

# تحلیل دو پارامتر اقتصادی در ارزیابی طرحهای مشارکتی (مشارکت حقوقی)

جناب آقای دکتر ایرج توتونچیان

استاد دانشکده اقتصاد دانشگاه الزهراء

## مقدمه

در اقتصاد سرمایه‌داری، اندازه و یا حجم سرمایه واحدهای تولیدی (که در این مقاله منظور ما صرفاً واحدهای تولیدی هستند که به صورت شرکت سهامی اداره می‌شوند. بنابراین بعد از این کلمه شرکت به مفهوم خاص آن استفاده می‌شود مگر آنکه منظور صریحاً اعلام شود) از دو نوع جداگانه (به طور معمول) تشکیل شده‌اند. اول آنهایی که سرمایه (۱) خود را تماماً از طریق مشارکت (سهام یا EQUITY) تأمین می‌کنند و دوم آنهایی که سرمایه خود را هم از طریق سهام و هم از طریق اوراق قرضه (وام یا DEBT) و به نسبت‌های مختلف تأمین می‌کنند. (۲) و حالت اول ادعا شده است که تحت مفروضات محدودکننده، هزینه سرمایه مشارکتی COST OF EQUITY CAPITAL جاری باید در ارزیابی پروژه‌های سرمایه‌گذاری به عنوان نرخ تنزیل به کار رود. منظور از هزینه سرمایه مشارکتی جاری نرخ بازدهی منتظره سهامداران عادی می‌باشد زیرا که این نرخ حداقل نرخ بازدهی مورد قبول از طرف سهامداران (۳) می‌باشد.

از جمله مفاهیم بسست دیگری که اقتصاددانان غربی استفاده می‌کنند مفهوم «سرمایه» است که نه با مفهوم حقوقی آن سازگاری دارد و نه با مفهوم حسابداری آن بلکه یک مفهوم پیچیده سردرگمی درست کرده‌اند که حتی خانم پروفیسور جون رابینسون هم در درک مفهوم واقعی آن اظهار عجز کرده است. (۴)

ما در این قسمت سعی می‌کنیم که برخلاف رویه اقتصاددانان غربی و به دور از مفاهیم مجرد و خیالی و در عین حال بر اساس موازین حقوقی و حسابداری دو مفهوم فوق را (یعنی حجم و اندازه سرمایه و نیز مفهوم آن را) در نهایت اختصار ذکر کنیم. (۵)

به اعتقاد نویسنده این سطور پول که در اقتصاد اسلامی باید هم‌ردیف «کالاهای عمومی

غیر محض» تعریف (۶) شود سرمایه بالقوه است که به محض ترکیب حقوقی با یکی از عوامل تولید به سرمایه بالفعل تبدیل می‌شود (مانند عقد مضاربه) و از این جهت است که (به اعتقاد نویسنده) اسلام برای آن بازدهی یعنی سود (منفعت PROFIT) تأمل است. یعنی:

(الف) سرمایه بالفعل → یکی از عوامل تولید + پول

علامت + به مفهوم «ترکیب حقوقی» مورد استفاده قرار گرفته است. به این تعبیر هم پول و هم سرمایه از جمله امور اعتباری (حقوقی) محسوب می‌شوند. به این معنا که زمانی که «پول» مؤسستین یک واحد تولیدی حداقل با یک یا چند عامل تولیدی به منظور تولید کالا (یا خدمت) در هم می‌آمیزد این «پولها» تبدیل به سرمایه بالفعل می‌شوند. به عبارت دیگر با سرمایه اولیه این واحد تولیدی است که زمین - ساختمان - ماشین آلات - انبار - وسائل نقلیه و... خریداری شده و در دفاتر شرکت به عنوان دارائیهای (ثابت) آن ثبت می‌شود. در جریان تبدیل سرمایه انواع دارائیهای خاصیت اعتباری از دست رفته و تبدیل به امور حقیقی می‌شوند. به عبارت دیگر رابطه (الف) را می‌توان به صورت زیر نوشت:

(ب) دارائی → سرمایه بالفعل + یکی از عوامل تولید + پول

که این عبارت را می‌توان به نحو دیگری نوشت. یعنی:

(ج) امر حقیقی → امر اعتباری + امر اعتباری

از مطالعه ترازنامه شرکتها چنین برمی‌آید که غالباً دارائیهای (ثابت) آنها بیش از سرمایه شرکت می‌باشد و تولید محصول نه به علت و اندازه سرمایه آن صورت می‌گیرد بلکه به دلیل وجود دارائیهای (ثابت) آن این کار محقق می‌شود ولو اینکه بخشی از این نوع دارائیهای به وسیله وام ربوی نیز تأمین شده باشد. از این رو به جای آنکه از اندازه و مفهوم سرمایه (بنا به تعریف اقتصاددانان غربی) استفاده کرده و سرمایه‌گذاری در زمان  $t$  را یعنی  $It$  به صورت:

$$It = Kt - K_{t-1} \quad (د)$$

نشان دهیم از مفهوم دارائیهای خالص ثابت  $At$  استفاده کرده و سرمایه‌گذاری در زمان  $t$  را به صورت زیر تعریف می‌کنیم زیرا که جنبه واقعی داشته و از ذهن‌گرایی به دور است:

(۵)

$$It = At - At-1$$

با استفاده از چنین مفهومی است که هرگونه تغییری که در دارائیهای ثابت (خالص) و از طریق هر یک از عقود اسلامی (۷) ایجاد شود ما آن را تغییر در حجم سرمایه‌گذاری خواهیم دانست در حالی که تعاریف اقتصاددانان غربی از سرمایه و سرمایه‌گذاری از تعبیر چنین تغییری که ممکن است در یک کشور رقم قابل توجهی را نشان دهد عاجز است. (۸)

استفاده دیگری که می‌توان از مطالب فوق نمود جدا کردن بازار پولی بازار سرمایه است. می‌دانیم که در اقتصاد سرمایه‌داری مجدداً تعریف سستی که از بازار پولی می‌شود این است که بازار پولی همان بازار وام است که مدت آن یک سال و کمتر است و بازار سرمایه نیز همان بازار وام است که مدت آن بیش از یک سال می‌باشد. به علت وجود بهره دلیلی ندارد که وام‌هایی که مدت آنها بیش از یک سال است به سرمایه تبدیل شوند زیرا بهره (ربا) می‌تواند این وام‌ها را به گرداب پولی بکشاند بخصوص آنکه بهره این نوع وام‌ها کمتر از بهره وام‌های کوتاه مدت است. در حالی که در تعریف ما هرگونه تغییری که در دارائیهای ثابت خالص (ولو اینکه در زمانی کوتاه‌تر از یک سال) پدید آید به دلیل آنکه ظرفیت تولیدی واحدهای تولیدی را افزایش می‌دهد «سرمایه‌گذاری» نامیده می‌شود و بازاری که به این طریق (یعنی به دلیل وجود تقاضا و عرضه و قسمت تعادلی که از برخورد آنها به دست خواهد آمد) به وجود می‌آید بازار سرمایه می‌نامیم. مضافاً اینکه هرگونه بازار وام ربوی را به دلیل تحریم ربا (بهره) طرد می‌کنیم. به این ترتیب نه بازار پولی غربیها را می‌پذیریم و نه تعریفی که برای بازار سرمایه کرده‌اند.

ناتوانی غربیها در درک اینگونه مطالب تا حدی است که حتی ممکن است برخی از افراد غیرمتخصص را به استهزاء و اذیت دارد. به عنوان نمونه سه اقتصاددان معروف امریکائی به نامهای دور نبوش - فیشر و اشمالنزی در کتاب خود (۱۹۸۸) در صفحات ۲۱-۳۲۰ آن کالاهای مصرفی بادوام از جمله اتومبیل - یخچال و دستگاههای تلویزیون و امثالهم را جزو انبار سرمایه کشور تلقی می‌کنند؟! که اگر صحیح باشد علی‌القاعده باید این اقلام در تابع تولید همان کشور وارد شده و به عنوان یکی از عوامل تولید محسوب شود؟! (نمی‌دانم که آیا لباس - جوراب - دستمال - کفش - چتر - میز و صندلی و امثال ذلک را که جزو کالاهای مصرفی بی‌دوام نیز نیستند و با یک بار مصرف از بین نمی‌روند، نیز باید جزو انبار سرمایه (۹) محسوب کرد یا نه؟)

مادر این مقاله از مفهوم قیمت‌های سایه (SHADOW PRICES) به معنای اعم کلمه (مانند دستمزد سایه، قیمت سایه سرمایه و امثال آن) استفاده نمی‌کنیم زیرا بر اساس تعریف، قیمت‌های سایه قیمت‌های ضمنی (و غیرصریح IMPLICIT) هستند در حالیکه ما از مفاهیم صریح EXPLICIT مانند نرخ بازدهی داخلی سرمایه‌گذاری که مفهومی کمی و قابل محاسبه

صریح است استفاده خواهیم کرد.

از آنجائی که بحث مستقیماً به ارزیابی طرحهای اقتصادی مربوط می شود به اختصار کامل فقط از عمده ترین آنها نام می بریم.

۱- روشهای عمده ارزیابی طرحهای اقتصادی: برای ارزیابی پروژههای سرمایه گذاری دو روش از سایر روشها مهمتر و عملی تر هستند و غالباً محور مباحث سرمایه گذاری قرار می گیرند. یکی از آنها روش ارزش حال خالص ( $NPV = \text{NET PRESENT VALUE}$ ) است و دیگری نرخ بازدهی داخلی سرمایه ( $IRR = \text{INTERNAL RATE OF RETURN}$ ) می باشد. در مباحث نظریه سرمایه قابل قبول است که برای سادگی بحث فرض شود که اصولاً دو دوره حال و آینده (فقط) وجود دارد. معهداً فرمولهای مورد استفاده در این دو روش قابل تعمیم به دورههای بیشتر نیز هستند. در این مقاله بحث ما نحوه ارزیابی پروژههای سرمایه گذاری نیست زیرا که اولاً این بحث و مطالب مربوطه در کتب استاندارد مختلف دانشگاهی انجام گرفته است. (۱۰) ثانیاً آنچه که برای ما اهمیت دارد و در نظام اقتصاد اسلامی مطرح است این است که چون در این نظام، بهره (ربا) به هیچ صورت ممکن (حتی با استفاده از حیل‌های شرعی) وجود ندارد و نباید داشته باشد (زیرا بنا به اعتقاد شهید مطهری، کلیه حیل‌های شرعی حیل هستند و تماماً حرام می باشند - مضافاً اینکه هیچگونه نیازی به آنها نداریم) باید در صد تعیین معیاری به عنوان نرخ تنزیل ( $DISCOUNT RATE$ ) یا به عبارت دیگر نرخ اهمیت زمانی اجتماعی ( $STP = \text{SOCIAL TIME-PREFERENCE}$ ) باشیم.

