

## نحو نموذج لمعدل العائد في الاقتصاد الإسلامي

عبدالرحيم عبدالحميد الساعاتي

مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي

جامعة الملك عبدالعزيز - جدة - المملكة العربية السعودية

a\_alsaati@hotmail.com

المستخلص. يقوم سعر الفائدة بوظائف اقتصادية هامة في الاقتصاد، فهو يؤدي إلى توازن الادخار مع الاستثمار، ويؤدي إلى ترشيد الائتمان المتاح في الاقتصاد، ويؤدي إلى توازن الطلب على النقود مع عرضها، ويستخدم من قبل السلطات النقدية في إدارة الاقتصاد. إن تحريم الفائدة في الاقتصاد الإسلامي يستوجب البحث عن بديل لسعر الفائدة يستطيع أن يمارس نفس وظائفه، وهذه المقالة تحاول البحث عن البديل، وتقتراح معدل العائد في الاقتصاد، كما اقترحت دالة ادخار واستثمار وشروط توازنها في الأجل الطويل والقصير وبالتالي معدل العائد الطويل والقصير الأجل.

ومن خلال ثلاثة أقسام ناقشت المقالة تأثير تحريم الفائدة على السلوك الادخاري والاستثماري في اقتصاد إسلامي، ثم قامت بوضع نموذج لمعدل العائد في اقتصاد إسلامي وكيفية تحديده والعوامل المؤثرة فيه في نظام مالي إسلامي.

## المقدمة

يقوم سعر الفائدة في الفكر الاقتصادي التقليدي بوظائف مهمة في الاقتصاد، حيث يؤدي مهمة ترشيد الاستثمار والادخار، ويقوم بجذب الفوائض من الدخل واستثمارها، كما يؤدي إلى توازن العرض والطلب على النقود، ويكون أداة لإدارة الاقتصاد. إن تحريم الفائدة لا يعني أن تكون تكلفة رأس المال في الاقتصاد الإسلامي صفرًا، بل إن هناك تكلفة يدفعها المستثمر، تتمثل في حصة الربح التي يدفعها لرب المال في المشاركة والمضاربة، وفي الفرق بين السعر العاجل والسعر الآجل في البيوع الآجلة والسلم. هذه الورقة تقوم بدراسة العائد الذي يؤثر في المعاملات المالية في الاقتصاد الإسلامي، وذلك باقتراح نموذج لمعدل العائد البديل لسعر الفائدة والذي يقوم بوظائفه. تتكون الورقة من ثلاثة أقسام، القسم الأول: يستعرض وظائف ونظريات سعر الفائدة المعاصرة والانتقادات الموجهة إليها، القسم الثاني: يستعرض ضوابط ومحددات العوائد المالية في الإسلام، والتي تؤثر الادخار والاستثمار، وفي القسم الثالث: يتم عرض معدل العائد في الاقتصاد الإسلامي.

## القسم الأول

### طبيعة سعر الفائدة ووظيفته الاقتصادية

يعرف سعر الفائدة بأنه ثمن التمويل بالدين (أو بالاقتراض)، وهو الثمن الذي يدفعه المقترض للحصول على مبلغ من الأموال المخصصة للإقراض، التي تتسم بالندرة، لفترة زمنية متفق عليها، ويحسب بقسمة قيمة الفائدة المنفق عليها، لفترة عام غالبًا، على مبلغ القرض. ويقوم سعر الفائدة، مثله مثل كل الأسعار بإرسال إشارات لكل من المقرض والمقترض، والمدخر والمستثمر، تؤثر على سلوكهم. فارتفاع سعر الفائدة، يؤدي حسب مقولة النظرية الاقتصادية

إلى زيادة الادخار، وبالتالي زيادة المعروض من القروض، وفي الوقت نفسه يؤدي إلى تقليل الاستثمار ونقص الطلب على القروض.

يمارس سعر الفائدة عدة وظائف اقتصادية هامة في الاقتصاد أهمها:

- ضمان جذب الادخارات من الوحدات ذات الفائض واستثمارها بضعها للوحدات ذات العجز، وهذا يؤدي إلى زيادة النمو الاقتصادي.
- تقنين عرض الائتمان، الذي يتصف بالندرة، وتوجيهه في شكل أموال مخصصة للاقتراض للاستثمارات ذات العائد الأعلى المتوقع.
- يؤدي إلى توازن الكمية المعروضة من النقود، بالكمية المطلوبة منها، من قبل الوحدات الاقتصادية غير المصرفية.

• إنه من الأدوات السياسية النقدية التي تستطيع الحكومة بواسطتها التأثير على حجم الادخار والاستثمار، وبالتالي التأثير على حجم الناتج القومي الإجمالي، وعلى حجم العمالة ومعدل النمو الاقتصادي، والتضخم والكساد.

وتشير النظريات الاقتصادية التي تدرس العوامل المؤثرة على سعر الفائدة إلى سعر واحد يمكن تحديده. والواقع أنه لا يوجد في الاقتصاد سعر فائدة واحد بل هناك آلاف الأسعار للفوائد المدفوعة على القروض المختلفة، التي تختلف باختلاف الجهات المقرضة، والآجال الزمنية للقرض والضمانات المقدمة للقرض للمؤسسة المقترضة.

وحتى يمكن دراسة العوامل التي تؤثر على سعر الفائدة وبغرض التبسيط، تفترض النظرية أن هناك سعر فائدة أساسي، يسمى أحياناً: سعر الفائدة الخالي من المخاطر، الذي يدخل في تكوين كل أسعار الفائدة في الاقتصاد. وحيث إنه لا يوجد سعر فائدة خالٍ من المخاطر في الاقتصاد، فإن أقرب بديل له هو سعر الفائدة السوقي على السندات الحكومية قصيرة الأجل. إذ لا يمكن أن تفلس دولة

تستطيع سداد ديونها دومًا بفرض ضرائب أو زيادة الإصدار للنقدي، ورغم ذلك هناك مخاطر في القروض الحكومية ومنها تقلبات أسعار الفائدة السوقية، التي تؤدي إلى تقلب في أسعار السندات الحكومية وكذلك ارتفاع نسبة التضخم الذي يؤدي إلى انخفاض القيمة الحقيقية للسندات الحكومية وفوائدها، ومع ذلك يعتبر سعر الفائدة على السندات الحكومية أقل المخاطر المالية لاستثمار الفوائض المالية، ويمثل ثمن الفرصة البديلة للاحتفاظ بالنقد السائل.

ويمكن التفريق بين سعر الفائدة الاسمي وسعر الفائدة الحقيقي الذي يعرف بأنه يساوي سعر الفائدة الاسمي السائد في الأسواق مطروحًا منه معدل التضخم المتوقع، وهو يقيس ثمن الفرصة البديلة المتوقعة لإقراض سلع بدلاً من النقود.

### تأثير الخطر على عوائد الاستثمار

على الرغم من أن خطر عدم التأكد أحد الحقائق التي تواجه القرار الاقتصادي على مستوى الأفراد، أو المنشآت الاقتصادية الخاصة والحكومية، إلا أن النظرية الكلاسيكية والنيوكلاسيكية والكنزية تجاهلته في تنظيرها للسلوك الاقتصادي. ولعل توبن (Tobin, 1958)<sup>(١)</sup> هو أول من وضع نموذجًا لتأثير الخطر على سلوك المدخر، وقد تفردت كتب التمويل في معالجة تأثير الخطر على المحافظ الاستثمارية للمدخر.

