مجلة جامعة الملك عبدالعزيز: الاقتصاد الإسلامي، م٢٥ ع١، ص ص: ٣-٤٤ (٢٠١٢م/١٤٣٣هـ)
DOI: 10.4197 / Islec. 25-1.1

تخصيص الموارد الرأسمالية والكفاءة، والنمو، في اقتصاد لاربوي إسلامي

محمد أنس بن مصطفى الزرقا[١]

كبير المستشارين- شورى للاستشارات الشرعية- الكويت

anaszarka@gmail.com

المستخلص. يتفحص هذا البحث بإيجاز بعض القضايا الأساسية في تخصيص رأس المال والكفاءة الإنتاجية في ظل اقتصاد خال من الفائدة وإسلامي، كما يمحص المقولة الشائعة بين الاقتصاديين التقليديين بأن إلغاء الفائدة على القروض يُفقد الاقتصاد مؤشرا سعريا مهما لتخصيص الاستثمار الحقيقي والمالي بكفاءة. ويناقش البحث تخصيص الموارد الرأسمالية (حقيقية عينية، أو أرصدة مالية) والأثر المحتمل على النمو في ظل ذلك الاقتصاد.

والنتيجة العامة للبحث هي أن (تحريم الفائدة على القروض والديون) بوصفه جزءاً جوهرياً من اقتصاد السوق في نظام إسلامي، ليس فكرة عاطفية غير قابلة للتطبيق، بل هو جزء من نظام متكامل صالح للتطبيق في اقتصاد معاصر مزدهر، يخصص بكفاءة من خلال السوق، الموارد الرأسمالية المالية والحقيقية على السواء.

---

(١) أشكر شركة شورى للاستشارات الشرعية على تشجيعها وتيسيرها إعدادي هذا البحث. وانصح الابتداء بقراءة الملحق المنهجي أولا، وأرحب بالتصحيح والمناقشة. وأشكر الدكاترة معبد الجارحي ومحمد السحيباني وسامي السويلم ومحمد نجاة الله صديقي على ملاحظاتهم الدقيقة المشار إليها في مواطنها، وإن لم يطلعوا على كامل البحث، وقد لايتفقون مع بعض ما ذهبت إليه. كما أشكر محكمين اثنين أفدت من انتقاداتهما في التنقيح.

١ – مفاهيم تمهيدية

إن رأس المال نوعان: حقيقي، هو السلع الرأسمالية، وهو المقصود عادة في عبارات الاقتصاديين إن أطلقت، ومالي، هو الأرصدة القابلة للاستثمار (واختصارا الأرصدة الاستثمارية).

ورأس المال بنوعيه كليهما هو من الموارد الاقتصادية النادرة التي لابد أن تخصص بطريقة أو أخرى بين مختلف المستعملين والاستعمالات. وإن طرق التخصيص بغير السوق مثل التبرع، والتقنين الإداري بالحصص (rationing)، والتخطيط المركزي، لا تثير أسئلة وإشكالات خاصة باقتصاد لاربوي. وقد تقبّل الفكر الاقتصادي الإسلامي دوما قدرًا من هذه الأساليب غير السوقية بمبرراتها، لكنه لم يستبعد السوقَ قط – فيما اعلم– أداةً رئيسية للتخصيص.

لذا يثور السؤال – بل هو أكبر سؤال يثور– في ذهن اقتصادي تقليدي يسمع بإلغاء الفائدة (وهي في نظره أهم مؤشر سعري يتعلق برأس المال): كيف تخصص السوق الإسلامية حينئذ رأس المال النادر بنوعيه؟ أقول أكبر سؤال، إذ لا يثير شيء من تعاليم الإسلام الاقتصادية الأخرى (كإيجاب الزكاة وتحريم القمار الخ) مثل هذا القدر من التعجب.

إن مخزون رأس المال الحقيقي في لحظة معينة يشمل جميع السلع الرأسمالية العينية الموجودة حينئذ في المجتمع، أما خلال فترة زمنية فيزداد ذلك المخزون بمقدار الاستثمار الحقيقي ويتناقص بمقدار ما استهلك أو اندثر من المخزون.

والسؤال هو: كيف يتم تخصيص هذه الموارد الثلاثة النادرة: مخزون رأس المال الحقيقي، والأرصدة المالية، والاستثمار الحقيقي، بين القطاعات والنشاطات المختلفة في اقتصاد لاربوي؟ هذا ما نبحثه على التوالي في الأقسام ٢ ثم ٣ ثم ٤ من هذا البحث.

٢- تخصيص مخزون رأس المال الحقيقي[٢]

إن مخزون رأس المال الحقيقي أو كتلة رأس المال، أجناس عديدة منها رأس المال الثابت (المصانع والآلات ووسائط النقل والأبنية والإصلاحات المنفذة على الأراضي الخ) ومنها رأس المال العامل الحقيقي كمخزون المواد الأولية والوقود والمنتجات نصف المصنعة التي تساعد على الإنتاج المقبل ..إلخ. وإن كتلة رأس المال هذه بأجناسها المختلفة القائمة في وقت معين، لابد أن يكون قد تم تمويلها بطريقة أو أخرى من قَبل.

وطرق التمويل الممكنة متعددة، وسنفترض في هذه الفقرة الحالة البسيطة وهي أن التمويل قد تم بقرض ذي معدل فائدة ثابت، حتى نرى مدى تأثير معدل الفائدة على قرارات تخصيص رأس المال الحقيقي.

يظهر بالتأمل أن القرارات التمويلية السابقة لا يتوقع أن تؤثر على القرارات الاقتصادية الحاضرة بشأن تخصيص رأس المال الحقيقي في الأجل القصير. ويتضح ذلك إذا استحضرنا التمييز بين الأجل القصير بالمفهوم الاقتصادي، حيث يكون مخزون رأس المال الحقيقي ثابتًا، وهو ما تتناوله الفقرة الحاضرة من البحث، وبين الأجل الطويل حيث يمكن أن يتغير ذلك المخزون ويحوّل من قطاع لآخر من خلال الاستثمار.

ويبرز في الأجل القصير الفرق بين أثر التكاليف الثابتة مقارنة بالتكاليف المتغيرة، على قرار المنشأة حول الاستمرار في الإنتاج أو التوقف عنه، وفي حال الاستمرار على قرارها عن مستوى الإنتاج الأمثل.

---

(٢) أشكر الدكتور معبد الجارحي والدكتور محمد السحيباني على ملاحظاتهما التفصيلية على هذه الفقرة، مما ساعدني على تصحيح الصيغة السابقة.

ومعلوم في نظرية المنشأة التنافسية أن هذا القرار لتخصيص الموارد الإنتاجية في الأجل القصير، إن كان رشيدا فإنه يعتمد فقط على التكاليف المتغيرة والسعر السائد في السوق التنافسية.

أما التكاليف الثابتة فلا أثر لها على هذا القرار، لأنه لا مفر من تحملها ولا تتغير مهما كان قرار التخصيص.

والتمويل بقرض يولد تيارا من التزامات التسديد المحددة المقادير بالعقد (هي ما يسمى: خدمة الدين، التي تشمل استرداد رأس مال القرض مع الفوائد). وهي تصنف ضمن التكاليف الثابتة، فلا أثر لها على قرار رشيد لتخصيص مخزون رأس المال في الأجل القصير.

أما الأجل الطويل فإنه يجعل جميع التكاليف متغيرة، على ما هو معروف في نظرية المنشأة. لأن الارتباطات التعاقدية السابقة تنقضي، ورأس المال العيني يستهلك. مما يعني أن خدمة الدين ومعدل الفائدة المرتبط به وسائر التكاليف الأخرى ستؤثر على قرار التخصيص في الأجل الطويل.

على ماذا إذن يبنى القرار حول تخصيص مخزون رأس المال الموجود حاليا؟

إن القرارات الاقتصادية الرشيدة في الأجل القصير تبنى على الربح (أو الخسران) المتوقع الآن من الاستعمالات المختلفة الممكنة، حتى في الأحوال التي لا تولد هذه الاستعمالات ما يكفي لتغطية جميع تكاليف تمويلها السابقة.

٣- تخصيص الأرصدة المالية في اقتصاد لاربوي

إن الأحكام الفقهية الأساسية فيما يتصل بموضوعنا تلخصها الفقرات ١/٣ و٢/٣ و٣/٣ الآتية، وهي عموما محل اتفاق بين جميع مذاهب الفقه الإسلامي، كما أنها في جملتها جزء مهم من الإطار المؤسسي الذي يحكم التمويل بأنواعه في اقتصاد لاربوي.

١/٣ – معنى تحريم الفائدة ونطاقه

تمنع الفائدة على جميع القروض والديون.

والفائدة المحرمة تشمل كل زيادة مشروطة أو معتادة على رأس مال القرض (نقودا كان القرض أم سلعة مثلية)، أو على أي دين سابق.

أما البيع بثمن مؤجل يزيد عن الثمن النقدي لسلعة مماثلة، فإنه مباح بالتأكيد. والديون في الشريعة الإسلامية قد تنشأ بعقد، من خلال قرض أو بيع بثمن مؤجل مثلا. وقد تنشأ بغير عقد، نتيجة فعل ضار من شخص تجاه آخر.

وجميع الديون مهما كان سبب نشوئها، تخضع للأحكام الفقهية الآتية:

(أ) إن إعادة جدولة الدين لقاء مبلغ أكبر وأبعد أجلا محرما تحريما قاطعا. فلا يمكن لأي دين أن يزاد عليه بمجرد مرور الزمن.

(ب) لا يجوز حسم الدين النقدي (discounting) ببيعه لطرف ثالث بثمن يختلف عن قيمته الإسمية[٣].

إن الأحكام الفقهية في (أ) و(ب) تؤثر تأثيرا مهما على المستوى الجزئي، أي على سلوك الوحدات الاقتصادية كالدائنين والمدينين. كما تؤثر على المستوى

---

(٣) من هذا يتبين أن الدين النقدي ضئيل السيولة اي ليس من الميسور تسييله (تنضيضه) شرعا ببيعه لطرف ثالث، لأن من يشتريه بقيمته الإسمية لن يربح شيئا، بل سيقتضي القيمة نفسها من المدين حين يحل الأجل. فمشتري الدين يقدم عمليا قرضا حسنا لبائع الدين.

ومن الأحكام الأخرى ذات الصلة بالدين ما يلي:

- إن عدم تسديد الدين ممن يجد وفاءً هو ذنب عظيم شرعا. ويجوز التشهير بالمدين المليء المماطل وعقابه، لكن بدون زيادة الدين عليه.
- المدينون لأسباب مشروعة شخصية أو تجارية، إن عجزوا عن الوفاء دون ذنب منهم، يستحقون معونة من صندوق الزكاة (سهم الغارمين) (انظر سورة التوبة ٩/٦٠).
- وتشجع الشريعة الدائنين – لكن لا تلزمهم – بتخفيض مقدار الدين أو إسقاطه كليا عن المدين المتعثر، لكن للدائنين الحق في الإصرار على طلب تفليسه.
- إن إنظار المدين المعسر واجب. (القرآن العظيم ٢: ٢٨٠)

الكلـي أي علـى العـرض والطلـب الإجمـالي علـى الأرصـدة القابلـة للاسـتثمار بالمداينات المشروعة. لكن تفصيل هذه النقطة يخرج عن نطاق هذا البحث.

(ج) يجوز للدائن في جميع الديون والقروض أن يطالب برهن أو بكفيل للوفاء.

٢/٣- أجناس التمويل في النظام الإسلامي

اقتصر على ذكر الملامح الكبرى لأجناس التمويل الإسلامية وأغضي عن التفاصيل والصيغ الكثيرة تحت كل جنس مما ليس من غرض هذا البحث.

ما التمويل؟

يظهر التمويل في عقد معاوضة مالية إن أُجِّل أحد عِوضيْه وعُجِّل الآخر. فمن رضي من العاقدين بتأجيل عوضه يكون قد (موَّل) أي قدم تمويلا، ومن تعجل عوضَه يكون قد (تموّل) أي تلقى تمويلا.

ففي البيع بثمن مؤجل، البائع يمول المشتري. وفي عقد السلَم، المشتري يمول البائع.

وللتمويل الإسلامي ثلاثة أجناس كبرى: تمويل بالقروض، وآخر بالمبايعات وثالث بالمشاركات.

التمويل بالقروض

وإذ تمنع الشريعة تقديم أي قرض بفائدة (نقديا كان، أو عينيا كمقدار من بذور القمح أو الاسمنت مثلا) فإن التمويل المباح بالقروض في اقتصاد لاربوي لا يكون إلا خيريا، والقروض لا تكون إلا حسنة، يسترد فيها الممول رأس ماله دون زيادة. وتحض عليها الشريعة كعمل من أعمال البر، وبخاصة لمساعدة المحتاجين.