ذیلاً فقط به ذکر نتایجی که از این دو روش به دست می آید بسنده می کنیم (۱۱):

همان بازدهی یا راندمان نهائی  $R = MEC$  نرخ بهره ===== حدّ بهینه سرمایه گذاری در نظام سرمایه داری سرمایه از نظر کینز

(۱) بازدهی یا راندمان نهائی سرمایه گذاری (با قدری تعدیل)  $= MEI$

نرخ استهلاک سرمایه  $d$  - تولید نهائی سرمایه  $R = MP_k$

(۲) نرخ بازدهی داخلی (سرمایه)  $= MEI = IRR$

در روش  $IRR$  دو اشکال اساسی مشاهده می شود:

الف- تنوع ریشه‌های به دست آمده (چندین جواب)

ب- مشکل مربوط به سرمایه منفی

که اشکال دوم را می توان با استفاده از روش  $IRR$  مبسوط برطرف کرد.

(۳) نه روش  $NPV$  و نه روش  $IRR$  در حالت طبیعی خود نسبت به رتبه بندی صحیح پروژهها در شرائطی که جیره بندی یک ضرورت است قابل استفاده نیستند.

(۴) در مورد پروژه‌های مستقل از یکدیگر، روش IRR حتی در شکل مبسوط آن ممکن است جواب نادرستی به دست دهد.

(۵) در صورتی که IRR اضافی (INCREMENTAL) بزرگتر از نرخ بازدهی سرمایه‌گذاری نهائی واحد تولیدی باشد این واحد باید از نرخ بزرگتر از بین دو پروژه استفاده کند.

۲- در هر دو روش فوق‌الذکر متغیرهای مورد استفاده رویهمرفته عبارتند از: درآمد خالص سالهای آینده - قیمت بازاری ماشین‌آلات مورد نظر یا هزینه فعلی پروژه و بالاخره نرخ تنزیل یا نرخ ارجحیت زمانی اجتماعی. توضیح آنکه در روش NPV به نرخ هزینه فرصت سرمایه در بلندمدت (یعنی نرخ بهره بلندمدت) نیاز هست تا اینکه پس از مرتب کردن پروژه‌ها برحسب قوای نزولی‌شان در مورد NPV تصمیم گرفته شود. در این خصوص ممکن است مشکلاتی بروز کند که رتبه‌بندی آنها جواب بهینه به دست ندهد. (۱۲)

آنچه مسلم است این است که در اقتصاد اسلامی این پروژه‌ها هستند که با هم رقابت می‌کنند نه استفاده از نرخ بهره به منظور مقایسه با NPV پروژه‌ها که اینها خود تابعی از نرخ بهره هستند. نرخ بهره اجازه سرمایه‌گذاری بعد از حدّ معینی را (حتی اگر تمام عوامل تولید برای سرمایه‌گذاری آماده بوده و بیکار باشند) نمی‌دهد. مضافاً اینکه اقتصاددانان غربی ادعان دارند به اینکه در سیستم سرمایه‌داری تا زمانی که واحد تولیدی ندارند که کدام پروژه را انتخاب خواهد کرد امکان دستیابی به نرخ تنزیل وجود ندارد. هم چنین تا زمانی که نرخ تنزیل معلوم نباشد برای واحد تولیدی غیرممکن است که پروژه‌ای مورد انتخاب قرار گیرد. همان طور که ملاحظه می‌شود یک استدلال دوری CIRCULAR REASONING وجود دارد ولی می‌توان برای رهائی از آن مشکل مربوطه را با استفاده از روشهای برنامه‌ریزی حل کرد زیرا این روشها هم می‌توانند مجموعه پروژه‌های بهینه و هم نرخ سرمایه‌گذاری نهائی را به دست آورند. این مشکل در اقتصاد سرمایه‌داری به دو دلیل مرتبط به هم به وجود می‌آید: اول آنکه روش NPV غالباً به دلیل سادگی مورد استفاده قرار می‌گیرد دوم آنکه در این روش حتماً به نرخ تنزیل (نرخ بهره به عنوان جانشین نرخ ارجحیت زمانی اجتماعی) نیاز هست. در صورتی که در محاسبه IRR به نرخ تنزیل از پیش تعیین شده نیاز نیست زیرا که مشتمل از نرخ بهره است برخورد روش نرخ مشخصی را به وجود می‌آورد. به همین علت است که این روش برای انتخاب پروژه‌های سرمایه‌گذاری در اقتصاد اسلامی توصیه می‌شود.

در روش IRR پروژه‌های سرمایه‌گذاری را می‌توان برحسب IRR محاسبه شده به ترتیب قوای نزولی رتبه‌بندی کرد و ابتدا پروژه با بالاترین IRR را انتخاب کرد سپس بعدی را و... تا جایی که تمام بودجه جذب شود. این روش با تعدیلات آن یعنی IRR مبسوط و سرمایه منفی و مشتقات آن مورد تأیید و حمایت بسیاری از اقتصاددانان است ولی امکان انتخاب مجموعه‌های اشتباه نیز در آن (مانند سایر موارد) وجود دارد.

در مورد درآمد خالص بحث خاصی در اقتصاد اسلامی وجود ندارد جز اینکه هزینه‌ای به نام هزینه بهره و یا هزینه عملیاتی و یا هزینه سود تضمین شده (پرداختی به سپرده‌گذاران) و یا هر عبارت دیگری که با استفاده از حیل‌های شرعی و فرار از مفهوم واقعی ربا (بهره) استفاده می‌شود که آن را پوشش دهد وجود ندارد.

در اقتصاد سرمایه‌داری هزینه سرمایه COST OF CAPITAL در بحث‌های مقدماتی اقتصاد خرد همان نرخ بهره است و چنین به نظر می‌آید که یا واحد تولیدی صد درصد سرمایه خود را از طریق وام ربوی تهیه کرده است و یا اینکه اگر صد درصد سرمایه توسط مؤسستین تأمین شده باشد چون هزینه فرصت سرمایه در آن سیستم به درستی همان نرخ بهره است که مستقل از نرخ بازدهی داخلی سرمایه می‌باشد. بنابراین در این حالت نیز هزینه فرصت سرمایه نرخ بهره است. معهداً در بحث‌های مربوط به ارزیابی طرح‌های سرمایه‌گذاری که سرمایه شرکت از طرق مختلف تأمین می‌شود هزینه سرمایه مجموعه‌ای موزون از نرخ‌های منابع تأمین مالی می‌باشد. (۱۳)

همانطور که ذکر شد در روش NPV برای ارزیابی پروژه‌های ضرورت دارد که یک نرخ تنزیل از قبل تعیین شده وجود داشته باشد که آن را هزینه سرمایه و یا نرخ سرمایه‌گذاری نهایی نامند. ولی در روش IRR اینگونه نیست زیرا در درون این روش نرخ جهت تصمیم‌گیری به دست می‌آید که می‌تواند به عنوان نرخ حذف CUT-OFF RATE مورد استفاده قرار گیرد. (۱۴) ضمناً در سیستم ربوی که بافت سرمایه ترکیبی از سرمایه وامی DEBT CAPITAL و سرمایه مشارکتی EQUITY CAPITAL است هزینه سرمایه (اگر با دقت تعریف شود) عبارت خواهد بود از «هزینه متوسط موزون تمام منابع سرمایه‌ای که مورد استفاده واحد تولیدی قرار گرفته‌اند». بنابراین است که هزینه سرمایه باید منعکس‌کننده اثر استفاده از یک منبع مالی خاص در مقایسه با سایر منابع مالی موجود باشد. (۱۵) از اینرو در بانکداری اسلامی این به اصطلاح هزینه باید منعکس‌کننده اثر مشارکت حقوقی با بانک اسلامی در مقایسه با سایر منابع مالی امکان‌پذیر بوده باشد که ما اثبات کرده‌ایم که برابر صفر است. (۱۶)

در بانکداری اسلامی نسبت به قیمت بازاری ماشین آلات مورد نظر و یا هزینه فعلی پروژه

سرمایه‌گذاری در صورتی که مشارکتی با بانک اسلامی صورت نگیرد بحث جدیدی نخواهیم داشت الا اینکه در قسمت بازاری ماشین‌آلات در اقتصاد اسلامی نباید هزینه‌ای تحت عنوان هزینه سرمایه لحاظ شده باشد. ولی زمانی که مشارکت با بانک مطرح می‌شود برای ارزیابی پروژه پیشنهادی آورده واحد تولید مورد بحث ما خواهد بود. مضافاً اینکه بحث مربوط به مشکلات ناشی از کاربرد هر یک از دوروش NPV و IRR و مسائل مربوط به بانک اسلامی مربوط نمی‌شود زیرا این موضوع مستقیماً به هر یک از واحدهای تولیدی که برای مشارکت به بانک مراجعه می‌کنند مربوط می‌شود. آنها هر متدی را که انتخاب کنند چون در عقد مشارکت حقوقی، سرمایه و سود همان واحدها مطرح است باید قبول کرد که بهترین روش را انتخاب خواهند کرد و بانک اسلامی می‌تواند آن را اساس ارزیابی طرحهای مربوطه قرار دهد. باید بدانیم که بانک اسلامی نباید خود رأساً به سرمایه‌گذاری اقدام کند بلکه می‌بایستی اساس سرمایه‌گذاری خود را بر مبنای تقاضای کتبی واحدهای تولیدی دایر و یا آنهایی که قصد تأسیس دارند از طریق مشارکت حقوقی قرار دهد. به عبارت دیگر بانک اسلامی با تقاضای کتبی واحدهای تولیدی در پروژه‌های سرمایه‌گذاری بر مبنای مشارکت حقوقی روبرو است و خود نباید رأساً به این کار اقدام نماید. (۱۷)

۳- آیا نرخ بهره (ربا) معیار مناسبی جهت تنزیل درآمدهای خالص آینده است؟ ما در اینجا لازم می‌دانیم که برخی از نکات ابهام‌آمیزی را که در این خصوص وجود دارد روشن کنیم (۱۸). اولاً نرخ بهره در بازار پولی به دست می‌آید (نه در بازار سرمایه) ولی نرخ سود در بازار سرمایه حاصل خواهد شد. ثانیاً نرخ بهره و نوسانات آن باعث ایجاد و رونق سفته‌بازی در بازار پولی می‌شود. در حقیقت همین معنا بوده است که کینز شدیداً به اقتصاددانان کلاسیک حمله می‌کند که چگونه است که آنها با قبول بهره (ربا) به تقاضای سفته‌بازی برای پول پی نبرده بودند؟ او در صفحه ۱۷۴ کتاب نظریه عمومی خود می‌نویسد:

الف- کنز کردن پول باعث ایجاد نرخ بهره می‌شود.

