



Munich Personal RePEc Archive

Stabilization and Growth in an Open Islamic Economy

Mirakhor, Abbas and Zaidi, Iqbal

1988

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/56003/>

MPRA Paper No. 56003, posted 19 May 2014 08:18 UTC

هذا البحث هو ورقة عمل ويرحب
المؤلفان بأية تعليقات على هذا
النص . وعند الاستشهاد بما ورد فيه
يتعين الإشارة الى هذه النسخة الغير
منشورة ، مع ذكر اسم المؤلف وتاريخ
الاصدار من صندوق النقد الدولي . ان
الاراء الواردة في هذا البحث هي آراء
المؤلفين ولا تمثل بالضرورة آراء
الصندوق .

WP/88/22 (A)
ورقة عمل ٢٢/٨٨

صندوق النقد الدولي

دائرة البحوث

تحقيق الاستقرار والنمو في اقتصاد اسلامي مفتوح ١/

من اعداد عباس مراخور واقبال زيدي ٢/

صرّح بالتوزيع محسن س. خان

٢٥ شباط/فبراير ١٩٨٨

INTERNATIONAL MONETARY FUND

Research Department

Stabilization and Growth in an Open Islamic Economy 1/

Prepared by Abbas Mirakhor and Iqbal Zaidi 2/

Authorized for distribution by Mohsin S. Khan

February 25, 1988

١/ قدمت نسخة أولية من هذه الدراسة في ندوة عقدت تحت اشراف بنك التنمية
الاسلامي والمعهد الدولي للاقتصاد الاسلامي في اسلام اباد في باكستان في شهر
آب/أغسطس ١٩٨٧ ، وسوف تصدر ضمن محاضر جلسات تلك الندوة . ويود المؤلفان أن
يعبرا عن تقديرهما للمشاركين في الندوة وكذلك الى مايكل دولي ومحسن خان
(Michael Dooley and Mohsin Khan) ، لتعليقاتهما واقتراحاتهما ، دون تحميلهما
أية مسئولية عما قد يحويه البحث من نواحي القصور .
٢/ السيد زيدي هو مساعد للمدير التنفيذي السيد الفنيش .

موجز البحث

يفترح الاسلام احلال النظام المالي الربوي (العائم على أساس تقاضي فائدة) بنظام يعمل على أساس المشاركة في المخاطرة والربح . وباستخدام نموذج للتوازن العام ، تقوم هذه الدراسة ببحث بعض ما ينطوي عليه انتهاج النظام المصرفي الاسلامي من انعكاسات على نظام اقتصادي مفتوح بالنسبة لنمو الاقتصاد وتحقيق الاستقرار فيه . وتقوم الدراسة بتحليل التأثيرات الطويلة الأجل للنظام المصرفي الاسلامي على التدفقات الرأسمالية الدولية وعلى قدرة الاقتصاد في التكيف مع الاختلالات الحادثة فيه . وتستنتج الدراسة أنه يمكن استخدام السياسة النقدية بصورة فعالة لأغراض تحقيق الاستقرار وأن النظام المالي الاسلامي يستوعب الاختلالات الحادثة في الاصول بكفاءة .

المحتويات

الصفحة

د	ملخص
١	أولا : مقدمة
٣	ثانيا : النظام المالي الاسلامي
٧	ثالثا : السياسة النقدية ، والاستثمار ، وميزان المدفوعات
١٢	رابعا : نموذج للسياسة النقدية في اقتصاد اسلامي مفتوح
٢٠	خامسا : الادخار ، والاستثمار ، والنمو والاقتراض الخارجي
٢٩	سادسا : ملاحظات ختامية

الجدوال

١٤	١ - الرموز المستخدمة
١٥	٢ - نموذج للنظام المالي الاسلامي
٣١	مصفوفات المعاملات
٣٢-٣٣	المراجع

أولا : مقدمة

ظهر اهتمام كبير في السنوات الأخيرة بتحليل الاقتصاد الاسلامي . وتهدف هذه الدراسة الى دمج وتوسيع نطاق نتائج بعض مناهج البحث التي استخدمت لدراسة آثار سياسات تحقيق الاستقرار في اقتصاد اسلامي . ولقد أظهر خاں وميراخور (Khan and Mirakhor) (١٩٨٧) امكانية استخدام السياسة النقدية لتحقيق استقرار مثل هذا الاقتصاد الذي يتسم على وجه التحديد بالتحريم القاطع لتقاضي الفائدة . وعن طريق استخدام نموذج اقتصادي كلي قصير الأجل لاقتصاد مغلق ، يبين المؤلفان أنه لا يوجد على ما يبدو أي تغيير أساسي في الطريقة التي تؤثر بها السياسة النقدية على المتغيرات الاقتصادية في الاقتصاد الاسلامي . ويمكن للسلطات أن تحقق نفس النتائج من خلال الرقابة على عرض الاقراض المصرفي القائم على أساس تقاضي الفائدة (الربوي) بنفس الطريقة التي تستطيع بها الرقابة من خلال التغيرات في العرض الكلي للنقود /١ . هذه الدراسة توسع من نطاق التحليل ليشمل اقتصادا مفتوحا . وإلى جانب ما تنطوي عليه هذه الدراسة من أهمية خاصة ، فهي تساعد أيضا في ايضاح العلاقة بين الغطاءات المالية والحقيقية في اقتصاد اسلامي مفتوح . وعلى وجه التحديد ، يسلط التحليل الضوء على القنوات الرئيسية التي من خلالها تقوم السياسة النقدية باحداث تغير في معدلات العائد على الاصول المالية والحقيقية ، وبذلك تؤثر في الانعاق الاستثماري ، والنتائج ، وميزان المدفوعات .

تنقسم خطة البحث الى الآتي . يناقش القسم الثاني بعض السمات المؤسسية والمحاسبية لنظام مصرفي اسلامي . ويستهدف ذلك اظهار أوجه التشابه وكذلك أوجه الاختلاف بين النظام المصرفي الربوي والنظام المصرفي الاسلامي . ويناقش القسم الثالث نهج التوازن العام للنظرية النقدية ونظرية "q" للاستثمار ، وهي التي

/١ أنظر أيضا Mohsin Khan, "Principles of Monetary Theory and Policy in an Islamic Framework,".

وهي الدراسة التي قدمت الى المعهد الدولي للاقتصاد الاسلامي في اسلام آباد بباكستان في شهر أيلول/سبتمبر ١٩٨٧ .

قام بتطويرها كل من توبين وبرايينارد (Tobin and Brainard) . والغرض من ذلك هو القيام على سبيل التقديم بتحليل نظامي لانعكاسات نموذج التوازن العام ، من ناحية تفسير فاعلية السياسة النقدية عندما تكون جهات الوساطة المالية غير مقيدة ، ومن ناحية توفير أساس لتحليل السياسة النقدية في اقتصاد مفتوح خال من الفائدة . يقدم القسم الرابع نمودجا بسيطا للتوازن العام لاقتصاد اسلامي مفتوح . ويأتي تصميم النموذج بحيث يوضح كيف تؤثر التغيرات فيما تحوزه الحكومة من رؤوس أموال المصارف على معدلات العائد المتنوعة ، وكيف تؤثر امكانية الاحلال بين الاصول على ناتج السياسة النقدية . أما القسم الخامس فيركز على العلاقة في اقتصاد اسلامي بين اجمالي الاستثمار والادخار من ناحية وبين العجز في الحساب الجاري من ناحية أخرى . ويستهدف ذلك القاء بعض الضوء على القضايا المتعلقة بمستوى الاقتراض الخارجي الذي يمكن مواصلته وما اذا كان انتهاج نظام مصرفي اسلامي يميل الى زيادة أو خفض العجز في الحساب الجاري . وأخيرا ، يشمل القسم السادس بعض الملاحظات الختامية .

يمكن تلخيص النتائج الأساسية للبحث كالتالي ، واضعين في الاعتبار ما ينطوي عليه الافتراض في تبسيط التحليل الوارد فيه من آثار . نظرا لأن تحول النظام المصرفي من نظام ربوي الى نظام يعتمد على المشاركة في الربح أو الخسارة يجعل النظام المصرفي الاسلامي في أساسه نظاما يقوم على مبدأ العدالة ، ففي غمارة عملية التحول تفقد السلطات القدرة على التحديد المباشر لمعدلات العائد المالي / ١ . ومع أن السياسة النقدية يقيد بها امكانات الاحلال بين الاصول المحلية وكذلك التدفقات الرأسمالية الدولية الموازنة ، فان السلطات تستطيع أن تغير من معدل العائد على الرأسمال المادي ، وبذلك تؤثر في الاستثمار والناتج . فضلا عن ذلك ، فستساق الحجة بأن احلال نظام ربوي بنظام اسلامي لن يؤدي بالضرورة الى انخفاض في المدخرات والاستثمار . فاذا كان من المحتم زيادة المدخرات

١/ تتحدد هذه المعدلات في معظم البلدان المتقدمة بطريقة مباشرة من خلال الاجراءات التي تقوم بها البنوك المركزية ، مثل عمليات السوق المفتوح ، والتغيرات في الاحتياطي القانوني ، والتنويع في أسعار الخصم ، الخ .

والاستثمار ، فان التأثير في هذه الحالة على وضع الحساب الجاري هو تأثير ———
يكتنفه الغموض . ولكن حتى اذا زاد عجز الحساب الجاري بسبب زيادة أكبر في
الاستثمار ، فانه يمكن الدلالة بأنه على أساس الوفاء بشروط معينة فان ما يترتب
على ذلك من نمو في الناتج انما يمكن في نهاية الأمر من رأب الفجوة ———
المدخرات المحلية والاستثمار . كذلك يتمتع النظام المالي الاسلامي بمميزات على
النظام التقليدي القائم على أساس الفائدة من ناحية معدلات التكيف مع الانمـاط
المعينة لنواحي الاختلال في الاقتصاد الكلي /١ .