ولا بد أن نستنتج أن القروض في اقتصاد لاربوي ليست طريقة عادية لتمويل النشاط الإنتاجي، إذ لا نتوقع أن يقدم الناس قروضا لا تبتغي الربح لنشاطات تبتغيه، إلا استثناء على سبيل الإحسان كدعم مشروع للفقراء.

التعبير اقتصاديا عن تحريم الفائدة

إن الفائدة على القرض هي عند الاقتصاديين ثمن يدفعه المقترض للمقرض. لذا يمكن التعبير اقتصاديا عن تحريم الفائدة بأنه:

ضرب من التسعير التشريعي يَفرِض سقفًا هو الصفر على سعر القروض. وحيث إن من وظائف الأسعار عموما تخصيص السلع والموارد النادرة ومنها القروض، بين طالبيها، فإن من المتوقع اقتصاديا في ظل تسعير القرض بسعر الصفر:

- أن تزيد الكمية المطلوبة من القروض عن تلك المعروضة عند سعر الصفر.
- ولا بد حينئذ أن يتم تخصيص القروض الحسنة بين طالبيها الكثيرين، بآلية غير آلية الأسعار، كالتخصيص بمعيار الفقر، وبين الفقراء لمن هم أشد حاجة، وسوى ذلك من الأولويات الاجتماعية كسابقةٍ للمقترض في عمل ينفع المجتمع، أو الأولويات الشخصية عند المقرض كصلة الرحم أو مساعدة صديق.

ومع منع الاسترباح من القروض، فإن الدافع الأساسي لعرض الأرصدة للإقراض هو الرغبة في الخير عند كثير من الناس، وابتغاء الثواب الديني عند المتدينين.

وقد وفر النظام الإسلامي جنسين من التمويل الاسترباحي (أي ما يجوز فيه للمموِّل ابتغاء الربح) هما:

التمويل بالمبايعات والتمويل بالمشاركات[٤]

التمويل بالمبايعات

كما البيع هو أبو عقود المعاوضات، فالبيع بثمن مؤجل هو أبو عقود التمويل بالمعاوضات.

---

(٤) سوف أتجاوز اختصارا عن المؤاجرات، التي هي جنس من المبايعات (بيع المنافع) يمكن أن يشمل تمويلا، وهو ذو خصائص اقتصادية مميزة، جديرة بالتفصيل في بحث مستقل. كما اتجاوز عن دقائق فقهية تمويلية ليست لازمة لفهم هذا الموضوع.

في البيع بثمن مؤجل: البائع يموّل المشتري، بأن يُملّكه سلعة أو خدمة الآن، مقابل ثمن مؤجل هو أعلى عادة من ثمنها الحالي(٥). ويصبح المشتري مدينا بالثمن المؤجل.

ويصح وصف التمويل بالمبايعات أيضا بأنه تمويل بالمداينات، لأنه في جميع صوره يولد دينا على الطرف المتلقي للتمويل.

إن زيادة الثمن المؤجل عن الثمن المعجل (لصفقة شبيهة بلا تمويل) هو ربح ضمني إضافي للبائع لقاء عقد الصفقة شاملة للتمويل، لكنه مندمج بالثمن المؤجل وليس له وجود مستقل.

ويجوز لهذا التمويل أن يكون لفترات قصيرة جدا (كبضعة أيام) أو طويلة جدا (عشر سنين أو أكثر مثلا). بخلاف ما يسمى اليوم تمويلا تجاريا trade credit يقتصر عرفا على الأجل القصير.

التمويل بالمشاركات

للمشاركات أنواع عديدة تتميز جميعا بأنها لا تولد دينا بين أطرافها لكنهم يشتركون في الأرباح (أو في ثمرة النشاط أو إيراداته) وتوزع الخسائر بينهم بصيغ يفصلها الفقه الإسلامي.

وبين التمويل الخيري بالقرض الحسن والتمويل الاسترباحي التجاري ثمة جنس آخر مهم هو التمويل التعاوني او المتبادل غير الاسترباحي، من صوره أن يتداول أعضاء مجموعة معينة تمويل بعضهم بعضا بقروض حسنة خالية من الربا. وهذا النوع يخرج عن نطاق البحث الحاضر.

---

(٥) والعكس مباح أيضا في عقد السلم، حيث يقوم المشتري بتمويل البائع، بأن يدفع له مقدما الثمن لسلع أو خدمات ستقدم لاحقا. وحينئذ فإن الثمن المقدم يكون عادة أقل من سعر السوق المتوقع الآن في موعد التسليم..

٣/٣ تخصيص الأرصدة الإقراضية مقابل الأرصدة الاستثمارية

لابد أن نميز بين نوعين من الأرصدة في اقتصاد لاربوي: تلك المعدة للإقراض أي التي يرغب مالكوها بإقراضها قرضا حسنا، وتلك المعدة للاستثمار التجاري الحقيقي أو المالي، ابتغاء الربح.

فالأرصدة للإقراض هي وحدها التي تخضع لسقف للفائدة يساوي الصفر، وهي تقدم عادة للتمويل الخيري، استهلاكيا كان ام إنتاجيا.

وبالمقابل هناك الأرصدة المعدة للاستثمار بالتجارة عموما بمعناها الشرعي، الذي يشمل سائر النشاطات الاسترباحية الحلال. هذه الأرصدة هي عماد تمويل النشاطات في اقتصاد لاربوي. وهي تولد إيرادًا حلالاً للممولين، الذين يمكنهم عرضها بالأساليب التالية:

(أ) تمويل بصيغ المشاركة والمؤاجرة، مما يولد عوائد هي في حقيقتها مؤشرات سعرية لتكلفة التمول بالمشاركة والمؤاجرة في اقتصاد لاربوي (وعنها لاحقا مزيد كلام).

(ب) التمويل بالمبايعات التي تؤول الى مداينات، والتي هي من الائتمان التجاري الذي يولد هامش ربح بين السعر النقدي والسعر المؤجل لسلعة مماثلة. وهذا الهامش هو في الحقيقة مؤشر سعري لتكلفة التموُّل بالمداينات الحلال.

إن كلاً من (أ) و(ب) هي مؤشرات سعرية تبرز نتيجة التفاعل الرضائي بين الطلب والعرض في السوق. وهي تزودنا بمؤشرات الأسعار التي نحتاجها في القرارات الاستثمارية والقرارات الادخارية وفي تخصيص الموارد المالية والحقيقية بين مختلف المستعملين والاستعمالات.

نتيجة: إن التمويل المجرد الذي مثاله الأكبر قرض بفائدة هو محرم قطعيا. لكن هذا التحريم – خلاف لما يتبادر بادي الرأي – لا يُضيّق على شرايين تمويل

النشاط الاقتصادي، إذ أباحت الشريعة صيغا عديدة للتمويل الاسترباحي كلها بلا استثناء تتكامل مع نشاط اقتصادي حقيقي مولد للقيمة المضافة أي للدخل الحقيقي، سواء عن طريق المشاركة أو عن طريق الائتمان التجاري المندمج والمتكامل مع صفقات تبادل حقيقية.

٤- تخصيص الاستثمار الحقيقي

١/٤ تمييز معدل "العائد على الاستثمار" من "معدل الفائدة على القروض"[٦]

إن أهم فرق من الوجهة الإسلامية بين معدل الفائدة على قرض ومعدل العائد على استثمار حقيقي هو أن الأول محرم تماما بينما الثاني مباح بالتأكيد. وقبل أن نبحث عن فروق أخرى بينهما لنبدأ بتأكيد وجوه الشبه والصلات الظاهرة بين المعدلين:

أولا: إن معدل العائد ومعدل الفائدة كلاهما يعبر عنه بنسب مئوية (٢٪، ١٣٪ ...الخ).

ثانيا: في سوق رأسمالية غير مقيدة تبيح الفائدة، يتوقع اقتصاديا أن أي تغيرات مهمة في معدل العائد سوف تجرّ معدلات الفائدة في الاتجاه نفسه. لأن ارتفاع معدلات العائد سيغري المستثمرين بالاقتراض بالفائدة للدخول في استثمارات حقيقية وشراء حقوق مشاركة وملكية (equities). ومع تزايد الاقتراض ستميل أسعار الفائدة للارتفاع. وعلى العكس لو أن معدلات العائد انخفضت كثيرا فسيصبح من المغري بيع حقوق المشاركة وإقراض الأرصدة بالفائدة، مما يميل بمعدلات الفائدة إلى الانخفاض. وبعبارة أخرى فإن الاتجاه العام في المدى الطويل في سوق رأسمالية حرة هو أن تلحق معدلات الفائدة بمعدلات العائد، وليس العكس[٧].

---

(٦) إن عددا من الاقتباسات الواردة في هذا البحث تستعمل عبارتي (معدل العائد ومعدل الربح) بوصفهما مترادفين، وسوف أجري على ذلك تسهيلا للتعبير وإن لم يكن دقيقا تماما. ذلك أن هذين المفهومين متماثلان تماما في الاستثمار لفترة واحدة، ويختلفان إذا كان لعدة فترات زمنية. وحيثما وردا في هذا البحث فإنني اقصد بهما العائد المتوقع غير المتيقن على استثمار حقيقي.

(٧) Robinson (1952) p. xxii; Boulding (1966), p.140; Hicks(1965), pp. 287-92).

ثالثا: إن أهم وجه للتشابه بين معدل الفائدة ومعدل العائد هو أنهما يصبحان توأمين متماثلين تماما في عالم افتراضي نعلم فيه المستقبل الاقتصادي بيقين، عالَمِ العرّافين(٨).

وهذا مفهوم. إذ لو كنا نستطيع التنبؤ بالمستقبل، فإن أسهم الشركات التي نعرف سلفا قيمتها والعائد عليها في كل فترة قادمة، لابد عندما يتوازن السوق، أن تعطي نفس العائد الذي تعطيه سندات القرض التي رأس مالها ومدفوعات الفائدة عليها محددة تماما في العقد.

وغني عن البيان أننا عندما نتنازل عن الافتراض الخيالي بإمكان التنبؤ بالمستقبل، فإن معدل العائد المتوقع (وهو غير مضمون) سوف يختلف بوضوح ويكون أعلى من معدل الفائدة (المضمون)، إذا استوت الأمور الأخرى.

لنلتفت الآن إلى الاختلافات الأخرى الجوهرية بين هذين العائدين : العائد على الاستثمار، والفائدة على القروض.

لابد ابتداء أن نأخذ بالحسبان حقيقة طالما جرى تناسيها، وحاول الاقتصادي الشهير إرفنغ فشر (Irving Fisher) جاهدا أن يؤكدها، هي أن معدل العائد ظاهرة اقتصادية أولية وأصلية تنبع من الاستثمار الحقيقي، بصورة مستقلة تماما عن معدل الفائدة الذي ينشأ من علاقات الإقراض والاقتراض. فروبنسن كروزو أو حي بن يقظان يستطيع احتساب معدلات العائد على بعض المشروعات البسيطة التي يمكنه

---

(٨) يقول باتتكن (ص٤٧٢) في عالم "من اليقين بمعرفة المستقبل ومع الأسواق الكاملة، فإن نسبة الأرباح الموزعة على الأسهم (شاملة للزيادة الصافية في قيمة السهم) منسوبة إلى سعر السهم، وكذلك نسبة الإيجارات لأصل ثابت (صافية من تكاليف الاستهلاك ونفقات التشغيل الأخرى) منسوبة إلى السعر الأصلي للأصل المؤجر، وكذلك نسبة ربح المنشأة إلى المبلغ المستثمر فيها، إن هذه النسب جميعا ستكون متساوية ومساوية أيضا لسعر الفائدة".
ويقول سامولسن (١٩٥٩م، ص٤٠٩ الحاشية): "إذا افترضنا منافسة كاملة وتجاهلنا عدم التيقن. فإن معدل الفائدة ومعدل الربح يصبحان شيئا واحدا".

القيام بها، مع أنه لا يُتصور وجود معدل فائدة في اقتصاده الفردي (حي ابن يقظان يقرض نفسه بالفائدة!). وبنفس المنطق فإن شركة معاصرة لو قررت لأي سبب أن تعزل نفسها تماما عن أسواق المال (بمعنى أنها عزمت أن لا تقرض ولا تقترض ولا تتمول بإصدار أسهم جديدة) فإنها مع هذا تستطيع أن تحسب بصورة صحيحة معدلات العائد على مشروعات متعددة تقوم بها داخليا، وأن تخصص بكفاءة بعض أرباحها السابقة بين هذه المشروعات.