سپس در همان صفحه دو مطلب دیگر را به آن اضافه می‌کند که:

ب- نرخ بهره پاداش به پس‌انداز کردن نیست بلکه پاداش جهت عدم کنز کردن است.

ج- کنز کردن پول تقرب اولیۀ رجحان نقدینگی (به قصد سفته‌بازی) است. پس

بنابراین اگر مطالب بالا را در کنار هم قرار دهیم خواهیم داشت:

(۶) سفته‌بازی  $\longleftrightarrow$  نرخ بهره

یعنی از یک طرف نرخ بهره باعث سفته‌بازی می‌شود و از طرف دیگر سفته‌بازی با پول باعث ایجاد نرخ بهره می‌شود. به عبارت دیگر هم قضیه مصداق دارد و هم عکس قضیه (شرط لازم و



کافی وجود دارد).

حال پس از این مقدمه کوتاه به اصل سؤال برمی‌گردیم و آن اینکه آیا نرخ بهره منعکس‌کننده نرخ ارجحیت زمانی اجتماعی می‌باشد؟ لازم به توضیح است که همیشه سرمایه‌گذاری در پروژه‌های سرمایه‌ای مستلزم گذشت از مصرف (فوائد BENEFITS) حال به نفع مصرف یا فوائد آینده می‌باشد. از آنجائی که سرمایه‌گذاری بنا به تعریف (حتی اقتصاددانان غربی) امری است بلندمدت در عبارت مصرف حال و مصرف آینده، مصرف محصول و یا محصولاتی که از طریق سرمایه‌گذاری تولید می‌شود مصرف نسل حاضر و نیز مصرف نسلهای آینده (۲۰) را نیز دربر می‌گیرد. از این جهت است که سرمایه‌گذاری جهت تنزیل به نرخی که ارجحیت زمانی اجتماعی را منعکس می‌کند نیاز دارد که در بهترین شرایط نمایندگان مردم در مجلس با رأی دادن به پروژه‌های بلندمدت در حقیقت این نرخ را از طرف موکلین خود اعلام کرده و تعیین می‌کنند. حال سؤال این است که آیا نرخ بهره منعکس‌کننده ارجحیت زمانی کلیه افراد جامعه نسل حاضر و نسلهای مربوط در آینده می‌تواند باشد؟ از آنجا که می‌دانیم عده‌ی خیلی از افراد جامعه به سفته‌بازی (دلالتی) در بازار پولی می‌پردازند و صرفاً منفعت شخصی ایشان مطرح است و نه منافع جامعه (چه رسد به نسلهای آینده) از اینرو ذیلاً به طور مختصر به ذکر دلایلی می‌پردازیم که نرخ بهره مطلقاً نمی‌تواند معیاری برای ارجحیت زمانی اجتماعی STP بوده و جانشین آن باشد:

۱-۳ حاصل سرمایه‌گذاری سود است در حالی که بهره (ربا) ناشی از سفته‌بازی در بازار پولی است و این دو مستقل از یکدیگر هستند.

۲-۳ بهره (ربا) از عملیات سفته‌بازی که علی‌القاعده کوتاه مدت است و رجحان نقدینگی از این مفهوم گرفته شده است به دست می‌آید در حالی که سرمایه‌گذاری حتی بنا به تعریف اقتصاددانان غربی تغییر در حجم سرمایه است که این تغییر فقط در بلندمدت اتفاق می‌افتد.

۳-۳ تعداد معدودی از کل افراد جامعه به سفته‌بازی اشتغال دارند در حالی که تولید انواع کالاها و خدمات تولید شده توسط سرمایه‌گذاران برای کلیه افراد جامعه است.

۴-۳ سرمایه‌گذاری غالباً با هدف حداکثر کردن سود صورت می‌گیرد و آنچه که به عنوان پاداش سرمایه‌گذاری تلقی می‌شود سود است نه بهره. مضافاً اینکه در جوامع سرمایه‌داری برای به دست آوردن سود، هزینه بهره یکی از هزینه‌های قابل قبول می‌باشد.

۵-۳ اگر اقتصاددانان غربی ادعا کرده‌اند که در بلندمدت نرخ سود و نرخ بهره با هم برابر



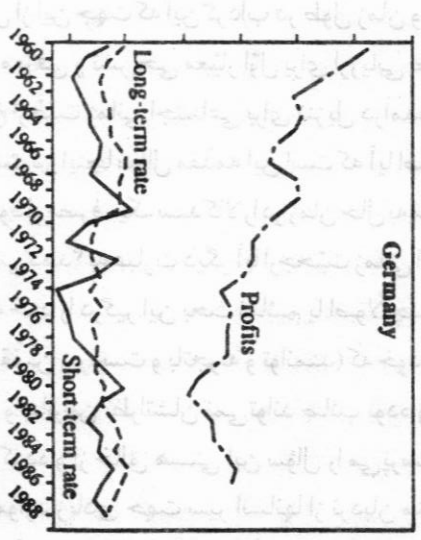
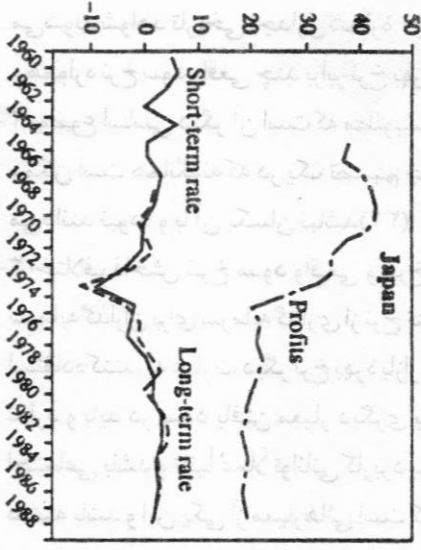
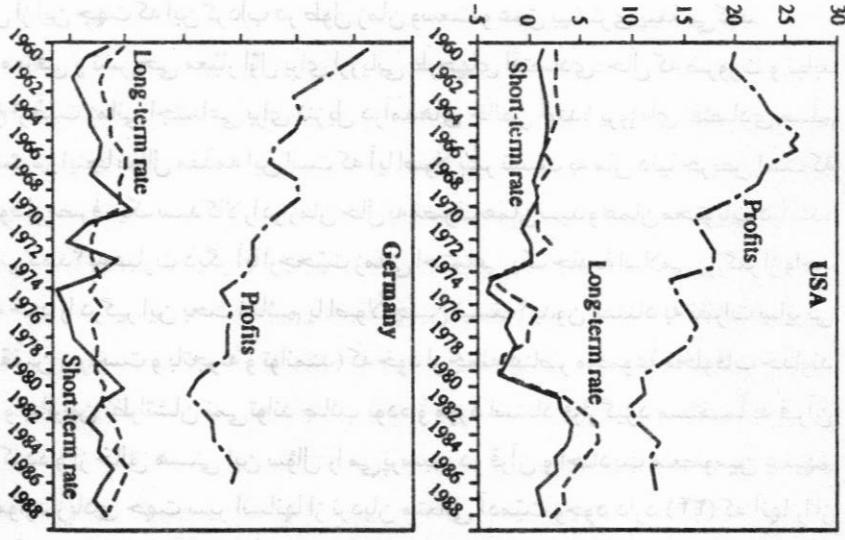
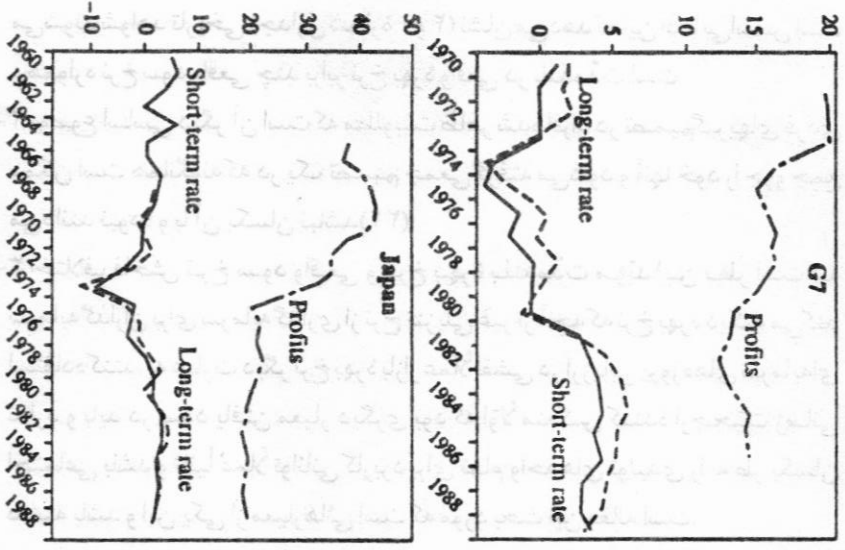
می‌شوند شواهد تاریخی (جداول شماره ۱ و ۲) نشان می‌دهد که این ادعای اساس است و همواره نرخ سود واقعی چند برابر نرخ بهره واقعی در بلندمدت است.