ثانيا : النظام المالي الاسلامي

تضطلع المصارف في النظام المالي الاسلامي بنفس المهام الرئيسية التي تقوم
بها المصارف في النظام المصرفي التقليدي ، ولكنها مقيدة بتنفيذ عملياتها طبقا
لأحكام الشريعة الاسلامية . وتعمل المصارف بمثابة أمناء لإدارة نظام المدفوعات في
الاقتصاد وكجهات وساطة مالية ، وتنشأ الحاجة اليها في النظام الاسلامي نتيجة
لنفس الاسباب المماثلة في النظام التقليدي ، وهي القيام في نفس الوقت بتلبية
التفضيلات المرغوبة في الحافطة لنوعين من الافراد أو الشركات . فعلى أحـد
الجانبين تقع وحدات العجز المالي ، التي ترغب في توسيع حيازاتها من الأصول
الحقيقية بأكثر من حدود صافي الأصول التي تمتلكها . وعلى الجانب الآخر تقـع
وحدات الفائض المالي ، التي ترغب في حيازة جزء من صافي الأصول التي تمتلكها في
صورة أصول سائلة ذات خطر محدود للاعسار . وتستطيع المصارف أن تحقق هذه التحولات
للأسباب الآتية : (١) الاقتصاد الإداري والخبرة في التفاوض ، والمحاسبة ———
والتقييم ، والتحصيل . (٢) خفض المخاطرة عن طريق تجميع المخاطر المتفردة ،
فيما يتعلق بالعائدات على الأصول وسحب الايداعات . (٣) التنظيمات الحكومية ———
والاحكام المصممة لضمان الملاءة المالية للمؤسسات وسيولتها . وتستثمر المصارف

/١ أنظر أيضا خان (Khan) (١٩٨٦) للتعرف على نتائج مماثلة توصل اليها من تحليل نموذج لاقتصاد مغلق .

النقائص الموجودة في الاسواق المالية ، بما في ذلك التوزيع غير السليم للمستحقات المالية ، وتكاليف معاملات البحث في حيازة وتنويع هذه المستحقات عن طريق وحدات الفائض والعجز . وشأن الحال مع نظرائها في النظام التقليدي ، فان المصارف في النظام الاسلامي يمكن أن تنتظر وأن تظهر وفورات حجم عن طريق مراقبة المعاملات المالية . وبسبب وفورات الحجم هذه وبسبب الخبرة المتخصصة للمصارف ، فانه يحتاج للمصارف القدرة على تقليل تكلفة المعاملات التي تحول الدخل الجاري الى الاستهلاك الامثل والاستثمار الامثل . وتقوم المصارف بتغيير علاقات العملاء بين وحدات الفائض والعجز ، وتتيح تكاليف أقل لوحدة العجز وعائدات أعلى لوحدة الفائض بأكثر مما يمكن في حالة التمويل المباشر . وشأن الحال في النظام المصرفي الربوي ، تقوم المصارف الاسلامية بتحويل خصوم المؤسسات الى مجموعة متنوعة من الالتزامات لتلائم الاهتمامات والظروف المختلفة لوحدة الفائض . وتتكون خصوماتها من أسهم تستخدم بمثابة وسيلة للتبادل ، وتتكون أصولها أساسا من اصدارات مالية جديدة في السوق الرأسمالية .

حرمت الشريعة الربا وسمحت بالأرباح وبذلك طوّرت شكلين محدّدين من ترتيبات الأعمال ، كوسيلة للحصول على أرباح دون اللجوء الى تقاضي فوائد وهما بالتحديد المضاربة (Mudaraba) والمشاركة (Partnership) /١ . وفي حالة المضاربة ، يقدم أحد الاطراف رأس المال المالي اللازم ويقدم الطرف الآخر رأس المال البشري المطلوب للنشاط الاقتصادي الذي يتم تنفيذه . أما المشاركة فهي شكل من ترتيبات الأعمال وفيه يقوم عدد من المشتركين بتجميع ما لديهم من رأس مال مالي للقيام بمشروع تجاري - صناعي . هذه الترتيبات للمشاركة في الربح يمكن تنفيذها اما على نطاق المؤسسة ككل حيث يصبح لكل شريك نصيب في رأس المال ، أو تنفذ على ناحية معينة من نواحي النشاط في المؤسسة ، أي أن يكون لها توجيهها شاملا للمؤسسة ككل أو نحو مشروع محدد . وتطبق المضاربة من الناحية التقليدية على

/١ أنظر خان وميراخور (Khan and Mirakhor) (١٩٨٧) للتعرف على الاشكال الاخرى من المعاملات الاسلامية .

الأنشطة التجارية ذات الفترات الرمنية القصيرة ، في حين أن المشاركة تطبق على الأنشطة الانتاجية أو التجارية ذات الأجل الأطول .

في ظل نظام اسلامي ، من المتوقع أن يتم اختيار المشروعات للتمويل من خلال مشاركات التضامن على أساس الربحية المتوقعة للمشروعات . وقد حدا هذا العامل ، مع توفر أسواق رأس المال وغيبة أسواق الدين ، بالمفكرين الاسلاميين للتوصل الى أنه في ظل نظام اسلامي من المحتمل أن يكون هناك : (أ) عدد أكبر وتنوع أكبر لمشروعات الاستثمار مما يتطلب التمويل ، (ب) اختيار أكثر حرصا وانتقائية وربما كفاءة للمشروعات من جانب المدخرين والمستثمرين و(ج) اشتراك أكبر من جانب الجمهور في أنشطة الاستثمار والمشروعات ، وبصفة خاصة مع تطور أسواق رأس المال الخاصة ، بدرجة أكبر مما هو في النظام التقليدي القائم على أساس الفائدة . وفي الترتيب الاسلامي للمشاركة في الربح ، في حين يتم اقتسام الربح على أساس النصيب المحدد مسبقا بين العامل (صاحب المشروع والقائم على تنفيذه agent-entrepreneur) وبين صاحب رأس المال (مالك رأس المال الممول) ، فإن أصحاب المال وحدهم هم الذين يتحملون الخسارة وليس صاحب المشروع . ويتيح هذا لرأس المال البشري ، الذي يتمثل في العمل والجهد ، وضعاً على قدم المساواة مع رأس المال المالي ، المتمثل في عمل وجهد سابق محول إلى رأس مال (monetized past labor and work) . وفي هذا الخصوص ، فإن صاحب رأس المال المالي يخاطر بخسارة أمواله ، في حين أن العامل صاحب المشروع يعتبر مخاطراً بوقته وجهده وعمله .

لقد أدت جهود المفكرين والاقتصاديين الاسلاميين في تطوير نماذج للعمـل المصرفي في اطار من المتطلبات الاسلامية الى مجموعة متنوعة من المقترحات التي يمكن تصنيفها الى فئتين من النماذج الأساسية . النموذج الأول ، ويعتمد على مفهوم المشاركة في الربح ، يدمج جانبي الاصول والخصوم للقطاع المالي على أساس مبدأ يسمى بالمضاربة ذات الشقين ويضع هذا النموذج تصوراً بأن المودعيين يتعاقدون مع مؤسسة مصرفية للتقاسم في الارباح التي يحققها المصرف . ويدخل

المصرف ، على جانب أصوله ، في تعاقد آخر مع عامل - صاحب مشروع ، يبحث عن أموال للاستثمار ويوافق على اقتسام الربح مع المصرف طبقا لنسبة مئوية سابقة التحديد ينص عليها في العقد . وتتجمع حيلة البنك من جميع أنشطته ثم يتم اقتسامها مع المودعين وحيلة الأسهم طبقا لشروط التعاقد . وتعتبر الأرباح التي يحصل عليها المودعون هي نسبة مئوية من إجمالي الأرباح المصرفية . وطبقا لهذا النموذج ، يسمح للمصارف بقبول ودائع تحت الطلب لا تغل أرباحا وإنما يمكن أن تكون خاضعة لرسم خدمة . ويتحتم بموجب هذا النموذج أن ترد الودائع تحت الطلب الى المودعين فور طلبها ، كما أنه ليس لها شرط احتياطي قانوني محدد .

أما النموذج الثاني فيقسم جانب الخصوم في بيان رصيد المصرف إلى نافذتين ، واحدة للودائع تحت الطلب وهي تعمل بمثابة أرصدة للمعاملات والأخرى لأرصدة الاستثمار ^{١/} . ويترك مسألة اختيار أي النافذتين للمودعين أنفسهم . وينص هذا النموذج على شرط الاحتياطي القانوني بنسبة ١٠٠ بالمئة للودائع تحت الطلب ولكن ليس هناك شرط احتياطي بالنسبة لأرصدة الاستثمار . ويحتاج مؤيدو هذا النموذج بأن الودائع تحت الطلب توضع بصفة "أمانة" ولا بد وأن يكون لها احتياطي قدره ١٠٠ بالمئة ، لأن هذه الأرصدة تخص المودعين ولا تخول أي حق للمصرف باستخدامها كأساس للاقراض وخلق النقود من خلال الاحتياطيات المتاحة للاقراض . ومن ناحية أخرى فإن النقود المودعة في حسابات الاستثمار إنما تودع مع المعرفة الكاملة للمودعين بأن الودائع سوف تستثمر في مشروعات تحمل المخاطرة ، وعلى ذلك فليس هناك ما يبرر إعطاء ضمان لها . وفي هذا النموذج أيضا ، يجوز للمصرف أن يتقاضى من المودعين رسم خدمة نظير الاحتفاظ بالأموال في خزائنه .

^{١/} Khan (1986) .