أُستخدمت نظرية الاحتمالات لقياس المخاطر في الاستثمار. وتقوم هذه النظرية على أنه لا يوجد عائد واحد للاستثمار، وإنما توجد عدة عوائد مختلفة  $(x_i)$  كلاً منها تتحقق باحتمال  $(p)$ ، والعائد المتوقع  $(\mu)$ ، يساوي مجموع العوائد مضروبةً في احتمال حدوثها، وانحرافه المعياري  $(\sigma)$ ، هو الجذر التربيعي لمجموع مربع الفرق بين العوائد وقيمتها المتوقعة، ويقيس مخاطر الاستثمار ويحسب بالصيغة التالية:

(١) Tobin, J. (1958) Liquidity Preference as Behaviour Toward Risk, *Review of Economic Studies*, (1) 25(1): 65-86.

$$\sigma^2 = \sum_{i=1}^n (x_i - \mu)^2 p[x_i] \quad \mu = \sum_{i=1}^n x_i p(x_i)$$

قام ماركويتز (Markwitz, 1959)<sup>(٢)</sup>، من خلال تكوين المحافظ المثلى التي تؤدي إلى تحقيق العائد الأعلى للمحفظة بأقل قدر ممكن من المخاطر والتي تقاس بمجموع الانحرافات المعيارية لتلك الأصول مضافاً لها مضاعف التغاير (Covariance)، باختيار الأصول التي يكون التغاير بينها سالباً وأكبر ما يمكن. وبذلك استطاع تكوين ما يعرف بمنحنى إمكانية العائد الأمثل للسوق (Market Efficient Frontier)، ثم قام شارب (Sharpe, 1964)<sup>(٣)</sup>، ولنتنر (Lintner, 1964)<sup>(٤)</sup>، وموسن (Mossen, 1966)<sup>(٥)</sup>، بتقييم نموذج تسعير الأصول المالية (CAPM) حيث أدخل على النموذج الأصول ذات العوائد عديمة المخاطر.

### القسم الثاني

#### محددات وضوابط العائد المالي في الإسلام

يهدف سلوك الفرد المسلم، اقتصادياً أو اجتماعياً أو سياسياً، إلى تحقيق الهدف من وجوده وهو تحقيق عبوديته لله. لذلك لا يوجد فصل بين الشعائر التعبديّة والسلوك الاقتصادي. فالسعي لكسب الرزق سلوك اقتصادي فطري، يعتبر عبادة إذا انضبط بالضوابط الشرعية. والزكاة شعيرة تعبديّة، تعتبر أداة اقتصادية تؤدي إلى تحقيق هدف إعادة توزيع الدخل، وهو هدف اقتصادي. وهذا ينطبق على النشاط الائتماني، إذ يعتبر الائتمان حاجة اقتصادية لكل المجتمعات يتم عن طريقه تجميع المدخرات المالية في القطاعات المختلفة وتوظيفها

Markwitz, H. (1959) *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*, New York, Willy. (٢)

Sharpe, W.F. (1964) Capital Asset Prices, *Journal of Finance*, pp: 425-442. (٣)

Lintner, J. (1964) The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in (٤)

Stock Portfolio and Capital Budgets, *Review of Economics and Statistics*, pp: 13-37.

Mossen, J. (1966) Equilibrium in Capital Asset Market, *Econometrica*, pp: 768-783. (٥)

واستثمارها في نشاطات اقتصادية تؤدي إلى توليد الدخل وزيادة الناتج، وهذا يحقق وظيفة الاستخلاف وتنفيذ أمر الله في السعي في مناكب الأرض، إذا انضبط النشاط الائتماني بالضوابط، والمحددات، والحدود الشرعية.

يتضمن الائتمان المديانات، التي قد تكون ناتجة عن قروض نقدية، حيث يقدم نقدًا حالاً مقابل نقد مؤجل، فإذا كان المؤجل يساوي الحال كان قرضاً حسناً، أما إذا كان النقد المؤجل أكثر من الحال، كان قرضاً ربوياً. وقد يكون الائتمان ناتجاً عن عمليات تجارية، كالبيع الآجل، والمرابحة، والتأجير. ويضع الإسلام عدة ضوابط على الائتمان منها: تحريم الربا، والغرر الفاحش، والغش، والتدليس، والاحتكار، والتجارة المحرمة.

### نظرية العائد في الاقتصاد الإسلامي

الاقتصاد الإسلامي كأى اقتصاد آخر يوجد به القطاع العائلي وقطاع الأعمال والقطاع الحكومي والقطاع الخارجي، وسلوك وحداته المختلفة تشترك مع الوحدات في النظم الاقتصادية الأخرى في الدوافع الفطرية والحوافز، والأهداف التي أقرها الإسلام لكل البشر، مثل حب المال وحب جمعه والإكثار منه، إذ يقول الله في محكم كتابه: ﴿ زَيْنَ لِلنَّاسِ حُبُّ الشَّهَوَاتِ مِنَ النِّسَاءِ وَالْبَنِينَ وَالْمَنْطَرِ الْمَقْنَطَرَةِ مِنَ الذَّهَبِ وَالْفِضَّةِ وَالْخَيْلِ الْمُسَوَّمَةِ وَالْأَنْعَامِ وَالْحَرْثِ ﴾ (آل عمران ١٤)، ﴿ وَتُحِبُّونَ أَمْالَ حُبَّاجِمًا ﴾ (الفجر ٢٠)، ﴿ أَلْهَنَكُمْ أَتْكَأْتُ ﴾ (التكاثر ١). والإسلام دين الفطرة، أقر تلك الدوافع الفطرية، ولكن وضع الضوابط التي تؤدي إلى استخدامها فيما خلقت له. لذلك اختلف الاقتصاد الإسلامي: بمذهبه، ونظامه، وأهدافه عن الاقتصاديات الأخرى في أن السلوك الاقتصادي لوحده يتكامل مع سلوكها الاجتماعي، والسياسي، والأخلاقي، لتحقيق الوظيفة التي خلق الإنسان لأجلها وهو التعبد بممارسة وظيفة الاستخلاف وعماراة الأرض بالضوابط الشرعية.

ولبناء نظرية للعائد في الاقتصاد الإسلامي، ينبغي أن تحدد العلاقات السلوكية التي تؤثر على هذا العائد بناء على النصوص الشرعية ذات العلاقة. ولا يشترط في هذه العلاقات أن تكون مختلفة عن تلك التي تحدها النظريات المعاصرة، إذ قد تكون علاقة تعبر عن الدوافع الفطرية التي يشترك جميع البشر فيها. والعائد جائز بناء على القاعدة الفقهية العامة (كل ما انتفع به جاز أخذ البذل عنه)<sup>(٦)</sup>. ونستعرض فيما يلي الأدبيات ذات العلاقة، ثم يتم بناء العلاقات السلوكية لنموذج تحديد العائد، وأخيراً يتم تفصيل هذا النموذج.

