌نبودن حقوق مالکیت و دادوستد موجب می‌شود تا کالاها و منابع به بهترین مصرف خود نرسند و تقاضاهای بالقوه برای آن منبع فعلیت پیدا نکند. در نتیجه بازار عاجز از تعیین قیمت کارآمد برای آن منبع می‌شود. در واقع یکی از مهم‌ترین موارد شکست بازار در تعیین قیمت و مقدار بهینه برای منابع همین ناتمام‌بودن و تشکیل‌نشدن بازار برای ارائه خدمات مورد نیاز و تقاضاهای بالقوه در بازار است (هانلی). یکی از اقتصاددانان آمریکای لاتین معتقد است علت پیشرفت کشورهای سرمایه‌داری موفقیت آنها در وضع قوانین و مقرراتی است که انتقال دارایی‌ها را سهل و سریع می‌گرداند (دوسوتو). وی اظهار می‌دارد که در تمام کشورهای فقیر منابع ثروت فراوانی وجود دارند که با تغییر شرایط اقتصادی قابل انتقال به کاربردهای بهتر نیستند. همچنین فقیرترین اشخاص باز دارای چند قلم دارایی و چند وجب زمین هستند؛ منتها به علت ناتمام‌بودن بازار دارایی، نه می‌توانند آنها را به شکل وثیقه برای گرفتن تسهیلات بانکی مورد استفاده قرار دهند و نه آنها را به یک ابزار کار درآمدزا تبدیل کنند.

دادوستد محصول مزبور، و جامع بودن حقوق دادوستد در آنهاست. تقویت و توسعه بازار سهام، خصوصی شدن بانک‌ها، و تشکیل انواع مؤسسات اعتباری، بیمه‌ای و صندوق‌های بازنشستگی به اتمام بازارهای مالی در ایران کمک کرده است. همزمان تدوین و ارائه ابزارهای جدید تأمین مالی که به شکل‌های مختلف و در شرایط گوناگون قابل به کارگیری هستند، به گسترش همین بازار یاری رسانده است (موسویان، ۸۷ و ۸۹، مصباحی‌مقدم، معصومی‌نیا، ندری). بدیهی است که این گسترش بر اساس احکام مالکیت و ضوابط انجام قراردادهای مدت‌دار که در شرع اسلام تعریف و تشریح شده‌اند، صورت گرفته و مبنای فعالیت واسطه‌های مالی برای انتقال پس‌انداز مصرف‌کنندگان به سرمایه‌گذاران، کاهش هزینه جست‌وجو برای متقاضیان سرمایه‌گذاری، کاهش خطر این فعالیت و تأمین نقدینگی مورد نیاز اشخاص و بنگاه‌ها بوده است. به همین جهت، انجام خدماتی که مطابقت با قانون شرع نداشته باشد، از صحنه عملیات بازار کنار گذاشته می‌شود.

۴. ضوابط قراردادهای مالی

یکی از مهم‌ترین اصول اقتصادی در مکتب اقتصادی اسلام، آزادی در انتخاب فعالیت‌های اقتصادی و نیز بستن قراردادهاست (محقق‌حلی، موسوی، م.ب.صدر). انتخاب نوع فعالیت و شکل قرارداد کاملاً به ترجیحات اشخاص بستگی دارد. منتها قواعد و ضوابطی برای رعایت آزادی سایر اشخاص و نیز حفظ منافع جامعه وضع شده، که لازم است در هنگام انجام فعالیت و بستن قرارداد مراعات شوند (ابراهیمی، ۱۳۷۲، بهشتی، موسویان، ۱۳۷۸). برخی از ضوابط یادشده که در شکل‌دهی بازارهای مالی نقش مهمی دارند، عبارتند از:

- ۱- تحریم ربا
- ۲- عدم اکل مال به باطل
- ۳- عدم غرر
- ۴- تأمین شرایط لاضرر و لاضرار

مهم‌ترین فعالیت واسطه‌های مالی که مشمول حکم ربا می‌شود، دادوستد وام بانکی است. طبق این قاعده، بانک‌ها نمی‌توانند وام به شرط دریافت مبلغی اضافه بر اصل مبلغ آن پرداخت کنند. در نتیجه، به علت ممنوعیت این مبادلات مالی، بازاری در نظام مالی اسلامی نمی‌تواند برای وام‌دهی به شکل ربوی تشکیل شود. همچنین انتشار اوراق قرضه چه از سوی بخش خصوصی و چه بخش عمومی نامشروع می‌شود و هیچ بنگاهی از این طریق نمی‌تواند به تأمین

مالی خویش بپردازد. ملاحظه می‌شود که مهم‌ترین تغییر در نظام مالی اسلامی در مقایسه با سایر نظام‌ها در اثر اجرای این حکم صورت می‌گیرد. با این وصف در نظام مالی اسلامی بازار پول تشکیل نخواهد شد و متغیری به نام قیمت پول یا نرخ بهره قابل مشاهده در بازار مالی نخواهد بود. فعالیت‌هایی که در بازار پول در نظام ربوی انجام می‌گیرد، در نظام غیرربوی در بازار دارایی‌های مالی صورت می‌گیرد. در بازار ارز، پول داخلی با پول خارجی مبادله می‌شود و نرخ ارز تعیین می‌گردد. اسناد تجاری که حاکی از مبادله دارایی‌های واقعی باشند در بازار دارایی بر اساس عقود شرعی معامله می‌شوند. اسناد بدهی‌های واقعی نیز در همین بازار دارایی قابل تنزیل هستند. تنها موردی که باقی می‌ماند، خرید و فروش پول با پول است، که از نظر اکثر فقها جایز نیست. بنابراین شکلی مجاز برای مبادله پول باقی نمی‌ماند و طبیعتاً بازار رسمی برای آن قابل تشکیل نخواهد بود. تحریم ربا و حذف بازار پول از تمامیت بازار دارایی نمی‌کاهد چه انواع دارایی‌ها به شکل‌های گوناگون و در شرایط مختلف قابل انتقال هستند.

بدیهی است که حذف بازار پول در اقتصاد آثار بسیار مهمی خواهد داشت و لذا سؤالات فراوانی در این خصوص مطرح خواهد شد. از جمله آنکه اصلاً پدیده‌ای به نام پول در اقتصاد باقی خواهد ماند؟ وظایف و عملکرد پول به همان صورت معمول در اقتصاد ربوی خواهد بود؟ در این صورت، حجم پول لازم برای معاملات چگونه تعیین می‌شود؟ بانک‌ها و بانک مرکزی چه نقشی پیدا می‌کنند؟ واسطه‌های مالی چگونه خدمات خود را برای پس‌اندازکنندگان و سرمایه‌گذاران انجام می‌دهند؟ تلاش برای پاسخ به این پرسش‌ها در قسمت بعدی انجام خواهد گرفت.^۱

- عدم اکل مال به باطل

دومین ضابطه بستن قرارداد، در نظام اقتصادی اسلام آن است که قرارداد منجر به تولید یا ایجاد نتیجه‌ای بی‌ارزش و باطل از نظر مکتب اسلام نشود (موسویان، ۱۳۸۷). به بیان دیگر هر فعالیتی که برای جامعه «خلق ارزش» نکند جایز نیست.

با این وصف در بازارهای مالی، سفته‌بازی اگر با کتمان اطلاعات و تبانی میان واسطه‌ها برای کنترل یا افزایش قیمت سهام همراه باشد، اکل مال به باطل خواهد بود. فعالیت دیگری که در

۱- از جمله، اشاره خواهد شد که هنوز برخی اقتصاددانان مسلمان در آثار خود از بازار پول نام می‌برند، البته بدون به کارگیری قراردادهای ربوی. چنان که گفته شد تشکیل بازار برای هر کالا یا خدمت مشروط بر حلال بودن و مجاز بودن شکل دادوستد آن است. کالاهای قاچاق کالاهایی است که دادوستد آنها قانونی نیست و لذا بازاری به طور رسمی و قانونی برای آنها تشکیل نمی‌شود. به همین جهت صحبت از بازار پول یا بازار وام و نیز نرخ بهره وام به کارگیری اصطلاحات درستی در ادبیات مالی اسلامی نیست.

بازارهای مالی مشمول این حکم می‌شود مبادلاتی است که شاخص‌بندی^۱ خوانده می‌شود که در واقع نوعی شرط‌بندی است. در این قراردادها، خریدار و فروشنده، مقداری طلا یا نفت به مبلغی معین معامله می‌کنند بدون آنکه کالا به خریدار و مبلغ به فروشنده تحویل شود. سپس طرفین قرار می‌گذارند که اگر قیمت طلا یا نفت بالا رفت، فروشنده معادل آن افزایش قیمت به خریدار بدهد و برعکس اگر پایین آمد خریدار این کاهش قیمت را جبران کند.