ثالثا : السياسة النقدية ، والاستثمار ، وميزان المدفوعات

تعتبر فاعلية استخدام السياسة النقدية للتأثير على الظروف الاقتصادية الكلية موضوعا تختلف فيه الآراء ويدور حوله الجدل . فمن ناحية ، يقول بعض الاقتصاديين بأنه اذا استجابت أسواق العمل والانتاج المحلي ببطء للتحويلات في المناخ الاقتصادي ، مما يؤدي الى ظهور اختلالات لا يتعادل فيها باستمرار العرض مع الطلب ، فهناك مجال للسياسة النقدية كي تحقق استقرار الاقتصاد . ومن ناحية أخرى ، يحتاج بعض الاقتصاديين بأن السياسة النقدية التي تنتهجها السلطات لمواجهة التقلبات الدورية لا يمكن أن تكون فعالة في التأثير على العمـل والانتاج ، وذلك اعتمادا على نماذج تكون فيها العوامل الاقتصادية رشيدة ولا تقع في أخطاء تتعلق بتوقع سلوك السلطات النقدية . ومن القضايا الرئيسية في هذا الجدل هو ما اذا كانت الاسعار حرة في تكيفها بسرعة حتى تحقق الاسواق التوازن بصفة منتظمة مع استجابة المشتركين الاقتصاديين لأية تغيرات في السياسات النقدية التي يتوقعونها .

وبالإضافة الى التركيز على فاعلية السياسة النقدية في سياق التوقعات الرشيدة ، فإن التطورات في النظرية النقدية قد ركزت أيضا على مسألة الحركة الدولية لرأس المال وانعكاسات ذلك على السياسة النقدية النشطة . ومن النتائج المشتركة في الكتابات المعنية هذه هو أنه كلما ازداد انفتاح الاقتصاد ، كلما ازدادت الصعوبة في التأثير على القطاع الحقيقي من خلال سياسة نقدية نشطة . ان فاعلية السياسة النقدية انما تعتمد بصفة حاسمة على ما اذا كان المال "يتدفق" مباشرة وبسرعة من خلال حركات رأس المال لميزان المدفوعات ، وعلى قوة تأثير التغيرات في السعر النسبي للسلع المتبادلة تجاريا وغير المتبادلة على الحساب الجاري ، والتغيرات في اجمالي الطلب المحلي .

في تحليل جوانب الاقتصاد المفتوح للسياسة النقدية ، تناقش في بعض الاحيان أسعار الفائدة وميزان المدفوعات باعتبارها عنصرا مستقلا من عناصر السياسة

من الموضوعات الهامة الأخرى التي تركز عليها البحث في السنوات الأخيرة في النظرية الاقتصادية الكلية هي التباين في معدل تراكم رأس المال وحساسية الاستثمار لمعدلات العائد في الأسواق المالية . وقد ذكر توبين (Tobin) (١٩٦٩) ، وتوبين وبرينارد (Tobin and Brainard) (١٩٦٨ ، ١٩٧٧) ، وآخرون أن جزءاً كبيراً من هذا التباين في الاستثمار إنما يعزى إلى التغيرات في الحوافز النسبية لأصحاب الثروات لحيازة أصول رأسمالية مادية ، كما يعزى أيضاً إلى النقود أو الالتزامات بدفع نقود من ناحية أخرى . وفي هذا النهج ، فإن الأصول النقدية هي جزء من قائمة للأصول ، والنظام المصرفي التجاري هو واحد من القطاعات ، وليس القطاع الوحيد ، ويتعين تحديد سلوك بيان الميزانية الخاص به . ويحدد نموذج توبين - برينارد لحساب رأس مال الاقتصاد (The Tobin Brainard model) الأصول (والخصوم) التي تظهر في الحوافز وفي بيان الميزانية ، والعوامل التي تحدد الطلب والعرض للأصول المتنوعة ، والشروط التي بمقتضاها يتحقق التوازن بين أسعار الأصول ومعدلات العائد من ناحية وبين هذه الأسواق المتداخلة . إن التوازن في هذه النماذج هو حالة توازن للأرصدة وبيانات الميزانية ، أي موقف يكون فيه كل من القطاع الخاص والمؤسسات المالية قانعاً بحوافظه من الأصول والخصوم ، ويكون فيه الطلب على حيازة كل أصل معادل لمقدار العرض منه . ويقول مؤيدو هذا النهج العام للتوازن في النظرية النقدية بأن العمليات النقدية لأي بنك مركزي يمكن أن تؤدي إلى تغيرات في معامل "q" - وهي نسبة قيمة المؤسسات في السوق إلى تكلفة احتلال رأس مالها المادي - وأن هذه النسبة هي الصلة الأساسية بين القطاعات المالية والحقيقية في الاقتصاد .

يؤدي حدوث أي تغير في كمية النقود إلى اختلال توازن سوق الأصول كما يؤدي إلى سلسلة من عمليات الاحتلال في الحافطة . وتعتبر العملة ، والودائع في المصارف وغيرها من جهات الوساطة المالية ، ورؤوس الأموال ، إلخ ، بدائل هامة لبعضها البعض ولأصول أخرى في حوافز المستثمرين . ويعمل البنك المركزي في بادئ الأمر على أساس معدل عائد بعض الأدوات المالية التي يحورها في حافظته عن طريق شرائها

أو بيعها في السوق . وبعد ذلك تحول العمليات النقدية الى عائدات لرأس المال نظرا لأن بدائل الحافطة تتأثر بالمستويات الجارية لمعدلات العائد والتوقعات بشأن مساراتها المستقبلية . وهكذا ، فإن التغيرات في رصيد النقود يغير من "q" وكذلك يغير من نفقات الاستثمار الخاص ، والنتاج الحقيقي ، والأسعار . ويعتبر معدل الاستثمار دالة موجبة لـ "q" وحدوث زيادة في الرصيد النقدي يريد من "q" . وفي اقتصاد تنافسي ذو مردود ثابت للحجم ، فإن قيمة التوازن لـ "q" تؤدي الى مواصلة احلال رأس المال وتوسيع نطاقه بمعدل النمو الطبيعي للاقتصاد . فاذا لم تكن هناك تكاليف للتصحيح ، فستستمر الشركة في زيادة أو خفض الرصيد الرأسمالي حتى تصبح "q" معادلة للواحد الصحيح . وعلى الأجل القصير ، تؤدي الاختلالات والتوقعات والتغيرات في السياسة الى تحركات في "q" وهذه بدورها تغيّر من الحوافز الداعية للاستثمار الحقيقي .

يتناول توبن وبرينارد (Tobin and Brainard) (١٩٦٣) مسألة مدى تأثير وجود جهات الوساطة المالية غير المقيدة على الاقلال من فاعلية الرقابة النقدية . ويعتمد منهجهم على وضع نماذج من التوازن العام في الاسواق المالية وأسواق رأس المال ورصد تغيرات الضوابط النقدية في هذه النماذج عندما تحدث التغيرات الهيكلية ، مثل إلغاء الحدود العليا على المعدلات التي تدفعها المصارف التجارية على الودائع . ويلاحظ توبن وبرينارد (Tobin and Brainard) أن استحداث جهات الوساطة المالية غير المصرفية ، سواء كانت مقيدة أو غير مفيدة ، في نظام تكون فيه المصارف تحت الرقابة النقدية الفعلية انما يطرح أصلا نفس القضايا مثل استحداث المصارف التجارية كجهة وساطة مالية ، مقيدة أو غير مقيدة ، في نظام تكون فيه رقابة الحكومة متمثلة في عرض عملتها . وعلى ذلك فان تحليلهما يركز على تأثيرات الوساطة المالية من جانب المصارف والنتائج المترتبة على ترك هذه العمليات دون تنظيم ، وتأثيرات تنظيمها بطرق متنوعة . وفي النموذج الذي قدمناه ، يعتبر الاجراء النقدي توسعيا اذا أدى الى خفض معدل العائد على ملكية رأس المال الحقيقي الذي يتطلبه المجتمع لحفره على حيازة رصيد معين من رأس

المال ، ويعتبر انكماشيا اذا أدى الى زيادة ذلك العائد . وفي حالة التوازن ، فان معدل العائد هذا يعادل الانتاجية الحدية المتوقعة لرصيد رأس المال ، الذي يعتمد بدوره على حجم الرصيد الرأسمالي بالنسبة للمستويات المتوقعة للنواتج . فاذا أدى اجراء نقدي الى خفض معدل العائد على رأس المال وعنده يقنع أصحاب الثروة باستيعاب الرصيد المعين لرأس المال في حوافظهم أو في ميزانياتهم مع الأصول والخصوم الأخرى ، حينئذ يصبح من الأسهل على الاقتصاد تجميع رأس المال .

يبين تحليل توبين - برينارد (Tobin-Brainard) أن وجود وساطة مالية غير مقيدة لا ينطوي على عدم فاعلية السياسة النقدية في تغيير المعدل المطلوب للعائد على الأصول على رأس المال المادي . ومع أن حدوث خفض في عرض العملة سيؤدي الى زيادة المعدلات المالية لجهة الوساطة المالية ، فان احلال خصوم جهة الوساطة بعملة لن يوازن الانكماش النقدي تماما طالما أن خصوم جهة الوساطة المالية هي بديل غير كامل عن العملة . ان الاحلال من هذا النوع ينطوي على أن حدوث تغير معين في عرض احتياطات العملة والاحتياطات المصرفية يصبح ذو أثر أكبر على الاقتصاد اذا منع هذا الاحلال ، ولكن ذلك لا ينطوي على حدوث توازن للتخفيضات المفروضة في عرض الأصول النقدية المقيدة كلما جرى خفض .

"وما اذا كان من الأهمية بمكان أن تكون الضوابط النقدية أكثر

فاعلية بهذا المعنى فهذه مسألة أخرى ...

وعندما يمكن تحقيق تأثير علاجي اما عن طريق جرعة صغيرة من دواء قوي أو جرعة كبيرة من دواء ضعيف ، فليس من الجلي أن تكون الجرعة الأصغر أكثر تفضيلا . ان زيادة استجابة النظام لأدوات الضوابط قد يزيد أيضا من حساسيته للصدمات الخارجية العشوائية . فضلا عن ذلك ، فان توسيع نطاق الضوابط على جهات الوساطة المالية والأسواق انما يتضمن اعتبارات تفوق تلك الخاصة بتحقيق الاستقرار الاقتصادي . انها تطرح أيضا أسئلة

تتعلق بالعدالة ، وكفاءة التخصيص ونطاق السلطنة
الحكومية " / ١ .