### معدل العائد الإسلامي في الأدبيات المعاصرة

هناك إجماع على تحريم الفائدة باعتبارها "الربا المحرم" في القرآن والسنة، ولم يكن التحريم لمبررات اقتصادية، لكن المفكرين المسلمين اجتهدوا في تعليل هذا التحريم، ومنطقية تطبيقه، وآثاره الاقتصادية، وفي البديل الذي يمكن أن يقوم بدوره، سواء على مستوى التحليل الكلي أو الجزئي، فعلى المستوى الكلي، نفى شابرا (Chabra, 1985)<sup>(٧)</sup> الآثار السلبية لإلغاء الفائدة على الاقتصاد اللاربوي، وقد استنتج في تحليله أن إلغاء الفائدة في الاقتصاد لن يؤثر على التخصيص الأمثل للموارد، وذلك لأن تكلفة رأس المال في الاقتصاد الإسلامي سوف لا تكون صفراً، إذ إن نسبة مشاركة رأس المال في الأرباح في التمويل بأسلوب المشاركة أو المضاربة تمثل تكلفة تستقطع من عوائد الاستثمار، كما أن سعر الفائدة ليس الوسيلة الوحيدة لتخصيص الموارد. كما استنتج أن إلغاء الفائدة لن يؤثر على الادخار والتراكم الرأسمالي، لأن الدراسات أثبتت ضعف العلاقة بين الفائدة والادخار، كما نفى تأثير هذا على الاستقرار

(٦) ابن عبد البر (د.ت.) التمهيد لما في الموطأ من المعاني والأسانيد، ج ٢٦، ط ١، ٢٧٠/٢.

(٧) M.U. Chapra (1985) *Towards a Just Monetary System*, Leicester: The Islamic Foundation, pp: 81-100.

الاقتصادي، بل أكد أن عدم استقرار الاقتصاد سببه عدم استقرار أسعار الفائدة، كما أن إلغاءه لن يؤثر على النمو الاقتصادي، أو على الودائع المصرفية. وقام شميم صديقي (Siddiqi,1989)<sup>(٨)</sup> ببناء نموذج كلي لنظام اقتصادي إسلامي مبني على سلوك الادخار والاستثمار لوحده الجزيئية، مبني على المبادئ الإسلامية في التمويل. كما قام نديم الحق وعباس ميراخور (١٢٠٤هـ)<sup>(٩)</sup> بالرد على من زعم أن إلغاء الفائدة سوف يزيد من مخاطر عوائد الادخارات، مما يؤدي الى تخفيضها، وقال إن هذا يقوم على افتراض أن العائد على الادخار يظل ثابتاً مع ارتفاع معدل المخاطر في استثمار المدخرات بأسلوب المشاركة، وهذا غير صحيح لأن ارتفاع المخاطر سوف يصاحبه ارتفاع العائد. أما محسن خان (١٧٠٤هـ)<sup>(١٠)</sup>، فقد قام بتحليل نظري للنظام المصرفي الخالي من الربا، واستنتج: أنه يمكن صياغة نظام مصرفي خالٍ من الربا، وذلك ضمن أدبيات الاقتصاد النيوكلاسيكي، وتوقع أن يكون هذا النظام أكثر استقراراً من النظام المبني على سعر الفائدة. أما جنسون وإدوين نيف (Johnson and Neave,1996)<sup>(١١)</sup>، فقد خالفا تلك النتيجة، ووجدا في تحليلهم النظري والتطبيقي أن الانضباط بالضوابط الشرعية سوف يؤدي إلى زيادة تكلفة التمويل الإسلامي.

(٨) S.A. Siddiqi (1989) Saving, Investment and Some Distributional Aspect of a Share Economy Based on Islamic Financial Principles, *Ph.D. Dissertation*, The Temple University.

(٩) نديم الحق وعباس ميراخور (١٢٠٤هـ) السلوك الادخاري في نظام خالٍ من الفائدة الثابتة، مجلة جامعة الملك عبدالعزيز: الاقتصاد الإسلامي، م٤، ص: ٤٥-٦٢.

(١٠) محسن خان (١٧٠٤هـ) النظام المصرفي الخالي من الفائدة: تحليل نظري، مجلة جامعة الملك عبدالعزيز: الاقتصاد الإسلامي، م٩، ص: ٣-٣٥.

(١١) L.D. Johnson and E.H. Neave (1996) Efficiency and Effectiveness of Islamic Finance: The Cost of Orthodoxy, *Working Paper No. 96-26*, Queen University, Kingston, Ontario, Canada.



كما قام محسن خان وعباس ميراخور (١٢٢هـ) (١٢) بمناقشة الإدارة النقدية في اقتصاد إسلامي، حيث تنظم العلاقات النقدية والمالية في اقتصاد يتم التمويل فيه بأسلوب المشاركة والمضاربة والبيوع الآجلة، وقد وجد أن البنك المركزي يستطيع استخدام جميع أدوات السياسة النقدية ماعدا أداة سعر الفائدة. أما محمود الجمل (١٢٣هـ) (١٣) فقال بضرورة استخدام أدوات الهندسة المالية لتطويع أوراق مالية يمكن إعادة بيعها، واستخدامها في عمليات السوق المفتوحة.

وعلى مستوى التحليل الجزئي اقترح نجاة الله صديقي (Siddiqi, 1983) (١٤) معدل الربح المتوقع للمنظم لمساواة الطلب والعرض للودائع الاستثمارية في نموذج تشكل فيه المشاركة والمضاربة الوسيلة الوحيدة لجذب المدخرات وتوظيفها، ولكن لم يشرح لنا كيف تتشكل هذه التوقعات عند كل من المدخر أو المستثمر، كما استخدم (Al-Jarhi, 1983) (١٥) العائد على الودائع كبديل لسعر الفائدة. وقد وجد زبير حسن (Zubair Hassan, 1985) (١٦) أنه في اقتصاد يوجد فيه تمويل بأسلوب المشاركة، تتحدد نسبة اقتسام الربح في الاقتصاد ككل تكون دالة لمعدل الكلي للفائدة على الاستثمار ولمعدل الفائدة ولنسبة التمويل رأس المال المشارك، ولعلاوة المخاطر. وقد وجد نديم الحق وعباس ميراخور (١٢٤هـ) أن عائد رأس المال هو الذي يحقق التوازن بين الادخار

(١٢) محسن خان وعباس ميراخور (١٢٢هـ) الإدارة النقدية في اقتصاد إسلامي، مجلة

جامعة الملك عبدالعزيز: الاقتصاد الإسلامي، م٩، ص ٣-٢٥.

(١٣) محمود الجمل (١٢٣هـ) إشراك المصارف الإسلامية في معاملات السوق المفتوح،

مجلة جامعة الملك عبدالعزيز: الاقتصاد الإسلامي، م١٥، ص ٣-٢٥.

M.N. Siddiqi (1983) Banking Without Interest, Leicester: The Islamic Foundation. (١٤)

M. Al-Jarhi (1983) (Relative Efficiency of Interest-free Monetary Economics), in Studies (١٥)  
in Islamic Economics, Ahmed, Z., Iqbal, M. and Khan, F. (ed), International Centre for  
Research in Islamic Economics, King Abdulaziz University, Jeddah.

H. Zbair (1985) Determination of Profit and loss Sharing Ratios in Interest-free Business (١٦)  
Finance, *Journal of Research in Islamic Economics*, 3(1): 13-29.

والاستثمار، وأن الفرق بين العائد الداخلي والعائد الخارجي للأسهم هو الذي يوجه حركة رؤوس الأموال. وقد وجد قاسم حاموري (Hamouri, 1987)<sup>(١٧)</sup> أن السلوك الرشيد الذي هو السمة الغالبة في التحليل الإسلامي للسلوك، يستوجب أن يكون للزمن قيمة يعوض بها المدخر ولا يلزم أن تكون القيمة سعر الفائدة الثابت.