۳-۶ موضوع اساسی دیگر آن است که مطلوبیت ظاهر شده افراد در تصمیم‌گیریهای فردی ممکن است همانگونه که در یک تصمیم جمعی گرفته می‌شود و آنها خود را جزو جمع می‌دانند نبوده و با آن یکسان نباشد (۲۱).

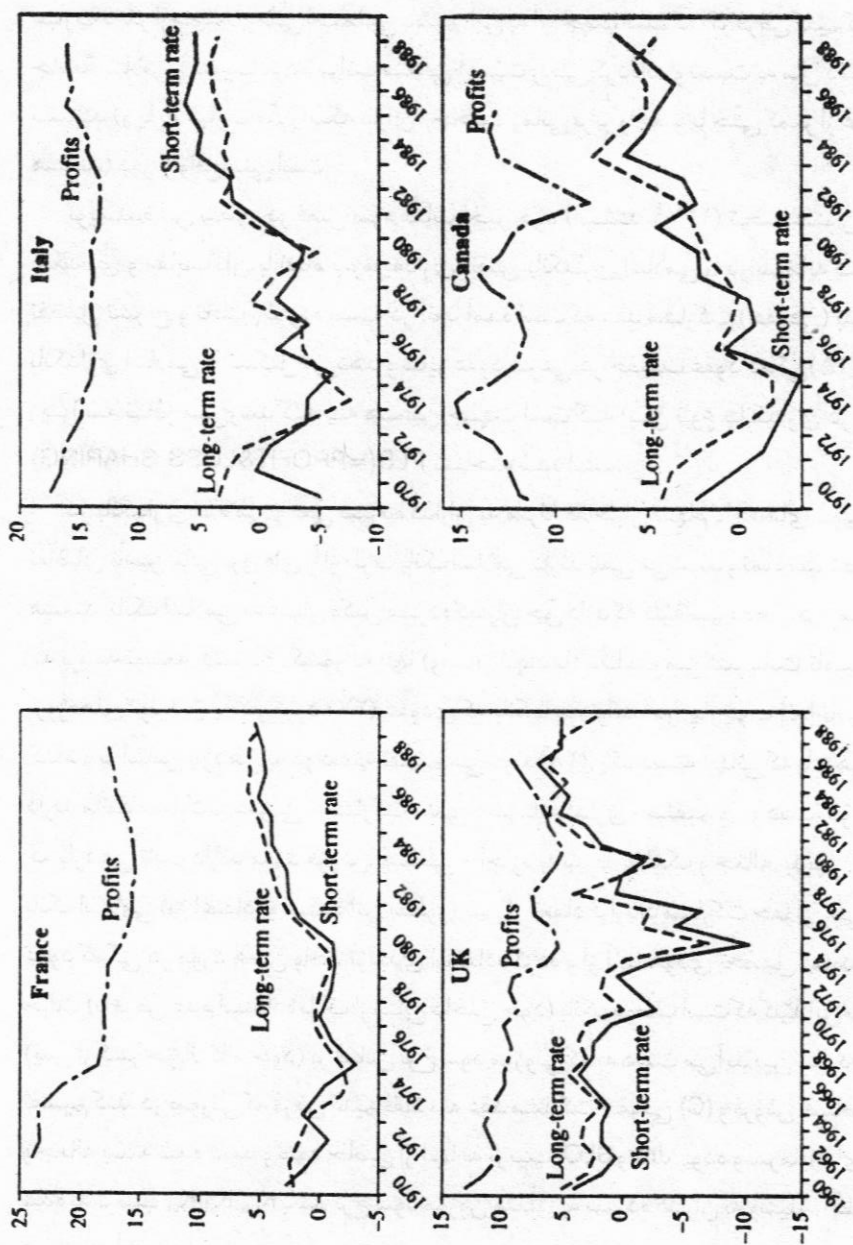
۳-۷ اختلاف فاحش نرخ سود واقعی و نرخ بهره بلندمدت مؤید این نظر است که سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری از نرخ تنزیلی غیر از آنچه که نرخ بهره دیکته می‌کند استفاده کنند. به عبارت دیگر نرخ بهره بازار عملاً نقشی در ارزیابی پروژه‌های سرمایه‌ای ندارد و باید در صدد یافتن معیار دیگری بود که اولاً منعکس‌کننده ارجحیت زمانی اجتماعی باشد و ثانیاً عملاً توانائی کاربرد برای تمام واحدهای تولیدی را به طریکسان داشته باشد و این یکی از معیارهائی است که مورد بحث این مقاله است.

۴- تفاوت نرخ سود واقعی بلندمدت و نرخ بهره واقعی بلندمدت چه پیامدهائی دارند؟ گرچه این مطلب مستقیماً به موضوع مقاله ارتباط ندارد ولی متذکر می‌شویم که همین اختلاف دو نرخ موجبات رونق سفته‌بازی در بازار پولی می‌شود که آثار مخرب آن را نباید کم اهمیت دانست (۲۲) بالاخص از این جهت که این گرداب در طول زمان وسعت و عمق بیشتری پیدا می‌کند.

۵- معرفی و تشریحی معیار اول برای ارزیابی طرحهای اقتصادی: حال که ضرورت و نباید یک نرخ ارجحیت زمانی اجتماعی برای تنزیل درآمدهای خالص آینده پروژه‌های اقتصادی مسلم شده است در اینجا سؤال مقدمه این است که آیا اصولاً بشر نسبت به مال دنیا حریص است که گفته شود او مصرف یک سبد کالا را در زمان حال به مصرف همان سبد و همان محتویات در آینده ترجیح می‌دهد؟ به عبارت دیگر آیا ارجحیت زمانی اجتماعی یک جامعه اسلامی بزرگتر از واحد است که خود را درگیر این بحث نمائیم یا اصولاً چنین نیست؟ بدون استناد به نظرات سایرین (ولو محققین زبردست و باتجربه و توانمند) که خود از جمله عناصر مجموعه مخلوقات خداوند هستند و بنابراین نظراتشان نمی‌تواند صائب بوده و مورد استناد قرار گیرد مستقیماً به قرآن مراجعه کرده و از خالق هستی این سؤال را می‌پرسیم. در قرآن و احادیث معصومین علیهم السلام موارد زیادی جهت سیر انسانها از نردبان متعالی آدمیت وجود دارد (۲۴) که آنها را از حرص هرآنچه که در این دنیا هست منع می‌کند. بالاخص اینکه در قرآن کریم خداوند انسان را به صفات ظلوم - جهول - کفور - طغیانگر - هلوع (کم ظرفیت) و مغرور و مانند آن توصیف کرده است. به عبارت دیگر به استناد قرآن کریم و احادیث می‌توان با اطمینان گفت که ارجحیت زمانی در فطرت بشر است. پس بنابراین ما با یقین باید در صدد پیدا کردن معیاری برای تنزیل و یا به



Rate of profit in industry and conventional real interest rates in G-7 countries, the USA, Japan, and Germany  
 Sources: National accounts, OECD.



Rate of profit in industry and conventional real interest rates in France, Italy, the UK, and Canada

Sources: National accounts, OECD

عبارت دیگر ارجحیت زمانی اجتماعی باشیم. این به آن جهت است که اگر فرض کنیم که در یک جامعه اسلامی اکثریت مردم مراتب متعالی آدمیت را طی کرده‌اند و نسبت به مال دنیا حریص نیستند (و یا به عبارت فنی اینکه دارای ارجحیت زمانی برابر واحد و یا حتی کمتر از عدد واحد هستند) دور از واقع بینی است.

نویسنده این سطور در فصل سوم کتاب اخیر خود (اسفند ۱۳۷۹) تحت عنوان «پول و بانکداری و مقایسه آن با نظام سرمایه‌داری» نقش بانکداری اسلامی را در سرمایه‌گذاری به تفصیل تشریح و تحلیل نموده است. در آنجا آمده است که عقد مشارکت (حقوقی) بدنه اصلی بانکداری اسلامی را تشکیل می‌دهد و سایر عقود شرعی در حقیقت عقود کمکی (۲۵) هستند زیرا به نظر می‌رسد که به همین جهت است که این نوع بانکداری در دنیا به PLS (=PROFIT&LOSS SHARING) شناخته شده است.

در بانکداری اسلامی واقعی سپرده‌گذاران به منزله صاحبان سهام واحدهای تولیدی که تقاضای تأمین مالی پروژه‌های را از طرف بانک اسلامی دارند تلقی می‌شوند و تمام سپرده‌ها مشاع هستند. بانک اسلامی به عنوان وکیل سپرده‌گذاران حق دارد که کلیه سپرده‌ها را در زمینه‌هایی که برنامه توسعه اقتصادی کشور به آنها (و سایر نهادها) تکلیف می‌کند بابت تأمین مالی پروژه‌های تولیدی به کار گیرد. (۲۷) عقود کمکی که بانکها می‌توانند در چارچوب آنها تأمین مالی کنند و بر اساس بازدهی به دو دسته تقسیم می‌شوند (۲۸). یک دسته آنهائی که بازدهی متغیر دارند مانند مشارکت حقوقی - مشارکت مدنی - سرمایه‌گذاری مستقیم و... و دسته دوم آنهائی که بازدهی ثابت دارند مانند فروش اقساطی - اجاره به شرط تملیک و جعاله. بدیهی است که بانک اسلامی (به اعتقاد نویسنده این سطور) پس از انعقاد قرارداد مشارکت حقوقی می‌تواند از عقود کمکی در مورد همان واحد تولیدی استفاده کرده و از آنها سودی تحصیل نماید. در این حالت (با فرض عدم استفاده بانک از منابع داخلی خود) بانک موظف است که کلیه این سودها را (پس از کسر حق الوکاله خود) بر اساس نرخ سود موزونی که به دست می‌آید بین سپرده‌گذاران تقسیم کند. در صورتی که فرض کنیم فقط سه عقد مشارکت حقوقی (C) و فروش اقساطی (S) و جعاله بسته شده باشد و سود حاصل از آنها به ترتیب  $S_i, C_i$  و  $J_m$  بوده و سرمایه‌های تأمین شده به ترتیب  $K_{jm}, K_{sl}, K_{ci}$  باشد نرخ سود موزون متعلق به سپرده‌گذاران به وسیله رابطه زیر به دست می‌آید:

$$P = \frac{\sum_{i=1}^n C_i + \sum_{l=1}^p S_l + \sum_{m=1}^q J_m}{\sum_{i=1}^n K_{ci} + \sum_{l=1}^p K_{sl} + \sum_{m=1}^q K_{jm}} \quad (Y)$$