بر این اساس لازم است، تمام قراردادها در بازار سهام بازنگری شده و اطمینان از مفید و ارزشمندبودن آنها برای اقتصاد حاصل شود. اگر فعالیت واسطه‌های مالی به انتقال وجوه پس‌اندازکنندگان به سرمایه‌گذاران، کاهش هزینه جست‌وجو برای طرفین و تقلیل خطر سرمایه‌گذاری می‌انجامد و یا به کشف قیمت دارایی‌ها و تثبیت بهای آنها منجر می‌شود، طبیعتاً خدمتی ارزشمند است. در غیر این صورت فعالیت‌های مزبور مجاز نیست. ملاحظه می‌شود که این قاعده نیز همچون ممنوعیت ربا بر عملکرد بازارهای مالی در نظام اسلامی اثری شایان دارد و باعث تمایز آنها از بازارهای ربوی می‌شود.

- عدم غرر

قاعده سوم که باز اثر مهمی بر کارکرد بازارهای مالی دارد، ممنوعیت غرر در معاملات است (ابراهیمی، ۱۳۷۷). همین‌طور در بازارهای مالی، مشخصات بسته‌های مالی که طراحی می‌شوند، اگر روشن نباشد که دارای چه محصولاتی هستند و چه ترکیبی از دارایی‌ها را ارائه می‌کنند مصداق قاعده غرر قرار می‌گیرند. این قاعده به روشنی موجب شفافیت معاملات و انتشار اطلاعات در بازار مالی شده و از خطرات بسته‌های مالی مبهم و نامشخص می‌کاهد. خود به خود مسئله عدم تقارن اطلاعات میان خریدار و فروشنده نیز پیش نمی‌آید.

- لاضرر

قاعده چهارم لاضرر است؛ به این معنی که هیچ فعال اقتصادی حق ندارد با تولید خود به دیگران، یا به محیط زیست و یا به دارایی‌هایی که مورد نیاز نسل‌های آینده خواهد بود زیان وارد کند (موسویان، ۱۳۸۷). بدیهی است نه تولید این قبیل کالاها مجاز است و نه اعطای تسهیلات برای آنها از سوی بانک‌ها و نه عرضه سهام آنها در بورس اوراق بهادار. ناگفته پیداست که اجرای این قاعده باعث کاهش هزینه‌های اجتماعی، حفظ محیط زیست و افزایش رفاه

اجتماعی می‌شود. همچنین می‌توان از قاعده «عدم تسبیب» (موسوی، موسویان، ۱۳۸۷) نیز در اینجا نام برد و اضافه کرد که هر اقدام مالی یا تجاری که موجب ورشکسته‌کردن یا زیان وارد کردن به سایر عاملان در بازار شود ممنوع است.

قواعد هدایت‌کننده فعالیت‌های اقتصادی هرگز به چهار قاعده ذکر شده محدود نمی‌شود. عدم اتلاف و اسراف، عدم هرج و مرج و ازدحام و اختلال نظام، نمونه‌های دیگری هستند (ک. صدر). نکته قابل توجه در قواعد فوق و سایر قواعدی که در کتب فقهی ذکر شده آن است که مکتب اقتصادی اسلام، ضمن به رسمیت شناختن حق انتخاب و آزادی عمل اقتصادی برای تمام مردان و زنان بالغ، محیط کسب‌وکار را چنان تنظیم و هدایت می‌کند که منافع اقتصادی سایر افراد، خانواده‌ها، جامعه و نسل‌های آینده مصون و محفوظ باقی بماند.^۱

۵. تأثیر اجرای ضوابط حقوق اسلامی بر ساختار و عملکرد بازارهای مالی

چنان که دیده شد، اجرای احکام فقهی تأثیر شگرفی بر ساختار بازارهای مالی در یک نظام اسلامی دارد. بازار وام و بخشی از مشتقات مالی از مجموعه بازارهای مالی حذف می‌شوند و در نتیجه بخش مالی فارغ از بازار پول شده و در مقابل دادوستدهای مدت‌دار در میان واسطه‌های مالی برای انجام خدمات مالی مجاز گسترش می‌یابد. ملاحظه می‌شود که بخش مالی اقتصاد آئینه تمام‌نمایی از بخش واقعی می‌شود، و چنان که گفته شد در مقابل هر ریال درآمدی که در بخش مالی کسب می‌شود، معادل یک ریال کالا، نهاده، یا خدمت رفاهی در بخش واقعی تولید می‌شود. همچنین مشاهده می‌شود که تجرید عوامل حقوقی به ویژه در مباحث اقتصاد اسلامی، باعث نادیده گرفتن تفاوت‌های بنیادی دو نظام اسلامی و غیراسلامی شده و موجب تعمیم همان الگوهای ماخوذ از بازارهای ربوی به بازارهای غیرربوی می‌شود.

اینک بجاست که به تشریح عملکرد بازارهای مالی مورد نظر پرداخته و به معرفی خدمات واسطه‌های مالی به پس‌اندازکنندگان و سرمایه‌گذاران بپردازیم.^۲

۱- پیش از پایان این بحث بجاست که ملاحظه شود درآمدهای حاصل از قراردادهای ربوی و غرری و همراه با آثار سوء برای دیگر ذی‌نفعان، خود نوعی اکل مال به باطل هستند. ممنوع شدن فعالیت‌های مزبور ضامن خلق ارزش در هر دادوستد اقتصادی می‌شوند، نه موجب محدودیت انتخاب عامل اقتصادی و ناتمام شدن بازار؛ چه تخلف از قواعد یاد شده موجب وارد آمدن زیان به سایر عاملان، محیط زیست یا نسل‌های آینده می‌شود. اجرای این ضوابط تضمین‌کننده توازن میان درآمدهای کسب‌شده در بخش مالی و ارزش‌های ایجادشده در بخش واقعی اقتصاد است.

۲- طیفی از نهادهای مؤسسات و شرکت‌ها که عبارتند از: بانک‌ها، بورس اوراق بهادار، بیمه‌ها، مؤسسات مالی و اعتباری، صندوق‌های بازنشستگی و قرض‌الحسنه، مجموعه واسطه‌های یادشده را برای انجام خدمات مالی تشکیل می‌دهند. بخشی از این خدمات در بازار سرمایه



فرض می‌شود که ضوابط و شرایط حقوقی گفته‌شده بر بازار حاکم است؛ در نتیجه دست‌اندرکاران بازار، راجع به ماهیت سهام و نوع فعالیتی که آن را بازنمایی می‌کنند، مدت مورد نیاز برای تکمیل فرآیند سرمایه‌گذاری، ساختار مالی بنگاه‌ها و تصمیمات مدیران، و نیز قیمت سهام مشابهی که در بازار در حال خرید و فروش است اطلاعات کامل دارند. بنابراین آزادی مشارکت در بازار و رشد فعالیت‌ها موجب افزایش رقابت در میان خریداران و فروشندگان سهام شده و مآلاً قیمت تعادلی سهام را بازار سرمایه تعیین می‌کند. بدیهی است که این قیمت به طول عمر طرح، بازدهی سالانه آن، مدیریت طرح و نیز خطرات ناشی از اختلال در عملیات بهره‌برداری و تکنولوژی به کار رفته از یک طرف و تغییر قیمت نهادهای مورد نیاز و قیمت محصول تولیدشده از سوی دیگر و نیز سایر خطرات بازاری بستگی دارد. منتها با توجه به اطلاعاتی که عرضه‌کنندگان سهام پیرامون فعالیت خود ارائه می‌کنند و تلاشی که خریداران برای کسب این اطلاعات و مقایسه با موارد مشابه مبذول می‌دارند، می‌توان انتظار داشت که بنا بر فرضیه قیمت‌های کارآمد (فاما^۱)، بازار سرمایه، قیمت هر سهم را با مجموعه ویژگی‌های معینی تعیین کند. بدیهی است که این قیمت تعادلی با درآمد سالانه و منتظره آن سهم رابطه‌ای مستقیم داشته باشد و در واقع معادل ارزش حال درآمدهایی باشد که طی عمر مفید طرح بر مبنای آن سهم به دست خواهد آمد.