كما أن عددًا من الكتاب المسلمين ركزوا في تفسيرهم لحرمة الربا على غياب نظرية مرضية لسعر الفائدة (Siddiqi, 1983)، وانتقدوا مقولات أن الفائدة هي مكافأة للمدخرات وأن الفائدة تمثل إنتاجية رأس المال، وأن الفائدة تنشأ بسبب الفرق بين القيم الحاضرة والآجلة للسلع الرأسمالية. نجد مما سبق أن بديل سعر الفائدة في النظام الإسلامي قد يكون نسبة توزيع الأرباح في صيغ المضاربة أو العائد على رأس المال، أو الأرباح المتوقعة، ولكن كل الدراسات السابقة لم توضح معدل العائد المقترح في شكل نظرية متكاملة أو بناءً على نموذج يتفاعل فيه القطاع النقدي والحقيقي في تحديد معدل العائد.

والإضافة في هذه الورقة هو بناء نظرية لمعدل العائد في اقتصاد إسلامي، يتم فيها تحليل العلاقات السلوكية لقطاع الادخار والاستثمار والقطاع النقدي، وبناء نموذج كلي يتحدد فيه معدل العائد في الاقتصاد الإسلامي بناءً على السلوك الادخاري والاستثماري، ومبادلة الخطر بالعائد للوحدات الجزئية في الاقتصاد والتوازن للعائد الحقيقي والنقدي القصير والطويل الأجل، كما يتم فيه تحليل كيفية توازن هذا العائد، ضمن نموذج مالي إسلامي له أدواته وعلاقاته السلوكية التي يتم بموجبها تحديد معدل العائد، الذي يكون بديلاً للفائدة ويمارس وظائفها.

---

Q.M. Hamouri (1987) Rationality, Time, and Rate of Interest in Islamic Thought, *Ph.D.* (١٧) *Dissertation*, University of Utah.

## نموذج معدل العائد الإسلامي

### توازن القطاع الحقيقي

يخلو النظام المالي الإسلامي من أدوات الاستثمار ذات الفوائد، مثل: السندات الحكومية التي تعتبر العوائد عليها خالية من المخاطر، وبالتالي تكون الأدوات الاستثمارية في سوق المال ذات مخاطر، ولكن حجم المخاطر فيها متفاوت، وهذا يتفق مع القاعدة الإسلامية في الاستثمار (الغنم بالغرم). ويمكن التمييز بين نوعين من الأصول المالية في النموذج المقترح: أصول مبنية على المشاركات، وهي أقرب للأسهم، وتكون غالبًا عالية المخاطر ومنخفضة السيولة، وأصول مبنية على عقود البيوع الآجلة، وهي غالبًا ذات مخاطر منخفضة، وسيولة مرتفعة، ولكن بدرجات متفاوتة.

### افتراضات النموذج

للتبسيط يقوم النموذج على الافتراضات التالية:

- ١- إن المدخر في عرضه لمخدراته، أو عرضه للتمويل، يتأثر بالعائد المتوقع، بالإضافة إلى المخاطر المتوقعة المصاحبة للعائد.
- ٢- يوظف المدخر ادخاراته في محفظة استثمارية مكونة من مزيج متنوع من الأصول الموظفة في توظيفات بأسلوب المشاركات، وعقود البيوع الآجلة (عرض التمويل).
- ٣- يمكن تمثيل الطلب على التمويل بدالة سلسلة مستمرة، ويمكن هذا الافتراض أن يكون واقعيًا إذا كانت هنالك سوق مالية يمكن فيها تصكيك عقود التمويل، وبيعها في شكل أوراق مالية.
- ٤- المدخر يكره المخاطر، لذلك يتوقع عائدًا أعلى في حالة زيادة المخاطر، أي أن عرض التمويل دالة متزايدة في المخاطر.

٥- يقاس العائد المتوقع على الادخار بمجموع العوائد المتوقعة مثقلة بالاحتمالات المصاحبة لكل منها، علمًا أن مجموع تلك الاحتمالات يجب أن يكون واحدًا صحيحًا.

٦- تقاس المخاطر المتوقعة بالجذر التربيعي لمجموع تباين الأصول، أي انحرافها المعياري.

٧- إن قرار الادخار والاستثمار يكون لفترة زمنية واحدة.

٨- إن التوقعات لعروض التمويل ولطالبه تكون متجانسة.

٩- إن سوق رأس المال تسودها المنافسة الكاملة، التي تعني عدم وجود احتكار وعدم وجود تكلفة للمعاملات المالية.

### السلوك الادخاري

في النموذج المقترح نفترض أن المدخر يمكن أن يوظف مدخراته، وهو الجزء غير المستهلك من دخله، في محافظ يمكن من خلالها اختيار العائد المرغوب، ومستوى المخاطر التي يمكنه تحملها، وهو يحب العائد (الغرم)، والعائد المتوقع يكون احتمالياً، يقاس بمجموع العوائد المتوقعة، مثقلة بالاحتمالات المصاحبة لكل منها، علمًا أن مجموع تلك الاحتمالات يجب أن تكون واحدًا صحيحًا. ويكره المدخر المخاطر (الغرم)، بالتالي يحاول تعظيم عوائده وتقليل مخاطره بتتبع مكونات محفظته، وتكون دالة الادخار بالنسبة للمخاطر، دالة سالبة، وبالنسبة للعائد دالة موجبة، ومنسابة، ويمكن رسم منحنيات، سواء لتفضيلات المدخر بين العائد والخطر عند المستويات المختلفة من الدخل.

ويتحدد معدل العائد الحقيقي بتوازن الادخار والاستثمار في القطاع الحقيقي، كما يتحدد العائد النقدي في الأجل الطويل بتوازن عرض وطلب

الائتمان في الأجل الطويل في القطاع النقدي، عند مستوى مخاطر توازني، ومعدل عائد نقدي قد يختلف في الأجل القصير معدل العائد الحقيقي، إذ يمكن أن يتأثر بتغير طلب أو عرض الائتمان.

### دالة الادخار

الادخار (S) هو الجزء غير المنفق من الدخل، وعلاقته موجبة في الدخل، أي أن زيادة الدخل تؤدي إلى زيادة الادخار. ويتأثر الادخار أيضا بالعائد الحقيقي المتوقع، ذلك أن المدخر يشارك المستثمر في الأرباح المتوقعة والتي يحدد معدل العائد الداخلي للاستثمار، وعلاقته موجبة، أي أن ارتفاع العائد الحقيقي المتوقع على الادخار يؤدي إلى تأجيل، أو الاقتصاد في الإنفاق، لارتفاع قيمة الفرصة البديلة للإنفاق الذي يعني زيادة الادخار، أي أن العلاقة بين الادخار والعائد الحقيقي (Rr) موجبة. ويعرف كل من الدخل الحقيقي، والادخار الحقيقي، والعائد الحقيقي، بأنها القيمة النقدية لهذه المتغيرات مقسوما على مستوى الأسعار لنفس الفترة. والفرق بين القطاع الحقيقي والقطاع النقدي والنظري، إذ يعتمد الاقتصاديون في التحليل الاقتصادي الى التفريق بين القطاع الحقيقي الذي يتم فيه تحليل سلوك المتغيرات الاقتصادية مثل: الادخار والاستثمار والقطاع النقدي الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية الممثلة للمتغيرات الحقيقية، فالمدخر يعرض الائتمان والمستثمر يطلب الائتمان.