كما حاول اقتصادي لامع آخر هو فرانك نايت (Frank Knight) أن يقضي، بحسب تعبيره "على الخلط الفظيع الناجم عن عدم التمييز بين معدل العائد على الاستثمار ومعدل الفائدة على القروض" (نايت، ص٢٩).

ونظرا لأن معدل العائد ينشأ من الاستثمار الحقيقي مباشرة فإنه " مستقل تماما عن الترتيبات المؤسسية في الاقتصاد" (سولو R.Solow، ص١٦). بمعنى أن معدل العائد يوجد ويمكن تحديده سواء سمح المجتمع بالفائدة على القروض أم لم يسمح، أو سمح بالملكية الخاصة لرأس المال أو منعها.

وحيث إنه لا يمكن في أي مجتمع قيام استثمار حقيقي متيقن في قيمته الاقتصادية وغير معرض لخطر قليل أو كثير في نتيجته، فإن معدل العائد المتوقع لا يمكن أن يكون متيقنا بحال(٩).

أما معدل الفائدة على القرض فإنه يحدد تعاقديا، فيمكن أن يكون مؤكدا. ويمكن التوقي تعاقديا في بعض صوره من الخطر الائتماني اي خطر عدم الوفاء (بإقراض حكومة مليئة، أو بطلب رهن كبير)، وكذلك التوقي من خطر التضخم (إذ

---

(٩) لن نحتاج في أكثر هذا البحث للتمييز بين عدم التيقن (uncertainty) حيث لا يمكن ان نصل الى توزيع احتمالي مستقر للمخاطرة، والخطر (risk) حيث يتوافر توزيع احتمالي مستقر. وسوف نستعمل الكلمتين على الترادف تسهيلا للتعبير إلا حيث يقتضي المقام التصريح بخلاف ذلك.

توفر بعض الحكومات سندات محصنة من التضخم كالتي تصدرها الخزانة الأمريكية باسم (TIPS) والحكومة البريطانية باسم (Index-linked GILTs)).

فالفائدة بصفة زيادة إلزامية مقدرة على رأس المال لا يوجد لها نظير في أي نشاط اقتصادي حقيقي، إذ لا يوجد نشاط مؤكد أن نبدأ فيه برأس مال محدد ثم ننتهي بعد تصفيته بمبلغ أكبر، ناهيك أن تفوق الزيادة معدل التضخم أو أي مقدار محدد سلفا.

ومع ذلك لا تستغني الفائدة عن نشاط حقيقي تتسلق عليه، ذلك أن تمويل المشروعات الإنتاجية عموما لا يتصور أن يقوم بكامله على القروض، حتى في اقتصاد رأسمالي، بل لابد أن يوجد في المشروع بعض حقوق ملكية تتعكز عليها هذه القروض. وكما قال الاقتصادي دورفمن "فإن النشاط التجاري لا يمكن تمويله كله برأس مال غير مخاطر أي بقروض بفائدة، بل لابد أن توجد نسبة معينة من رأس المال المخاطر أو حقوق الملكية لتكون ضمانا [لوفاء الديون]". (Dorfman, p. 245)

نتيجة: من الصحيح القول بأن معدل العائد هو مفهوم أصلي، يسبق اقتصاديا ومنطقيا معدل الفائدة ويتميز منه. فكل اقتصاد يمارس الاستثمار يولد معدلات عائد، سواء سمح أم لم يسمح بمؤسسة الفائدة.

٢/٤ معدل الفائدة يساوي الصفر: توازنيا أم تشريعيا؟

من المهم التمييز بين مفهومين مختلفين تماما لمعدل فائدة يساوي الصفر[١٠].

توازن السوق: قد يؤدي تفاعل عوامل العرض والطلب على الأرصدة المعدة للإقراض الربوي إلى التوازن عند مستوى فائدة يساوي الصفر. بمعنى أن تكون الكمية المطلوبة من القروض مساوية للمعروضة عندئذ، ولنسمّ هذا صفرًا توازنيًا.

ويختلف هذا عن الصفر التشريعي: الذي يسود في السوق نتيجة منع الفائدة على القروض.

---

(١٠) أنا مدين من قديم للدكتور محمد نجاة الله صديقي بهذا التمييز المهم.

وكان الاقتصادي شومبيتر يتشبث بالقول، رغم كثير من الانتقادات، بان معدل الفائدة سيتوازن عند مستوى الصفر في وضعٍ مستقر في الأمد الطويل (state steady equilibrium).

ودافع عن وجة نظر شومبيتر تلميذه الاقتصادي ساموِلسُن في بحث قديم عام ١٩٥١م (بعنوان: "هل يمكن لمعدل الفائدة أن يساوي الصفر في حالة توازن؟".

ثم طرح ساموِلسن هذا السؤال نفسه في كتابه التدريسي عن الاقتصاد (١٩٧٦ ص٦٠٥ إلى ٦٠٦)، وأجاب بأنه في حالة التيقن الكامل بالمستقبل فإن هذا التوازن لا يتحقق إلا عندما نصل إلى درجة الإشباع من رأس المال الحقيقي، أي أن رأس المال موفور إلى حد أن تهبط إنتاجيته الحدية إلى الصفر. أما في الحالة الواقعية وهي عدم التيقن فإن التوازن عند مستوى الصفر لا يتحقق إلا في وضع ركود اقتصادي شديد.

نتيجة: أرجو أن يكون قد اتضح الآن أن تحريم الفائدة في الإسلام ليس هدفه أبدا أن يتوازن سوق القروض عند مستوى الصفر، لأن هذا لو حصل في الواقع لكان صفرَ شقاءٍ وركودٍ اقتصادي يجب الخروج منه.

بل إن هدف تحريم الفائدة هو منع الظلم والأضرار الناجمة عن الربا من خلال فرض سعر تشريعي دائم هو الصفر. وعنده لا توازن، بل فائضٌ في مقدار الطلب على القروض الخيرية، وتخصيص لها بغير آلية الأسعار كما سلف.

واهتمامنا في هذا البحث هو فيما إذا كان سقف الصفر التشريعي لمعدل الفائدة قابلا للتطبيق بكفاءة في اقتصاد واقعي، مزدهرٍ لا راكدٍ، يتصف بعدم التيقن وبندرة رأس المال ؟

من المهم أن نتذكر دوما أن فرض سقف الصفر يقتصر فقط على الأرصدة المعدة للإقراض، وهذه مقدارها الكلي صغير نسبيا مقارنا بالأرصدة المعدة للتمويل

التجاري اللاربوي، الذي يخضع لعوامل السوق، وينطوي على تكلفة/عائدٍ موجبٍ (أي فوق الصفر) على التمويل، يمكن أن يتوازن عنده العرض والطلب على الأرصدة الاستثمارية(١١).

نتيجة: إن فرض الصفرِ معدلَ فائدةٍ على القروض لا يعني أن تمويل الأعمال سيقدم مجانا، ولا يعني أيضا وجوب التزام سياسة اقتصادية لتقديم التمويل الرخيص، بل يمكن – بحسب السياسة النقدية المتبعة حينئذ – أن يترافق معدل الصفر مع تكلفة مرتفعة أو منخفضة للأرصدة المعدة للاستثمار والتمويل التجاري.

٣/٤ ثلاثة أسئلة حول الحسم الزمني في اقتصاد لا ربوي

إن الحسم الزمني لتيار المنافع والتكاليف المتوقعة مهم تحليليا في نظريات الاستثمار كما هو مهم تطبيقيا في تقويم المشروعات الاستثمارية لاختيار أفضلها. وتفترض كثير من الكتابات الاقتصادية أن عملية الحسم الزمني لا تقوم إلا على معدل الفائدة وتعتمد منطقيا عليه.

وحيث إن الإسلام يمنع الفائدة على القروض تماما فإن مفهوم الحسم الزمني وتطبيقاته تثير عددا من التساؤلات.

س١: "هل نطبق طريقة الحسم الزمني للوصول إلى القيمة الحالية للموارد المستخدمة في النشاط الإنتاجي؟ أو أن هذه الطريقة تناقض بعض المبادئ الأساسية في الاقتصاد الإسلامي؟ وإن كان هناك تناقض فما هي الطريقة البديلة المتاحة" (سلطان أبوعلي، ص٩).

---

(١١) وهناك معنى ثالث، وهو السعي للاقتراب بالفائدة الربوية من الصفر، بسياسة نقدية لتشجيع الاستثمار. وهذا ما كان ينادي به كينز وكثير من تلاميذه (مثل روي هارود في كتابه *(Towards a Dynamic Economics)* بعد الكساد الكبير في القرن العشرين. *وهم يدعون إلى ذلك كسياسة نقدية **مؤقتة** لتشجيع الاستثمار إذا تقاعس، وليس كتشريع دائم.* وسمعت ذلك من هارود مباشرة في منتصف الستينيات.

س٢: ألا يعني سقف الصفر على الفائدة وجوب استخدام معدل حسم يساوي الصفر (أي عدم إجراء أي حسم، بل احتساب المنافع والتكاليف المتوقعة في الفترات المختلفة كما هي بلا تعديل)، ومن ثم افتقاد الكفاءة في القرارات الاستثمارية.

س٣: أليس هناك تناقض منطقي بين رفض الفائدة على القروض، مع الاستمرار في استعمال (جداول الفائدة المركبة) في اتخاذ القرارات في التمويل وبرمجة الاستثمارات وتقويم المشروعات ...إلخ.

وإجابتي هي التالية:

ج١: الحسم الزمني جائز لتقويم المشروعات

(أ) إن الحسم الزمني في تقويم المشروعات الاستثمارية وما إليها، إنما يقصد به جعل المبالغ النقدية والموارد الأخرى المتوقعة في فترات زمنية متباعدة قابلة للمقارنة بعضها ببعض، مما يسهل اتخاذ القرار الصحيح بقبول استثمار مقترح أو رفضه. وقد أكد عدد من فقهاء الشريعة المرموقين جواز هذا الحسم الزمني بالرغم من أنه يستخدم نفس الصيغ الرياضية المستخدمة في حسابات الفائدة الربوية(١٢).

فهذا الحسم الزمني مباح. لكن هل هو مرغوب من الوجهة الشرعية؟

يعتمد الجواب على ما إذا كان هذا الحسم يساعد على تحقيق حكم أو مقصد شرعي. والاقتصاديون عموما يرون هذا الحسم وسيلة لازمة لتحقيق الكفاءة (بمعنى استخدام الحد الأدنى اللازم من الموارد لتحقيق هدف معين، وهذا يعني اجتناب الإسراف الذي هو هدف شرعي مهم). فعلى هذا قد يكون الحسم ليس مباحا فقط بل واجبا.

---

(١٢) هذا هو الجواب المباشر الذي سمعته في أوائل الثمانينيات من اثنين من الفقهاء المعروفين، هما الشيخ البروفسور/الصديق محمد الأمين الضرير رئيس الهيئة الشرعية لبنك فيصل السوداني حينئذ، والشيخ مصطفى الزرقا أستاذ الشريعة في الجامعة الأردنية حينئذ.

ويستثنى من هذه النتيجة الحالات التي يؤدي فيها الحسم إلى إبعادنا عن مقصد آخر من مقاصد الشريعة، كما سنذكر في الفقرة ٤/١٠ لاحقا.

(ب) أما الحسم الزمني للديون أي شراء الديون بحطيطة معينة، كما يجري في حسم (خصم) الأوراق التجارية والسندات والذمم المدينة، فهذا حرام بلا خلاف، لأنه إقراض بفائدة لمالك الدين الأصلي، إذ يعجّل له مبلغ معين، لقاء استيفاء مبلغ أكبر بعد حين.

ج٢: إلغاء الفائدة لا يقتضي عدم الحسم

إن الحسم الزمني مبرره اقتصاديا هو وجود فرصة بديلة لاستثمار الموارد، وهذه الفرصة هي: إما العائد المتوقع من استثمار حقيقي آخر مقارب في مخاطرته للاستثمار المدروس، أو العائد المتوقع من تمويل تجاري ذي مخاطرة مشابهة للتمويل المدروس. وفي الحالين لن تكون تكلفة الفرصة البديلة صفرا في اقتصاد لاربوي إسلامي، مع أن الفائدة على القروض فيه ما زالت صفرا بقوة الشريعة.

أما إن كنا نفاضل بين بدائل استخدام مبلغ معين في تمويلات بالقرض الحسن يحرم فيها الاسترباح، فإن المنطق الاقتصادي نفسه يقضي بعدم الحسم الزمني في هذه الحالة فقط (انظر الفقرة ٤/٧ فيما بعد).