رابعاً : نموذج للسياسة النقدية في اقتصاد إسلامي مفتوح

ان الأفكار الأساسية من نهج التوازن العام في النظرية النقدية ونظرية "q" للاستثمار ، فيما يتعلق بموضوع المعاملات المصرفية الإسلامية ، هي أن السبيل الرئيسي الذي تؤثر من خلاله السياسة النقدية على إجمالي الطلب هو عن طريق أحداث التغيير في تقييم الأصول المادية بالنسبة لتكاليف إحلالها ، وأن السياسة النقدية يمكن أن تحقق هذه التغيرات حتى في حالة وجود جهات الوساطة المالية غير المقيدة . ان تحول العمل المصرفي من نظام قائم على أساس الفائدة الى نظام يعتمد على المشاركة في الربح والخسارة يجعل من النظام المصرفي الإسلامي بالضرورة نظاماً يقوم على أساس العدالة . ولا تستطيع السلطات بطريقة مباشرة أن تحدد معدلات العائد المالي ، وبذلك فإن النظام المالي موجه نحو السوق في الاقتصاد الإسلامي بأكثر مما هو في اقتصاد يعتمد على أسعار الفائدة الثابتة . وفي هذا الخصوص ، تعتبر نماذج توبن-برينارد (Tobin-Brainard) ، وبخاصة النموذج لتحليل تأثيرات جهات الوساطة المالية غير المقيدة على فاعلية الرقابة النقدية ، أمر وثيق الصلة . في هذا القسم ، نقدم صيغة بديلة لنموذج توبن-برينارد (Tobin-Brainard) لغرض دراسة السياسة النقدية في اقتصاد إسلامي مفتوح . ونظراً لأن النموذج هو لاقتصاد مفتوح ، فإن السياسة النقدية يعوقها إمكانات الإحلال بين الأصول المحلية وكذلك موازنة التدفقات الرأسمالية الدولية . ويبين النموذج الوارد أدناه تماثلاً وثيقاً بالنماذج التي طورها برانسون (Branson - 1976, 1979) ، وميلر (Miller 1973) ، وتوبن ودي ماكيندو (Tobin and Macedo 1980) . ان الغرض هو التوصل الى أبسط نموذج أساسي ممكن

/١ توبن وبرينارد (Tobin and Brainard - 1963) .

يعطي السلوك الأساسي لنهج التوازن العام للنظرية النقدية في اقتصاد إسلامي مفتوح ، وبخاصة التحركات في معدل العائد على رأس المال المادي وتدفقات رأس المال الموازنة عقب التحولات في السياسة النقدية .

يتكون النموذج من الافتراضات التالية . هناك ثلاثة أصول مالية وأصل حقيقي واحد ، وتحدد مجموعة معادلات الطلب المفرط على هذه الأصول معدلات العائد على الأصول ، على أساس قيم المتغيرات الخارجية المتنوعة . ويقدم الجدول رقم (١) تعريفات بالرموز المستخدمة . وتتنوع ثروة القطاع الخاص المحلي لتشمل العملة ، والودائع المصرفية ، ورؤوس أموال المصارف ، ورأس المال المادي . ويحوز القطاع المصرفي العملة ، ورأس مال المصارف ، والقروض . ويحوز القطاع الخارجي ودائعه في القطاع المصرفي المحلي كما يحوز أيضا رأس مال المساهمين .

يقدم الجدول رقم (٢) النموذج المتمثل في المعادلات من (١) وحتى (٧) . وتعتبر المعادلات الأربع الأولى هي معادلات فائض الطلب على رأس المال المصرفي ، والقروض المصرفية ، ورأس المال المادي ، والعملية على التوالي . وتعتبر دوال الطلب لحاملي الأصول بالنسبة للأصول الأربعة غير كاملة الإحلال هي دوال لمعادلات العائد المتعلقة بالقطاع المعين . ويفترض بأن الأصول هي جميعها بدائل اجمالية في حوافز كل قطاع ، مما ينطوي على أن أي زيادة في المعدل على أي أصل سيؤدي إلى إحلال أصول أخرى في الحافظة محل ذلك الأصل . وبمعنى آخر ، فإن الاشتقاق الجزئي لدالة الطلب على الأصل فيما يتعلق بالمعدل الذاتي هو موجب ، في حين أنه بالنسبة للمعدل البديل فهو سالب أو صفر . وتصف المعادلة (٥) دالة طلب القطاع الخاص على الودائع المصرفية ، في حين أن المعادلة (٦) هي طلب القطاع الخارجي على الودائع المصرفية المحلية . وتصف المعادلة (٧) العلاقة بين معدل القروض المصرفية ومعدل الودائع المصرفية .

تقدم المصارف التجارية ودائع الاستثمار إلى القطاع الخاص ، "D" ، وإلى القطاع الخارجي ، "D*" ، وهي غير مضمونة من المصارف ولا تعطي معدل عائد سابق

الجدول رقم (١) - الرموز المستخدمة

الرمز	التعريف
D	التزامات المصرف تجاه المقيمين المحليين (كجزء من ثروة القطاع الخاص)
D*	التزامات المصرف تجاه القطاع الخارجي (كجزء من ثروة القطاع الخاص)
H	عرض أسهم رأس مال المصرف (كجزء من ثروة القطاع الخاص)
G	(خيارات الحكومة من أسهم رأس المال المصرفي (كجزء من ثروة القطاع الخاص)
K	رأس المال المادي (كجزء من ثروة القطاع الخاص)
C	العملة (كجزء من ثروة القطاع الخاص)
c	نسبة الاحتياطي القانوني للمصارف
\hat{e}	معدل تغير سعر الصرف ، حيث سعر الصرف هو سعر وحدة العملة الأجنبية مقيما بالعملة المحلية .
rd	معدل العائد على الودائع المصرفية
rl	معدل العائد على القروض المصرفية
rh	معدل العائد على أسهم رأس المال المصرفي
rk	العائد على رأس المال المادي
rf	العائد على الأصول الخارجية

الجدول رقم (٢) - نموذج للنظام المالي الاسلامي

المعادلة	رقم المعادلة
$b^h(rh, r\ell)(1-c)(D+D^*)+p^h(rh, rd, rk)+G-H=0$	(١)
$b^l(rh, r\ell)(1-c)(D+D^*)-p^l(rk, r\ell)=0$	(٢)
$p^k(rh, rd, rk, r\ell)+f^k(rk-rf-e)-K=0; \quad f^{k'}>0$	(٣)
$cb^d(rh, rd)+p^c(rh, rd, rk)-C=0$	(٤)
$D=p^d(rh, rd, rk);$	(٥)
$D^*=f^d(rd-rf-\hat{e}); \quad f^{d'}>0$	(٦)
$rd=r(r\ell); \quad r'>0$	(٧)

التحديد . ويفترض بأن المصارف تدفع للمودعين معدل عائد "rd" ، على أساس الارباح من عملياتها ، كما هو مفترض في المعاملة (٧) . ويتم اقتسام هذه الودائع بين المودعين والمصارف بنسب محددة يتفق عليها الطرفان قبل القيام بالمعاملة ، بحيث أنه في حالة حدوث خسائر للمصارف ، يكون معدل العائد للمودع سالبا وتندفع القيمة الاسمية للودائع تبعا لذلك /١ . وعلى عكس حالة النظام المصرفي القائم على أساس الفائدة ، فإن المصارف التجارية في النظام الاسلامي لا تستطيع أن تفرض من البنك المركزي من خلال الآلية المعتادة لاعادة الخصم بسعر خصم رسمي معين . ويفترض بأن المصارف تستطيع أن تفرض من البنك المركزي على أساس واحد هو المشاركة في رأس المال ، ويقوم البنك المركزي بشراء أسهم رأس المال الموجودة في المصارف عندما يرغب في توسيع نطاق احتياطياته في النظام ، والعكس بالعكس . وعلى ذلك ، فإن معدل العائد الذي يحصل عليه البنك المركزي نظير حيازته لأسهم رأس مال المصارف التجارية هو مصدر اضافي للأموال للمصارف التجارية ، ويشترك الجمهور أيضا في هذه السوق . وكما في حالة ودائع الاستثمار ، فإن معدل العائد على المشاركة في رأس المال "rh" ، يعتمد على الوضع الكلي للمصارف فيما يتعلق بالربح ، حتى انه على عكس سعر الخصم الرسمي ، فإنه لا يتحدد بطريقة مباشرة من جانب البنك المركزي .

وعلى جانب الاقراض ، تعمل المصارف في ترتيبات المضاربة على أساس المشاركة في مخاطر العائد مع القطاع الخاص فقط . ان تمويل المضاربة في هذه الحالة يفترض وأن يشمل جميع الأنواع الأخرى من الترتيبات المماثلة ، مثل تمويل المشاركة . وكما في حالة ودائع الاستثمار ، فإن الارباح العائدة من المشروعات الممولة من جانب المصارف إنما يتم اقتسامها بين المصرف وصاحب المشروع على أساس محدد من قبل ومنصوص عليه في العقد بين الاثنين قبل تقديم التمويل . كذلك فإنه يطلب من المصارف أن تحوز نسبة معينة "c" ، من حصونها للقطاعات الخاصة والخارجية في صورة احتياطيات لدى البنك المركزي .

يحوز القطاع الخارجي ودائع استثمارية في النظام المصرفي وكذلك رأس مال مادي . والطلب الخارجي على الودائع الاستثمارية ، f^d ، هو دالة على معدل العائد على الودائع الاستثمارية ، r_d ، ناقص سعر الفائدة الخارجي أو العالمي ، r_f ، والانخفاض المتوقع لقيمة العملة المحلية ، \hat{e} . وهنا تكون المشتقة f^d ، ذات الإشارة $f^{d'}$ ، موجبة .

تتكون خصوم البنك المركزي من احتياطات المصارف التجارية من العملة التي يحوزها الجمهور . وكما ذكرنا من قبل ، فإن البنك المركزي يحوز أسهم رأس مال المصارف التجارية ، ويتحدد معدل العائد على هذه الأسهم بحسب السوق . ويقوم البنك المركزي بتغيير عرض الاحتياطات من خلال أحداث تغييرات في رصيده من أسهم رأس المال المصرفي ، dG ، وهذه بدورها تغير من تكلفة الاقتراض للمصارف .