برای درک بهتر از موضوع مثال ساده‌ای می‌زنیم: فرض می‌کنیم که در یک جامعه اسلامی و بانکهای اسلامی آن فقط سه قرارداد مشارکت حقوقی به مبالغ ۱۰۰۰ و ۱۵۰۰ و ۵۰۰۰ واحد پولی و دو قرارداد فروش اقساطی به مبالغ ۵۰۰ و ۳۰۰ واحد پولی و یک قرارداد جعاله به مبلغ ۵۰۰ واحد پولی بسته شده باشد و سود واقعی آنها به ترتیب برابر ۱۲۰۰ و ۹۰۰ و ۸۰۰ و ۵۰ و ۳۶ و ۵۰ و ۵۰ واحد پولی بوده باشد. با استفاده از فرمول (۷) مقدار P برابر خواهد بود با:

$$P = \frac{(1200 + 900 + 800) + (50 + 36) + 50}{(1000 + 1500 + 5000) + (500 + 300) + 500} = \frac{3036}{8800} \approx 35\%$$

این رقم اولاً تحت شرائطی که ذکر شد به درستی و دقت می‌تواند نرخ تنزیل اجتماعی برای پروژه‌های مورد بحث محسوب شود (۲۹) (بالاخص آنکه اگر بانکهای اسلامی در یک کشور اسلامی هزاران پروژه سرمایه‌گذاری و هزاران درخواست کتبی مربوط به عقود دیگر را تأمین مالی کرده باشد) زیرا محصول این پروژه‌های تأمین مالی شده هم برای نسل حاضر و هم برای نسلهای آینده طراح شده است. مضافاً اینکه غالب نتایج مادی محصولات و فعالیتهای انجام شده در جامعه در این عقود منعکس می‌گردند. از آنجائی که در طول زمان شرائط مختلفی ممکن است بر اقتصاد یک جامعه اسلامی حاکم باشد بنابراین نرخ مربوط به نزدیکترین زمان مربوط به لحظه ارزیابی پروژه‌ها به درستی منعکس کننده نرخ ارجحیت زمانی اجتماعی در گذشته پیوسته به زمان ارزیابی باید مورد استفاده قرار گیرد. ثانیاً از آنجائی که سود حاصل از عقود با بازدهی متغیر در شرائط تورمی متورم خواهد شد مضافاً اینکه چون در شرائط تورمی غالباً میزان افزایش هزینه‌ها کمتر از میزان افزایش درآمد می‌باشد گذشته از اینکه سود افزایش می‌یابد سود حاصله منعکس کننده تورم نیز خواهد بود. به این علت است که بحث سالهای اخیر بین وزارت امور اقتصادی و دارائی و بانک مرکزی در خصوص تغییر به اصطلاح سود تضمین شده سپرده‌ها (یعنی در واقع همان بهره یا ربا) بی‌اساس جلوه می‌کند. به عبارت دیگر فرمول ایروینگ فیشر که در آن آمده است:

$$R_R = R_N - P \quad (8)$$

یعنی نرخ بهره واقعی برابر است با تفاضل نرخ بهره اسمی از نرخ تورم دیگر جایگاهی برای بحث باقی نمی‌گذارد زیرا این فرمول فقط در سیستم سرمایه‌داری (ربوی) کاربرد دارد. در واقع آنچه که در بانکداری اسلامی به عنوان سود واقعی سپرده‌ها به سپرده‌گذاران پرداخت می‌شود خود شامل نرخ تورم نیز هست زیرا به موجب رابطه زیر:

$$\text{هزینه کل} - \text{درآمد کل} = \text{سود} \quad (9)$$

$$TT = P.Q - C(Q)$$

در شرائط تورمی آنچه که اتفاق می افتد این است که:

$$\frac{d(P.Q)}{dp} > \frac{dc(Q)}{dp} \quad (10)$$

پس بنابراین اگر بانکهای کشورمان براساس نص صریح قانون عملیات بانکی بدون ربا (و پرهیز مطلق از حیل‌های شرعی و تفسیر به آراء شخصی) عمل کنند در حقیقت وظیفه وکالتی خود را در قبال پس اندازکنندگان به درستی انجام خواهند داد. ضمناً همانطور که در جداول شماره‌های ۱ و ۲ در خصوص هفت کشور صنعتی پیشرفته ملاحظه شد که نرخ بهره بلندمدت (۳۰) فاصله زیادی با نرخ سود بلندمدت (در صنایع) این کشورها دارد. اعمال نرخ حاصل از فرمول (۷) گذشته از ایجاد نظم در اقتصاد جامعه موجبات تعدیل درآمد (و ثروت) راهم از طریق سیاست درآمدی معقول (یعنی دادن حق سپرده‌گذاران به ایشان) و هم از طریق سیاست قسمت‌گذاری (به دلیل حذف بهره از قسمت تمام شده) فراهم خواهد آورد و در نتیجه آثار و عواقب مخرب سیستم سرمایه‌داری را از جمله تورم - رکود و رکود تورمی و بیکاری رانیز نخواهد داشت. (۳۱) بدیهی است که تمام این فوائد (BENEFIT) دارای هزینه‌ای (COST) به ضرر ثروتمندان - پولدارها و صاحبان بانکهای ربوی خصوصی بوده و در عوض غالب مردم کشور از فوائد فوق‌العاده آن که فوق‌العاده آن که فوقاً ذکر شد بهره‌مند خواهند شد و به این ترتیب عدالت اقتصادی زمینه تحقق پیدا خواهد کرد. به این ترتیب به معیار شماره ۱ می‌رسیم:

معیار شماره ۱: نرخ سود موزون سودهای واقعی عقود اسلامی در بانکداری اسلامی از بین سایر معیارهای موجود (حتی در سیستم سرمایه‌داری) بهترین معیار منعکس کننده نرخ ارجحیت زمانی اجتماعی برای تنزیل درآمدهای خالص پروژه‌های اقتصادی می‌باشد. این نرخ برای تمام پروژه‌ها یکسان بوده و به عنوان نرخ حذف عمل می‌کند (نه هزینه فرصت سرمایه زیرا این هزینه برابر صفر است).

۶- معرفی و تشریحی معیار دوم برای ارزیابی طرحهای اقتصادی در عقد مشارکت حقوقی: به اعتقاد اینجانب همانطور که قبلاً ذکر شد تا زمانی که به بانک اسلامی تقاضای کتبی برای ایجاد و یا گسترش واحدهای تولیدی موجود نرسیده است بانکها حق ندارند رأساً (مستقیماً) وارد سرمایه‌گذاری شوند (۳۲). بنابراین بحث ما در اینجا به دو قسمت تقسیم می‌شود: اول مشارکت حقوقی بانک اسلامی برای ایجاد و راه‌اندازی واحد تولیدی جدید و دوم مشارکت حقوقی بانک



اسلامی برای گسترش واحد تولیدی موجود که ذیلاً به هر دو مورد می‌پردازیم.

۶-۱ مشارکت حقوقی بانک اسلامی برای ایجاد واحد تولیدی جدید: پس از دریافت تقاضای کتبی مشارکت حقوقی توسط سرمایه‌گذار (یا سرمایه‌گذاران) و تأیید توجیه اقتصادی و فنی آن توسط بانک اسلامی از آنجائی که هر دو شریک (یعنی سرمایه‌گذار و بانک) پول نقد مشخصی به عنوان سهم‌الشرک تعیین می‌کنند میزان سرمایه لازم برای این کار عبارت خواهد بود از:

$$K = K_F + K_B \quad (11)$$

که در آن  $K$  کل سرمایه مورد نیاز و  $K_F$  سهم سرمایه‌گذار و  $K_B$  سهم بانک می‌باشد. در رابطه فوق فرض بر این است که بانک از منابع داخلی خود در این سرمایه‌گذاری استفاده نمی‌کند. (۳۳) حال اگر بانک اسلامی نیز برای جبران کمبود منابع مورد نیاز برای مشارکت از منابع خود یعنی  $K_{BB}$  استفاده کند رابطه (۱۱) به صورت:

$$K = K_F + (K_{BD} + K_{BB}) \quad (12)$$

در خواهد آمد که در آن  $K_B = K_{bd} + K_{bb}$  بوده و  $K_{bd}$  عبارت است از سهم سپرده‌گذاران در این مشارکت حقوقی. اگر در شرائط اطمینان (۳۴) میزان سود حاصل از این سرمایه‌گذاری برابر  $\Pi$  باشد خواهیم داشت:

$$\Pi = \Pi_F + \Pi_B \quad (13)$$

که در آن بر اساس توافقی که به هنگام تنظیم قرارداد مشارکت حقوقی صورت گرفته است  $\Pi_F$  سهم سود سرمایه‌گذار و  $\Pi_B$  سهم سود سپرده‌گذاران می‌باشد که به هنگام استفاده بانک از منابع داخلی خود،  $\Pi_B$  به دو قسمت  $\Pi_{BD}$  و  $\Pi_{BB}$  تقسیم می‌شود که اولی سهم سپرده‌گذاران و دومی سهم بانک از سود می‌باشد. با تشکیل متغیری به نام  $\alpha$  برای هر یک از پروژه‌های اقتصادی (۳۵) می‌توان بین عرضه و جوجه قابل سرمایه‌گذاری ( $S_1$ ) و تقاضا برای جوجه قابل سرمایه‌گذاری ( $D_1$ ) در بازار سرمایه تعادل به وجود آورد:

$$\alpha = \frac{\frac{\Pi_B}{K_B}}{\frac{\Pi_F}{K_F}} \geq 1 \quad (14)$$

همانطور که ملاحظه می‌شود  $\alpha$  می‌تواند بزرگتر از واحد - برابر واحد و یا کوچکتر از عدد واحد باشد که حالت اول برای تجدید و جلوگیری از ایجاد انگیزه برای سرمایه‌گذاری است و حالت دوم بی تفاوتی بانک را نسبت به سرمایه‌گذاری خاص نشان می‌دهد و حالت سوم جنبه تشویقی داشته و انگیزه مثبتی را برای سرمایه‌گذاران فراهم می‌نماید.