ج٣: جواز استخدام ما يسمى جداول الفائدة المركبة

إن الصيغة الرياضية التي تبنى عليها وتحسب على أساسها هذه الجداول ليس لها أية علاقة لازمة بالفائدة، ولا حتى بالاقتصاد. بل هي مجرد صيغة رياضية تصدق على أية كمية تتغير، زيادة أو نقصا، لكن بمعدل مستقر عبر الزمن. وقد استخدمت في حساب نمو الجراثيم وتخامد الإشعاع في المواد المشعة، والتقدير التقريبي لنمو السكان ولكثير من المتحولات الاقتصادية والاجتماعية.

فكون هذه الصيغة الرياضية نفسها يمكن استخدامها أيضا في حساب نمو قرض ربوي، ليس مبررا للإصرار على تسميتها "صيغة الفائدة المركبة"، ولا مبررا لاجتناب استعمالها لو سميت كذلك. والحقيقة أن تسميتها بجداول (التغير المطرد) هو اسم أكثر واقعية ودقة.

ونلاحظ في هذا المقام أن الاقتصاديين الماركسيين لديهم أسباب عقائدية لرفض الحسم الزمني، ومع ذلك فإنهم يلاحظون الحاجة إليه لاتخاذ القرارات الاستثمارية بكفاءة(١٣).

وكان بعض من الاقتصاديين الغربيين نوه بذلك على أنه تراجع فكري عن المبادئ الماركسية (سامولسن ١٩٧٦م، ص٦٠٦، إيكهاوس، ص٤٠-٤٢).

أفلا يمثل قبول الحسم الزمني من الاقتصاديين المسلمين تراجعا فكريا مماثلا؟

الجواب بوضوح هو بالنفي. لأن معضلة الماركسيين ليس سببها رفضهم الفائدة، بل رفضهم أيضا للأرباح وللعائد على الاستثمار المباحين في اقتصاد إسلامي. حيث يرى ماركس أن الربح وأية عوائد على حقوق الملكية هي جزء من "فائض القيمة" الذي كله استغلال من الرأسماليين للعمال. (انظر: وولف Wolff).

٤/٤ هل نبني الحسم الزمني على معدل الفائدة أم على معدل الربح؟

إن كثيرا من الكتب والأدلة الإرشادية لتقويم المشروعات والاقتصاد الهندسي توصي باستخدام معدل الفائدة معدلا للحسم الزمني وتعتبرهما مترادفين. وهذا غير

---

(١٣) **روبنسن مع ايتويل**، ص٨٠، حيث سمي معامل الحسم الزمني "ضميمة تفرض على الموارد المعدة للاستثمار لتحديد درجة المكننة في طريقة الإنتاج". وانظر ولزنزسكي الفصل ٢ و٧ لعرض مرجعي عن إدخال الأرباح وضمائم (علاوات) على رأس المال في المشروعات الاستثمارية في الاتحاد السوفييتي بعد الإصلاحات الاقتصادية في الستينيات من القرن العشرين.

صحيح علميا. إذ متى أخذنا بالحسبان حقيقة عدم التيقن بنتائج الاستثمار المستقبلية، فإن معدل الفائدة ومعدل العائد على الاستثمار يتميزان فكريا وتطبيقيا. وحينئذ يكون معدل الربح أو العائد، وليس معدل الفائدة، هو الأساس الصحيح للحسم الزمني، مع تفصيلات سترد لاحقا.

إن الحسم بناء على معدل العائد يقوم كما أسلفت على المبدأ المشهور اقتصادا وهو مبدأ تكلفة الفرصة البديلة أو الضائعة.

وحيث إنه لا يوجد أي استثمار حقيقي خال من المخاطر، فإن تيار الإيرادات (والتكاليف) لا يصح أن يحسم باستخدام معدل فائدة خال من الخطر، بل ينبغي حسمه بتكلفة فرصته الحقيقية. وإن "الفرصة البديلة على رأس المال المشارك هي ما كان يمكنه تحصيله لو استثمر رأس مال مشاركا في منشأة أخرى" (دورفمن، ص٢٤٥).

وبعبارة لمبرتن :

"على المنشأة أن تحسم دخلها المستقبلي بمعدل إقراض [كذا] يختلف عن المعدل الذي تقترض به..... إن معدل الإقراض المذكور يمكن قياسه بما ترى المنشأة أنها تستطيع تحصيله من اكتساب حقوق ملكية في شركات أخرى تتعرض للمخاطرة بمستوى قريب مما تتعرض له الاستثمارات الإضافية في المنشأة نفسها" (لمبرتن ص ١١٣-١١٤). [لاحظ خطأ استخدام كلمة "إقراض"، والصحيح "تمويل"].

ومن الاقتصاديين من يختارون طريقة غير مباشرة للوصول إلى معدل العائد المطلوب استخدامه لتقويم المشروعات، يسمونها "طريقة ضميمة المخاطرة" (Risk premium method) ففي مواجهة عدم التيقن يقترحون التوصل إلى معامل الحسم عن طريق إضافة ضميمة (علاوة) مخاطرة فوق معدل الفائدة المحض. على أن هذه الطريقة، "لا تأتي بتعليمات عن كيفية تقدير ضميمة المخاطرة التي عادة ما

تبنى على تخمين أو رأي شخصي". (باومول، ص ٤٧٩)[١٤].

وأرى أن "طريقة ضميمة المخاطرة" هي أسلوب آخر للتأكيد على أن معدل الفائدة ليس هو معدل الحسم الصحيح في ظل عدم التيقن الذي تتميز به الحياة الاقتصادية الواقعية.

٥/٤ دروس من نظرية تمويل الشركات Theory of Corporate Finance

إن سؤال: "أي معدل حسم نستخدم"؟ هو سؤال كبير تدرسه نظرية تمويل الشركات تحت عنوان ما يسمونه (كلفة رأس المال cost of capital). وهذه النظرية قد نَبَذت – وأحسنت بهذا النبذ– ذلك الافتراض التغريري الذي افترضه لتبسيط تحليلاتهم كثير من الاقتصاديين، وهو أننا نعلم المستقبل بيقين. وبعد أن نزعت نظرية تمويل الشركات هذه الغِمامة عن عينيها، أمكنها أن ترى بعض مسائل مهمة طالما تجاهلها الاقتصاديون، مثل خطرِ الإفلاس، وأثرِ أسلوب تمويل الشركة (بالمشاركة أو بالاستدانة) على قراراتها، والاختلافِ بين معدلات العائد ومعدلات الفائدة.

---

(١٤) علق محكم على كلام باومول قائلا: "وهذا فيه مجافاة للحقيقة لأن تقدير درجة المخاطرة في التطبيقات العملية قد اصبح من الأمور الشائعة من خلال النماذج الرياضية واسعة الانتشار (مثل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM)".
هذه الملاحظة صحيحة في شأن استخدام النماذج الرياضية لتقدير درجة المخاطرة لأصل مالي في محفظة. وقد صار متعارفا ومقبولا بين المهنيين في الأسواق المالية أن تتخذ القرارات العملية في المحافظ الاستثمارية بناء على هذه التقديرات المبنية بالضرورة على الإحصاءات التاريخية الماضية.
لكن من الخطأ تفسير تقديرات الخطر هذه على أنها تعبير واقعي عن عدم التيقن المستقبلي الذي يواجهه أي استثمار حقيقي أو مالي معين، والذي لا يمكن حصره في حدود التجربة التاريخية، ولا استنتاج توزيع احتمالي مستقر له.
وقد أكدت الأزمة المالية العالمية أيما ٢٠٠٨م أيما تأكيد هذه الحقائق. فعبارة باومول صحيحة في شأن عدم التيقن، وأي علاوة مخاطرة تضاف لمراعاته تبقى تقديرا شخصيا إلى حد بعيد، ولا تناقض ما ذكره المحكم الكريم.

علـى أن التركيـز فـي تمويـل الشـركات هـو عـادة أضـيق منـه فـي التحليـل الاقتصادي، وينحصر في هدف "تعظيم القيمة السوقية للشركة" (ليولن، ص ٢-٦، وبروموبك، ص١١٣).

وكما قلت، فإن أحد الأسئلة الكبرى التي تسعى نظرية تمويل الشركات أن تجيب عنها هو: بأي معدل ينبغي على الشركة أن تحسم التيارات المتوقعة لاستثماراتها، بحيث تعظّم القيمة السوقية لأسهم الشركة. أو بعبارة أخرى :ما هي كلفة رأس المال الصحيحة لهذه الشركة. وبعبارة ثالثة: ما أفضل معدل حسم تستخدمه هذه الشركة لتقويم استثماراتها الجديدة.

وفي نظرية تمويل الشركات وجهتان مشهورتان في الإجابة عن هذا السؤال، الوجهة التقليدية التي تحظى بتأييد جمهور المتخصصين في هذا الفن، وتقول بأن أفضل معدل حسم هو(المتوسط المرجح) لتكاليف الصيغ المختلفة التي تتمول بها الشركة (أي صيغ التمويل بالدين وصيغ التمويل بالمشاركة)، حيث الترجيحات تساوي الحصة النسبية لكل نوع من التمويل في الهيكل المالي للشركة. وعلى هذا فإن شركة تتمول بالدين الربوي إلى جانب تمولها بالمشاركة، سيدخل معدل الفائدة مع تكلفة التمويل بالمشاركة في تحديد معامل الحسم الذي تنصح باستخدامه.

لكن شركة تتمول بالمشاركة فقط (بمعنى أنه ليس لديها ديون طويلة الأجل) لا ينبغي أن يكون لمعدل الفائدة وزن في تحديد معامل الحسم الذي تنصح باستخدامه. أي أن معامل الحسم الصحيح لها هو تكلفة التمويل بالمشاركة فقط. وأفضل مقياس لهذه التكلفة في رأي عدد من الباحثين هو معدل العائد المتوقع على الاستثمارات السابقة لهذه الشركة نفسها (لولن، ص٤٤؛ برمويك، ص ١١٥-١٢٠، ١٤٧،١٣٨). وهذا المعدل يقارب معامل الحسم الضمني لهذه الشركة في سوق الأسهم، ويساوي: (العائد المتوقع للسهم) مقسوما على (سعر السهم).

فالنتيجة العملية للوجهة التقليدية في نظرية تمويل الشركات هي أن معدل الفائدة وحده لا تثتصح باستخدامه للحسم أية شركة يدخل في هيكل تمويلها حقوق ملكية (أي رأس مال مشارك)، وهذا هو الشأن في جميع الشركات! بل تتصح باستخدام متوسط مرجح كما سبق.

٦/٤ نموذج (موديغلياني) مع (ملر)[١٥]

إن نموذج موديغلياني مع ملر Modigliani- Miller هو الوجهة الثانية في نظرية تمويل الشركات. وبحسب هذا النموذج فإن التغير في البنية التمويلية للشركة (نسبة الدين إلى حقوق الملكية) لا أثر له على قيمة الشركة في السوق ولا على كلفة رأسمالها. وحتى لو كانت الشركة تقترض بمعدل فائدة محدد لتمول مشروعا جديدا، فلا ينبغي لها أن تستعمل معدل الفائدة لحسم التيار المتوقع لمشروعها. بل إن معدل الحسم الأمثل لها هو نفس معدل العائد المخاطر الذي تستخدمه شركة لا تتمول بالقروض على الإطلاق. وبعبارة أخرى فإنه مهما كان أسلوب تمويل الشركة، فإن كلفة رأسمالها تبقى هي هي دون تغيير، وتساوي معدل العائد على فئة المخاطرة التي تنتمي إليها تلك الشركة (أي فئة الشركات المعرضة لنفس الدرجة من الخطر). هذه باختصار هي "الفرضية الثالثة" (proposition 3) المشهورة لموديغلياني مع ملر. وهي فرضية تأخذ بالحسبان حقيقة جوهرية كثيرا ما تنسى، وهي أن الشركة عندما تمول بمزيد من الاستدانة مشروعاتها الجديدة الواعدة، فإن أرباحها المتوقعة تزداد، لكن يزداد أيضا خطر إفلاسها إن خابت التوقعات. ويبين نموذج موديغلياني مع ملر أن القيمة السوقية للأثر الإيجابي، تساويها بالضبط وتأكُلُها القيمة السوقية للأثر السلبي وهو زيادة الخطر.

إن النموذج المذكور مبني على افتراضات تبسيطية أهمها: عدم وجود

(15) Franco Modigliani and Merton Miller, (1958).

ضرائب، ولا تكاليف لعقد الصفقات، مع توافر أسواق ذات كفاءة عالية[١٦]، وهي جميعا افتراضات ضمنية شائعة تبنى عليها أكثر المقولات الاقتصادية التقليدية، وبخاصة في مجال رأس المال والاستثمار. لكن يمتاز هذا النموذج (شأن كل النظريات الحديثة في تمويل الشركات) ببنائه على حقيقة عدم التيقن، أي براءته من الافتراض الخيالي المضللِ بأننا نعلم المستقبل بيقين.