تخضع المعادلات الأربع للطلب المفرد على الأصول لعيود بيان الميزانية العمومية ، وهي بذلك تشمل ثلاث معادلات مستقلة تحدد كلا من r_l ، r_h ، و r_k ، لقيم معينة للمتغيرات الخارجية . وبإسقاط المعادلة رقم (٤) وبالإحلال لكل من D ، D^* ، و r_d ، يتبقى ثلاث معادلات تحدد معدلات العائد الخارجية الثلاثة . ولاشتقاق النتيجة الخاصة باتجاه الحركة لواحد من المعدلات ، نستطيع أن نأخذ الفروق الاجمالية للمعادلات الثلاث للطلب المفرد . ويعطي اجمالي التفاضل للمعادلات (١) - (٣) بعد الإحلال المناسب المعادلة رقم (٨) ، التي تحدد dr_h ، و dr_k كدوال للتغير في r_f ، K ، H ، C ، G ، و \hat{e} .

$$AdY + BdX = 0 \quad \text{or} \quad AdY = -BdX \quad (٨)$$

$$\text{حيث} \quad dY = \begin{bmatrix} dr_h \\ dr_l \\ dr_k \end{bmatrix}, \quad dX = \begin{bmatrix} dG \\ dC \\ dH \\ dK \\ dr_f \\ d\hat{e} \end{bmatrix}$$

ويرد في "الملحق" المعامل للمصفوفات A و -B .

والحل هو

$$dY = -A^{-1}BdX \quad (٩)$$

المصفوفة A ذات العناصر a_{ij} ، هي مصفوفة اشتقاق جزئية لدوال الطلب المفرط فيما يتعلق بمعدل العائد الخارجي ، وقياسا على ذلك تعرف المصفوفة B فيمما يتعلق بالمتغيرات الخارجية . وتضمن فرضية اجمالي الاحلال أن

$$a_{ii} > 0 \quad \text{for all } i \quad (أ)$$

$$a_{ij} < 0 \quad \text{for all } i, j, i \neq j \quad (ب)$$

$$\sum_i a_{ij} > 0 \quad \text{for all } j \quad (ج)$$

$$\det A > 0 \quad (د)$$

وهنا تكون محددة المصفوفة موجبة لأن الحالة (٣) تنطوي على أن A ذات أقطار غالبية بحسب العمود ، وهي تكفي لأن يكون للجذور المميزة للمصفوفة عناصر حقيقية موجبة . ومن النتائج الهامة للمصفوفات من هذا النوع هو أن جميع العوامم المرافقة تكون غير سالبة ويتكون النظير السلبي للمصفوفة A كلية من عناصر غير سالبة .

نناقش الآن تأثير التغيرات في حيازات البنك المركزي من أسهم رأس مال المصارف التجارية ، dG ، على معدلات العائد الخارجية . من المعادلة (٩) نجد عناصر التغير التالية في حيازات الحكومة من أسهم رأس المال المصرفي على معدلات العائد الخارجية :

$$drh/dG = (1/|A|) [(-a_{22}a_{33})+(a_{23}a_{32})] \quad (١٠)$$

$$drL/dG = (1/|A|) [-(a_{23}a_{31})+(a_{21}a_{33})] \quad (١١)$$

$$drk/dG = (1/|A|) [(-a_{21}a_{32})+(a_{22}a_{31})] \quad (١٢)$$

وعلى أساس الافتراضات في المصفوفة "A" ، تنخفض المعدلات الخارجية الثلاثة استجابة لحدوث زيادة في حيازة البنك المصرفي من أسهم رأس المال المصرفي . وبداهة ، فإن النتائج يمكن تفسيرها بملاحظة أن الزيادة في حيازة البنك المركزي من أسهم رأس المال المصرفي تضيف على الفور الى عرض الأموال المتاحة للمصارف لأغراض الاقتراض . ومع سعي المصارف للحصول على المزيد من المشروعات لتمويل المضاربة ، فهي تقبل مشروعات بمعدلات عائد متوقعة أقل مما اعتادت أن تقبله من قبل . وسوف تنعكس الحصلة الأقل على تمويل المضاربة في صورة عائدات أقل على ودائع المضاربة . وعلى أساس الانخفاض في معدلات ودائع المضاربة ، فهناك إحلال في السوق نحو رأس المال المادي ، ويؤدي الطلب المتزايد على رأس المال الى خفض معدل العائد المطلوب على رأس المال . وكما شرحنا من قبل فيما يتعلق بنظرية الاستثمار "q" ، فهذا الاجراء النقدي توسعي لأنه يخفض من معدل العائد المطلوب على رأس المال ويجعل من الاسهل على الاقتصاد حشد رأس المال المادي .

ومع ذلك فلا بد وأن نذكر أنه بسبب مرونة معدلات العائد على الودائع وعدم رقابة البنك المركزي في المعاملات المصرفية الاسلامية ، فستكون هناك موازنات جزئية للاجراء النقدي . ومع انخفاض العائدات على ودائع المضاربة ، فإن القطاع الخاص لن يقوم فقط بإحلال الى رأس المال المادي وإنما أيضا الى العملة ، وبذلك يقلل من توسع نطاق الوساطة المصرفية . وفضلا عن ذلك ، فإن القطاع الخارجي سوف يقلل من حيازاته من الأصول المحلية ، من ودائع المضاربة ورأس المال المادي ، لأن معدلات عائدها تنخفض . هذه التدفقات الرأسمالية الدولية الموازنة سوف تعتمد على مرونة دوال الطلب على الأصول الأجنبية من ناحية معدلات العائد . وهكذا ، فإن التحول الى مرونة أكبر في تحديد معدلات العائد على الودائع يحتمل وأن تزيد من الحد الذي تستطيع في نطاقه التدفقات الرأسمالية أن توازن السياسة النقدية . ولكنه طالما أن الأصول هي بدائل غير كاملة ، فإن التوازن هو أيضا جزئي . ومع أن المرونة الأكبر في معدلات العائد تزيد من التدفقات الرأسمالية الدولية القصيرة الاجل الموازنة للسياسة النقدية ، فإن

ذلك لا يعني على الاطلاق أن انتهاء النظام المصرفي الاسلامي سوف يؤدي الى تدفقات رأسمالية متواصلة الى الخارج على الاجل المتوسط أو الاجل الطويل . ويأتي النموذج لغرض تحليل تأثيرات السياسة النقدية على الاجل القصير . أما دراسة انعكاسات النظام المصرفي الاسلامي على تدفقات رأس المال الدولي على الاجل الطويل ، فتتطلب التعرف على التأثيرات المحتملة للنظام المصرفي غير الربوي على الادخار والاستثمار المحلي . وترد مناقشة لهذه المسألة في القسم التالي .

خامسا : الادخار ، والاستثمار ، والنمو والاقتراض الخارجي

تركز النقاش السابق على العلاقة بين السياسة النقدية ومعدلات العائد في اقتصاد اسلامي وكيف أن التغيرات في معدلات العائد تؤثر في اتفاق الاستثمار . ويركز هذا القسم على العلاقة بين الادخار والاستثمار المحلي من ناحية ، وعجز الحساب الجاري من ناحية أخرى ، لكي نلقي بعض الضوء على مسألة القدرة على خدمة الدين الخارجي بالنسبة لاقتصاد اسلامي . وفي متطابقة حسابات الدخل القومي ، فإن اجمالي الناتج القومي (GNP) يقاس بالانفاق على الناتج النهائي وكذلك بالطريقة التي يستخدم فيها الدخل المتولد من عملية الانتاج .

$$C + I_p + I_g + G + (X-M) = GNP = C + S + T + R_f \quad (١٣)$$

يشير جانب المتطابقة الأيسر الى أن الانفاق على اجمالي الناتج القومي مقسم بين الاستهلاك الخاص (C) ، واجمالي استثمار القطاع الخاص (I_p) ، واجمالي الاستثمار الحكومي (I_g) ، والانفاق الحكومي على السلع والخدمات من النوع الاستهلاكي (G) ، وصافي الصادرات (X-M) . ويشير جانب المعادلة الايمن الى أن الدخل المتحصل من عملية الانتاج يستنفذ في الاستهلاك الخاص (C) ، والادخار من جانب المستهلكين ومصالح الاعمال (S) ، وصافي مدفوعات الضرائب (T) ، ومدفوعات التحويلات من المواطنين في القطاع الخاص الى الأجانب (R_f) . وبطرح الاستهلاك الخاص (C) من كلا

جانبى المتطابقة ، واعادة ترتيبها نجد أن :

$$(M - X) + R_f = (I_p - S) + (I_g + G - T) \quad (١٤)$$

وبمعنى آخر ، فإن عجز الحساب الجارى يعادل مجموع زيادة استثمار القطاع الخاص على ادخار القطاع الخاص وعجز ميزانية الحكومة . وهذا ينطوي على أن عجز الحساب الجارى سيكون أعلى كلما زاد تراكم رأس المال ، ونقص تراكم الثروة الخاصة ، وراد عجز الميزانية . ولكن وجود عجز فى الحساب الجارى يعنى تحولا للموارد الى البلد اذ أن البلد لا يقوم بتسديد قيمة بعض السلع والخدمات التى تأتى اليه بقيمة مساوية من المستحققات عليه . واجمالى القول ، ان عجز الحساب الجارى لا بد وأن يظهر فى صورة تغيرات فى صافي وضع الاصول ، بغض النظر عما اذا كانت هذه تحدث من خلال خفض فى الاصول الاجنبية (بما فى ذلك الاحتياطيات الدولية) أو من خلال الاقتراض . فاذا نتج عجز الحساب الجارى عن زيادة فى الاستثمار ، فان الاقتصاد فى هذه الحالة يبادل أصلا ، وهو أداة الدين ، بأصل آخر ، وهو الاستحقاق على رأس المال المادى . والى الحد الذى توجه فيه الموارد المقترضة الى استثمارات منتجة ، فيمكن أن نتوقع لهذه الاستثمارات - على أساس الادارة الحكيمة للاقتصاد واستمرار العدرة التنافسية للقطاع الخارجى - على توليد تدفق من العائدات يكفي على الاقل لتسديد القروض المرتبطة بذلك . ومن ناحية أخرى فلو أن الموارد قد استخدمت بطريق مباشر أو غير مباشر لاستمرار الاستهلاك ، فان تسديد المديونية لا بد أن يكون - الى حد ما على الاقل - على حساب المستويات المستقبلية للاستهلاك ، وهو أمر أكثر ارهاقا . وعلى ذلك فمن المهم أن نعرف ما اذا كان انتهاج النظام المصرفي الاسلامي من شأنه أن يؤدي الى مزيد من الاستثمار أو مزيد من الاستهلاك ، أي ما اذا كان من المحتمل توليد تدفق للموارد الحقيقية مما يسمح فى نهاية الأمر بتسديد الالتزامات الخارجية .