۶-۲ مشارکت حقوقی بانک اسلامی برای گسترش واحدهای تولیدی دایر (موجود): موضوع دوم از مطلبی که اساس این مقاله را تشکیل می‌دهد این است که بانکهای اسلامی در مقابل درخواست کتبی واحدهای تولیدی دایر به منظور گسترش فعالیتها نشان چگونه باید برخورد نمایند. این موضوع در شرائط موجود کشور از جمله مطالب بسیار مهم و حیاتی می‌باشد زیرا نمی‌توانیم در وضعیت موجود به سرمایه‌گذاریهای جدید دل ببندیم زیرا که انگیزه‌های لازم و شرائط آماده نیستند. گسترش فعالیتهای موجود به واقعیت اقتصادی کشورمان نزدیکتر است. در این حالت دیگر مانند حالت قبلی پول نقد از طرف واحد تولیدی ایر به منظور مشارکت وجود ندارد بک شرکتی (به عنوان مثال) با چند دهه فعالیت موفقیت‌آمیز گذشته همراه با درخواست کتبی خود با طرحی که هم توجیه فنی و هم توجیه اقتصادی دارد برای گسترش فعالیت خود به بانک اسلامی مراجعه می‌کند. بنابراین بانک اسلامی با سابقه فعالیت اقتصادی این واحد تولیدی که در ترازنامه و صورت حساب سود و زیان سالهای گذشته آن منعکس است روبروست. در صورتی که طرح مورد بحث جزو اولویتهای سرمایه‌گذاری در کشور باشد و توجیه فنی و اقتصادی آن نیز مورد تائید بانک اسلامی باشد در اینجا در صدد آن هستیم که معیاری برای آورده شرکت متقاضی گسترش فعالیت خود به دست آوریم.

با مراجعه به مطالب صفحات قبل برای ما روشن شده است که سرمایه‌شرکتهای اولاً جنبه اعتباری و حقوقی داشته و ثانياً ارزش آن (بدون توجه به بحث حربه) همواره کمتر از ارزش دارائیهای آنها است و ثالثاً سرمایه مبنای تشکیل دارائیهای شرکت بوده است (ولو اینکه بخشی از این دارائیهای توسط وامهای ربوی تهیه شده باشند و رابعاً دارائیهای دیگر جنبه اعتباری نداشته بلکه جنبه حقیقی دارند. تمام ارقام تشکیل دهنده دارائیهای شرکت نمی‌توانند مبنای آورده شرکت قرار گیرند زیرا گذشته از استهلاك دارائیهای ثابت که باید از ارزش دارائیهای ثابت کسر شود دارائیهای جاری نمی‌توانند به هنگام تنظیم قرارداد مشارکت حقوقی زیر کنترل و کلید بانک قرار گیرد زیرا این ارقام سیال بوده و بانک نمی‌تواند آنها را تحت کنترل درآورد بخصوص آنکه حفظ منافع سپرده‌گذاران باید در کمال دقت و احتیاط انجام شود.

حال برای روشن شدن موضوع و دادن معیار دوم فرض می‌کنیم که آخرین وضعیت ترازنامه شرکت مورد بحث به صورت زیر باشد:

ترازنامه شرکت	منتهی به ۱۳۸۰/۴/۳۱
صندوق	۲۰ سرمایه
بدهکاران (متفرقه)	۳۰ طلبکاران (بانک بابت اصل و بهره آن) ۸۰۰
زمین و ساختمان (خالص)	۵۰۰ طلبکاران (متفرقه) ۱۰۰
ماشین آلات (خالص)	۱۰۰۰
موجودی کالا	۵۰
	۱۶۰۰
	۱۶۰۰

نکات زیر در مورد این ترازنامه قابل تعمق است:

- ۱- دارائیهای شرکت بیش از دو برابر سرمایه آن است.
- ۲- بدهی شرکت به بانک ۸۰۰ واحد پولی است که تبدیل به یکی از اقلام دارائیهای شده است.
- ۳- حسابهای صندوق - بدهکاران و طلبکاران (متفرقه) و موجودی کالا به دلیل سیال بودن مرتب در تغییر است و بنابراین نمی تواند در عقد مشارکت حقوقی تحت کنترل بانک قرار گیرد.
- ۴- ارزش دارائیهای خالص ثابت شرکت کمی کمتر از دو برابر سرمایه شرکت است. و همواره برای تولید مورد استفاده باید قرار گیرد و بنا به تعریف ثابت است. بنابراین بانک فقط می تواند دارائیهای ثابت خالص این شرکت را مبنای مشارکت حقوقی قرار دهد. ولی نکته دیگری نیز قابل تأمل است و آن اینکه این شرکت (قبل از اسلامی شدن بانکها) مبلغ ۸۰۰ واحد پولی بابت اصل و بهره وامهای دریافتی از بانک به آن بدهکار است که به منظور انتقال از عملیات ربوی به عملیات غیر ربوی این رقم بدهی (اصل و بهره وام) باید از ارزش مجموع دارائیهای ثابت خالص کسر شود. حال به معرفی معیار دوم می پردازیم:
- معیار شماره ۲: آورده شرکت دایر جهت عقد قرارداد مشارکت حقوقی با بانک اسلامی برابر است با دارائیهای ثابت خالص شرکت منهای بدهی (بابت اصل و بهره) به بانک.

در این مثال آورده شرکت برابر است با:

$$\begin{aligned}
 & \text{ارزش زمین و ساختمان (خالص)} \\
 & + \text{ارزش ماشین آلات (خالص)} \\
 & - \text{بدهی (بابت اصل و بهره به بانک)} \\
 & = \text{واحد پولی } ۷۰۰ = ۵۰۰ + ۱۰۰۰ - ۸۰۰
 \end{aligned}$$

حال اگر بانک اسلامی حاضر به مشارکت حقوقی شود و مبلغ ۷۰۰ واحد پولی نیز حاضر به سرمایه‌گذاری باشد و اگر سود خالص حاصل از این مشارکت ۵۰۰ واحد فرض شود می‌توانیم به سیاست اقتصادی کشور نسبت به اینگونه فعالیتها پی ببریم. زیرا اگر بر اساس رابطه (۱۳) سهم سود بانک به منظور تشویق این متقاضی به این سرمایه‌گذاری یعنی  $\pi b = 200$  در نظر گرفته شده باشد آنگاه مقدار آلفا برابر خواهد بود با:

$$\alpha = \frac{\frac{200}{700}}{\frac{300}{700}} = \frac{2}{3} < 1$$

و آلفای کوچکتر از واحد مبین تشویق نظام بانکی از این نوع سرمایه‌گذاری می‌باشد. به طور خلاصه آنکه:

۱- نرخ بهره به هفت دلیلی که ذکر شد مطلقاً نمی‌تواند به منظور تنزیل درآمدهای خالص آینده منعکس‌کننده نرخ ارجحیت زمانی اجتماعی باشد.

۲- به منظور حفظ حاشیه امن برای سفته‌بازی در سیستم سرمایه‌داری، شواهد تاریخی نشان می‌دهد که نرخ بهره بلندمدت نتوانسته است برخلاف ادعای اقتصاددانان غربی با نرخ سود بلندمدت برابر باشد.

۳- تنها معیاری که از نظر عقلی و به دلیلی گسترش دامنه آن توانائی کاربرد به عنوان نرخ ارجحیت زمانی اجتماعی را برای تنزیل درآمدهای خالص آینده دارد نرخ سود موزون پروژه‌های سرمایه‌گذاری جامعه می‌باشد که در بانکداری اسلامی به آسانی قابل محاسبه می‌باشد.

۴- آورده شرکتهای دایر به منظور گسترش فعالیتهای اقتصادی در عقد مشارکت حقوقی عبارت است از خالص داراییهای ثابت منهای بدهی بابت اصل و بهره به بانکها (بدون توجه به بدهی شرکت به سایر اشخاص و یا طلب شرکت از سایر اشخاص).

## پی‌نوشت‌ها

(۱) منظور از سرمایه در اینجا همان سرمایه به مفهوم حسابداری آن است نه به مفهومی که اقتصاددانان غربی از آن تعریف به عمل آورده‌اند. برای توضیح بیشتر به صفحات ۲۰۰-۱۷۶ کتاب «پول و بانکداری اسلامی و مقایسه آن با نظام سرمایه‌داری» نوشته ایرج توتونچیان (۱۳۷۹) مراجعه نمایید.

(۲) ما در اینجا وارد بحث‌های کلاسیک از جمله اینکه در کشورهای سرمایه‌داری حدود ۳۵٪ سرمایه خود را از طریق اوراق قرضه و ۶۵٪ آن را از طریق سهام تأمین می‌کنند (صفحه ۱۳۰ کتاب (S.LUMBY (۱۹۸۳) و یا ترنسب به مدیگیلانی - میلر (معروف به M-M) که ادعا می‌کنند که نسبت قرض به سهام تأثیری در هزینه سرمایه ندارد (به عنوان مثال به کتاب C.J.HAWKINS (۱۹۷۱) AND D.W.PEARCE) نمی‌شویم.