### السلوك الاستثماري

يهدف المستثمرون إلى تعظيم أرباحهم، لذلك يقوم المستثمر بترتيب خطته الاستثمارية، التي تعظم القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية لجميع المشاريع الاستثمارية، أو يقوم بحساب معدلات العائد الداخلي وترتيبها تنازلياً. ومعدل العائد الداخلي للاستثمار هو الذي يجعل صافي التدفقات النقدية للاستثمار يساوي صفراً، ويدخل في حساب صافي التدفقات في المشاريع الإسلامية تكلفة

التمويل إذا كان بأسلوب البيوع الآجلة، بينما تطرح نسبة المشاركة من معدل العائد إذا كان التمويل بأسلوب المشاركة، ويقوم المستثمر بالاستثمار في المشاريع ذات المعدل العائد الداخلي الأعلى، ثم الأقل فالأقل. فإذا افترضنا تجانس دالة الاستثمار، فإن معدل العائد الداخلي يكون أقرب إلى معدل الكفاءة الحدية لرأس المال لدى كينز (Marginal Efficiency of Investment)،<sup>(١٨)</sup> والدالة سوف يكون ميلها سالبًا، لأن زيادة كمية الاستثمار تؤدي إلى تنفيذ مشاريع ذات قيمة أقل للتدفقات النقدية، وبالتالي معدل داخلي، أو كفاءة حدية لرأس المال، ويكون معدل العائد مستقلاً عن العائد السوقي، ويمثل علاقة فنية بين حجم الاستثمار والعائد المتوقع منه.

### دالة الاستثمار

تمثل دالة الاستثمار العلاقة بين الاستثمار (I) والعائد الحقيقي المتوقع (Rr)، ويقاس عائد الاستثمار في هذا النموذج بمعدل العائد الداخلي المعدل بالخطر (Risk Adjusted Internal rate of Return) الذي يعرف بأنه معدل الخصم المعدل بمخاطر الاستثمار ( $\sigma$ ) والتي تخصم به صافي التدفقات النقدية للمشروع لتصبح قيمتها الحالية تساوي الصفر. وحيث إن زيادة الاستثمار تؤدي إلى زيادة استعمال رأس المال، وبفرض ثبات العوامل الأخرى، وثبات أسعار رأس المال، فإن الإنتاجية الحدية للاستثمار سوف تتخفض بسبب تناقص العائد الداخلي للمشروعات، أي إن العلاقة بين الاستثمار ومعدل العائد علاقة سلبية، أي إن معدل الإحلال بين العائد وحجم الاستثمار (MRS) سالب، وهنا يكون المتغير المستقل هو الاستثمار وليس معدل العائد، لأن زيادة الاستثمار يؤدي إلى انخفاض المعدل الداخلي للاستثمار.

W. Branson (1972) *Macroeconomic Theory and Policy*, New York, Harper & Row, ch.11, (١٨) pp: 199-204.

### معدل العائد الحقيقي التوازني في الأجل الطويل

يتحدد معدل العائد الحقيقي ( $R_f$ ) في الأجل الطويل يتساوى الادخار مع الاستثمار، فالدخل يحدد الادخار الكلي. وحيث إن الادخار يساوي الاستثمار، فإن حجم الاستثمار يحدد المعدل الداخلي للاستثمار، والذي يشترك المدخر والمستثمر فيه. وحيث إن معدل العائد احتمالي، فإن مخاطر العائد تقاس بالانحراف المعياري للعائد ( $\sigma$ ) الذي يؤثر في حجم الادخار والاستثمار التوازني. ويتساوى الادخار ( $s$ ) والاستثمار ( $I$ ) يتحدد معدل العائد الحقيقي التوازني.

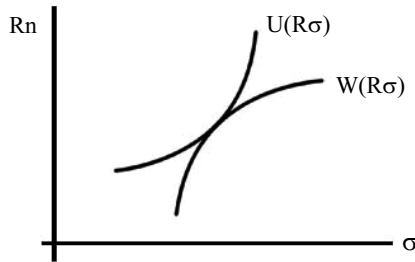
### معدل العائد النقدي التوازني في الأجل الطويل

في الوقت الذي يتخذ الادخار والاستثمار شكل سندات (ربوية) تباع وتشتري في سوق الإقراض في النظرية الكلاسيكية، فإن الادخار في الاقتصاد الإسلامي ( $S$ ) يأخذ شكل أرصدة في حسابات الاستثمار لدى المؤسسات المالية، أو وحدات في صناديق الاستثمار، أو شراء تمويلات مصككة تأخذ شكل أوراق مالية، أقرب إلى الأسهم، تشارك في أرباح وخسائر النشاطات الممولة، وتشكل عرض التمويل ( $C_s$ )، وتكون العلاقة بين الادخار والعائد المتوقع إيجابية، أما الاستثمار ( $I$ ) فيأخذ شكل عقود تمويل، أو أوراق مالية قابلة للتداول تستخدم قيمتها في الاستثمار، وتشكل الطلب على التمويل ( $C_d$ )، ونظرًا لأن العوائد المتوقعة تتناقص بزيادة الاستثمار، تكون العلاقة بين العائد والطلب على التمويل علاقة سلبية، ويتحدد العائد النقدي التوازني في الأجل الطويل بتساوي عرض وطلب الائتمان.

### المخاطر المثلى لمعدل العائد

إن المشاركة في المخاطر أحد أساسيات الاستثمار الإسلامي، لذلك كان معالجة الخطر أحد المكونات الأساسية لنظرية العائد الإسلامي.

بافتراض أن المدخر المسلم يكره المخاطر التي تقاس بالانحراف المعياري لأصوله المالية ( $\sigma$ )، وحيث إنه لا يمكن فصل عوائد الأصول عن مخاطرها في الاستثمار الإسلامي، فإن المدخر يجب أن يعرض بمعدل متزايد من العائد حتى يقبل أصول ذات مخاطر مرتفعة، أي إن معدل الإحلال (MRS) بين العائد على أصوله (محفظته) والمخاطر موجب ومنتزايد، ويمكن تمثيلها بمنحنيات، سواء موجبة تتجه من الشمال الشرقي إلى الجنوب الغربي، ومقعرة الشكل، كما في الشكل (١). ويوظف المدخر ثروته ( $W$ ) في محفظة مكونة من أنواع مختلفة من الأصول، ويكون العائد المتوقع هو مجموع العائد على مكونات محفظته مثقلة بالنسبة المئوية لكل أصل داخل المحفظة، ويقاس الخطر المصاحب لهذا العائد بالجذر التربيعي لمجموع تباينات (variance) عوائد الأصول في المحفظة، يضاف إليها التغاير (covariance) في تلك الأصول، فإذا كان التغاير سالبًا، فإنه يمكن الحصول على العائد بمخاطر أقل. ويمكن الاستفادة من نموذج ماركويتز (Markwitz, 1959) الذي يفيد بإمكانية الحصول على توليفات مثلى من الأصول، بحيث تؤدي إلى أقصى عائد لكل مستوى من المخاطر، وبذلك يمكن رسم منحنى يمثل التوليفات المثلى للمخاطر، والعوائد على التوليفات المختلفة للمدخرات، والتي يمكن أن يسمى منحنى إمكانية الاستثمار، بحيث يمكن أن يختار منها المدخر ما يناسب تفضيلاته، ويتحقق توازن المدخر حين يكون منحنى سواء له بين المخاطر والعائد ملاسًا لمنحنى إمكانية الاستثمار في الأوراق المالية. (شكل ١).