لعله من الممكن سياق الحجة بأن الادخار من شأنه أن يتعزز فى ظل نظام اقتصادي اسلامي وبخاصة تركيزه على العمل والاعتدال فى الاستهلاك . وعلى الرغم من

ذلك ، فقد أشيرت المحاور بأن انتهاج النظام المالي الاسلامي قد يؤدي الى خفض المدخرات واعاقه سبل جهات الوساطة المالية والتنمية . وتقتصر واحدة من الحجج أنه نظرا لعدم حصول المدخرات على أي مقابل (أي أن سعر الفائدة صفر) فليس هناك حافز للأفراد على الادخار . وتؤكد حجة أخرى بأن المدخرات سوف تنقص بسبب ترايد الشكوك حول التوقعات المستقبلية بالنسبة للنظام المالي الاسلامي .

تقوم الحجة الأولى على أساس سوء فهم يتعلق بما يحظره الاسلام من تقاضي الفائدة . ويعتبر مقدمو تلك الحجة أن الحظر على الفائدة معادل لفرض معدل عائد صفري على الاستثمار ورأس المال . ويعكس هذا الرأي خلطا بين معدل العائد وسعر الفائدة . ففي حين أن سعر الفائدة محظور في الاسلام ، فإن معدل العائد مسموح بل أنه في الحقيقة أمر يشجع عليه الاسلام . والحجة الثانية تقوم على أساس الافتراض بأن الشكوك المتزايدة بالنسبة لمعدل العائد تؤثر على المدخرات بطريقة سلبية . ولقد خضعت هذه المسألة مؤخرا للتحليل النظري المدقق وأعطت نتائج متناقضة . وتميل الدراسات المحدودة التي أجريت على هذه المسألة في سياق الاطار الاسلامي الى اهمال جوانب المفاضلة لعائد المخاطرة المتعلق بهذا الموضوع /١ . هذا يعني أن تأثيرات معدل العائد الثابت والمحدد على المدخرات إنما تقارن بالتأثيرات على المدخرات عندما توضع مسألة الشكوك في الاعتبار ، والنتيجة الواضحة هي حدوث خفض في المدخرات في الحالة الأخيرة . فإذا ظلت القيمة المتوقعة للعائد ثابتة في حين زاد تباينها ، أي عندما لا تعوض العائدات الأكبر عن الارتفاع في المخاطرة ، تتأثر المدخرات بطريقة سلبية . ومع ذلك فإن هذه النتيجة لا تكون واضحة عندما يسمح باختلاف كل من المخاطرة والعائد . إن النتيجة النظرية لأي تحليل يراعى فيه الاختلاف بين المخاطرة والعائد إنما يعتمد على فروض تتعلق بشكل دالة المنفعة وخواصها المرتبطة بالمخاطرة ، مثل درجة ومدى النفور من المخاطرة ، واسقاط المستقبل من الحساب ودرجة ذلك ، وما إذا كانت المخاطرة

/١ أنظر الحق وميراخور (Haque and Mirakhor 1987) .

المتزايدة تعوّض بالحصول على عائد أعلى ، وأخيرا تأثيرات الشكوك المتزايدة على الدخل والاحلال .

لقد دفع الحق وميراخور (Haque and Mirakhor) (١٩٨٧) بالحجة القائلة بأن التغييرات الهيكلية المصاحبة لانتهاج وتنفيذ نظام مالي اسلامي قد تؤدي الى توليد تأثيرات مواتية على معدل العائد على المدخرات . ويمكن لمعدل العائد الأكبر أن يعوّض عن المستوى الأكبر من الشكوك مما قد ينجم عن التخلص من الأصل الخالي من المخاطرة وبذلك تترك المستوى الكلي للمدخرات دون تغيير أو ربما تؤدي الى زيادة في المدخرات . كذلك يلاحظان بأن التحرك نحو نظام مصرفي اسلامي لا يمكن تحليله باعتبار زيادة يديهة للشكوك في المناخ الذي يعمل فيه المستهلك . ومن الناحية النظرية ، فإن أي أصل لا يتحدد عائده أو يرتبط مسبقا بمبلغ المال المستثمر يمكن السماح بادراجه في قائمة الاصول المتوفرة للاستثمار في نظام مالي اسلامي . وعلى أساس توفر الاصول ذات الخصائص المتنوعة للمخاطرة ، فإن المدّخر يستطيع أن ينظم حافظة أصول متنوعة تمكنه من تقليل المخاطرة في ظل النظام المالي الاسلامي وفي النظام المقابل (الربوي) .

وفي ملحق الدراسة المذكورة أعلاه يحلل الحق وميراخور (Haque and Mirakhor) (١٩٨٧) سلوك الاستثمار في اقتصاد اسلامي لاربوي ، ويشير تحليلهما الى أنه ليس هناك سبب نظري قوي يؤيد الرأي بأن مستويات الاستثمار من شأنها أن تنخفض مع انتهاج نظام اسلامي للمشاركة في الأرباح . ويبين التحليل أن حالة التأكّد الكامل والمعلومات الكاملة ، سواء اعتمدت قرارات الاستثمار على المشاركة في الربح أو على معدل عائد ثابت لا يكون لها تبعات حقيقية على الاقتصاد . ولكن عندما يدخل عنصر الشك ، فإن مستوى الاستثمار قد يزيد فعلا في ظل ظروف معينة . وبداهة ، فإن هذه النتيجة يمكن تفسيرها بملاحظة أنه عندما تحل المشاركة في الارباح محل سعر الفائدة الثابت ، فإن كلا من مالكي الشركة والمقرضين الى الشركة يحصلون على دخل متبق ولا يتطلب الأمر تكلفة ثابتة لرأس المال كجزء من حسابات أرباح الشركة . وعلى ذلك ، فإنه يمكن زيادة الناتج الحدي لرأس

المال الى الحد الذي يمكن عنده الحصول على أقصى قدر من الأرباح ، نظراً لأن الشركة غير ملزمة بالوفاء بتكلفة ثابتة لرأس المال .

أما مسألة ما سيحدث لمستوى الادخارات والاستثمار بعد انتهاء النظام المصرفي الاسلامي فهذه مسألة تجريبية في نهاية الأمر . ومع ذلك ، فإنه يمكن التعرف على بعض الافكار المتعلقة بالتأثير على عجز الحساب الجاري وذلك بدراسة الامكانات المختلفة المتعلقة بالتحركات في المدخرات والاستثمار .

ان الافتراضات التي تترتب على المناقشة السالفة الذكر هي أن المدخرات والاستثمار لا يحتمل أن ينخفضا في اقتصاد اسلامي . فإذا زاد كل من المدخرات والاستثمارات ، فإن التأثير على عجز الحساب الجاري يصبح مبهما . وعند تعادل كل الشروط الأخرى ، فإذا كانت الزيادة في الادخار أكبر من الزيادة في الاستثمار ، أصبح عجز الحساب الجاري أقل . ولكن حتى اذا كان عجز الحساب الجاري قد ازداد بسبب زيادة أكبر في الاستثمار ، فإن النمو المترتب على ذلك في الناتج يجعل من الممكن في نهاية الأمر سد الفجوة بين الادخار والاستثمار المحلي لتسديد القروض الخارجية . هذا الرأي الأخير يحتاج الى شيء من الايضاح ليأخذ بعين الاعتبار أن المعدلات المرتفعة للادخار والاستثمار في حد ذاتها لا تنطوي على مناعة ضد وجود مشاكل في ادارة الدين الخارجي . فعلى سبيل المثال ، مع ان عددا من البلدان النامية قد خصصت على ما يبدو عائدات الاقتراض الخارجي للاستثمار الا انها واجهت مشكلات خطيرة في خدمة الدين . وأسباب ذلك معقدة ، وتشمل كلا من التطورات الاقتصادية العالمية - ضعف التجارة الدولية ، وممارسة الحمائية في البلدان الصناعية ، وأسعار الفائدة الدولية المرتفعة - وكذلك السياسات المتبعة في البلدان النامية ، وبخاصة فيما يتعلق بالعجزات المالية العامة ، وأسعار الصرف وسياسات التسعير ، مما أدى الى خفض كفاءة الاستثمار . وفي حين ان التحليل الكامل لهذه القضايا يخرج عن نطاق هذه الدراسة ، فهناك جانبان من انفاق الاستثمار في اقتصاد مستورد لرأس المال مما يمكن مناقشتها بالحد الذي يساعد فيه النقاش على اظهار أن الاختلالات في أوضاع الاصول يتم استيعابها بكفاءة

في ظل نظام مالي اسلامي وأن احتمال تأثر التدفقات الرأسمالية الى البلاد بالتحويلات المفاجئة والشاملة في الموثوقية الائتمانية للبلد في ظل النظام المصرفي الاسلامي هو أقل من تأثرها في ظل الشكل التقليدي للاقراض المصرفي الدولي .