در نظام مالی اسلامی، بانک‌ها نیز با استفاده از انواع عقود مبادله‌ای و مشارکتی مدت‌دار، انواع محصولات مالی را به مصرف‌کنندگان و از سوی دیگر انواع بسته‌های تأمین مالی را به سرمایه‌گذاران ارائه می‌دهند. علاوه بر این خدمت، همانند واسطه‌ها در بازار سرمایه، بانک‌ها با جمع‌آوری اطلاعات پیرامون طرح‌های سرمایه‌گذاری و ارائه آن به مصرف‌کنندگان، هزینه کاوش و جست‌وجو را برای یافتن بهترین مورد سرمایه‌گذاری کاهش می‌دهند و نیز با تخصیص وجوه پس‌انداز به بی‌شمار فعالیت‌های گوناگون، خطر سرمایه‌گذاری را برای ایشان تقلیل می‌دهند. رقابت میان بانک‌ها باعث می‌شود که فرصت‌های سرمایه‌گذاری را کاملاً شناسایی کرده و در بهترین آنها سرمایه‌گذاری کنند، تا بیشترین بازده را به مشتریان خود بپردازند. کثرت رقابت

← صورت می‌گیرد. فرض می‌شود که تمام صاحبان کارخانجات، کارگاه‌ها و انبارها و ساختمان‌های مورد نیاز فعالیت‌های تولیدی، اسناد مالکیت دارایی خود را به صورت سهام درآورده و در بازار سرمایه، در صورت تمایل به فروش، عرضه می‌کنند. همچنین بسیاری از سرمایه‌گذاران جدید برای تأمین مالی فعالیت خود به انتشار سهام در این بازار می‌پردازند. از سوی دیگر مصرف‌کنندگان برای نیل به درآمدهای بیشتر در آینده، بخشی از درآمدهای خود را به خرید این سهام اختصاص می‌دهند تا بتوانند از سود آنها در سال‌های پیش‌رو بهره‌مند شوند.

میان بانک‌ها همراه با دسترسی آسان به اطلاعات موجب می‌شود که همگی نخست در طرح‌های پربازده و سپس میان‌بازده و مآلاً کم‌بازده سرمایه‌گذاری کنند. در عین حال پیوسته در حال کشف موارد جدید و خلق فرصت‌های نوین باشند. جریان رقابت بانک‌ها موجب نزدیک‌شدن نرخ سودی می‌شود که هر یک به مشتریان خود پرداخت می‌کنند. از آنجایی که مشتریان آزاد هستند که وجوه خود را از بازار بانکی به بازار سهام و یا برعکس منتقل کنند، بدیهی است که در پی انتقالات مداوم، نرخ سود بانکی و نرخ بازدهی سهام به یکدیگر نزدیک و مآلاً برابر می‌شوند.

باید توجه داشت که مصرف‌کنندگان برای تأمین رفاه خویش به خرید نقدی یا مدت‌دار کالاهای مصرفی بادوام نظیر مسکن، لوازم خانگی، وسایل نقلیه و غیره می‌پردازند. بسیاری از اوقات این کالاها را بانک‌ها یا سایر مؤسسات مالی خریداری کرده و به اقساط به مصرف‌کنندگان می‌فروشند. بنابراین در بازارهای مالی فقط سهام مالکیت تجهیزات سرمایه‌ای مبادله نمی‌شود؛ بلکه سهام کالاهای مصرفی بادوام نیز معامله می‌شود.

در بورس فلزات و کالاهای کشاورزی معمولاً معاملات مدت‌دار صورت می‌گیرد و در آنها اسناد مالکیت کالاهای یادشده خرید و فروش می‌شود. به شرحی که گذشت، رقابت در این بازارها موجب تعیین قیمت نقد و قیمت نسبه کالاهای مزبور می‌شود. درصد اختلاف بین این دو نرخ، میزان بازدهی حاصل از تأمین مالی در بازار دارایی را نشان می‌دهد.

می‌توان تصور کرد که شرکت‌های حمل و نقل، بازاریابی و گردشگری نیز وارد بازارهای مالی شده و خدمات خود را پیش‌فروش کرده و از وجوه جمع‌آوری‌شده جهت خرید تجهیزات مورد نیاز خود استفاده کنند. به مجموعه نام‌برده، خدمات شرکت‌های بیمه را که در صورت وقوع انواع حوادث برای اشخاص حقیقی و حقوقی، خسارت آنان را جبران می‌کنند، باید اضافه کرد. بنابراین ملاحظه می‌شود که در بازارهای مالی اسلامی طیف وسیعی از خدمات مالی ارائه می‌شود و برای تمام خدمات مورد نیاز در بخش واقعی، بازاری در بخش مالی تشکیل می‌شود و به درستی بازارهای مالی یادشده تمام هستند. از آنجایی که تفکیک میان بازار سرمایه و مجموعه بازارهای مالی اخیر، در برخی تحلیل‌های اقتصاد کلان لازم است، مجموعه اخیر را بازار دارایی می‌نامیم. روشن است که بازار مسکن، بورس انواع فلزات صنعتی یا زینتی نظیر طلا، کالاهای کشاورزی، بازار ارز و خدمات بازرگانی همه بخشی از این بازار دارایی هستند.

از آنجایی که ورود به همه بازارهای مالی اعم از سرمایه و دارایی و خروج از آنها برای تمام واسطه‌های مالی آزاد است، رقابت میان واسطه‌های نام‌برده و رفت و آمدهای مکرر موجب

تعیین شدن بازدهی یکسانی برای هر ریالی می‌شود که به سرمایه‌گذاری یا خرید هر یک از دارایی‌های نام‌برده اختصاص می‌یابد. بنابراین به این نرخ بازدهی که در بازار مالی در حالت تمام و رقابتی بودن و نیز در تعادل بلندمدت آن تعیین می‌شود نرخ بازدهی دارایی یا نرخ نسبی یا نرخ تنزیل می‌گوییم.

با تشریحی که ارائه شد، می‌توان تصور کرد که در بازار سرمایه غالباً قراردادهای بلندمدت و در بازار کالاهای مصرفی قراردادهای کوتاه‌مدت بسته می‌شود. بنابراین، در بازار سرمایه نرخ بازدهی یا نرخ نسبی بلندمدت و در بازار اخیر نرخ نسبی کوتاه‌مدت تعیین می‌شود. به تعبیر دقیق‌تر، در هر لحظه از زمان طیفی از انواع نرخ‌های نسبی در بازارهای مالی قابل مشاهده است. بدیهی است در کوتاه‌مدت تأمین مالی خدمات مصرفی که بازدهی بیشتری دارند در اولویت هستند. اما، با توسعه بازارهای مالی و رفع نیازهای مصرفی، و نیز با تغییر سلیقه مصرف‌کنندگان از مقدم‌بودن تأمین نیازهای نسل‌های آینده نسبت به نسل حاضر، به برکت آموزه‌های اخلاقی اسلام، به تدریج از حجم فعالیت‌های بازار دارایی‌های مصرفی کاسته و بر میزان دادوستدهای بازار سرمایه افزوده خواهد شد. در نتیجه در بلندمدت، چنان که گفته شد، یک نرخ نسبی واحد در تمام بازارهای مالی حاکم خواهد شد. رابطه میان این نرخ و قیمت دارایی را می‌توان به شکل زیر نوشت:

$$P = \frac{R}{n}$$

در این رابطه، P قیمت دارایی، R درآمد سالانه آن، که فرض می‌شود در طی عمر دارایی برابر باشد و n نرخ نسبی یا همان نرخ بازدهی دارایی است. این نرخ چنان که گفته شد در حالت تعادل بلندمدت بازار مالی تعیین می‌شود و بنابراین بیان‌کننده درآمد تعادلی مورد انتظار از هر واحد دارایی سرمایه‌ای یا مصرفی است. به عبارت دیگر، نرخ نسبی هزینه فرصت سرمایه‌گذاری در هر طرح یا بازاری از زیرمجموعه بازار مالی است. با این وصف، مشاهده می‌شود که همان نقشی را که نرخ بهره در بازار وام برای تخصیص وجوه قابل وام ایفا می‌کرد، این نرخ در بازار دارایی ارائه می‌دهد. منتها تفاوت اصلی در این است که نرخ بهره در بازار وام و خارج از بخش واقعی و مستقل از آن تعیین می‌شود؛ در حالی که بازدهی دارایی در بخش واقعی و یا در بخش مالی معادل آنکه آئینه‌وار همان بخش واقعی را بازنمایی می‌کند تعیین می‌شود.

ویژگی دیگر این نرخ آن است که قابل مشاهده در بازار دارایی است؛ چنانچه این بازار تمام و رقابتی باشد. در عقود مبادله‌ای، نرخ بازدهی فعالیت سرمایه‌گذاری از قبل قابل مذاکره و

تعیین است. لذا انتظار می‌رود چانه‌زنی‌های طرفین قرارداد ایشان را به توافق بر سر همان نرخ بازدهی دارایی بکشاند. این نرخ همچنین می‌تواند هزینه فرصت بازدهی برای قراردادهای مشارکتی باشد و البته انتظار می‌رود در بلندمدت با آن برابر شود.