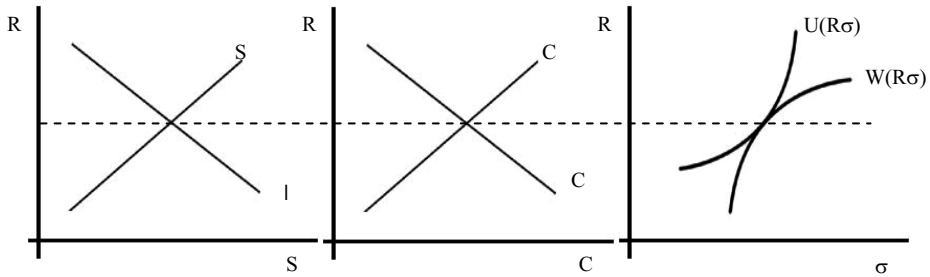


شكل (١). توازن منحنى سواء مع منحنى إمكانية الاستثمار.



### معدل العائد التوازني

في الأجل الطويل يتحدد معدل العائد الحقيقي ( $R_r$ ) التوازني حين تتساوى الكمية المطلوبة من الاستثمار ( $I$ ) مع الكمية المعروضة من الادخار ( $S$ ). ويتحدد معدل العائد النقدي ( $R_n$ ) بتساوي الكمية المطلوبة من الائتمان ( $cd$ ) مع الكمية المعروضة ( $Cs$ ). ويتساوى معدل العائد الحقيقي ( $R_r$ ) مع معدل العائد النقدي ( $R_n$ ) عند مستوى المخاطر لهذا المعدل الذي يتحدد بتلامس منحنى سواء العائد والمخاطر للمدخر مع منحنى إمكانية الاستثمار للمدخر كما هو موضح في الشكل (٢).



شكل (٢). تساوي كل من معدل العائد الحقيقي والعائد النقدي والمستوى التوازني من الخطر.

### نموذج توازن معدل العائد في الأجل الطويل

#### توازن الاستثمار والادخار

$$R_r = r(I), \quad r' I < 0 \quad (1)$$

$$S = s(R_r), \quad s' R_r > 0 \quad (2)$$

$$I = S \quad (3)$$

#### توازن سوق الائتمان

$$C_d = cd(R_n), \quad cd' R_n < 0 \quad (4)$$

$$C_s = cs(R_n), \quad cs' R_n > 0 \quad (5)$$

$$C_d = C_s \quad (6)$$

#### تساوي معدل العائد النقدي والعائد الحقيقي

$$R_r = R_n \quad (7)$$

### معدل العائد والمخاطر التوازني

$$U = u (R_n, \sigma), \quad u' R_n > 0 \quad f' < 0 \quad (8)$$

$$W = w (R_n, \sigma), \quad w' R_n > 0 \quad f' < 0 \quad (9)$$

يتكون النموذج من مجموعة من الدوال، المجموعة الأولى تمثل القطاع الحقيقي، الدالة (١) دالة العائد الحقيقي المتوقع ( $R_n$ ) التي تكون متناقصة في الاستثمار، أي أن زيادة الاستثمار تخفض من العوائد المتوقعة منه والدالة (٢) دالة الادخار ( $S$ ) التي تكون متزايدة في العائد الحقيقي المتوقع، والدالة (3) حالة توازن الاستثمار والادخار.

والمجموعة الثانية تمثل قطاع التمويل، الدالة (4) الطلب على التمويل ( $C_d$ )، التي تكون متناقصة في العائد النقدي المتوقع، الدالة (5) عرض التمويل ( $C_s$ )، التي تكون متزايدة في العائد النقدي والدالة (6) حالة توازن عرض وطلب التمويل. وحيث إن الاستثمار يأخذ شكل طلب على التمويل، والادخار يأخذ شكل عرض للتمويل، فإن العائد الحقيقي المتوقع يجب أن يتساوى مع العائد النقدي المتوقع، وتمثل هذه الحالة الدالة (7).

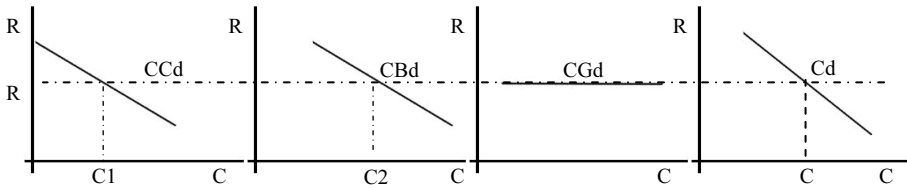
المجموعة الثالثة تمثل حالة توازن العائد المتوقع مع مستوى المخاطر، الدالة (8) تمثل دالة منفعة المدخر ومنحنى السواء بين العائد والمخاطر، الدالة (9) تمثل ثروة المدخر ( $W$ ) التي تتأثر بالعائد المتوقع والمخاطر. ونقطة تلامس منحنى السواء مع منحنى إمكانية الاستثمار للمدخر تحدد الخطر الأمثل للعائد النقدي التوازني المتوقع من الادخار، والذي يحدد حجم الادخار عند مستوى الخطر.

### معدل العائد النقدي التوازني في الأجل القصير

يحدد معدل العائد النقدي في الأجل القصير ( $Rns$ ) في قطاع الائتمان بتوازن الطلب على الائتمان في الأجل القصير ( $Cds$ ) مع عرض الائتمان ( $Css$ ).

### الطلب على الائتمان في الأجل القصير

يتكون الطلب على الائتمان من طلب قطاع الأعمال للائتمان ( $CBd$ )، ويمثل عرض القطاع للمنتجات المالية، ويكون دالة متناقصة في معدل العائد النقدي ( $Rn$ ) الذي يتمثل في تكلفة التمويل سواء كان بأسلوب البيوع أو بأسلوب المشاركات، حيث يقارن بمعدل العائد الداخلي المثقل بخاطر المشروع لاتخاذ قرار طلب التمويل، بالإضافة إلى طلب القطاع الاستهلاكي للائتمان ( $CCd$ ) الذي يكون دالة متناقصة في العائد ( $Rn$ ) ويمثل تكلفة التمويل، والمكون الثالث لطلب الائتمان هو طلب قطاع الحكومة ( $CGd$ ) ويحدده عجز الموازنة العامة للدولة، وهي لا تتأثر بالعائد النقدي. وبالتالي يكون الطلب الكلي للائتمان دالة متناقصة في العائد النقدي حيث الطلب الكلي للائتمان ( $c$ ) يساوي مجموع طلب قطاع الأعمال للائتمان ( $C2$ ) وطلب القطاع الاستهلاكي ( $C1$ ). (الشكل (٣)).

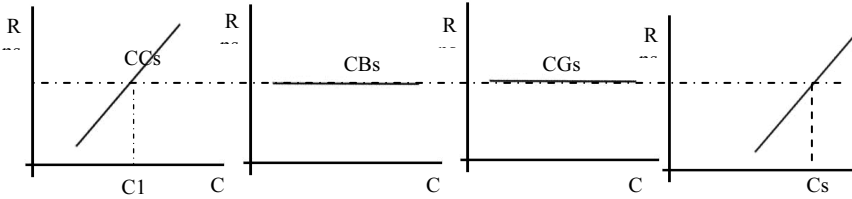


شكل (٣). الطلب على الائتمان قصير الأجل.