النقطة الاولى التي نناقشها هي النتيجة المعروفة بأن المستوى المرتفع للتدفقات الرأسمالية الى البلد ، التي تعكس وجود طلب قوي على رأس المال الخارجي /١/ ، وكذلك أيضا عدم وجود قيود كبيرة للتخصيص على عرض الائتمان ، سوف يؤدي الى حدوث زيادة في سعر الصرف الحقيقي . ان مزيد التدفقات الى البلد يؤدي الى حدوث زيادة في الانفاق المحلي بالنسبة الى الناتج . كذلك فان عرض سلع التبادل التجاري التي يدعو لها الطلب المتزايد يواجهه مزيد من الواردات وانخفاض في الصادرات ، وينجم عن ذلك زيادة في عجز الحساب الجاري تعادل تدفقات رأس المال الى البلاد . ومع ذلك ، فان الطلب الزائد على السلع غير المتبادلة تجاريا يمكن تلبيته فقط بالعرض المحلي ، واذا لم يتغير عرض السلع غير المتبادلة تجاريا ، فان أسعارها النسبية سوف ترتفع . فاذا افترضنا في بلد صغير بأن سعر العملة الاجنبية لسلع التبادل التجاري لا تتأثر بالتطورات في الاقتصاد المحلي ، فان الزيادة في السعر النسبي لسلع عدم التبادل التجاري تحدث من خلال زيادة في سعر العملة المحلية للسلع غير المتبادلة أو من خلال زيادة قيمة سعر الصرف الاسمي . ان الزيادة في السعر النسبي للسلع غير المتبادلة انما تؤدي الى سحب العمل من قطاع سلع التبادل التجاري وذلك لانخفاض معدل الاجور الحقيقي بالنسبة لسلع عدم التبادل التجاري . ومع ذلك ، فان معدل الاجور من ناحية سلع التبادل التجاري ومعدل الاجور الحقيقي (أي بالنسبة لجميع السلع المستهلكة) يزيدان بسبب تأثير حركة الموارد . هذه الزيادة في تكلفة العمل تؤثر تأثيرا سلبا على القدرة التنافسية الخارجية . ويؤدي حدوث انخفاض مفاجئ في مستوى تدفقات رأس المال الى البلاد - اما لأن المقترضين مستبعدة من

/١/ لا بد وأن نشير الى أن الاقتراض الخارجي في اقتصاد اسلامي سيعتمد أيضا على أساس المشاركة في الربح والمخاطرة .

الأسواق بسبب ظاهرة تخصيص الائتمان أو لأنهم يتوقفون عن الاقتراض طواعية في مواجهة أسعار الفائدة المرتفعة في الأسواق المالية العالمية - إلى حدوث انخفاض في سعر الصرف الحقيقي لاستعادة التوازن وقد يتضمن الأمر تكلفة تصحيح كبيرة على الأجل القصير ، من ناحية الناتج الضائع وقصور موارد العمالة ، إذا لم يمكن تحريك الموارد بسرعة مرة أخرى إلى قطاع السلع المتبادلة تجارياً .

هذه الأنواع من مشكلات التصحيح تكون أقل حدة في نظام مالي إسلامي ، لأن التقلبات في تدفقات رأس المال إلى البلاد تقل وطأة ولأن تحويل الموارد من قطاع السلع غير المتبادلة تجارياً إلى قطاع السلع المتبادلة يسهل في ظل النظام المصرفي الإسلامي . ولا يشك المفكرون المسلمون في أن النظام المالي الإسلامي القائم على أساس إطار إسلامي من المشاركة في الربح من شأنه أن يكون أكثر كفاءة في تخصيص الموارد وأكثر استقراراً بالمقارنة مع نظام تقليدي يعتمد على الفائدة /١/. ويساق الرأي بأن التحسينات في التخصيص من شأنها أن تحدث لأن بدائل الاستثمار تقارن بعضها البعض على أساس إنتاجيتها ومعدلات عائدتها ، وأنه سيتم القيام بتنفيذ مشروعات الاستثمارات ذات النوعية الأفضل لأن المدخر يصبح صاحباً للمشروع (entrepreneur) يشارك في الأرباح المكتسبة . ونظراً لأن التعهدات بالتسديد من جانب الشركة والمؤسسات المالية تأتي في أغلبها في صورة أرباح موزعة وإن هذه ستدفع فقط في حالة تحقيق أرباح ، فإن الانخفاض في الربحية في قطاع السلع غير المتبادلة تجارياً من النوع الذي ناقشناه أعلاه سوف ينعكس بسرعة على العائدات للمستثمرين في قطاع السلع غير المتبادلة ، وبذلك يشجع المستثمرين في تحويل مواردهم إلى المؤسسات أو الشركات المالية النشطة في قطاع السلع المتبادلة تجارياً .

/١/ أنظر خان (Khan 1986) وميراخور (Mirakhor 1986) .

الجانب الثاني للوساطة المالية والانفاق الاستثماري في بلد مستورد لرأس المال هو الحالة التي يعوق فيها الدين القائم حدوث تدفق ائتمانات جديدة واستثمار محلي . ويقدم دولسي (Doooley 1987) الرأي بأنه عندما يواجه البلد تطورا خارجيا في عكس الاتجاه بالنسبة لتوقعاته الاقتصادية ، فقد يترتب على ذلك وجود فارق بين القيمة التعاقدية والقيمة السوفية للدين . ان القيمة التعاقدية للدين يمكن تعريفها على أنها القيمة الحالية لتدفق من المدفوعات تتحدد في العقد الابتدائي بين المدين والدائن بافتراض أن هذه المدفوعات ستم على وجه اليقين . أما القيمة السوقية لذلك العقد فهي القيمة الحالية لتوقعات السوق لتدفق المدفوعات التي ستم فعلا بموجب العقد . وفي حين أن القيمة التعاقدية تكون في العادة أعلى من القيمة السوقية لتغطي احتمال عدم تنفيذ الالتزامات التعاقدية ، فيمكن أن تنشأ الظروف التي تؤدي فيها الشكوك بين المستثمرين الجدد فيما يتعلق بمدى اجبارهم على المشاركة في خسارة متوقعة على استثمارات قائمة غير مربحة من خلال زيادة في الضريبة ، أو انخفاض في سعر الصرف ، أو بوسائل أخرى قد تستخدمها الحكومة ، الى تباطؤ شديد في الاستثمار الجديد في البلد المستورد لرأس المال .

وفي هذا الخصوص ، فمن الفروق الهامة بين الاقتراض المصرفي الدولي الربوي والأنماط الاسلامية من التمويل هي أنه في حين تستحق مدفوعات الفائدة في النظام الأول بغض النظر عن أوجه استثمارات الاقتراض الاصلي ، فان المدفوعات طبقا للنظام الاسلامي ترتبط ارتباطا وثيقا بالعائدات على الاستثمار للموارد / ١ .

/١ كان هناك تحول ملحوظ من التدفقات غير المؤدية الى خلق الديون - التحويلات الرسمية والاستثمار الخاص المباشر - الى الاقتراض المؤدي الى الدين والمتأثر بالفوائد من جانب البلدان النامية في أسواق رأس المال العالمية . وخلال الستينات ، كان الشكل الأساسي للاقتراض المصرفي الدولي هو ائتمانات التجسيرة القصيرة الاجل . ومع ذلك ، فخلال السبعينات ، أدت التطورات المؤسسية في النظام المصرفي المحلي للبلدان الصناعية الى خفض المخاطرة على خصوم الودائع للمصارف العاملة كمراكز مالية ، مما أتاح للمصارف الرئيسية أن تصبح أكبر الجهات المستفيدة من الاموال الدولية القابلة للاقتراض . فضلا عن ذلك ، فان التجديدات والابتكارات المالية - وبخاصة نمو القروض المشتركة وزيادة استخدام شروط الاعسار المنعكسة على قروض أخرى (Cross-default clauses) - قد خفضت من المستويات المتوقعة للمخاطرة في الاقتراض الى المفترضين من البلدان النامية ، مما أدى الى زيادة ملحوظة في حجم الاقتراض المصرفي الخاص .

ونتيجة للحظر على تقاضي الفائدة ولأن المصارف سوف تضطر الى الاعتماد أساسا على المشاركة في الأرباح ، فإن المصارف الإسلامية سيتعين عليها أن تقدم حوافظ أصولها من الأوراق المالية الجديدة في شكل مجموعات ذات مخاطرة غير محدودة ، تضم صناديق الاستثمار ، وذلك للبيع الى المستثمرين المودعين ، بالمقارنة مع الممارسة التقليدية للمصارف التي تحتفظ بعقود الملكية للحوافظ التي تنشئها . وفي ظل النظام الإسلامي ، سيكون هناك اعتماد أكبر وعلاقة أوثق بين عائدات الاستثمار وعائدات الإيداع لأن المصارف تستطيع أن تقبل أساسا ودائع الاستثمار على أساس المشاركة في الربح ويمكن أن تقدم الاموال للمؤسسات على نفس الأساس . ولأن العائدات على الحصوم ستكون دالة مباشرة للعائدات على حوافظ الأصول وكذلك لأن الأصول يتم انشاؤها استجابة لفرص الاستثمار في القطاع الحقيقي ، فإن العائدات للتمويل تحذف من جانب التكلفة وتحال الى جانب الأرباح ، وبذلك نسمح لمعدل العائد للتمويل ان يتحدد بحسب الانتاجية في القطاع الحقيقي . وسيصبح الفضاع الحقيقي هو الذي يحدد معدل العائد للقطاع المالي في النظام المالي الإسلامي بدلا من أن يحدث العكس . ولهذه الاسباب ، يميل العمل المصرفي الإسلامي الى خفض تعرض البلد المستورد لرأس المال للتقلبات في مستوى التدفقات الرأسمالية اليه والتباطؤ الشديد في الاستثمارات الجديدة نتيجة للشكوك السائدة بين المستثمرين .