بنابراین روشن می‌شود مطمئن‌ترین پاداش برای پس‌اندازکنندگان محافظه‌کار همین نرخ بازدهی است. می‌توان استدلال کرد که تابع پس‌انداز ایشان تابعی مثبت از همین نرخ است (ک. صدر، ۱۳۷۵ و ۱۳۸۴). متقابلاً هزینه فرصت سرمایه در بازار آن همین میزان است. پس تابع سرمایه‌گذاری بنگاه‌ها تابعی منفی از آن است (همان). حال اگر تابع پس‌انداز کل و سرمایه‌گذاری کل را به دست آوریم، نقطه مشترک و تعادل آنها همان نرخ بازدهی یادشده است. این نرخ چنان که قبلاً گفته شد رابطه‌ای معکوس با قیمت دارایی دارد.

۶. تمایز میان پول و سرمایه

با توجه به عدم تشکیل بازاری برای پول باید روشن کرد که میزان بهینه آن در بخش مالی چگونه تعیین می‌شود و اهمیت سیاست‌های پولی چه میزان است؟ همین‌طور بجاست که روشن شود تفاوت پول و سرمایه نقدی در چیست.

پیش از بیان ویژگی‌های پول در مباحث حقوقی و فقهی و پاسخ به پرسش‌های فوق بی‌جا نیست که به برداشت‌های نادرستی از این دو متغیر مهم در اقتصاد که به خاطر تجرید عوامل حقوقی پیش آمده اشاره شود. گرچه تعاریفی که برای سرمایه در ادبیات اقتصادی صورت گرفته بسیار گسترده است (توتونچیان)؛ ولی شاید یک تعریف مورد قبول اکثریت اقتصاددانان چنین باشد: سرمایه عبارت از منبع یا نهاده‌ای است که یک جریان تولیدی [یا درآمدی] در طی زمان ایجاد می‌کند (هرشلیفر^۱).

در بخش واقعی، انباره سرمایه شکل جسمانی دارد و در بخش مالی شکل ریالی. با فرض عدم وجود تورم، ارزش ریالی سرمایه معادل ارزش واقعی سرمایه است. سرمایه نقدی یا سرمایه در گردش نیز معادل ارزش سرمایه یا نهاده‌ای است که در کوتاه‌مدت در فرآیند تولید به کار می‌رود. تفاوت سرمایه نقدی با پول در همین شکل کاربرد است. سرمایه نقدی را بنگاه طبق تعهد و قرارداد خود ملزم است که تنها صرف تولید کند در حالی که دارایی پولی خود را می‌تواند به هر مصرفی که دلخواه او باشد برساند. پول نوعی دارایی است که دارای هیچ نوع

1- Hirshliefer

بازدهی نیست (توسلی)، ولی در عوض از میعان و نقدینگی برخوردار است و به سرعت و سهولت قابل تبدیل به سایر دارایی‌هاست. تفاوت پول با سرمایه نقدی در همین ویژگی است. پول وقتی طبق قرارداد برای خرید نهاده یا کالا اختصاص پیدا می‌کند، به سرمایه تبدیل می‌شود و قابل تبدیل به سایر کالاها یا خدمات دیگر نیست؛ چون پس از قرارداد صاحب آن دیگر چنین اختیاری را ندارد.

با این وصف آنچه نقدینگی پول را از آن سلب می‌کند و این دارایی را به دارایی دیگری تبدیل می‌کند یک قرارداد یا یک تغییر شکل حقوقی است. هم پول و هم سرمایه دارایی هستند؛ اما ویژگی‌ها و قابلیت‌های کاربرد آنها را قانون یا قواعد حقوقی تعیین می‌کند. همان‌طور که طبق قانون پول قابل وام‌دادن نیست، سرمایه به کار رفته در عقد بیع، قابل اختصاص به مصرف یا قرارداد دیگری نیست (ابراهیمی و مطهری).

این تفاوت حقوقی را برخی از اقتصاددانان در نظر نمی‌گیرند و پول و سرمایه را معادل هم تلقی می‌کنند. پتینکن^۱، برای مثال، پولی را که در بدنه مالی بنگاه ذخیره می‌شود سرمایه تلقی می‌کند و فریدمن (باتلر، فریدمن) یکی از مصارف پول را تابع تولید بنگاه معرفی می‌کند. همین عدم تمایز باعث استنتاج بازدهی برای پول شده است (بخشی و دلالی)؛ در حالی که هر میزان دارایی تا وقتی به صورت پول نگهداری شود هیچ‌گونه رشدی ندارد. باز به اشتباه همان بازدهی نمایی که سرمایه‌های طبیعی تجدیدپذیر دارا هستند برای پول در نظر گرفته شده و برای آن نرخ بهره مرکب قائل شده‌اند.^۲

به نظر می‌رسد سرمنشأ تسری ویژگی‌های سرمایه به پول همان تجرید عوامل حقوقی باشد. در نظام ربوی وام‌دادن پول جایز است بنابراین تشکیل بازار وام و تعیین نرخ بهره در آن قابل انتظار است. طبق نظر کلاسیک‌ها، که اقتصاد معمولاً در حالت اشتغال کامل بوده و قیمت‌ها دارای انعطاف هستند، هر دو بازار پول و سرمایه در بلندمدت به تعادل می‌رسند. در شرایط ایده‌آل و مفروض کلاسیک‌ها زمینه‌ای برای تقاضای سفته‌بازی پول وجود ندارد. لذا در بازار سرمایه که شکل حقوقی دادوستد آن قرض ربوی است، پس‌اندازکنندگان همان وام‌دهندگان در بازار پول و سرمایه‌گذاران نیز وام‌گیرندگان در بازار یادشده هستند (پتینکن). پس نرخ بازدهی در بازار سرمایه با نرخ بهره در بازار پول در تعادل بلندمدت هر دو بازار با هم برابر می‌شوند.

1- Patinkin

۲- برای مثال مدیران بنگاه، سرمایه شرکت را فقط مجاز هستند که در خود شرکت صرف کنند، نه در مصارف بیرون از آن، در حالی که پولی که در صندوق هست، به انواع مصارف قابل اختصاص است چون بنگاه خود را در قراردادی متعهد ساخته است.

همین امر موجب شده که بسیاری از اقتصاددانان، پیوسته، بازدهی سرمایه را نرخ بهره بنامند. وقتی ایشان به تشریح رفتار رابینسون کروزوئه می‌پردازند این مطلب بسیار روشن‌تر می‌شود؛ چه برای تخصیص زمان مورد استفاده او برای چیدن نارگیل از جنگل یا ماهیگیری از دریا از نرخ بهره استفاده می‌کنند؛ در حالی که نه کسی وام می‌دهد و نه می‌گیرد. بنابراین ملاحظه می‌شود که از زمان کلاسیک‌ها به بعد تمام ویژگی‌های سرمایه به پول نسبت داده شده است. پول در کوتاه‌مدت دارای تولید کرانه‌ای و در بلندمدت دارای بازدهی، آن هم بازدهی فزاینده و نمایی شده است. تمام اخطارهای کینز^۱ (۱۹۶۵، ۱۹۳۶) مانع این تعمیم‌ها نشده است؛ به ویژه آنکه سرمایه یک دارایی واقعی است، در بخش واقعی تولید و در فرآیند تولید خلق ارزش می‌کند. در حالی که پول یک دارایی اعتباری است و کم و زیاد شدن آن به تصمیمات بانک مرکزی بستگی دارد.

یکی دیگر از موارد عدم تمایز میان پول و سرمایه دسته‌بندی پول به M_1 و M_2 و M_3 است. پول در واقع همان M_1 و عبارت از اسکناس و سکه در گردش و همچنین سپرده‌های جاری در بانک‌هاست که با صدور چک صاحبان آنها می‌توانند آن را جابه‌جا کنند. اما $M_2 - M_1$ که معادل سپرده‌های مدت‌دار یا سرمایه‌گذاری است، پس‌اندازی است که طبق قرارداد وکالت در اختیار بانک قرار داده می‌شود تا در یک طرح یا انواع طرح‌های مختلف سرمایه‌گذاری شود. بنابراین M_2 شامل وجوهی است که به فعالیت‌های سرمایه‌گذاری اختصاص داده می‌شود و صاحبان آنها طبق قرارداد فقط می‌توانند پس از مدتی معین آن را برداشت کنند. این همان تفاوت حقوقی و مالی میان سپرده‌های قرض‌الحسنه و حساب جاری با سپرده‌های سرمایه‌گذاری (وکالتی) در نظام بانکی ماست. لذا این نوع سپرده‌ها وجوهی آزاد نیستند و طبق قرارداد فقط به مصارف معینی باید اختصاص یابند. بنابراین نباید آنها را پول تلقی کرد؛ آنها سرمایه هستند. $M_3 - M_2$ که شامل سپرده‌های بلندمدت و اوراق بهادار می‌شود نیز نوعی سرمایه‌گذاری است و نباید پول به حساب آید. درست است که قابلیت نقد شدن دارایی‌های اخیر در مقایسه با دارایی‌های ثابت بسیار بالاست، ولی چنان که گفته شد، ویژگی‌های حقوقی آنها باعث می‌شود تا وجوه قابل سرمایه‌گذاری تلقی شوند، نه پول، که مقید به هیچ قراردادی نیست و ممکن است به شکل یک ذخیره بیکار نگهداری شود.