### عرض الائتمان

يتكون عرض الائتمان من مجموع عرض مدخرات القطاع العائلي ( $CCs$ )، وهو طلبهم للمنتجات المالية، ويكون دالة متزايدة في العائد النقدي القصير الأجل ( $Rns$ ) ومتناقصة في المخاطر ( $\sigma$ )، وعرض مدخرات قطاع

الأعمال (CBs)، وهو عرضهم للمنتجات المالية، ويكون دالة في حجم الأرباح غير الموزعة ( $\pi$ ) وليس في العائد النقدي القصير الأجل، بالإضافة إلى زيادة عرض النقود ( $M^0$ ) الذي يأخذ شكل زيادة في الائتمان من قبل المصارف أو زيادة في كمية النقود من قبل البنك المركزي. وبذلك يكون عرض الائتمان الكلي في الأجل القصير ( $C_s$ )، دالة في العائد النقدي القصير الأجل (الشكل (٤)). ويتحدد معدل العائد النقدي القصير الأجل بتساوي طلب الائتمان الكلي مع عرض الائتمان الكلي القصير الأجل.



شكل (٤). عرض الائتمان قصير الأجل.

### مخاطر التمويل قصير الأجل

يتم التمويل الإسلامي قصير الأجل، إما بأسلوب المشاركات، أو بأسلوب البيوع الآجلة المختلفة. ويمكن أن يتعرض التمويل الإسلامي للمخاطر التالية:

- ١- مخاطر الأعمال: هي المخاطر الناتجة عن تقلب الأسواق الناتج عن تغير الطلب أو أسعار المدخلات، وبالتالي تؤثر على العائد من النشاط.
- ٢- مخاطر الائتمان: هي الناتجة عن عدم قدرة الحاصل على التمويل على دفع التزاماته المالية، أو عدم دفعها في الوقت المحدد لها.
- ٣- مخاطر السوق الناتجة عن تغير أسعار الصرف، أو تغير معدلات العائد في البيوع الآجلة وغيرها.

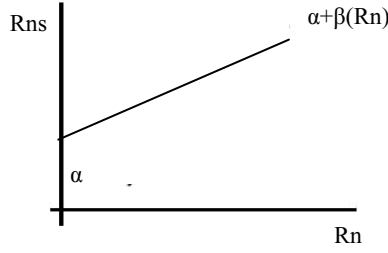
يمكن أن تقاس تلك المخاطر بواسطة علاوة المخاطر في معدلات تكلفة التمويل، وتكون العلاقة موجبة بين العائد على التمويل وبين المخاطر التي تقاس بقيمة  $(\beta)$  المقدرة.

### علاقة معدل العائد النقدي قصير الأجل مع طويل الأجل

لا يشترط أن يتساوى معدل العائد طويل الأجل مع معدل العائد قصير الأجل. فمعدل العائد طويل الأجل يتحدد بنقاط دالة الاستثمار الذي تؤثر فيها إنتاجية رأس المال الذي تحددها التكنولوجيا المستخدمة، ودالة الادخار تحكمها العادات الادخارية للمستهلك والعائد المتوقع، وهذه العوامل لا تتغير في الأجل القصير، ولكن العائد قصير الأجل يمكن أن يتأثر في هذا النموذج بالأرباح غير الموزعة للشركات، وبعجز أو فائض الموازنة العامة، وبالتغير في عرض النقود، ولكن يمكن القول إن هناك علاقة بين العائد النقدي قصير الأجل ( $R_{ns}$ ) والعائد النقدي طويل الأجل ( $R_n$ ) في النظام الاقتصادي الإسلامي، ويمكن تمثيل هذه العلاقة في المعادلة التالية:

$$R_{ns} = \alpha + \beta (R_n) + \varepsilon, \quad \sum \varepsilon = 0$$

حيث  $(\alpha)$  تمثل العوامل غير السوقية التي يمكن أن تؤثر على العائد قصير الأجل، مثل توقع تغير الأسعار وغيرها. أما  $(\beta)$  فتساوي التباين (Covariance) بين العائد طويل الأجل والعائد قصير الأجل مقسوماً على تباين (Variance) العائد طويل الأجل، وتمثل العلاقة بين التغير في معدل العائد طويل الأجل ومعدل العائد قصير الأجل، أو تمثل النسبة من مخاطر العائد قصير الأجل الذي يكون سببها مخاطر العائد طويل الأجل، أما  $(\varepsilon)$  فهو متغير عشوائي يمثل العوامل الأخرى غير معدل العائد طويل الأجل الذي يؤدي إلى تغير معدل العائد قصير الأجل وقيمته المتوقعة يجب أن تكون صفراً وتباينه ثابتاً (الشكل (٥)).



شكل (٥). العلاقة بين العائد النقدي قصير الأجل وطويل الأجل.

### نموذج توازن العائد قصير الأجل

#### ١- الطلب على الائتمان:

$$CCd = ccd (Rns), \quad ccd' Rns < 0 \quad (10)$$

$$CBd = cbd (Rns), \quad cbd' Rns < 0 \quad (11)$$

$$CGd = G^o \quad (12)$$

$$Cd = CCd + CBd + CGd \quad (13)$$

$$Cd = cd (Rns), \quad cd' Rns < 0 \quad (14)$$

#### ٢- عرض الائتمان

$$CCs = ccs (Rns, \sigma), \quad ccs' Rns > 0, \quad f' \sigma < 0 \quad (15)$$

$$CBs = \pi \quad (16)$$

$$CGs = M^o \quad (17)$$

$$Cs = CCs + CBs + CGs, \quad (18)$$

$$Cs = cs (Rns, \sigma), \quad cs' Rns > 0, \quad f' \sigma < 0 \quad (19)$$

#### ٣- توازن الائتمان في الأجل القصير

$$Cd = Cs \quad (20)$$

#### ٤- مخاطر الائتمان في الأجل القصير

$$Rns = \alpha + \beta (Rn) + \varepsilon, \quad \sum \varepsilon = 0, \quad \beta > 0 \quad (21)$$

يتكون نموذج توازن العائد في الأجل القصير في النظام المالي الإسلامي

من أربع مجموعات من المعادلات هي كالتالي:

معادلات الطلب على الائتمان، وتتكون من دالة طلب المستهلكين للائتمان (10) وهي دالة متناقصة في العائد قصير الأجل، الذي يمثل تكلفة للائتمان حيث (10) يمثل المشتقة الأولى للدالة. والدالة (11) تمثل دالة طلب قطاع الأعمال للتمويل، وهو دالة متناقصة في معدل العائد. والدالة (12) تمثل طلب القطاع الحكومي للائتمان، وتتوقف على حجم عجز الموازنة العامة (10) وهي ليس دالة في معدل العائد، وبالتالي يكون الطلب على الائتمان مجموع طلب المستهلكين والأعمال والحكومة، دالة (13)، وهو دالة في معدل العائد النقدي قصير الأجل دالة (14).