(۳) اقتصاددانان غربی این نرخ را به اشتباه هزینه فرصت سرمایه محسوب کرده‌اند. ضمناً برای توضیح بیشتر در این مورد به فصل ششم کتاب (S.LUMBY (۱۹۸۳) مراجعه نمایید. اینکه این معیار اشتباهاً هزینه فرصت قلمداد می‌شود از این جهت است که این نرخ حذف CUT-OFF RATE می‌باشد نه هزینه فرصت. لازم به یادآوری است که آنچه که نرخ حذف را از هزینه فرصت متمایز می‌کند استقلال آماری دو پدیده است. به علاوه آنکه هزینه فرصت همواره نرخ حذف نیز محسوب می‌شود ولی نرخ حذف نمی‌تواند هزینه فرصت تلقی شود. برای توضیح بیشتر در این مورد به کتاب «پول و بانکداری اسلامی و...» (۱۳۷۹) صفحات ۳۰۹-۳۰۳ مراجعه شود. در اینجا ضرورت دارد که مجدداً یادآوری نماید که سود متعلق به سرمایه مشارکتی EQUITY-CAPITAL نمی‌تواند و نباید هزینه محسوب شود زیرا سود پس از کسر تمام هزینه‌ها به دست می‌آید و در اینجا بحث بر سر نحوه تقسیم سود است. به نظر می‌رسد که اقتصاددانان غربی این مباحث را از دید اقتصاد غیرعملی و خیالی مطرح کرده‌اند نه آنچه که در واقع و به درستی عمل می‌شود زیرا حتی در جامعه سرمایه‌داری امریکا هزینه فرصت سرمایه را برای شرکتی که حداقل نرخ سود منتظره از نظر سهامداران عادی ۲۰٪ است و نرخ بهره ۱۰٪ می‌باشد و ترکیب سرمایه مشارکتی به سرمایه وامی ۵۰-۵۰٪ می‌باشد نمی‌تواند متوسطاً موزون این دو نرخ یعنی ۱۵٪ به عنوان هزینه سرمایه در نظر گرفت زیرا اداره مالیات بردرآمد آنجا (IRS) نرخ ۲۰٪ را به دلیل آنکه پرداخت نشده است به عنوان هزینه قبول نمی‌کند در حالیکه در

محاسبات اقتصاددانان که به نظر می‌رسد در عالم تخیل سیر می‌کنند منظور می‌گردد. برای توضیح بیشتر در مورد این گونه اشتباهات به صفحات ۹۸-۹۰ کتاب (۱۹۸۳) S.LUMBY مراجعه نمائید که مؤلف مذکور با صراحت آن را جزو هزینه محسوب می‌کند. به منظور درک بهتر از این نوع اشتباهات و بی‌پایگی آنها به صفحات ۳۰۹-۳۰۳ کتاب «پول و بانکداری اسلامی و...» (۱۳۷۹) مراجعه نمائید.

۴- به صفحه ۷۶ کتاب وی (۱۹۷۹) مراجعه شود. در این خصوص پروفیسور هرکورت C.G.HARCOURT با صراحت می‌نویسد که هم از نظر خودش و هم از نظر پروفیسور جون رابینسون این اندازه‌گیری سرمایه نسبت به مد نظر است بلکه مفهوم سرمایه است که باید به صورتی روشن و شفاف تعریف شود. به صفحات ۲۲۹ و ۳۵۵ کتاب وی (۱۹۸۲) مراجعه نمائید.

۵- برای توضیحات مفصل در این خصوص به کتاب نویسنده این سطور یعنی «پول و بانکداری اسلامی و...» صفحات ۱۹۹-۱۵۶ سال ۱۳۷۹ مراجعه شود.

۶- برای توضیحات مفصل به صفحات ۹۶-۷۴ کتاب نویسنده این سطور مراجعه شود.

۷- به عنوان مثال حتی اگر چند صد شرکت کوچک در کشور از طریق عقد جعاله لوله‌کشی ساختمانهای خود را تعمیر کنند به نحوی که این عمل ارزش داراییهای آنها را افزایش دهد ما نیز این تغییر را سرمایه‌گذاری به معنای اعم کلمه می‌دانیم زیرا معتقدیم که خریدن لوله - سیمان - آجر - گچ - استخدام کارگران لازم برای انجام این تعمیرات و سایر فعالیتهای تولیدی به آن علت که راندمان تولید را بالا می‌برند نوعی سرمایه‌گذاری است که اگرچه از نظر ظاهر تغییرات عمده‌ای از جهت حجم و ارزش ماشین‌آلات تولیدی و در نتیجه افزایش اشتغال به وجود نیامده است ولی باید اذعان کرد که علاوه بر افزایش راندمان تولیدی چون این کار در مقاطع مختلف زمانی و برای شرکتهای متفاوت و به‌طور مستمر اتفاق می‌افتد به همین جهت است که مغازه‌های خدمات لوله‌کشی و فروش مصالح ساختمانی با تعدادی کارگر که در استخدام دائمی آنها هستند در هر کشوری مشاهده می‌شود (البته می‌دانیم که بیشترین مشتریان این گونه مغازه‌های خدماتی به دلیل کثرت واحدهای مسکونی اینگونه واحدها هستند ولی اگر ما که جزو کشورهای جهان سوم هستیم برای اینگونه فعالیتها ارزشی در خور اهمیت آنها قائل نیستیم ولی در کشورهای صنعتی پیشرفته به دلایل گوناگون از جمله استفاده از معایب‌های مالیاتی و نیز تهیه آمارهای دقیق، این نوع هزینه‌ها تقریباً همدیف صنعت ساختمان (حتی برای مصارف شخصی) تلقی شده و به آنها اهمیت داده می‌شود. در صورتی که برخورد معقولی با این نوع فعالیتها داشته باشیم این گونه فعالیتها را می‌توان جزو سرمایه‌گذاری بخش خصوصی تلقی کرد زیرا در مجموع ارزش افزوده معتناهی ایجاد می‌کنند).

۸- در مورد عدم توانائی دربرگیری تعریف سرمایه از این نوع فعالیتها از دیدگاه غریبها به صفحات

- ۱۵۶-۱۸۵ کتاب نویسنده این سطور مراجعه شود.
- ۹- صفحات ۳۴۱-۳۴۶ کتاب نویسنده این سطور.
- ۱۰- برای توضیح مفصل و پاسخگویی به اشکالات احتمالی استفاده از این دوروش (از نظر اقتصاددانان غربی) و نیز اشکالاتی که به نظر اینجانب به عنوان یک اقتصاددان مسلمان می‌آید به صفحات ۲۹۴-۲۵۶ کتاب نویسنده این سطور مراجعه شود.
- ۱۱- مطالب مورد اشاره در اینجا به تفصیل در صفحات ۲۸۳-۲۵۶ کتاب نویسنده این سطور آمده است.
- ۱۲- برای رفع این مشکل J.H.LORI&L.J.SAVAGE در سال ۱۹۵۵ قاعده‌ای برای رتبه‌بندی توصیه کرده‌اند و آن اینکه NPV بر حسب یک واحد پولی رتبه‌بندی شود. معهداً ممکن است حتی این روش به دلیل غیرقابل تقسیم بودن پروژه‌ها استفاده چندانی نداشته باشد. به صفحات ۲۸۱-۲ کتاب نویسنده این سطور مراجعه شود. ذیلاً توضیحات مختصر در مورد روش IRR قابل تعمق است:
- از اکثر ریشه‌ها در روش IRR به دلیل اینکه منفی و یا موهومی هستند می‌توان صرف‌نظر کرد. ضمناً سه قاعده زیر برای این روش نیز بسیار آموزنده است:
- قاعده ۱: بر اساس قاعده دکارت تعداد ریشه‌های مثبت برابر است با تعداد دفعاتی که جریان نقدی تغییر علامت می‌دهند (از مثبت به منفی یا برعکس).
- قاعده ۲: در صورتی که بعد از رقم اولیه سرمایه‌گذاری جریان نقدی همیشه مثبت باشد فقط یک ریشه برای آن به دست خواهد آمد.
- قاعده ۳: شرط لازم برای داشتن چندین ریشه مثبت آن است که در جریان نقدی، سرمایه منفی وجود داشته باشد.
- برای توضیح بیشتر در موارد فوق و موارد دیگر به صفحات ۴۱-۲۹ کتاب (۱۹۷۱) C.J.HAWKINS&D.W.PEARCE مراجعه نمایید.
- ۱۳- به صفحات ۹۸-۹۰ کتاب (۱۹۸۳) S.LUMBY مراجعه شود.
- ۱۴- به صفحات ۵۷-۴۵ کتاب (۱۹۷۱) C.J.HAWKINS AND D.W.PEARCE مراجعه شود.
- ۱۵- صفحه ۴۶ مأخذ پی‌نوشت قبلی.
- ۱۶- برای توضیح بیشتر به صفحات ۳۰۹-۳۰۳ کتاب نویسنده این سطور مراجعه شود.
- ۱۷- مطالب مربوط به تفصیل در فصل ششم کتاب نویسنده این سطور صفحات ۸۱۸-۷۷۷ آمده است.

۱۸- گرچه در کتاب نویسنده این سطور در صفحات ۷۷۷-۸۱۸ سعی شده است غالب سوءتفاهمات و نقاط مبهم بخصوص در مباحث پول - بهره و سرمایه - سود برطرف گردد و به جای آنها مفاهیمی شفاف و عملی از دیدگاه اقتصاد اسلامی ارائه داده شود معهدنا در داخل متن این مقاله به برخی از آنها با رعایت کمال اختصار پرداخته ایم.

۱۹- سفته بازی فقط مربوط به پول نمی شود بلکه شامل هر کالائی نیز می تواند بشود و رابطه (۶) داخل متن در آن مصداق داشته باشد کما اینکه می توان از نرخ بهره گندم - نرخ بهره رادیوضبط نرخ بهره آپارتمان - نرخ بهره موبایل و امثالهم نیز بحث کرد. به احتمال قوی کینز به همین علت از نرخ بهره کالائی COMMODITY RATE OF INTEREST بارها نام برده است.

۲۰- در مورد این مطلب و مطالب مربوطه دیگر می توان به مأخذ متفاوتی مراجعه کرد از آن جمله فصل ششم کتاب A.K.DASGUPTA & D.W.PEARCE سال ۱۹۸۵ صفحات ۱۵۶-۱۳۶ می باشد. در صفحه ۱۳۷ این کتاب به دو دلیل مثبت بودن و بزرگتر از واحد بودن نرخ ارجحیت زمانی اجتماعی پرداخته اند. توضیح آنکه دلیل اول دلیل نیست بلکه تعریف ساده ای است بدون استدلال!؟

۲۱- مأخذ اخیرالذکر صفحه ۱۳۸.