1- Keynes (1936, 1965)

یکی دیگر از تمایزهای میان پول و سرمایه نوع تقاضا و عرضه آنهاست. روشن است که تقاضا برای سرمایه در بخش تولید شکل می‌گیرد و عرضه آن مستلزم تبدیل مواد خام به کمک نیروی کار است. عرضه پول چنان که گفته شد به تصمیمات بانک مرکزی و بانک‌های تجاری و نیز میل مردم به استفاده از اسکناس و سکه بستگی دارد. تقاضای پول بستگی به کثرت دادوستدها، مصارف احتیاطی، و احياناً مقاصد سفته‌بازی دارد. در اقتصاد کلاسیک به خاطر انعطاف داشتن قیمت‌های کالاها و نهاده‌ها برای حرکت به سمت تعادل، زمینه‌ای برای ارزان خریدن دارایی‌ها و گران فروختن آنها پدید نمی‌آید. اما در شرایط رکود و عدم اشتغال کامل و ناطمینانی از نتایج سرمایه‌گذاری، این فعالیت ممکن است رونق زیادی پیدا کند (صدر و اسمعیلی). در شرایط ربوی این رونق ممکن است بسیار گسترده باشد. تغییرات نرخ بهره باعث تغییر قیمت اوراق قرضه و اوراق مشتقه می‌شود. پیش‌بینی این تغییرات انگیزه زیادی برای اشتغال به فعالیت سفته‌بازی پدید می‌آورد و مانع از تبدیل ذخایر نقدی به وجوه سرمایه‌گذاری در بخش واقعی می‌شود. بنابراین ملاحظه می‌شود که بازار این دو دارایی و خاستگاه‌های تقاضا و عرضه آنها بسیار از هم متفاوت هستند. اختلاف آنها بر اساس ادبیات مالی تنها در این نیست که یکی وام کوتاه‌مدت و دیگری وام بلندمدت است.

یکی دیگر از مواردی که پول با سرمایه اشتباه می‌شود هنگام ارائه نظریات نرخ بهره است (توتونچیان، بخشی و دلالی). تمام توجیهات برای پرداخت بهره به پول، هنگامی که قرض گرفته می‌شود، توجیهاتی است که برای سرمایه و هزینه و فایده آن ارائه می‌شود. برای مثال به نظریات بام باورک در این زمینه مراجعه کنید (تفضلی، توتونچیان، بخشی و دلالی). توجیه او برای وجود نرخ بهره به سه پدیده برمی‌گردد: نرخ ارجحیت زمانی مثبت برای مصرف‌کنندگان، تولید کرانه‌ای مثبت برای سرمایه در فرآیند تولید، و نرخ بازدهی مثبت برای سرمایه به خاطر افزایش امکانات تولید و پیشرفت تکنولوژی در طی زمان. ناگفته پیداست تمام این ویژگی‌ها اختصاص به سرمایه دارد؛ پول اگر به سرمایه تبدیل نشود فاقد تمام خصوصیات نام‌برده است. در بسیاری از کتاب‌های درسی برای توجیه بهره پول توجیهات مولدبودن و بازدهی داشتن سرمایه مطرح می‌شود.

بنابراین ملاحظه می‌شود که عدم توجه به ماهیت و تعریف حقوقی پول و سرمایه و همچنین قواعد دادوستد چه در بازارهای مالی و چه واقعی موجب عدم تمایز میان این دو متغیر مهم اقتصادی شده و نیز ویژگی سرمایه در داشتن بازار و بازدهی، به پول تسری داده شده است. شاید مهم‌ترین علت این خلط مبحث در اقتصاد، به جز نادیده گرفتن مباحث

حقوقی، توجه اقتصاددانان به وظایف پول و کارکرد سرمایه بوده است تا عنایت به ماهیت حقوقی آنها (توسلی).

۷. میزان تعادلی پول

اگر پول در نظام مالی اسلامی فاقد بازار است چگونه می‌توان برای آن تقاضا و عرضه تعریف کرد و حجم مورد نیاز آن را در حالت بهینه به دست آورد؟ پول تنها دارایی نیست که فاقد بازار است؛ کالاهای همگانی سره، اغلب منابع زیست‌محیطی، خدمات بانوان خانه‌دار در منزل و نیز تمام کالاهایی که به خاطر وجود موانع برای تشکیل بازار برای آنها، اصطلاحاً عوامل شکست بازار خوانده می‌شوند، کالاها و خدماتی هستند که برای آنها بازار تشکیل نمی‌شود. در عین حال برای هر کدام از آنها، در صورت ضرورت، اقتصاددانان الگوهایی بر اساس نهادهایی غیر از بازار ارائه کرده و مقادیر مطلوب آنها را برای اقتصاد مشخص کرده‌اند.

در الگوی درآمد مخارج کینز برای تعیین سطح تعادلی درآمد ملی از منحنی‌های عرضه و تقاضای کل استفاده می‌شود، ولی آن را الگوی بازار تولید ملی تلقی نمی‌کنند. برعکس در الگوی بازار کالا که عرضه و تقاضای کل کالا بر حسب قیمت آن تعریف و با تجمیع عرضه و تقاضاهای تولیدکنندگان و مصرف‌کنندگان به دست می‌آید، قیمت و مقدار تعادلی تولید ملی تعیین می‌شود.

ادبیات اقتصاد رفاه، بخش عمومی، و محیط زیست آکنده از الگوهایی است که برای تعیین مقادیر بهینه کالاهای عمومی، زیست‌محیطی، آلودگی، انرژی‌های نو و غیره ارائه شده است (هانلی). بنابراین عدم تشکیل بازار برای یک کالا یا دارایی مانع تعیین ارزش و مقدار بهینه آن نیست. در مورد پول نیز اقتصاددانان زیادی میزان تعادلی آن را در قالب الگوهای غیرربوبی طراحی کرده‌اند که از میان ایشان می‌توان به کارهای میرآخور، محسن‌خان و توتونچیان اشاره کرد.

یک راه ساده برای یافتن حجم مطلوب دارایی‌های نقدی استفاده از نظریه بده مالی است (توبین)^۱. بر اساس این نظریه هر صاحب دارایی اعم از بنگاه یا مصرف‌کننده برای بیشینه کردن بازدهی بده مالی یا کمینه کردن خطر آن، نسبتی معین از دارایی‌های پولی، شبه پول و ثابت را با توجه به بازدهی و خطر آنها نگه می‌دارد. میزان هر یک از این دارایی‌ها تابعی مستقیم از بازدهی خود آن دارایی و تغییرات بازدهی سایر دارایی‌ها و نیز تابعی معکوس از نوسانات (واریانس) بازدهی همان دارایی و بازدهی سایر دارایی‌هاست (صمصامی). چون دارایی نقدی یا

1- Tobin

پول فاقد بازدهی است، لذا میزان مورد تقاضای آن در بدنه مالی بستگی به بازدهی و خطر سایر دارایی‌ها دارد. بنابراین وقتی بازار سایر دارایی‌ها به تعادل می‌رسد از آنجایی که عرضه و تقاضای کل ثروت یا دارایی‌ها در اقتصاد طبق تعریف به طور اتحادی با هم برابر است، میزان مطلوب مانده دارایی‌های پولی طبق قانون والراس خود به خود تعیین می‌شود.

در بخش پنج ضمن بحث بازارهای مالی نشان داده شد که در حالت تعادل بلندمدت این بازارها، نرخ به نام بازدهی دارایی یا نرخ نسبه تعیین می‌شود که کم‌خطرترین نرخ بازدهی در بازار دارایی‌هاست. هر چه این نرخ افزایش یابد بدیهی است که هزینه فرصت نگه‌داشتن پول در بدنه مالی صاحبان دارایی بالا می‌رود و لذا آن را به سایر دارایی‌ها تبدیل می‌کنند تا منافع بدنه خود را افزایش دهند. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که میزان مانده‌های پولی مورد تقاضا با این نرخ رابطه‌ای معکوس دارد. با مشخص شدن این میزان تقاضا برای پول در بازار دارایی، مقامات بانک مرکزی می‌توانند اقدام به عرضه همان میزان پول کنند. در واقع بازاری که میزان بهینه پول را تعیین می‌کند و اطلاعات لازم را به مقامات بانک مرکزی می‌دهد، بازار دارایی است. با این وصف آنچه در نظام مالی اسلام اهمیت دارد ساختار و عملکرد بازار دارایی است؛ زیرا تمام اطلاعاتی را که بازارهای پول و سرمایه در نظام ربوی ارائه می‌کنند این بازار در نظام اخیر عرضه می‌کند. به عبارت دیگر سیاست‌های پولی و نقش بانک مرکزی در اقتصاد به سیاست‌های تأمین مالی و هدایت بازارهای مالی مبدل می‌شود (توتونچیان). تفاوت عمده دیگر آن است که تقاضای پول به شکلی برون‌زا و مستقل از بخش واقعی تعیین نمی‌شود؛ بلکه به وسیله بازار مالی که معادل و تابع بخش واقعی است معین می‌شود. بخش واقعی خود نیازهای خویش را برای دارایی‌های مالی و پولی مستقلاً تعیین می‌کند و بخش رقیب و مستقل دیگری در اقتصاد وجود ندارد.