لذلك أرى في هذا النموذج تصحيحا جوهريا للنتائج التقليدية التي تكررها دون تمحيص أكثر الكتب الاقتصادية.

نتيجة الدروس من نظرية تمويل الشركات: تأخذ هذه النظرية بالحسبان عدم التيقن، واختلاف معدل العائد عن معدل الفائدة، في ظل اقتصاد رأسمالي يبيح الفائدة الربوية إلى جانب التمويل بالمشاركة. ومع هذا لا تقول النظرية التقليدية في تمويل الشركات باستخدام معدل الفائدة وحده في حسم التيارات النقدية المتوقعة، بل تنصح باستخدام متوسط مرجح من العائد والفائدة. أما نظرية موديغلياني مع ملر فترى أن معامل الحسم الصحيح يبنى على معدل العائد فقط في سائر الأحوال.

٧/٤ ما كلفة رأس المال لشركة إسلامية؟[١٧]

إذا جارينا الوجهة التقليدية في نظرية تمويل الشركات، لكن في اقتصاد إسلامي يمنع الفائدة، فان تكلفة رأس المال، لشركة تتمول بالمشاركات وأيضا بالمداينات الإسلامية المباحة، هي المتوسط المرجح لتكلفة مصدري التمويل[١٨].

---

(١٦) انظر عرضا وتوضيحا لنموذج موديلغلياني مع ملر في المراجع التالية:
Baumol, pp. 488-96; Bromwich, pp. 112-167; **Llewllen**, pp. 52, 72 and *passim;* and Mossin, p. 123.

(١٧) أشكر الدكتور سامي السويلم على مناقشة أفادتني جدا في إيضاح هذه الفقرة.

(١٨) لو جارينا افتراضات نموذج (موديلغلياني مع ملر) سوى اننا طبقناه على اقتصاد إسلامي له الخصائص المبينة في هذا البحث. ماذا ستكون كلفة رأس المال لشركة إسلامية حينئذ؟ يحتاج الجواب لبحث دقيق، ولا أستغرب أن يبقى الجواب كما هو، أي معدل العائد فقط ولو لشركة تتمول بالمشاركات وأيضا بالمداينات الإسلامية المباحة.

وقد ذكرت قبل قليل أن تكلفة التمويل بالمشاركة يمكن استنتاجها من معلومات في سوق الأسهم. فمن أين نستنتج تكلفة التمويل بالمداينة لشركة إسلامية؟ الجواب: نستنتجها من الهامش الإضافي (markup) الذي تتحمله عندما تشتري بعض رأسمالها الثابت بثمن مؤجل(١٩).

هذا الهامش الإضافي وما يقابله من تكلفة رأس المال ليست قيمًا اعتباطية، بل إنها متحولات اقتصادية تخضع لقوى السوق. فلكي يقرر البائع الهامش الإضافي الذي يطلبه ليبيع بثمن مؤجل، لابد أن يأخذ بالحسبان معدل العائد الذي يتوقع أن يحصل عليه لو أنه صرف موارده إلى استثمارات حقيقية ولم يصرفها في البيع بثمن مؤجل. كما أن عليه أن يأخذ بالحسبان الهوامش التي يطلبها الباعة الآخرون في صفقات مشابهة. ومثل هذا المنطق ينطبق أيضا على من يشتري بثمن مؤجل؛ فهو سيأخذ بالحسبان البدائل المتاحة له للشراء نقدا في مثل هذه الصفقة ولو بتسييل بعض استثماراته أو تأجيل بعض نفقاته الأخرى.

بعبارة أخرى، هناك معدل عائد حقيقي متوقع للنشاط في كل قطاع، لمن يبيعون بثمن نقدي، ومعدل آخر أعلى عادة لمن يبيعون بثمن مؤجل في القطاع نفسه. والفرق بين المعدلين هو عائد حلال لمن يقدمون التمويل، وهو كلفة لمن

---

(١٩) الهامش الإضافي = (مجموع الثمن المؤجل) – (الثمن النقدي بلا تأجيل).
إن تكلفة رأس المال للتمويل بالمداينة، الضمنية في مثل هذه الصفقة، تساوي حسابيا (معدل الحسم) الذي يحقق المساواة ما بين الثمن النقدي والثمن المؤجل، سواء أكان هذا المؤجل دفعة واحدة مستقبلية أو سلسلة من الأقساط. ويحسب معدل الحسم هذا رقميا باستخدام المعادلة المعروفة للتيار النقدي المحسوم (discounted cash flow)، بالطريقة نفسها التي يحسب بها معدل العائد الداخلي على تيار نقدي مرتبط باستثمار معين. وحيث إن جميع المبالغ في مثل هذا التيار النقدي هي دفعات مؤجلة غير سالبة، فإن المشكلة النادرة وهي تعدد حلول هذه المعادلة لا تنشأ في هذه الحالة. فكل صفقة بيع بثمن مؤجل تعطينا كلفة وحيدة للتمويل بالدين لهذه الصفقة.

يتلقون التمويل. وهذا الفرق يخضع لقوى السوق صعودا وهبوطا ويساهم في عملية تخصيص الموارد المالية والاستثمار الحقيقي.

٨/٤ هل نحتاج إلى معدل فائدة محاسبي

إن عدم وجود معدل فائدة على القروض في اقتصاد لاربوي دفع بعض الباحثين في الاقتصاد الإسلامي إلى اقتراح استخدام معدل فائدة محاسبي (أو ظِلِّي) (accounting or shadow rate of interest) لتحقيق الكفاءة في الاستثمارات[٢٠].

إن هذه الفكرة قديمة في الاقتصاد التقليدي وطالما اقترحت سابقا للتطبيق في الاقتصادات الاشتراكية المخططة مركزيا والتي لا يوجد فيها مؤشرات سعرية ناتجة عن التبادل الرضائي في الأسواق. وأرجو أن لا يبقى شك بعدما سلف من كلام أن هذه الفكرة لا يحتاجها اقتصاد لاربوي تتوافر فيه كل المؤشرات السعرية اللازمة للتخصيص من خلال السوق.

نعم قد يوجد سبب لاستخدام معدل عائد محاسبي (أو ظلي) في اقتصاد إسلامي، ليس لأن الفائدة على القروض ممنوعة، بل لما قد يقع فيه أحيانا من عدم كفاءة الأسواق، مما يولد معدلات عائد سوقية مشوهة لا تعبر عن التكلفة الاجتماعية الحقيقية. ومعلوم في نظرية الرفاهة أنه يفضل، إذا تشوهت مؤشرات السوق، عدم استخدامها في القرارات الاجتماعية، بل استخدام معدلات عائد محاسبية بدلا منها، لتحقيق الكفاءة في القرارات الاستثمارية العامة.

وكما يقول الصديقي "إذا كانت الفكرة هي أن نأخذ بالحسبان معدل ربح معين ونرفض تلك المشروعات التي لا تعِد بعائد يتناسب معه، فلماذا نصرّ على تسمية مثل هذا المعدل معدل فائدة محاسبي؟"[٢١].

---

(٢٠) انظر نقوي (١٩٨١م، ص١٢٠). وانظر آراء سابقة مشابهة في الاستعراض المميز (للصديقي ١٩٨٠م، ص ص: ٦٧-٦٨).

(٢١) الصديقي (بالعربية ١٩٨٧م، ص ١٥٥) (الأصل الانجليزي، ١٩٨٠م، ص ٦٨).

٩/٤ آراء أخرى سائدة في الكتابات الاقتصادية التقليدية

كثيرا ما نصادف في الكتابات الاقتصادية التقليدية عبارة كالتالية: " إن لمعدل الفائدة وظيفة مهمة في اقتصاد رأسمالي بل في أي نظام اقتصادي على الإطلاق... حيث يقوم بوظيفة الغربال أو أداة للتقنين بحيث تُقبل جميع المشروعات التي تولد عائدا قدره (١٠٪) مثلا قبل أن ننفذ مشروعات لا يتجاوز عائدها (٨٪). إن معدل الفائدة لابد من استعماله لتخصيص الموارد الرأسمالية النادرة بكفاءة، ولتحديد الأولويات للمشروعات المختلفة" (ساموسلسن ١٩٧٦م، ص٤٦٠).

في مثل هذه العبارات تدليس وتلبيس.

أما التدليس، فلأنها تكتمُ عيبها الخفي، وهو افتراض أننا نعلم المستقبل بيقين[٢٢]. وقد وجدنا في ظل ذلك الافتراض، أن معدل الربح على الاستثمار يتماثل تماما ويتساوى مع الفائدة على القروض[٢٣]. وحينئذ يصح أن نحذف في

---

(٢٢) هذا شائع مع الأسف في أكثر الكتابات الاقتصادية، إذ لا تصرح بأنها تفترض التيقن عندما تناقش قضايا الاستثمار ورأس المال. بل تترك هذا الافتراض الخطير يتوارى ضمنيا في ثنايا التحليل، ولا يكتشفه إلا القارئ الممحص بالاستنتاج المنطقي.
خذ مثلا بحث د. نقوي (١٩٨٢م)، حيث يبين في (ص٧٩، المعادلة x) كما هو المالوف في هذه البحوث الاقتصادية التقليدية، أن المشتقة الجزئية الأولى لدالة الإنتاج بالنسبة لكتلة رأس المال (وهي الناتج الحدي لرأس المال) تساوي في حالة التوازن معدل الفائدة.
أقول: هذا التساوي لا يمكن أن يصدق إلا في عالم التيقن. إما في حالة عدم التيقن فإن الانتاجية الحدية لرأس المال لا نضمن أن تكون موجبة، بل قد تكون صفرا، أو سالبة (حالة خسارة المشروع)، فلا يمكن أن تساوي دوما كمية غير سالبة هي معدل الفائدة.

(٢٣) يقول برمويك "في عالم من اليقين بالمستقبل والأسواق الكاملة يقوم معدل الفائدة بوظيفة تكلفة رأس المال... وهدفنا... أن نستنتج معدلات حسم يمكنها في عالم من عدم التيقن أن تؤدي نفس الوظيفة التي يؤديها معدل الفائدة في عالم نتيقن فيه بالمستقبل" (برمويك، ص ١١٣-١١٤). والطريف أن ساموسلسن نفسه في طبعة لاحقة من كتابه (١٩٨٠م، ص ٥٧٧) يقول: "... إن معدل الفائدة ومعدل الربح... هما شيء واحد إذا استبعدنا عدم التيقن" انظر أيضا (دورفمن، ص٢٤٤، وكيرستد، ص٨٥-٦٠).

العبارة المقتبسة "معدل الفائدة"، ونستبدل بها "معدل الربح" الذي يصلح تماما ليؤدي وظيفة التخصيص.

وأما تلبيس الصحيح بالخطأ، فلأن العبارة المقتبسة أفردت الفائدة بالذكر وأغفلت تماما معدل الربح، الذي هو المفهوم الأصلي الذي رأينا آنفا (فقرة ١/٤) أنه يسبق اقتصاديا ومنطقيا معدل الفائدة الذي يلحق به. هذا الإغفال يلبّس الحقيقة، ولا مبرر له علميا.

فقد رأينا أن من ذكرنا من الاقتصاديين، حين يأخذون عدم التيقن بالحسبان، لا يقول أحد منهم باستخدام معدل الفائدة وحده أداة لتخصيص الاستثمارات الحقيقية والمفاضلة بينها، حتى في سوق رأسمالية تبيح التمويل بالفائدة إلى جانب الربح.

بل وجدنا آرائهم تتراوح بين:

أ. من يرى استخدام معدل الربح/العائد دون معدل الفائدة (دورفمان، برمويك، ليولن، موديغلياني مع ملر).

ب. و أصحاب المدرسة التقليدية في نظرية تمويل الشركات، الذين يرون استخدام متوسط مرجح من معدل الربح ومعدل الفائدة.

ومن أراد الإيجاز بلا تلبيس، فحسبه أن يذكر معدل الربح أداة لتخصيص الاستثمارات، لأن:

قوله صحيح في عالم العرافين الافتراضي،

وأيضا في عالم الحقيقة المتصف بعدم التيقن:

- للمشروعات الممولة بالمشاركة فقط، عند الجميع.
- و للمشروعات كلها، حتى الممولة جزئيا بديون، عند من ذكرنا في (أ).

فلا يخرج عن كلمته الموجزة إلا من ذكرنا في (ب).

أما من يوجز فيفرد معدل الفائدة بالذكر، فقوله يصح في عالم العرافين فقط، بل هو نصف الحقيقة حتى هنالك.

١٠/٤ طغيان الحسم الزمني

إن هدف الحسم الزمني هو تحقيق الكفاءة الإنتاجية أي اجتناب الإسراف الذي هو واحد من أهداف الإسلام. وعدم الحسم يؤدي إلى الإسراف، بمعنى استخدام مقدار من الموارد أكبر من الحد اللازم لتحقيق هدف معين.