والمجموعة الثانية تمثل عرض الائتمان، وهو يتكون من عرض القطاع العائلي، (15) وهو دالة متزايدة في العائد النقدي قصير الأجل ومتناقصة في معدل المخاطر. والدالة (16) تمثل عرض قطاع الأعمال للادخار، وهو يعتمد على الأرباح غير الموزعة في الشركة وليس على معدل العائد. أما الدالة (17) فتمثل عرض الحكومة للائتمان، ويتوقف عرض النقود الذي يعتمد على السياسة النقدية للدولة، وليس على معدل العائد، بل هو أحد أدوات السياسة النقدية التي يمكن بها التأثير على معدل العائد النقدي. والمعادلة (18) هي لإجمالي عرض الائتمان الذي يتكون من عرض القطاع العائلي، وعرض قطاع الأعمال، وعرض النقود. وعرض الائتمان يكون دالة متزايدة في معدل العائد النقدي ومتناقصة في معدل المخاطر (19).

أما المعادلة (20) فتمثل توازن سوق الائتمان، حيث يتساوى عرض الائتمان مع الطلب عليه، ويتحدد فيه معدل العائد التوازني والكمية التوازنية للائتمان.

والمعادلة (21) تمثل العلاقة بين العائد النقدي في الأجل القصير، والعائد النقدي في الأجل الطويل، ومعامل بيتا ( $\beta$ ) يكون موجباً.

### الخلاصة

في هذا البحث تم بناء نموذج للعائد في اقتصاد إسلامي، حيث يتحدد العائد الحقيقي في الاقتصاد بتساوي الادخار، والذي هو دالة في الدخل، والاستثمار، الذي يمثل العلاقة بين حجم الاستثمارات والعائد الداخلي المثقل بالخطر، للاستثمار. ويتحدد العائد النقدي في الأجل الطويل بتساوي الطلب على الائتمان، ويمثل عرض المستثمرين للمنتجات المالية، وعرض الائتمان، والذي يمثل طلب المدخرين للمنتجات المالية الإسلامية. وبافتراض غياب التضخم، فإن العائد الحقيقي سوف يساوي العائد النقدي في الأجل الطويل. وفي الأجل القصير يتحدد معدل العائد النقدي بتساوي الطلب على الائتمان والذي يكون مصدره قطاع الأعمال والقطاع العائلي والقطاع الحكومي، مع عرض الائتمان والذي يكون مصدره القطاع العائلي وقطاع الأعمال والتوسع النقدي من قبل السلطات النقدية والنظام المصرفي. والعائد النقدي في الأجل القصير يمكن أن يتأثر بالسياسة المالية خلال طلبها للائتمان والسياسة النقدية خلال إدارتها للكتلة النقدية وبمعدل الأرباح المحققة من قبل قطاع الأعمال التي تؤدي إلى زيادة عرض الائتمان. ولا يشترط في النموذج أن يتساوى معدل العائد النقدي طويل الأجل مع معدل العائد النقدي قصير الأجل، لكن توجد علاقة موجبة بينهما تحددها علاقة المخاطر طويلة الأجل مع المخاطر قصيرة الأجل. ويتكون البحث من ثلاثة أقسام، تم فيها التأصيل لحرمة الربا والعوامل التي يمكن أن تؤثر على السلوك الادخاري والاستثماري للمسلم. ومناقشة سعر الفائدة وأنواعه، والعوامل التي تؤثر فيه، والنظريات التي تفسره في الاقتصاد التقليدي. وتم بناء نموذج لنظرية معدل العائد في اقتصاد إسلامي، حيث يتم شرح دالة الادخار ودالة الاستثمار والمتغيرات التي يمكن أن تؤثر فيهما وشرط توازنهما.



## المراجع

### أولاً : المراجع العربية

- ابن عبد البر (د.ت.) التمهيدي لما في الموطأ من المعاني والأسانيد، ج٢٦، ٢/٢٧٠.
- الجميل، محمود (١٤٢٣هـ) إشراك المصارف الإسلامية في معاملات السوق المفتوحة للبنوك المركزية، مجلة جامعة الملك عبدالعزيز، الاقتصاد الإسلامي، م١٥، ص ص: ٣-٢٥.
- خان، محسن (١٤١٧هـ) النظام المصرفي الخالي من الفائدة: تحليل نظري، مجلة جامعة الملك عبدالعزيز، الاقتصاد الإسلامي، م٩، ص ص: ٣-٣٥.
- خان، محسن وميراخور، عباس (١٤٢٢هـ) الإدارة النقدية في اقتصاد إسلامي، مجلة جامعة الملك عبدالعزيز، الاقتصاد الإسلامي، م٩، ص ص: ٣-٢٥.
- نديم الحق وميراخور، عباس (١٤١٢هـ) السلوك الادخاري في نظام خالي من الفائدة الثابتة، مجلة جامعة الملك عبدالعزيز، الاقتصاد الإسلامي، م٤، ص ص: ٤٥-٦٢.

### ثانياً: المراجع الأجنبية

- Al-Jarhi, M.** (1983) (Relative Efficiency of Interest-free Monetary Economics), in Studies in Islamic Economics, **Ahmed, Z., Iqbal, M. and Khan, F.** (ed), International Centre for Research in Islamic Economics, King Abdulaziz University, Jeddah.
- Branson, W.** (1972) *Macroeconomic Theory and Policy*, New York, Harper & Row ch.11, pp: 199-204
- Chapra, M.U.** (1985) *Towards a Just Monetary System*, Leicester: The Islamic Foundation, pp: 81-100.
- Hamouri, Q.M.** (1987) Rationality, Time, and Rate of Interest in Islamic Thought, *PhD. Dissertation*, University of Utah.
- Johnson, L.D. and Neave, E.H.** (1996) Efficiency and Effectiveness of Islamic Finance: The Cost of Orthodoxy, *Working paper No.96-26, Queen University*, Kingston, Ontario, Canada.
- Lintner, J.** (1964) The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolio and Capital Budgets, *Review of Economics and Statistics*, pp: 13-37.
- Markwitz, H.** (1959) Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments, New York, Willy.
- Mossen, J.** (1966) Equilibrium in Capital Asset Market, *Econometrica*, pp: 768-783.
- Sharpe, W.F.** (1964) Capital Asset Prices, *Journal of Finance*, pp: 425-442..
- Siddiqi, M.N.** (1983) Banking without Interest, Leicester: The Islamic Foundation.
- Siddiqi, S.A.** (1989) Saving, Investment and Some Distributional Aspect of a Share Economy Based on Islamic Financial Principles, *PhD. Dissertation*, The Temple University.
- Tobin, J.** (1958) Liquidity Preference as Behaviour Toward Risk, *Review of Economic Studies*, 25(1): 65-86.
- Zbair, H.** (1985) Determination of Profit and loss Sharing Ratios in Interest-free Business Finance, *Journal of Research in Islamic Economics*, 3(1): 13-29.

## **Towards a Model for Rate of Return in Islamic Economics**

**Abdul Rahim A. Al-Saati**

*Islamic Economics Research Centre  
King Abdulaziz University, Jeddah, Saudi Arabia  
a\_al-saati@hotmail.com*

*Abstract.* The rate of interest performs important economic functions. It brings saving into balance with investment, it rations the available credit, it balances the supply with the demand of money, and it can be used by the monetary authority to manage the economy.

The prohibition of interest in Islam necessitates looking for alternatives which can perform the same functions. In this work, a model for the rate of return is suggested, the saving function and the investment function were suggested and equilibrium conditions were specified in the long run and the short run.

This work consists of three chapters, in which the prohibition of interest and factors affecting saving and investing behaviors in Islamic economic are discussed, and interest rate, factors affecting its behavior are discussed. Then a model of rate of return in Islamic economics and the saving and the investment function were discussed within the Islamic financial system.