با کمی دقت معلوم می‌شود که بانک‌ها در نظام اسلامی مؤسسات تأمین سرمایه مالی بوده و خلق سرمایه می‌کنند. فرض کنیم نسبت ذخیره قانونی کمتر از ۱۰۰ درصد باشد و بانک‌ها بتوانند خلق اعتبار کنند. این اعتبار از طریق وام صورت نمی‌گیرد؛ بلکه از طریق اعطای تسهیلات و سرمایه‌گذاری انجام می‌شود. بانک مرکزی نیز دیگر وام‌دهنده نهایی در بخش مالی نیست بلکه دوردست‌ترین تأمین‌کننده سرمایه است. اگر وجوه نقد که بانک مرکزی تأمین می‌کند به سرمایه در بخش خصوصی تبدیل نشود به صورت وجوه راکد باقی می‌ماند و بر رشد اقتصادی تأثیری نخواهد داشت. مهار تورم نیز وقتی صورت می‌گیرد که از کثرت معاملات و تقاضای سرمایه‌گذاری کاسته شود. از طریق انتشار اوراق بهادار مانند صکوک و اوراق مشارکت مدنی و نیز افزایش نرخ ذخیره قانونی و در واقع ورود به بازار مالی، بانک مرکزی می‌تواند تورم

را مهار کند. ملاحظه می‌شود که اهداف سیاست‌های بانک مرکزی وقتی محقق می‌شوند که از سیاست‌ها و ابزارهای تأمین مالی استفاده شود.

۸. اثر بر بخش واقعی

بحث‌های گذشته روشن کرد که اوراق مالی در بازارهای مالی غیربوی پشتوانه دارایی دارند و نه بدهی بدون پشتوانه؛ به عبارت دیگر، تحریم ربا موجب عدم خلق دارایی‌های مشتقه بر اساس بدهی می‌شود. در نتیجه انبوهی از اوراق قرضه و مشتقات آنها قانوناً قابل عرضه نیستند و بالطبع بخش مالی مستقل از بخش واقعی قابلیت تشکیل و توسعه را ندارد. تجویز ربا کسب دو نوع ثروت را مشروع می‌کند؛ اول افزایش طلب وام‌دهنده با طولانی شدن مدت بازپرداخت وام، آن هم با نرخ مرکب با قیاس با رشد سرمایه‌های طبیعی تجدیدپذیر، و دوم با خلق اوراق مالی جدید مبتنی بر بدهی‌های پیشین. برعکس، در بازار دارایی هیچ‌گاه بر اساس بدهی اشخاص اوراق بدهی جدید صادر و معامله نمی‌شود، بلکه بر پایه دارایی‌های جسمانی و خدمات مولد ارزش یا رفا، اسناد مالکیت صادر و مبادله می‌شود. با بالارفتن ارزش دارایی‌های عینی، قیمت اسناد حاکی از مالکیت آنها نیز افزایش می‌یابد و برعکس جذابیتی که در بازار مالی برای سهام این دارایی‌ها و افزایش قیمت آنها حاصل می‌شود، موجب بالارفتن قیمت دارایی‌های پایه و عینی نیز می‌شود. در بازارهای ربوی تغییرات نرخ بهره و انتظارات حاصل از آن موجب تغییر قیمت‌های انتظاری اوراق قرضه می‌شود و زمینه سفته‌بازی آنها را فراهم می‌کند. چنان که گفته شد با حذف بازار وام دیگر چنین نرخی در بازارهای مالی غیربوی مشاهده نمی‌شود. نرخ تنزیل یا هزینه فرصت سرمایه‌گذاری را بازار دارایی تعیین می‌کند. قواعد حاکم فقهی چنان که تشریح شد یک رابطه یک به یک میان هر ریال درآمدی که در بخش مالی حاصل می‌شود با هر ریال ارزش افزوده که در بخش واقعی ایجاد می‌شود برقرار می‌سازد. در نتیجه هر دو بخش هماهنگ و متناسب با هم حرکت می‌کنند.

اینک برای تبیین بیشتر اثر بازارهای مالی اسلامی بر بخش واقعی به تحلیل فرآیندهای پس‌انداز و سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه می‌پردازیم. حذف بازار وام و نرخ بهره به معنی از دست رفتن فرصتی مطمئن برای پس‌اندازکنندگان محافظه‌کار نیست؛ اشکالی که در آغاز طرح بانکداری اسلامی منتقدان مطرح کرده بودند (صدر و اقبال). مشاهده شد، هم در بازار سرمایه و هم در سایر بازارهای مالی که از عقود مبادله‌ای برای دادوستدهای مدت‌دار استفاده می‌شود، به ویژه عقود که کوتاه‌مدت هستند، فرصت‌های مطمئنی برای اشخاص نام‌برده فراهم می‌شود.

تنوع این فرصت‌ها در بخش‌های مختلف بازار دارایی، مانند بازار سرمایه، خدمات بانکی و بیمه، بورس کالا و فلزات به قدری متنوع و گسترده است که مطابق با سلیقه هر صاحب پس‌اندازی مجال مناسبی پدید می‌آورد (موسویان، ۸۷ و ۸۹، مصباحی‌مقدم، معصومی‌نیا، ندری). به علاوه چنان که پیشتر گفته شد، یکی از خدمات واسطه‌های مالی کم‌کردن خطر سرمایه‌گذاری برای همین اشخاص خطرگریز است. ندیم‌الحق و میرآخور (۱۹۸۷، حق و میرآخور^۱) در همان اوان طرح بانکداری اسلامی در مقاله تحلیلی خود نشان دادند که تغییر سیستم مالی از ربوی به اسلامی هیچ انگیزه‌ای برای کاهش پس‌انداز در اقتصاد پدید نمی‌آورد. برعکس اگر به مبانی اخلاقی و ارزشی اسلام نظر داشته باشیم ملاحظه می‌کنیم که انگیزه‌های فراوانی برای پرهیز از مصرف‌گرایی و انتقال درآمد به نیازمندان، امور عام‌المنفعه، و نیز سرمایه‌گذاری در امور زیربنایی و به طور کلی خلق ارزش ارائه شده است (صدر، ۱۳۸۲).

قاعده عدم اسراف و تبذیر (موسوی، ۱۳۸۷) مصرف‌کنندگان را از زیاده‌روی در مصارف شخصی و اتلاف کالاها و خدمات باز می‌دارد و بالطبع از صرف درآمد در این امور ممانعت می‌کند. از سوی دیگر با دعوت ایشان به فعالیت‌های خیرخواهانه از قبیل انفاقات و صدقات، قرض‌الحسنه، وقف و غیره انتقال درآمد را به انواع سرمایه‌گذاری‌های اجتماعی و عام‌المنفعه تشویق می‌کند. از آنجایی که بسیاری از طرح‌های سرمایه‌گذاری بزرگ و بلندمدت با مشارکت بانک‌ها انجام می‌شود، خطرهای ناشی از این فعالیت‌ها میان بانک‌ها و سرمایه‌گذاران تقسیم می‌شود. همین کاهش خطر برای کارآفرینان میل به سرمایه‌گذاری را در ایشان ترغیب می‌کند، چه در نظام ربوی ناگزیر بودند تمام خطرات فعالیت یادشده را به تنهایی تحمل کنند. از سوی دیگر تمام تأمین‌کنندگان سرمایه چه از طریق عقود مشارکتی و چه عقود مبادلاتی برای اطمینان از بازگشت سرمایه خود انگیزه فراوانی نسبت به نظارت بر عملیات شرکا و مشتریان خود دارند. همچنین هرگونه اطلاعاتی را که موجب کارایی فرآیند تولید یا استفاده از فرصت‌های فروش در بازارهای داخلی و خارجی شود در اختیار شریکان خویش قرار می‌دهند. در نتیجه کارایی فعالیت‌های سرمایه‌گذاری در اقتصاد ارتقا و فرآیند انتقال اطلاعات توسعه می‌یابد (حق، میرآخور و صدر، ۱۳۷۵).