لكن ثمة اعتبارات مضادة. إذ قد يطغى الحسم الزمني على أهداف أخرى إلى حد منفرّ أخلاقيا، وبخاصة في الاستثمارات بعيدة الأجل التي تمتد إلى أكثر من جيل واحد(٢٤).

فعلى سبيل المثال، عند معدل حسم قدره (٧.٥٪) سنويا، ينخفض كل مقدار إلى أقل من واحد من المئة من قيمته بعد ٦٥ سنة، وإلى أقل من واحد من الألف من قيمته بعد تسع وتسعين سنة. وهذا يعني أن نرفض اليوم بذل موارد قيمتها دينار واحد، ولو كانت منفعتها المتوقعة لجيل يأتي بعد مائة سنة هي ٩٩٩ دينارا.

إن إعطاء مثل هذا الوزن التافه لمصالح الأجيال القادمة يحتاج لتبرير أخلاقي حتى في أذهان كثير من الناس غير المتدينين(٢٥)، فما ظنك بمسلمين يعتقدون بأن رعاية مصالح الأجيال القادمة هو هدف شرعي صريح. وجدير بنا أن نذكر هنا النقاش بين الصحابة الكرام في خلافة عمر، رضي الله عنهم أجمعين، حول فرض الخراج بدل تقسيم الأراضي المفتوحة. وأن نذكر أن كثيرا من سياسات حماية البيئة سيتم التخلي عنها لو أعملنا بصرامة حسابات الحسم الزمني.

---

(٢٤) انظر (أرو K. Arrow).

(٢٥) لاحظ أن عند المؤمنين دافعا إضافيا هو ثواب الآخرة على الاستثمارات الخيرية كما في الوقف، مهما بعدت منافعها المستقبلية.

وفضلا عن ذلك فإن العديد من الاقتصاديين المشهورين ومنهم (F.P. Ramsey, A.C. Pigou, and Roy Harrod) شككوا في عملية الحسم الزمني، وأكدوا بخاصة أن التفضيل الزمني الموجب الذي غالبا ما تبرر به تلك العملية هو سلوك غير رشيد اقتصاديا(٢٦). وتزداد وجاهة هذا الموقف عند تقويم المشروعات الاستثمارية العامة الطويلة الأجل جدا.

ومن جهة أخرى، يصح القول كقاعدة عامة بأن الوصول إلى الوضع الأمثل في أي نظام متعدد الأهداف كالاقتصاد الإسلامي، يقتضي تعديل ما يتطلبه تكبير هدف واحد (مثل الكفاءة الإنتاجية)، إن كان ذلك لازما لمراعاة أهداف أخرى (كالعدالة أو رعاية لأجيال قادمة)(٢٧).

والمحصلة هي أن الحسم الزمني ليس قاعدة مطلقة، بل هو قاعدة أغلبية لها استثناءات وجيهة اقتصاديا أو اجتماعيا تبرر أحيانا تعديل نتائجها أو عدم تطبيقها(٢٨).

٥- هل يستطيع اقتصاد لاربوي إسلامي أن يستثمر بكفاءة ؟

إن الكفاءة في الاستثمار على مستوى الاقتصاد كله لها شريطتان يتوقع أن تتحققا كلاهما في اقتصاد لاربوي.

---

(٢٦) بينت في بحث سابق Zarka (1983G/1403H) أن السلوك الرشيد لا يرتبط منطقيا ولا يؤدي دوما إلى التفضيل الزمني الموجب، بل قد يؤدي في أحوال كثيرة شائعة إلى التفضيل السالب (تفضيل منفعة مستقبلة على حاضرة)، أو إلى تفضيل صفري يستوي عنده الأمران. لذا فإن التفضيل الزمني مزلقة لا تصلح مستندا للحسم الزمني في تقويم المشروعات. **لكن لهذا** الحسم مستند منطقي وواقعي أوثق من التفضيل الزمني الموجب، هو الإنتاجية الصافية المتوقعة من استثمار بديل، يولد ربحا صافيا غير متيقَن، لكنه غالبا ما يكون موجبا.

(٢٧) هذا ظاهر منطقيا، ومعروف أيضا في رياضيات تعظيم دالة المنفعة إذا تعددت المتغيرات المستقلة المؤثرة فيها.

(٢٨) انظر بعضا من هذه الاستثناءات في بحثي Zarka (1983G/1403H)

الشريطة الأولى: هي أن تكون المعدلات المتوقعة على الاستثمار الإضافي (بعد أخذ المخاطرة بالحسبان) متساوية في جميع الصناعات. وهذه نتيجة متوقعة في أسواق مفتوحة ونشطة. حيث إن ظهور فوارق كبيرة في معدلات أرباح الصناعات يولد فرصا مربحة تجتذب المستثمرين، ويؤدي دخولهم فيها إلى تخفيض تلك الفوارق.

ومعلوم أن الحرص على أسواق مفتوحة تعمل بصورة صالحة هو هدف كبير من أهداف النظام الاقتصادي في الإسلام(٢٩). ومن أمثلة ذلك الحرص : المنع الصريح للتصرفات الاحتكارية، والتواطؤ بين مجموعات من البائعين أو من المشترين، والعوائق المصطنعة للحيلولة دون دخول الناس في أي نشاط اقتصادي حلال، وكذلك الإيهام بمعلومات كاذبة(٣٠).

الشريطة الثانية: وهي تتطلب استخدام الحسم الزمني كما بينا آنفا(٣١).

٦- هل يستطيع اقتصاد لاربوي إسلامي أن ينمو بنشاط ؟

إن النمو الاقتصادي هو ظاهرة متعددة الأبعاد في أسبابها ونتائجها. ونركز هنا على مجال ضيق منها هو ما قد يكون لإلغاء الفائدة على القروض من تأثير محتمل على ثلاثة عوامل تعد مهمة للنمو وهي: الادخار والاستثمار والتقدم التِقاني.

---

(٢٩) انظر (أبو سليمان، ص٥٩) الذي يبين أن هذا كان من جملة السياسات الاقتصادية في العهد النبوي.

(٣٠) انظر الزرقا (٢٠٠٦م/١٤٢٧هـ).

(٣١) هاتان الشريطتان هما لتحقيق الكفاءة في الاستثمار على مستوى الاقتصاد كله في الأوضاع السكونية (static)، أما شروط الكفاءة الحركية (dynamic) فلم يتفق الاقتصاديون على شيء منها باستثناء الحسم الزمني الذي يبدو أنه يتمتع بقبول الأكثرين. وهذه هي النتيجة التي انتهى إليها اقتصادي كبير بحث هذا الموضوع هو مالينفود (ص٣٦٣ وما بعدها).

١/٦ هل تحريم الفائدة يثبط الادخار ؟

إن أفضل تلخيص للتحليلات النظرية الشائعة في الاقتصاد الرأسمالي التقليدي كما عبر عنها بعض كبار الاقتصاديين هو أن التغيرات في معدل الفائدة أثرها غير محدد على مستوى الادخار الكلي، بمعنى أنه قد يكون سالبا أو موجبا، وهو في الحالين ضعيف(٣٢).

وقد ناقشتْ أوائل الكتابات في الاقتصاد الإسلامي هذه القضية وانتهى أغلب باحثيها إلى أنه لا يتوقع أن يكون لمعدل الفائدة أثر مهم على مستوى الادخار(٣٣).

وأعمق تحليل تفصيلي لهذه القضية من وجهة إسلامية قدمه الاقتصاديان نديم الحق وعباس ميراخور في بحث عام ١٩٨٧م، حيث ميّزا بين خطوتين، في عملية التحول من نظام رأسمالي إلى نظام لاربوي إسلامي:

أ- إلغاء جميع الأصول المدرة لإيراد بلا خطر (أي الديون بفائدة). وهذه الخطوة يتوقع أن تؤدي إلى زيادة عدم التأكد في العوائد على المدخرات.

ب- أثر التوجيهات والمفاهيم الإسلامية على دالة المنفعة وأنماط السلوك عند المستهلكين(٣٤).

---

(٣٢) Marshall, p. 195-6; Keynes, pp. 94, 182; Baumol, pp.588-89,657; Patinkin, p.476; Boulding,(1966), Vol. I, p.530; Samuelson(1980),p. 560n; Shackle, p. 151.

(٣٣) انظر (الصديقي- الأصل الانجليزي ١٩٨١م، ص٦٥)، (الترجمة العربية، ١٩٨٧م، ص١٤٩).

(٣٤) من أمثلة هذه التعاليم الإسلامية التي يتوقع أن تزيد مستوى الادخار: تأكيد الإسلام على أ- الاعتدال في الاستهلاك ب- تشجيع الإنسان أن يترك لوارثيه مالا بحيث يغنيهم عن الحاجة لمعونة الآخرين ج- تأكيد الإسلام على الاعتماد على النفس وعدم طلب المعونة من الآخرين إلا في حدود الضرورة أو الحاجة الملحة. وحتى السعي للاستغناء عن القرض الحسن لعدم تحمل منة المقرض. ومن أمثلة التعاليم الإسلامية التي يمكن أن تؤدي إلى تخفيض الحافز على الادخار، توافر المعونة المالية من خلال الزكاة.

وقد حلل الباحثان بتعمق نتائج الخطوة (أ) ووصلا إلى نتيجة واضحة هي أنه في حالة تغيرٍ في درجة المخاطرة مترافقٍ مع تغير معدل العائد، فإن مستوى الادخار يميل إلى الانخفاض "إذا كان معدل العائد مع وجود المخاطرة، ليس أكثر من معدل العائد بدون وجود المخاطرة" (ص١٣٧). وعليه فما لم يولّد الاقتصاد الإسلامي عوائد أفضل من الوضع السابق، فإن إلغاء الفائدة إن بقيت الأمور الأخرى على حالها يتوقع أن يخفض مستوى الادخار.

لكن الأمور الأخرى وهي المتضمنة في (ب) قلما تبقى على حالها (انظر: ٢/٦ أدناه). مما يجعل الأثر العام على مستوى الادخار غير محدد نظريا.

وعلى أي حال، فقد عبر اقتصاديون آخرون عن تخوفهم من أن يكون لإلغاء الفائدة تأثير سالب وكبير على إجمالي الادخار[٣٥]، مما يحدّ حينئذ من الاستثمار ويعيق جهود مكافحة الفقر ويثبط النمو الاقتصادي[٣٦].

بل تخوف د. نقوي من أن يؤدي تخفيض الفائدة إلى الصفر إلى هبوط المدخرات إلى الصفر[٣٧]!

إن التخوف من وقوع مثل هذه النتائج السيئة مبني على عدم معرفة لمعنى تحريم الفائدة ونطاقه، ولأجناس التمويل الاسترباحي المتاحة في النظام الإسلامي.

فكما بينتُ، لا يصح الظن بأن المدخرات في اقتصاد لاربوي تبقى بلا مكافأة، لأن هذا الاقتصاد لا يحرّم إلا الفائدة على القروض والديون، لما فيها من ظلم وضرر. أما مكافأة المدخرات المقدمة بصفة مشاركة في الملكية أو بصفة أصول مؤجرة أو بصفة ائتمان تجاري، فهي حلال ومتاحة على نطاق واسع[٣٨].

---

(٣٥) برايور (1985).

(٣٦) سعيد النجار (١٩٨٩م).

(٣٧) Naqvi(1981). pp.115-16; Naqvi (1982), pp. 84,88-89.

(٣٨) إن بعض الائتمان التجاري الشرعي ذو مخاطرة ضئيلة، كما في حالة البيع بثمن مؤجل لحكومة منضبطة ماليا. ولكن حيث إن التمويل بالمبايعات لا بد أن يكون متكاملا مع تجارة حقيقية، فإنه سينوبه مخاطرة تجارية ولو صغيرة، حتى إن انعدمت فيه المخاطرة الائتمانية وهي خطر عدم الوفاء.

ثم إن تعدد صيغ التمويل المولد للربح يعطينا درجات متعددة وطيفا واسعا من مستويات المخاطر والعائدات والسيولة، بحيث تلبي احتياجات مختلف الأطراف من ممولين ومتمولين.

وفوق ذلك، ليس من الحكمة تجاهل الحقائق التاريخية، حيث تمتعت اقتصادات لاربوية إسلامية بفترات طويلة من الازدهار الاقتصادي، الذي لا يتصور أن يكون قد حصل إلا مع مستويات ادخار واستثمار عالية، وتمويل للنشاط الإنتاجي. وهذه كلها تحققت تاريخيا في حدود ما نعلم بدون انتشار الفائدة على القروض في المجتمع.