يمكن ايضاح ذلك من ناحية نظرية "q" للاستثمار التي ناقشناها في القسم الثالث . ويمكن النظر الى "q" على أنها تمثل المقارنة بين الكفاءة الحديثة لرأس المال والتكلفة المالية لرأس المال . والكفاءة الحديثة لرأس المال هي معدل العائد الداخلي على الاستثمار بسعر تكلفته في أسواق السلع ، في حين أن التكلفة المالية لرأس المال هي المعدل الذي يخضم به المستثمرون العائدات المستقبلية من الاستثمار . ولا يرجع السبب في عدم حدوث الاستثمارات الجديدة عندما يظهر فارق بين القيمة التعاقدية وقيمة السوق للدين الى أن الانتاجية الحديثة لرأس المال تنخفض وانما الأهم لأن المستثمرين يخضمون العائدات المستقبلية من

الجديد على أساس سعر خصم مرتفع جدا ، مما يعكس توقعاتهم بأن العائدات من استثماراتهم سوف تستخدم لخدمة الدين القائم الخارجي الكبير . ان مشكلات سعر الخصم المرتفع على الاستثمارات الجديدة لن تنشأ في ظل النظام المالي الاسلامي لأن الخصوم لكل وحدة اقتصادية تتكون من أسهم رأس المال ، وتستهلك بالكامل مع وجود تدفق دخل مستقبلي ضمني ، ولا يمكن حدوث إعادة تمويل للديون (وإذا كان هناك إعادة تمويل ، فلا بد أن تقوم على أساس المشاركة في الدخل المستقبل المتوقع من الاصول) .

سادسا : ملاحظات ختامية

استهدفت هذه الدراسة توسيع نطاق وتحليل السياسة النقدية في حالة اقتصاد اسلامي مفتوح . وقد قدمت نموذجا عاما للتوازن لتحليل الاستثمار والريـصـد الخارجي . ولا ينبغي النظر الى النموذج بطريقة حرفية ، بل ينبغي أن ينظر اليه كمحاولة لاستكشاف السياسة النقدية في اقتصاد اسلامي عندما تكون هناك تدفقات رأسمالية دولية موازنة . وفي حين أن النتائج الكيفية القوية التي تظهر من هذه الدراسة انما تعتمد على الفروض المعينة المستخدمة ، فان النتائج الأساسية التي تم التوصل اليها هي ذات قيمة عامة . ودون انكار للقيود المفروضة على السياسة النقدية من ناحية الامكانيات التي تتيحها البدائل بين الاصول المحلية والاجنبية ، فان هذه الدراسة تدلل على امكان استخدام السياسة النقدية للتأثير على الناتج في اقتصاد اسلامي مفتوح . ويتحدد معدل العائد على أسهم رأس المال للمصارف التجارية عن طريق قوى السوق ، لكن عرض الاحتياطيات يتغير من جانب البنـك المركزي من خلال مجموعة متنوعة من أرصدته من أسهم رأس المال المصرفي ، وهذه بدورها تغير من تكلفة الاقتراض بالنسبة للمصارف . وفي حين أن حدوث زيادة في عرض الاحتياطي المصرفي سيؤدي الى خفض معدلات العائد على الودائع ، فان احلال العملة والاصول الخارجية محل الودائع المصرفية المحلية لن يوازن التوسع النقدي تماما طالما ان الاصول هي بدائل غير كاملة .

ومع أن التحول نحو مزيد من المرونة في تحديد معدلات العائد على الودائع
يحتمل أن يزيد من الحد الذي توازن عنده تدفقات رأس المال الدولي السياسية
النقدية ، فإن ذلك لا ينطوي على أن النظام المصرفي الاسلامي سيؤدي إلى حدوث
تدفقات رأسمالية متواصلة متوسطة وطويلة الأجل إلى الخارج . ولدراسة الانعكاسات
الطويلة الأجل للنظام المصرفي الاسلامي على تدفقات رأس المال الدولي ، ناقشت
الدراسة ما يمكن أن يكون للنظام المصرفي اللاربيوي من تأثيرات على الادخار
والاستثمار المحلي . وأوردت الدراسة احتمال زيادة المدخرات والاستثمارات في
الاقتصاد الاسلامي بحيث يصبح التأثير على وضع الحساب الجاري غير واضح . وممع
ذلك ، فبالحد الذي توجه فيه الموارد المقترضة إلى استثمارات إنتاجية ، فإن
هذه الاستثمارات يمكن أن تؤدي إلى توليد تدفق من العائدات تكفي على الأقل
لتسديد القروض المرتبطة بها . فضلا عن ذلك ، فللنظام الاسلامي بعض المزايا على
النظام التقليدي القائم على أساس الفائدة (الرئوي) من ناحية التكيف مع أنواع
معينة من الاختلالات الاقتصادية الكلية لأن خصوم كل وحدة اقتصادية تتكون من أسهم
رأس مال. كما أنه تخف حدة تأثير التقلبات في تدفقات رأس المال الدولي على
الاستثمارات المحلية .

مصفوفات المعاملات

$$A = \begin{bmatrix} b_{rh}^h(1-c)(D+D^*)+b_{rh}^h(1-c)p_{rh}^d & b_{r\ell}^h(1-c)(D+D^*)+b_{r\ell}^h(1-c)(p_{rd}^d+f^{d'})r'+r'p_{rd}^h & b^h(1-c)p_{rk}^d+p_{rk}^h \\ b_{rh}^{\ell}(1-c)(D+D^*)+b_{rh}^{\ell}(1-c)p_{rh}^d & b_{r\ell}^{\ell}(1-c)(D+D^*)+b_{r\ell}^{\ell}(1-c)(p_{rd}^d+f^{d'})r'-p_{r\ell}^{\ell} & b^{\ell}(1-c)p_{rk}^d-p_{rk}^{\ell} \\ p_{rh}^k & p_{r\ell}^k+p_{rd}^kr' & f_{rk}^k+p_{rk}^k \end{bmatrix}$$

$$-B = \begin{bmatrix} -1 & b^h(D+D^*) & 1 & 0 & b^h(1-c)f^{d'} & b^h(1-c)f^{d'} \\ 0 & b^{\ell}(D+D^*) & 0 & 0 & b^{\ell}(1-c)f^{d'} & b^{\ell}(1-c)f^{d'} \\ 0 & 0 & 0 & 1 & f^{k'} & f^{k'} \end{bmatrix}$$

المعروف

المراجع

- Ahmad, Ziauddin, "Concepts and Models of Islamic Banking: An Assessment," paper presented at the Seminar on Islamization of Banking, Karachi, Pakistan, November 27-29, 1984. (Islamabad: International Institute of Islamic Economics, 1984).
- Al-Sadr, Seyyed M.B., Al-Bank Alla-Rabawii Fi Al-Islam (Beyrut: Dar Al-Taaruf Lil-Matbu'at, 1983)
- Brainard, W.C. and J. Tobin (1963), "Financial Intermediaries and the Effectiveness of Monetary Controls," American Economic Review (Papers and Proceedings), 53, 2, May, pp.383-400.
- Branson, William H. (1976), "The Dual Roles of the Government Budget and Balance of Payments in the Movement from Short-Run to Long-Run Equilibrium," Quarterly Journal of Economics, Vol. 90 (August 1976), pp. 345-367.
- _____, (1979), "Exchange Rate Dynamics and Monetary Policy," Chapter 8 in Inflation and Employment in Open Economies, ed. by Assar Lindbeck (Amsterdam: North Holland), pp. 189-224.
- Dooley, Michael, "Market Valuation of External Debt," Finance and Development, March 1987, Vol. 24, No.1, pp. 6-9.
- Frenkel, Jacob, and Harry G. Johnson (eds.), The Monetary Approach to the Balance of Payments, Allen and Unwin, London (1976).
- Goldsbrough, David and Iqbal Zaidi, "Transmission of Economic Influences from Industrial to Developing Countries," Staff Studies for the World Economic Outlook, (Washington: International Monetary Fund, July 1986), pp. 150-195.
- Haque, Nadeem U., and Abbas Mirakhor, "Savings Behavior in an Economy without Fixed Interest," in Khan and Mirakhor (eds.).
- _____, "Optimal Profit-Sharing Contracts and Investment in an Interest-Free Islamic Economy," in Khan and Mirakhor (eds.).
- International Monetary Fund, The Monetary Approach to the Balance of Payments, (Washington, 1977).
- Iqbal, Zubair and Abbas Mirakhor, Islamic Banking, International Monetary Fund, Occasional Paper No. 49 (March 1987).

- Khan, Mohsin S., "Islamic Interest-Free Banking," International Monetary Fund Staff Papers, Vol. 33, No.1, (March 1986), pp. 1-27.
- _____, "Principles of Monetary Policy in an Islamic Framework," paper prepared for the International Institute of Islamic Economics, Islamabad, Pakistan, July 1987.
- Khan, Mohsin S., and Abbas Mirakhor, "The Financial System and Monetary Policy in an Islamic Economy," Journal of Research in Islamic Economics, forthcoming (1988).
- _____, and Abbas Mirakhor, Theoretical Studies in Islamic Banking and Finance (Houston: Book Distribution Center, 1987).
- Mirakhor, Abbas, "Some Theoretical Aspects of an Islamic Financial System," paper presented at a Conference on Islamic Banking sponsored by the Central Bank of the Islamic Republic of Iran, Tehran, June 11-14, 1986.
- Miller, M.H. (1973), "Competition and Credit Control and the Open Economy," The Manchester School, December, pp. 123-140.
- Tobin, J., 1969, "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory," Journal of Money, Credit and Banking, 1, February, pp. 15-29.
- _____, 1971, Essays in Economics, Vol. 1 - Macroeconomics (Amsterdam: North Holland).
- Tobin, J., and W.C. Brainard, 1968, "Pitfalls in Financial Model Building," American Economic Review, 58, May, pp. 99-122.
- Tobin, J., and Jorge B. de Macedo (1980), "The Short-Run Macroeconomics of Floating Exchange Rates: An Exposition," in Flexible Exchange Rates and the Balance of Payments: Essays in Memory of Egon Sohmen, eds. John S. Chipman and Charles P. Kindleberger (Amsterdam: North Holland) pp.5-28.