یکی از انتقادات اولیه بر عملیات بانکداری اسلامی نیاز بانک‌های اسلامی به عملیات نظارت و تحمل هزینه‌های آن برای مقابله با مسئله عدم تقارن اطلاعات میان خود و مشتریان

1- Haque & Mirakhor, (1987)

اعلام شده بود. در نتیجه ادعا می‌شد که بانک‌های اسلامی به همین جهت نمی‌توانند با رقبای ربوی خود رقابت کنند. در مطالعه‌ای که روی عملکرد بانک کشاورزی ایران صورت گرفت؛ بانکی که به جز سلف تمام اشکال تأمین مالی خود را مورد نظارت قرار می‌دهد، نشان داده شد که هزینه‌های نظارت اتلاف منابع مالی نیست، بلکه نوعی سرمایه‌گذاری جهت کسب اطلاعات است (صدر، اقبال و نامه مفید). با نظارت، بانک نه فقط راجع به حسن اجرای قرارداد و عملکرد مشتری خود آگاهی می‌یابد بلکه نسبت به زمینه فعالیت مورد قرارداد و مزایا و محدودیت‌های بازار آن و نیز امکانات و ظرفیت‌های منطقه‌ای که طرح در آن اجرا می‌شود، اطلاعات فراوانی به دست می‌آورد و از آنها برای تخصیص مجدد تسهیلات در آینده بهره‌برداری می‌کند.

فرضیه‌های فوق نه فقط انتظار افزایش حجم سرمایه‌گذاری در بخش واقعی را پدید می‌آورند، بلکه افزایش حجم تولید را نیز در این بخش پیش‌بینی می‌کنند. برای آزمون این فرضیه عملکرد بانک کشاورزی در ایران طی ۴۵ سال، هم پیش از اجرای قانون بانکداری اسلامی و هم پس از آن مورد مطالعه قرار گرفت (صدر، کفائی و حیدری). نتایج این مطالعه اثر معنی‌دار تسهیلات بانک کشاورزی را بر افزایش ارزش افزوده بخش کشاورزی پس از اجرای قانون بانکداری بدون ربا تأیید کرد.

۹. خلاصه و جمع‌بندی

هدف این مقاله نشان دادن تأثیر اجرای احکام اسلامی بر ساختار و عملکرد بازارهای مالی است. تحقق دو قاعده معروف در اقتصاد رفاه، یعنی کارآمد و بهینه‌بودن قیمت‌های تعادلی در بازار رقابت کامل، مشروط به تمام‌بودن بازار است (آرو و هان^۱). بازاری چنین ویژگی‌هایی را داراست که حقوق مالکیت و دادوستد در آن تعریف شده، جامع و مشخص باشد. اجرای قاعده عدم دریافت ربا موجب حذف بازار وام از ساختار بازارهای مالی در یک اقتصاد اسلامی می‌شود. همچنین محصولاتی از قبیل اوراق قرضه، اوراق مشتقه مبتنی بر بدهی یا شاخص‌بندی غیرقابل دادوستد می‌شوند. خود به خود، بازار وام کوتاه‌مدت و بلندمدت که در ادبیات مالی، به ترتیب، بازار پول و سرمایه خوانده می‌شوند، قابل تشکیل نخواهد بود. در مقابل بازار دارایی با انجام عقود مبادلاتی و بازار سرمایه با انعقاد قراردادهای مزبور و نیز عقود مشارکتی تشکیل خواهد شد. اطلاعات مورد نیاز پس‌اندازکنندگان و سرمایه‌گذاران و نیز واسطه‌های مالی را بازارهای مزبور تأمین می‌کنند. مهم‌ترین تأثیر اجرای احکام اسلامی هماهنگ و متوازن شدن بخش مالی

1- Arrow & Hahn

و واقعی اقتصاد است؛ زیرا صاحبان وجوه فقط وقتی می‌توانند به درآمدهای بیشتر دست یابند که دارایی‌های پولی خود را به دارایی‌های سرمایه‌ای تبدیل کنند. در بازارهای اسلامی، صاحبان وجوه فقط با انجام عقود مبادله‌ای یا مشارکتی و در واقع با سرمایه‌گذاری در بخش واقعی، می‌توانند به کسب درآمد نایل آیند. در نتیجه دارایی نقدی یا پول اگر به سرمایه نقدی تبدیل و در طی یک فرآیند تولیدی یا خدماتی با نهادهای تولید ترکیب شود و محصولی را ایجاد کند، ممکن است درآمد اضافه‌تری را ایجاد کند. به عبارت دیگر بدون ورود به بخش واقعی، صاحبان دارایی نقدی از طریق قرض‌دادن یا سایر فعالیت‌هایی که در بخش مالی یک اقتصاد ربوی مرسوم است، نمی‌توانند به تحصیل درآمد بپردازند. لذا وقتی صاحبان وجوه به مبالغ بیشتری دسترسی پیدا می‌کنند که به همان میزان ارزش افزوده در بخش واقعی اقتصاد خلق کنند. به همین جهت در شرایط اطلاعات کامل و نبود خطر، می‌توان گفت، به ازای هر ریالی که در بخش مالی کسب می‌شود در بخش واقعی نیز یک ریال ارزش افزوده ایجاد می‌شود. با این وصف، سیاست‌های پولی وقتی مؤثر خواهند بود که به سیاست‌های تأمین مالی تبدیل شوند. فرآیند خلق پول در بانک‌ها و عرضه آن توسط بانک مرکزی اگر به سرمایه تبدیل نشود بی‌تأثیر خواهد بود. بانک‌ها با اعطای تسهیلات می‌توانند منابع خویش را به جریان سرمایه‌گذاری هدایت و کسب درآمد کنند و از این طریق دارایی‌های خویش را افزایش دهند. پرداخت قرض‌الحسنه گردش مالی منابع را افزایش می‌دهد ولی بر حجم آن تأثیری ندارد. بنابراین قانون بانکداری اسلامی بانک‌ها را به نوعی نهادهای مالی تبدیل می‌کند که ایجاد سرمایه می‌کنند، نه خلق پول. بانک مرکزی، با خرید و فروش اوراق مشارکت و صکوک، می‌تواند حجم سرمایه در گردش را مدیریت کند. عرضه وجوه از طریق این بانک وقتی تأثیرگذار می‌شود که از دارایی پولی به دارایی سرمایه‌ای تبدیل شود؛ یعنی مصرف‌کنندگان آنها را پس‌انداز و بنگاه‌ها سرمایه‌گذاری کنند؛ در غیر این صورت به شکل ذخایر بیکار نزد دارندگان آن باقی می‌مانند. ماهیت M_2 کاملاً از M_1 متمایز می‌شود؛ زیرا شامل وجوه پس‌انداز شده به یکی از اشکال حساب‌های مشارکت، مضاربه، یا وکالت است. لذا نه فقط نقدینگی مفهوم تازه‌ای پیدا می‌کند؛ بلکه بانک مرکزی نیز هدایت‌کننده بازار سرمایه و دارایی به شکل غیرمستقیم می‌شود و نقش آن از وام‌دهنده نهایی در اقتصاد به تأمین‌کننده نهایی سرمایه تبدیل می‌شود. در نتیجه، هماهنگی بخش مالی و واقعی اقتصاد و در عین حال تبعیت بخش مالی از واقعی کاملاً مشخص می‌شود. احکام اسلامی، که کسب درآمد را بر پایه دارایی وضع و بر پایه بدهی ممنوع می‌سازد، پدیدآورنده تحولات فوق‌الذکر در اقتصاد هستند.