فالماضي لا يدعم هذه التخوفات. ولا الحاضر، حيث أثبتت الصناعة المالية الإسلامية قدرتها على الحياة واجتذاب المدخرات والابتكار النشط(٣٩).

٢/٦ يشجع الإسلام النشاط الاقتصادي والاستثمار

إن المدخرات قد لا تتجه إلى الاستثمار بل تبقى مكنوزة معطلة. وقد فرضت الشريعة الزكاة لغاياتها المشهورة، ومن آثارها الجانبية الحميدة أنها تدفع كثيرا من الأصول السائلة المكنوزة أن تصبح أرصدة معدة للاستثمار(٤٠).

فالزكاة تؤدي إلى زيادة عرض الأرصدة المعدة للاستثمار عند كل مستوى من مستويات الادخار الكلي(٤١).

---

(٣٩) هذه منجزات مهمة، ولنا انتقادات على ممارسات هذه الصناعة تخرج عن نطاق البحث الحاضر، ولا تنافي ما ذكر أعلاه.

(٤٠) لقد عرف هذا الأثر للزكاة من أول أيام الإسلام. وروي عن الخليفة الثاني عمر وعدد من الصحابة رضوان الله عليهم مقولة: اتجروا في أموال اليتامي لا تأكلها الزكاة. وقد استنتج بعض الفقهاء أن هذا ليس مجرد وصية حكيمة بل هو أمر شرعي. انظر (مالك في الموطأ، ج١، ص٢٥١)

(٤١) بل إن الدكتور مختار متولي (ص١٨-١٩) برهن على أنه ضمن افتراضات معينة تتعلق بالزكاة فإن المدخر المسلم قد يقبل الدخول في استثمار حقيقي حتى عندما يكون العائد المتوقع سالبا إلى حد خفيف.

كما أن تعاليم الإسلام تشجع بلا ريب النشاطات الإنتاجية والتجارية، والاستثمار الخيري كما في الوقف[٤٢].

٣/٦ التقدم التقاني

إن العنصر الثالث اللازم للنمو المطرد هو التقدم التِقاني الذي لا يكاد ينجح بدون التعرض لمخاطر تجارية مهمة، فلا يصلح فيه التمويل بالفائدة حتى في نظام يجيزها. فالتقدم التقاني يعتمد أكثر من النشاطات الأخرى على التمويل بالمشاركات بأنواعها. وقد لاحظ سبيغل (١٩٩٢م) في مقالته عن تاريخ تحريم الربا في أوربا بأن هذا التحريم

"ربما كان ذا أثر مهم في توجيه الأرصدة نحو الاستثمارات بالمشاركة بدل القروض... (مما شجع) روح المبادرة في النشاط الاقتصادي..."[٤٣]

وفي كلام سبيغل حكمة كان أكدها الرازي (المتوفى ٦٠٦هـ/١٢٠٩م) قبله بثمانية قرون عند تفسير قوله تعالى {...قَالُوٓاْ إِنَّمَا ٱلْبَيْعُ مِثْلُ ٱلرِّبَوٰاْ وَأَحَلَّ ٱللَّهُ ٱلْبَيْعَ وَحَرَّمَ ٱلرِّبَوٰاْ..} الآية ٢٧٥ من البقرة: ".. ذكروا في سبب تحريم الربا وجوهًا.. ثانيها.. إنه يمنع الناس عن الاشتغال بالمكاسب، وذلك لأن صاحب الدرهم إذا تمكن بواسطة عقد الربا من تحصيل الدرهم الزائد نقدًا كان أو نسيئة خف عليه

---

(٤٢) يكفي بيانا للتوجه الإسلامي العام نحو الاستثمار الحديثان الشريفان التاليان:
- (إن قامت الساعة وفي يد أحدكم فسيلة، فإن استطاع أن لا تقوم حتى يغرسها فليغرسها) رواه احمد عن أنس، والبخاري في الأدب المفرد عن عبد بن حميد. انظر رقم ١٤٢٤ في صحيح الجامع للألباني.
- (ما من مسلم يغرس غرسا إلا كان ما أكل منه له صدقة، وما سرق منه صدقة، وما أكل السبع فهو له صدقة، وما أكلت الطيور فهو له صدقة، ولا يرزؤه أحد إلا كان له صدقة) رواه مسلم عن جابر. انظر رقم ٥٧٦٨ في صحيح الجامع للألباني.
وانظر أيضا (الصديقي - الأصل الانجليزي ١٩٨١م، ص٥-٦)، والترجمة العربية - ١٩٨٧م، ص ١٣-١٥)، وقحف (١٩٩٢م الوقف).

(٤٣) سبيغل، مادة (usury)، مجلد٣، ص٧٤٤.

اكتساب وجه المعيشة، فلا يكاد يتحمل مشقة الكسب والتجارة والصناعات الشاقة، وذلك يفضي إلى انقطاع منافع الخلق، ومن المعلوم أن مصالح العالم لا تنتظم إلا بالتجارات والحرف والصناعات والعمارات".

٤/٦ نماذج النمو الاقتصادي

إن بعض النماذج المشهورة لاقتصاد ينمو تتضمن بين متغيراتها معدل الفائدة، مما قد يوهم بأن الفائدة ضرورية للنمو بوجه أو بآخر. لكن على الباحث الفطن أن يلاحظ أن تجاهل هذه النماذج لعدم التيقن يصيبها بعمى الألوان، فلا تستطيع أن تميز الفائدة عن الربح.

ومن أبرز الأمثلة على ذلك نموذج فون نويمن للنمو (Von Neumann model) (of growth، حيث يمكن أن نتحدث، كما فعل سامولسن صراحة (١٩٨٠م، ص٣٠٦ و٧١٠) عن معدل النمو المتوازن في النموذج على أنه يساوي معدل الفائدة أو معدل الربح. وتصْدُق هذه الملاحظة نفسها على نموذج نقوي (١٩٨٢) للنمو[٤٤].

لذا لا يمكن بناء على هذه النماذج أن نستنتج أية وظيفة اقتصادية للفائدة إلا ويؤديها ويغني عنها معدل الربح.

٧- خاتمة ونتائج

إن غياب معدل الفائدة يثير في العادة التخوف لدى الاقتصاديين من أن يؤدي إلى عدم الكفاءة في تخصيص الموارد الرأسمالية والى تثبيط النمو. وإن أبرز ما انتهى إليه هذا البحث من نتائج هو التالي:

أولا: إن من الممكن أن نخصص الموارد الاستثمارية، حقيقة ومالية، بكفاءة، من خلال أسواق تلتزم أحكام الشريعة ومنها تحريم الفائدة.

---

(٤٤) أنظر: نقوي (١٩٨٢م)، ص١١٥، الحاشيتين ١٢ و١٣؛ وتعليقي عليه حينئذ في المرجع نفسه: Zarka (1982) " Comments on S.N.H. Naqvi..", pp: 98-106.

ثانيا: لم نر سببا لتؤدي قواعد هذا النظام وأحكامه إلى تثبيط النمو. بل على العكس، رأينا أن تشجيع الإسلام للنشاط الاقتصادي عموما وللاستثمار، بالإضافة لتحريم الفائدة وفرض الزكاة، تميل كلها إلى زيادة عرض التمويل الإنتاجي المخاطر وتشجيع الاستثمار.

ثالثا: إن أهم سمات نظام التمويل في إطار اقتصاد لاربوي إسلامي هي:

أ- إن الفائدة على القروض وعلى الديون القائمة، محرمة قطعيا. ولا يمكن للدين أن ينمو بمجرد مرور الزمن.

ب- إن الأرصدة المعدة للإقراض لا يجوز أن تقدم إلا بدون فائدة. ويقصد بها غالبا معونة المحتاجين. وهي ليست وسيلة عادية لتمويل قطاع الأعمال. ولابد أن تخصَص بين مستعمليها واستعمالاتها المختلفة بآليات غير سعرية.

ج- إن الأرصدة المعدة للاستثمار لابد أن تتزاوج مع نشاطات اقتصادية حقيقية حتى تولد عوائد حلالا لمقدميها. وتلك النشاطات الحقيقية تشمل:

- المشاركات وحقوق الملكية، ومنها المؤاجرات بأنواعها المختلفة.
- المبايعات التمويلية التي تولد ديونا شرعية تشمل هوامش ربح.

د- إن الاسترباح من التمويل بالمداينات لا يحلِ إلا لمن يقدم التمويل متكاملا مع نشاط إنتاجي مولدٍ لقيمة مضافة، ومن ذلك البيع أو الشراء لسلعة أو خدمة حقيقية. أما التمويل المجرد كما في القرض فيحرم فيه الاسترباح.

هـ - إن التمويل من خلال أرصدة معدة للاستثمار هو نشاط مولد للربح، ينشأ عنه مؤشرات سوقية سعرية، بصورة معدلات أرباح أو عائد على الاستثمار (هي أيضا تكلفة التموّل بالمشاركة)، أو بصورة هوامش ربح إضافية على السعر النقدي (تنطوي ضمنا على تكلفة التموّل بالاستدانة).

و- إن تكلفة رأس المال، لشركة إسلامية تتمول بالمشاركات وأيضا بالمداينات المباحة، هي المتوسط المرجح لتكلفة مصدري التمويل. وكلا التكلفتين يمكن استنتاجهما من بيانات الصفقات في السوق.

رابعا: تركز هذا البحث على إمكان التخصيص بكفاءة في ظل نظام لاربوي إسلامي، ولم نتطرق لمزايا مثل هذا النظام وهي عظيمة الأهمية، وبخاصة في دعم الاستقرار الاقتصادي وعدالة التوزيع(٤٥).

خامسا: هذا الموضوع هو من أصعب الموضوعات في الفقه وفي الاقتصاد، ويكاد يكون الوحيد الذي يظن فيه الاختلاف بين العقل والنقل. فلا غرابة أن تكتنفه الأخطاء. وأهم مصادر الخطأ في تقديري هي التالية:

- الأخذ بنتائج من التحليل الاقتصادي مبنية على افتراض التيقن بالمستقبل. وهذا أكبر مصدر للخطأ.
- الخلط بين معدل العائد على الاستثمار، ومعدل الفائدة على القروض.
- تجاهل بعض السمات الرئيسية لنظام التمويل الإسلامي وبخاصة معنى تحريم الفائدة ونطاق تطبيقه، وأجناس التمويل المباح الذي لا يقتصر على المشاركات بل يشمل التمويل بالمبايعات.

٨- ملحق منهجي- فرق هذا البحث عن بحوثي السابقة

سبق لي نشر عدة بحوث تتصل بهذا الموضوع منذ عام ١٣٩٨هـ/ ١٩٧٨م، وحتى ١٤٣٠هـ/٢٠٠٩م كتبت جميعا (سوى آخرها عام ٢٠٠٩م) في رحاب مركز الاقتصاد الإسلامي - جامعة الملك عبد العزيز. وقد أوردتها ضمن المراجع.

---

(٤٥) انظر حول الاستقرار وإلغاء الفائدة "..Stability" (ZARQA, 1983), وحول الاستقرار في نظام مصرفي خال من الفائدة، محسن خان (١٩٨٦م)، وميراخور مع زيدي (1991). وانظر حول عدالة التوزيع وسواها من المزايا، شابرا (بالعربية ١٩٩٠م والأصل الانجليزي ١٩٨٥م) وشابرا (٢٠٠٧م)؛ والجمعية الدولية (٢٠٠٨م). وانظر بخاصة صديقي ٢٠٠٩م وفيه أوضح وأوجز ما قيل.

وقد تزايد شعوري بقصور ما كتبت، والحاجة لإضافة أمور مهمة، مع إعادة صياغة شاملة، فتجشمت الكتابة مجددًا، مستفيدا مما سبق، ومما تعلمنا في السنوات الماضية، وبخاصة عن الخصائص الاقتصادية للديون الشرعية مقارنة بالربوية.

أما إعادة الصياغة:

فهدفي الأول منها هو مخاطبة الاقتصاديين غير الملمّين بالفقه، لتوضيح معنى تحريم الفائدة ونطاق تطبيقه، وموقعه في نظام التمويل الإسلامي الذي يحوي أجناسا من التمويل المباح، عززتها الشريعة بمؤسسات داعمة، وللإجابة عن أهم التساؤلات الفنية الاقتصادية التي يثيرها هذا التحريم في أذهانهم، كل ذلك باستخدام مفاهيم يعرفونها ويألفونها.

وهدفي الثاني: الالتزام بالتمييز الدقيق بين تخصيص الاستثمار الحقيقي، وتخصيص الأرصدة المالية، وهو ما تندر مراعاته في الكتابات الاقتصادية التقليدية و الاسلامية.