۲۲- برای تحلیل و توجیه این گونه آثار مخرب به فصل چهارم کتاب نویسنده این سطور صفحات ۵۶۷-۷ مراجعه نمایید.

۲۳- به عنوان مثال همانطور که در پی نوشت شماره ۲۰ اشاره شد در کتاب مورد اشاره در صفحه ۱۳۷ آمده است که:

دلایل اینکه فرض می کنیم نرخ ارجحیت زمانی مثبت بوده و بزرگتر از عدد واحد می باشد او حل آن است که: جامعه حال را به آینده ترجیح می دهد و دوم آنکه ... و در ادامه می افزایند که دلیل اول به سادگی نشان می دهد که افراد حال را به آینده ترجیح می دهند!؟ آفتاب آمد دلیل آفتاب!؟

۲۴- به مجلدات ۶ و ۱۲ و ۲۲ تفسیر نمونه و به ترتیب صفحات ۱۰۷ و ۴۴-۴۵ و ۳۳۶ مراجعه شود.

۲۵- منظور از عقود کمکی این است که شرط امضاء سایر قراردادها توسط بانک اسلامی انعقاد قرارداد مشارکت حقوقی در گذشته توسط بانک است به عبارت دیگر فروش اقساطی و جعاله و امثالهم (حد اقل برای مدتی) فقط زمانی مجاز است که قبلاً واحد متقاضی قرارداد مشارکت حقوقی با بانک داشته باشد.

۲۶- در صفحات ۷۹۸-۷۹۶ کتاب نویسنده این سطور دو نوع سپرده پیشنهاد شده است یکی سپرده ممتاز با بازدهی متغیر و دیگری سپرده عادی با بازدهی ثابت. این مطلب حتماً واضح است که



در اینجا بحث در مورد نحوه تقسیم سود است و مبدا تصور شود که چون به سپرده‌های عادی سود واقعی ولی ثابت تعلق می‌گیرد این بازدهی عین بهره (ربا) است. ضمناً منظور از بازدهی همان نرخ سود موزون واقعی حاصل از پروژه‌های تأمین مالی شده توسط بانک است.

۲۷- نحوه انجام اینگونه مشارکتها به تفصیل برای شرایط اطمینان و ریسک در صفحات ۳۹۲-۵۴۱ کتاب نویسنده این سطور تشریح شده است.

۲۸- جهت اطلاع از انواع عقود و طبقه‌بندی آنها برحسب موضوع به صفحات ۴۰۷-۴۰۱ کتاب نویسنده این سطور مراجعه شود.

۲۹- صفحات ۵۱۷-۵۱۰ کتاب نویسنده این سطور.

۳۰- می‌دانیم که به علت تعدد نرخ‌های بهره در کشورهای صنعتی برای سرمایه‌گذاران معلوم نیست که چه نرخی را به عنوان نرخ تنزیل باید مورد استفاده قرار دهند زیرا استفاده از هر نرخ مشخصی تعدادی از پروژه‌ها توجیه اقتصادی پیدا کرده و تعدادی مردود شناخته می‌شوند در حالی که در فرمول شماره (۷) یک عدد برای تمام پروژه‌ها قابل استفاده است.

۳۱- برای تشریح کامل این بحث به صفحات ۶۴۰-۵۸۴ کتاب نویسنده این سطور مراجعه شود.

۳۲- اینجانب در تبصره ۱ ماده ۳ متن اصلاحی پیشنهادی قانون عملیات بانکی بدون ربا در صفحات ۸۰۸-۸۸۸ کتاب اخیر خود (۱۳۷۹) بعد از عبارت «سرمایه‌گذاری مستقیم» عبارت «بر اساس مشارکت» را به کار برده‌ام زیرا که به یاد دارم در هنگام منظم لایحه قانونی فوق‌الذکر هدف ما از این نوع سرمایه‌گذاری این بود که افراد یک استان خاص که در سراسر استانهای کشور اقامت گزیده‌اند در صورتی که به سرمایه‌گذاری در استان موطن خودشان علاقه داشته باشند می‌توانند به منظور سرمایه‌گذاری در یک یا چند پروژه خاص در بانک اسلامی سپرده‌گذاری کنند. در این صورت بانک مربوطه مکلف می‌شود که این سپرده‌ها را در همان پروژه‌های مشخص و در استانهای مربوطه و نیز بر اساس درخواست کتبی که توسط سرمایه‌گذاران در این زمینه‌ها به بانک می‌رسد به کار گرفته و آنها را تأمین مالی کنند. والا به جهت پرهیز از گسترش بی‌رویه حجم دولت (به دلیل آنکه نشان دادیم پولی در اقتصاد اسلامی یک کالای عمومی غیرمحض محسوب می‌شود و بانک اسلامی الزاماً باید دولتی باشد) این نوع بانکها نباید رأساً و بدون درخواست کتبی به اینگونه امور اشتغال داشته باشند. در خصوص اینکه چرا پول در اقتصاد اسلامی کالای عمومی غیرمحض می‌باشد به صفحات ۱۱۲-۷۶ کتاب نویسنده این سطور مراجعه نمایید.

۳۳- در قانون جاری و ساری قانون عملیات بانکی بدون ربا اولویت به استفاده از سپرده سپرده‌گذاران داده شده است و در موارد کمبود منابع بانکها می‌توانند از منابع خود استفاده کنند.

۳۴- برای تشریح مفصل در این خصوص و نیز تحلیل شرایط ریسک به صفحات ۵۴۱-۴۰۷ کتاب نویسنده این سطور مراجعه شود. در اینجا نکته ظریفی وجود دارد و آن اینکه باید به یاد داشته باشیم که برای به دست آوردن انباره یا حجم بهینه سرمایه جهت سرمایه گذاری و به دست آوردن تابع تولید و رسیدن از این تابع به تابع سود حتماً باید تابع تولید با بازدهی کاهنده به مقیاس وجود داشته باشد زیرا می دانیم که هم با هدف حداکثر کردن سود و نیز حداکثر کردن تابع درآمد (با فرض) بازدهی ثابت به مقیاس) این انباره و نیز تابع تولید و در نتیجه توابع اخیرالذکر به بی نهایت خواهند رسید. ضمناً اگر قیمت محصول و عوامل تولید ثابت باشد اگر تابع تولید دارای بازدهی فزاینده به مقیاس باشد تابع درآمد حداکثر نخواهد داشت که نتوان به آن دست یافت. به عبارت دیگر برای به دست آوردن تعادل برای عرضه کاملاً کشش پذیر عوامل تولید و تقاضای برای محصول ضرورت دارد که تابع تولید با بازدهی کاهنده به مقیاس داشته باشیم. معهدا در دنیای واقع تمام قیمت ها و دستمزدها درون زا هستند و بنابراین عرضه با شیب مثبت عوامل تولید و تابع تقاضای با شیب منفی برای محصول می توانند برای به وجود آوردن تعادل در مدل نئوکلاسیکها حتی با فرض بازدهی فزاینده به مقیاس توجیه پذیر باشد. برای توضیحات بیشتر به صفحات ۳۴-۱۴ کتاب (۱۹۷۲) J.F.HELLIWELL مراجعه شود.

۳۵- آلفا برای گروههای مختلف فعالیتهای اقتصادی می تواند توسط سازمانی مستقل از نظام بانکی مانند سازمان مدیریت و برنامه ریزی و بر اساس برنامه توسعه اقتصادی - اجتماعی و فرهنگی کشور و نیز حتی برای تعدیل محرومیت استانها بر اساس ضریب محرومیت استانها و در پروژه های مختلف تعیین شده و به وزارت امور اقتصادی و دارائی جهت اجرا توسط بانکها ابلاغ شود. در این خصوص به صفحات مندرج در پی نوشت شماره ۳۴ مراجعه نشود.

## منابع و مأخذ

الف) منابع فارسی:

- ۱- تفسیر نمونه - زیر نظر استاد محقق ناصر مکارم شیرازی - از انتشارات مرتضی آخوندی - تهران - سالهای مختلف
- ۲- توتونچیان - ایرج: پول و بانکداری اسلامی و مقایسه آن با نظام سرمایه داری - ناشر: توانگران - تهران (۱۳۷۹).

ب) منابع انگلیسی:

1. Ciocca, P. & Nardogi, G.: The High Price of Money; Clarendon Press; Oxford (1996).
2. Dasgupta, Ajit K. & Pearce, D.W.: Cost-Benefit Analysis: Theory and Practice; Macmillan, London (1985).
3. Feldstein, M.S.: "The Social Time Preference Rate"; Economic Journal; Vol.14 (1964); PP.360-790.
4. Feldstein, M.S.: "Inadequacy of Weighted Discount Rate"; in: Cost-Benefit Analysis ed. by R.Layard (1980); PP.311-332.
5. Harcourt, G.C.: The Social Science Imperialists; edited by Prue Kerr; Routledge and Kegan; London (1982).
6. Hawkins, C.J. & Pearce, D.W.: Capital Investment Appraisal; Macmillan Studies in Economics (1971).
7. Helliwell, J.F. (ed): Aggregate Investment (Selected Readings); Penguin Modern Economics Readings (1976).
8. Junankar, P.N.: Investment: Theories and Evidence; Macmillan Studies in Economics (1972).
9. Kregel, J.A.: Theory of Capital; Macmillan Studies in Economics (1976).

10. Layard, R. (ed): Cost-Benefit Analysis; Penguin Modern Economics Readings (1980)
11. Lumbly, S.; Investment Appraisal and Related Decisions; Van Nostrand Reinhold; (Lik); Co. Lte. (1983).
12. Mishan, E. J.: Economic Efficiency and Social Welfare; George Allen & Linwin; London (1981).
13. Robinson, Joan: Contributions to Modern Economics; Basil Blackwell; Oxford (1979).
14. Sen, A. K.: "The Social Time Preference Rate in Relation to the Market Rate of Interest"; Quarterly Journal of Economics; Vol. 81 (1967); PP. 112-24.
15. Woo, A.: A Theory of Profits; Cambridge University Press; London (1975).