فهرست منابع

منابع فارسی

- ابراهیمی، محمدحسین. (۱۳۷۲). *ریا و قرض در اسلام*. قم: فرانشر.
- ابراهیمی، محمدحسین. (۱۳۷۷). *بیع مکاسب*. قم: انتشارات عالمه.
- اسمعیلی، فاطمه؛ صدر، کاظم و نوفرستی، محمد. (۱۳۹۱). *تقاضای پول در اقتصاد بدون ربا، تحقیقات اقتصادی*، ش ۹۸.
- باتلر، ایمون. (۱۳۷۷). *اندیشه‌های اقتصادی میلتن فریدمن*، (فریدون تفضلی، مترجم)، تهران: نشر نی.
- بخشی‌دستجردی، رسول و دلالی، رحیم. (۱۳۹۰). *آسیب‌شناسی نظریه بهره و نظام بانکداری متعارف*. یزد: دانشگاه یزد.
- بهشتی، محمدحسین. (۱۳۶۹). *ریا در اسلام*. تهران: دفتر نشر فرهنگ اسلامی.
- پژوهشکده پولی و بانکی. (۱۳۸۶). *مجموعه مباحث شورای مشورتی پیرامون مسائل مالیه و بانکداری اسلامی*، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
- توتونچیان، ایرج. (۱۳۷۷). *بازنگری در مفاهیم پول، بهره و سرمایه از دیدگاه اسلام*. مجله *دانشکده علوم اداری و اقتصاد*، ۱ (۱۲).
- توتونچیان، ایرج. (۱۳۷۹). *پول و بانکداری اسلامی و مقایسه آن با نظام سرمایه‌داری*. تهران: توانگران.
- توسلی، محمداسماعیل. (۱۳۸۴). *بررسی و نقد نظریات برخی از اندیشه‌وران اسلامی درباره پول، اقتصاد اسلامی*، سال پنجم، پاییز.
- دو سوتو، هرناندو. (۱۳۸۵). *راز سرمایه*. (فریدون تفضلی، مترجم)، تهران: نشر نی.
- صدر، محمدباقر. (۱۹۶۹ م). *اقتصادنا، الطبعة الثالثة، بیروت: دارالفکر*.
- صدر، سیدکاظم. (۱۳۷۵). *اقتصاد صدر اسلام*. تهران: انتشارات دانشگاه شهید بهشتی.
- صدر، کاظم. (۱۳۸۴). *بانکداری اسلامی و تسهیلات خرد*، مجموعه مقالات سمینار اعتبارات خرد، توسعه روستایی و فقرزدایی، بانک کشاورزی، مرکز تحقیقات اقتصادی، تهران.

- صدر، سیدکاظم. (۱۳۸۴). انتخاب کارآمد ابزارهای مالی اسلامی و اطلاعات نامتقارن، نامه مفید، ش ۴۸.
- صمصامی، حسین؛ صدر، سیدکاظم؛ عرب‌مازار، عباس و انصاری، بهرخ. (۱۳۷۴). الگویی برای بانکداری بدون ربا، *اقتصاد*، ش ۴.
- مجتهد، احمد و حسن‌زاده، علی. (۱۳۸۷). *پول و بانکداری و نهادهای مالی*، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی.
- محقق‌حلی. (۱۳۶۲). *مختصر نافع*، به اهتمام محمدتقی دانش‌پژوه، تهران، مرکز انتشارات علمی و فرهنگی.
- مصباحی‌مقدم، غ. رحیمی، ع.ا. و کاوند، م. (۱۳۸۹). بررسی فقهی و حقوقی اوراق بهادار مضاربه، *اقتصاد اسلامی*، ۳۸ (۱۰).
- مطهری، مرتضی. (۱۳۷۰). *نظری به نظام اقتصادی اسلام*، تهران: انتشارات صدرا.
- معصومی‌نیا، ا. و سیدی‌نیا. (۱۳۸۹). بررسی فقهی قرارداد اختیار معامله، *اقتصاد اسلامی*، ۴۰ (۱۰).
- موسوی‌بجنوردی، حسن. (۱۳۸۹ ق). *القواعد الفقهیه*، نجف، مطبعه‌الآداب.
- موسویان، سیدعباس. (۱۳۸۷). *فرهنگ اصطلاحات فقهی و حقوقی معاملات*، چاپ دوم، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی.
- موسویان، سیدعباس. (۱۳۸۹). اوراق سلف، ابزاری برای تأمین مالی پروژه‌های بالادستی نفت، *اقتصاد اسلامی*، ۹۰ (۱۰).
- موسویان، سیدعباس، و موسوی‌بیوکی، م.م. (۱۳۸۹). بررسی امکان استفاده از سوآپ بازده کل جهت مدیریت ریسک اعتباری در بانکداری اسلامی، *اقتصاد اسلامی*، ش ۳۷.
- موسویان، سیدعباس، و نظری‌پور، م.ت. و خزایی، ا. (۱۳۸۹). امکان‌سنجی فقهی طراحی اسناد خزانه اسلامی در بازارهای مالی، *اقتصاد اسلامی*، ۴۰ (۱۰).
- ندری، کامران و کارگرمطلق، ا. (۱۳۸۹). امکان‌سنجی استفاده از صکوک در جهت تأمین مالی صادرات، *اقتصاد اسلامی*، ۳۷ (۱۰).

منابع انگلیسی

- Askari, H., Iqbal, Z. & Mirakhor, A. (2009). *New Issues in Islamic Finance and Economics*, Singapore: John Wiley.
- Arrow, K.J. & Hahn, F.H. (1971). *General Competitive Analysis*, San Francisco: Holden-Day
- Cheung, Steve. (1969). *The Theory of Share Tenancy*, Chicago: The University of Chicago Press.
- Coase, R. (1960). The Problem of Social Cost, *Journal of Law and Economics*, oct.
- Cooter, R. (1989). *The Coase Theorem*, In Allocation, Information and Markets, ed. by J. Eatwell, M. Milgate and P. Newman, London: the New Palgrave, the Mcmillan Limited.
- Fama, E. (1970). Efficient Capital Markets: A Review & Theory and Empirical Works, *Journal of Finance*, 25.
- Fisher, I. (1930). *The Theory of Interest*, The MacMillan Co, Reprinted by A.M. Kelley Publishers, Clifton N.J. 1955.
- Friedman, M. (2010). *Quantity Theory of Money, in Monetary Economics*, ed. By Steve Durlauf and Lawrence Blume, Hampshire, UK: Macmillan Publishers.
- Hanley, N., et.al. (1997). *Environmental Economics*, In Theory and Practice, London: Macmillan Press Limited.
- Hirshleifer, J. (1970). *Investment, Interest and Capital*, Engewood Cliffs: N.J. Prentice Hall Inc.
- Iqbal, Z. & Mirakhor, A. (2007). *An Introduction to Islamic Finance; Theory and Practice*, Singapore: John Wiley.
- Keynes, J.M. (1932). Savings and Usury, A Symposium, *The Economic Journal*, March.
- Keynes, J. M. (1965). *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, New York: A Harbinger Book.
- Khan, M. (1987). *Islamic Interest Free Banking, A Theoretical Analysis*, In *Theoretical Studies in Islamic Banking and Finance*, ed. By M. Khan and A. Mirakhor, Houston, Tx.: The Institute for Research and Islamic Studeis.
- Khan, M. & Mirakhor, A. (1987). *The Financial System and Monetary Policy in an*

- Islamic Economy, In Theoretical Studies in Islamic Banking and Finance*, ed. By M. Khan and A. Mirakhor, Houston, Tx.: The Institute for Research and Islamic Studeis.
- Layard, P.R.G. & Walters, A.A. (1978). *Microeconomic Theory*, N.Y.: McGraw-Hill.
- Mirakhor, A. (1988). *Equilibrium In A Non Interest Open Economy*, IMF Working Paper, Washington D.C., IMF.
- Mirakhor, A. & Krichene, N. (2000). Recent Crisis: Lessons for Islamic Finance, *Journal of Islamic Economice, Banking, and Finance*, 5(1).
- Nadeemul H. & Mirakhor, A. (1987). *Saving Behavior in an Economy Without Fixed Interst*, In *Theoretical Studies in Islamic Banking and Finance* ed. By M. Khan and A. Mirakhor, Houston, Tx.: The Institute for Research and Islamic Studeis.
- Nadeemul, H. & Mirarhor, A. (1987). *Optimal Profit Sharing Contracts and Investment In An Interest Free Economy*, In *Theoretical Studies in Islamic Banking and Finance* ed. By M. Khan and A. Mirakhor, Houston, Tx.:The Institute for Research and Islamic Studeis.
- Patinkin, D. (1965). *Money, Interest And Prices*, 2nd ed. N. Y.: HarPer & Row.
- Sadr, K. & Iqbal, Z. (2002). *Choice Between Debt and Equity Contracts and Asymmetric Information*, In *Islamic Banking and Finance*, ed. By M. Iqbal and D. Liweffyn, Cheleren, U.K: Edward Elgar Publishing Limited.
- Sadr, S.K., Kafaie, M. A. & Haidari, B. (2007). Islamic Agricultural Finance and Growth, *Iranian Economic Review*, 12(18).
- Silberberg, Eugene. (1990). *The Structure of Econmics*, 2nd ed., New York: McGraw Hill.
- Tobin, J. (1958). Liquidity Preference as Behavior towards risk, *Review of Economic Studies*, Feb.
- Toutouchian, Iraj. (2009). *Islamic Money and Banking*, Singapore: John Wiley, Ltd.
- Van Greuning, Hennie & Iqbal, Z. (2008). *Risk Analisis For Islamic Banks*, Washington, D.C.:The World Bank.
- Weitzman, Martin. (1984). *The Share Economy*, Cambridge, MA.: Harvard University press.
- Wilson, Charles. (1989). *Incomplete Markets*, In *Alloction, Information, and Markets*, ed. by J. Eatwell, M. Milgate and P. Newman, London: the New Palgrave, the Mcmillan Limited.