أما الإضافة المهمة: فهي أن أدخل في صميم البحث المنطقة الرمادية الصعبة التنظير والتي تفتقد في أكثر ما كتب عن النظام الإسلامي. وأقصد بها منطقة التمويل بالمداينات الشرعية المتكاملة مع المبايعات، والتي أقرتها الشريعة أسلوبا للتمويل إضافة للمشاركات.

وقد تطلب ذلك إعادة النظر والصياغة مرات، وتعديل كثير من النتائج والعبارات، مما عقّد الصورة النظرية، لكنه أصلحها وقرّبها إلى الواقع الاقتصادي والحقائق الشرعية.

وآخر ما اعتمدت عليه في البحث الحاضر، هو بحث كتبته قبل نحو سنتين وقُبل للنشر في موسوعة الاقتصاد الإسلامي– بالإنجليزية (الجزء ٣ القادم). ومع قرب العهد به، احتاج في هذه الصيغة العربية لإضافات وتنقيحات كثيرة في المضمون والتعبير.

المراجع

أولاً: المراجع العربية

الألباني، ناصرالدين (١٤١٠هـ) *صحيح الجامع الصغير وزيادته*، ط٣ المجددة، المكتب الإسلامي، بيروت.

أبو علي، محمد سلطان (١٩٧٨م) "مقدمة " في كتاب محمد أحمد صقر: *الاقتصاد الإسلامي*، القاهرة: دار النهضة العربية.

الجمعية الدولية للاقتصاد الإسلامي *حلول اقتصادية من التمويل الإسلامي* – بيان نشر في 27-12-2008 على موقع الجمعية www.iaie.net

الرازي، فخر الدين محمد بن عمر (١٣٩٨هـ) التفسير الكبير، بيروت، دار الكتب العلمية (طبعة ١٣٩٨هـ/١٩٧٨م).

الزرقا، محمد أنس (٢٠٠٦م/١٤٢٧هـ) "الأسواق المعاصرة غير التنافسية بين الفقه والتحليل الاقتصادي"، *مجلة جامعة الملك عبدالعزيز: الاقتصاد الإسلامي*، **م١٩**، ع٢، ص ص: ٣-٥٢.

شابرا، محمد عمر (١٤١٠هـ/١٩٩٠م) نحو نظام نقدي عادل (ترجمة سيد محمد سكر، مراجعة: رفيق المصري)، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، فرجينيا ودار البشير، عمان. ط٢.

صديقي، محمد نجاة الله (١٤٠٧هـ) استعراض للفكر الاقتصادي الإسلامي المعاصر، (ترجمة محمد سلطان أبو علي ود. حاتم القرنشاوي – مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي جامعة الملك عبدالعزيز جدة، (١٤٠٧هـ/١٩٨٧م) (وهو ترجمة للأصل الانكليزي الصادر عن المركز نفسه عام ١٤٠٠هـ/١٩٨٠م)، ص١٩٣.

مالك بن أنس (الإمام) الموطأ، تحقيق محمد فؤاد عبدالباقي، القاهرة، دار إحياء التراث العربي (د.ت.).

متولي، مختار محمد (١٤٠٣هـ) "التوازن العام والسياسات الاقتصادية الكلية في اقتصاد إسلامي"، *مجلة أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبدالعزيز*، العدد الأول، المجلد الأول، صيف ١٤٠٣هـ=١٩٨٣م.

النجار، سعيد (١٩٨٩م) "الفائدة المصرفية والأكثرية الصامتة"، صحيفة الأهرام المصرية – ١٩٨٩/٩/١٤م.

ثانيًا: المراجع الانجليزية

Abu Sulayman, A.A. (1976) "The Theory of Economics of Islam" in *Contemporary Aspects of Economic and Social Thinking in Islam,* N.J.: American Trust Publication, reprint.

Al-Najjar, Said (1989) "Bank interest rate and the silent majority", (in Arabic), Cairo, *Al Ahram Newspaper*, 14 Sep.

Arrow, Kenneth J. (1996) "Discounting, Morality, and Gaming", *EMF-RFF Conference on Discounting*, 24 Dec.

Baumol, W.J. (1979) *Economic Theory and Operations Analysis*, 4th ed., Prentice-Hall.

Boulding, K.E. *(1966) Economic Analysis, Vol. II, Macroeconomics, 4th ed., Harper and Row, N.Y.*

Boulding, K.E. (1971) *Collected Papers*, F.R. Glahe, ed. Boulder; Colorado University Press.

Bromwich, M. (1976) *The Economics of Capital Budgeting*, Penguin Books.

Chapra, M. Umer (1985) *Towards a Just Monetary System*, U.K.: The Islamic Foundation.

Chapra, M. Umer (2007) "The Case Against Interest: Is It Compelling?", *Thunderbird International Business Review*, **49**(2), March April 2007, pp. 161-186.

Dorfman, Robert (1972) *Prices and Markets*, 2nd ed., Prentice-Hall, N.J.

Eckaus, R.S. (1972) *Basic Economics*, Boston, Little Brown and Co.

Hicks, J.R. (1965) *Capital and Growth*, Oxford University Press.

Kahf, Monzer (1992) "*Waqf and its Sociopolitical Aspects*," Islamic Research and Training Institute (IRTI) of the Islamic Development Bank, Jeddah

Keirstead, B.S. (1959) *Capital, Interest and Profits*, Blackwell, Oxford,.

Keynes, J.M. (1936) T*he General Theory of Employment, interest and Money***,** N.Y.: Harcourt.

Khan, Mohsin S. (1986) "Islamic interest-free banking". IMF *Staff Papers*, March.

Khan, Mohsin S. and **Abbas Mirakhor** (1992) "Islamic Banking", *The New Palgrave Dictionary of Money And Finance* , Vol. II.

Knight, F.H. (1944) "Diminishing Returns to Investment," *Journal of Political Economy*, **52**, Part II, pp. 26-47.

Lamberton, D.M. (1965) *The Theory of Profit*, Blackwell, Oxford.

Llewllen, W.G. (1976*) The Cost of Capital*, Iowa: Kendall/Hunt Publishing Co..

Malinvaud, E. (1966) "Interest Rate in the Allocation of Resources"; in F.H. Hahn and F.P.R. Brechling, eds., *The Theory of Interest Rates*, ST. Martin's Press, N.Y.

Marshall, Alfred (1964 reprint) *Principles of Economics*, 8th edition, London, MacMillan.

Mirakhor, Abbas and **Zaidi I.** (1991) "Stabilization and growth in an open Islamic economy", *Review of Islamic Economics*, July.

Modigliani, Franco and **Miller, Merton** (1958) "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review* **48** (3): 261-297.

Mossin, J. (1973) *Theory of Financial Markets*, N.J. :Prentice Hall..

Naqvi, Syed Nawab Haider (1981) *Ethics and Economics-an Islamic Synthesis*, Leicester, U.K., The Islamic Foundation.

Naqvi, Syed Nawab Haider (1982) "Interest Rate and Intertemporal Allocative Efficiency in an Islamic Economy", paper presented to a *seminar* in Makkah, 1398H =1978G, and published in Mohammed Ariff, ed., *Monetary and Fiscal Economics of Islam*, International Centre for research in Islamic Economics, King Abdulaziz Univ., Jeddah Saudi Arabia.

Patinkin, Don, (1972) "Interest", *International Encyclopedia of Social Sciences*, D.L. Sills ed., Macmillan.

Prest, A.R. and **Turvey, R.** (1966) "Cost-Benefit Analysis: A Survey", *Surveys of Economic Theory*, Vol. III, London, Macmillan.

Pryor, Fredric L. (1985) "The Islamic Economic System", *Journal of Comparative Economics* Vol. 9, pp. 197-223, New York.

Robinson, Joan (1952) *The Generalization of the General Theory*, reprinted in 1979 by Macmillan, London.

Robinson, Joan and **John Eatwell** (1973) *Introduction to Modern Economics*, rev. edition, McGraw-Hill Book Company, UK.

Samuelson, P.A. (1951) "Schumpeter as a Teacher and Economic Theorist", *The Review of Economics and Statistics*, Vol. XXXIII, No. 2, May, 1951, reprinted in Stiglitz *J.E., The Collected Scientific Papers of P.A. Samuelson*, MIT Press,1966, pp. 1151-6.

Samuelson, P.A. (1959) "A Modern Treatment of the Ricardian Economy: II. Capital and Interest Aspects of the Pricing Process", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. LXXIII, No. 2, (May).

Samuelson, PA. (1976) *Economics*, 10th ed., McGraw-Hill.

Samuelson, P.A. (1980) *Economics*, 11th ed., McGraw-Hill.

Shackle, G.L.S. (1966) "Recent Theories Concerning the Nature and Role of Interest", in *Surveys of Economic Theory*, vol. 1, Macmillan, London and St. Martin's Press, N.Y.

Siddiqi, Muhammad Nejatullah (1981) *Muslim Economic Thinking: A Survey of Contemporary Literature*, Leicester, U.K., The Islamic Foundation.

Siddiqi, Muhammad Nejatullah (2004 *Riba, Bank Interest And The Rationale of Its Prohibition* M.N., Jeddah: IRTI, Islamic Development Bank,

Siddiqi, Muhammad Nejatullah (2009) "Economic Aspects of the Prohibition of Riba", *Encyclopedia of Islamic Economics*, Vol. II ,London: Encyclopedia of Islamic Economics, Abdelhamid Brahimi and Khurshid Ahmad, Eds.

Solow, Robert. M. (1963) *Capital Theory and the Rate of Return*, North-Holland Publishing Co.

Spiegel," Henry W. (1992), "Usury", *The New Palgrave Dictionary Of Money And Finance* , Vol. III.

Ul Haque, Nadeem and **Abbas Mirakhor** (1987) "Saving Behavior in an Economy Without Fixed Interest" in Khan, Mohsin and Abbas Mirakhor (eds.), *Theoretical Studies in Islamic Banking and Finance*, IRIS Books, Houston, TX. USA.

UNIDO (1973) (P. Dasgupta, A. Sen and S. Marglin), *Guidelines for Project Evaluation*, U.N., New York, 1973.

Wilczynski, J. (1973) *Profit, Risk, and Incentives Under Socialist Economic Planning*, Macmillan Press, London, 1973.

Wolff, Jonathan, "*Karl Marx", The Stanford Encyclopedia of Philosophy (Summer 2011 Edition)*, Edward N. Zalta (ed.), URL =
<http://plato.stanford.edu/archives/sum2011/entries/marx/>.

Zarka Muhammad Anas (1982) "Comments on S.N.H. Naqvi: "Interest Rate and Intertemporal Allocative Efficiency in an Islamic Economy", paper presented to a *seminar* in Makkah, 1398H=1978G, and published in Mohammed Ariff, ed., *Monetary and Fiscal Economics of Islam*, International Centre for research in Islamic Economics, King Abdulaziz Univ., Jeddah, Saudi Arabia.

ZARQA, Muhammad Anas (1982) "Capital Allocation, Efficiency and Growth in an Interest-Free Islamic Economy", *Journal of Economics and Administration*, Reasearch and Development Center, King Abdul Aziz Univ., (No.16. Nov. 1982/ Muharram 1403H), pp. 43-58.

Zarka, Muhammad Anas (1983G/1403H) "An Islamic Perspective on the Economics of Discounting in Project Evaluation", in: Ziauddin Ahmed, Munawar Iqbal and M. Fahim Khan, (eds.): *Fiscal Policy and Resource Allocation in Islam*. Jeddah: International Centre for Research in Islamic Economics, King Abdulaziz University, And Islamabad: Institute of Policy Studies, pp179-208.

ZARQA, Muhammad Anas (1983) "Stability in an Interest-Free Islamic Economy: A Note". *Pakistan Journal of Applied Economics* ; 11(2): 181-188.

Zarka, Muhammad Anas (forthcoming) "Capital Allocation, Efficiency and Growth in an Islamic Interest-Free Economy**",** article accepted for publication in the *Encyclopedia of Islamic Economics*, Vol. III ,London: Encyclopedia of Islamic Economics, Abdelhamid Brahimi and Khurshid Ahmad, Eds.

Allocation of Capital Resources, Efficiency and Growth in an Islamic Interest-Free Economy

Muhammad Anas Zarka
Senior Advisor, Shura Sharia Consultancy, Kuwait.
anaszarka@gmail.com

Abstract. This paper examines briefly some basic issues in capital allocation and efficiency in the context of an interest-free Islamic economy. It scrutinizes the common apprehension that eliminating interest on loans deprives the economy of a major market signal necessary for efficient

allocation of investment. It addresses the allocation of investable funds and real investments, and the possible impact on growth, in an economy where the charging of interest on loans and debts is prohibited.

The overall conclusion is that disallowing the charging of interest on loans and debts, as an integral part of an Islamic market economy, is not a romantic idea but a feasible system that permits efficient market allocation of financial and real investable resources.