



A Critical Review of Interest Rate Theories Proposed by Islamic Economic Scholars

Yahya Lotfinia: Ph.D. Student in Economics, Mofid University, Qom, Iran
(Corresponding Author) yaya.lotfinia@yahoo.com

Mohammadreza Yousefi Sheikhrabat: Associate Professor, Department of
Economics, Mofid University, Qom, Iran

yousefi@mofidu.ac.ir

Naser Elahi: Associate Professor, Department of Economics, Mofid
University, Qom, Iran

elahi@mofidu.ac.ir

Abstract

Despite more than four decades since the enactment of the Usury-Free Banking Act in Iran, fundamental challenges persist in designing a coherent, operational, and Sharia-compliant framework for determining profit rates within the Islamic financial system. A critical review of the literature reveals that existing theories-notwithstanding their considerable diversity-suffer from several fundamental limitations.

First, a lack of comprehensiveness: many approaches focus exclusively on sector-specific or contextual issues within Iran’s economy, thereby lacking generalizability to the broader Islamic monetary system. Second, theoretical deficiencies: several theories fail to adequately incorporate macro-policy dimensions or the institutional requirements of Islamic central banking. Third, a disconnect from contemporary monetary policy literature: a significant portion of these theories overlook recent developments regarding the role of the policy rate in macroeconomic management and the guidance of expectations. Fourth, insufficient attention to the real sector: while Sharia principles emphasize linking profit rates to the real return on capital, many theories lack practical mechanisms grounded in actual economic activity.

Using a descriptive-analytical and documentary method, this article reviews and evaluates both domestic and international theories of profit-rate determination. It demonstrates that none of the existing approaches can, independently, satisfy the three foundational criteria of the Islamic financial

system: Sharia compliance, linkage to the real sector, and applicability to monetary policy. The findings highlight the need for a hybrid and institutional framework that preserves Sharia principles, utilizes real-sector indicators, and enables the central bank to conduct effective monetary policy and derive a unified policy rate. The study concludes that transitioning toward such a framework requires integrating valid elements from existing theories and establishing essential institutional prerequisites, including information transparency, development of the sovereign sukuk market, and strengthening the operational mechanisms of monetary policy in Islamic central banking.

Keywords: Interest rate, profit rate, Islamic banking, exchange contracts (Uqud al-Muawadah), partnership contracts (Uqud al-Musharakah)

JEL Classification: E43, E52, E58, G21, Z12

بررسی انتقادی نظریه‌های نرخ سود ارائه شده توسط اندیشمندان اقتصاد اسلامی

یحیی لطفی‌نیا: دانشجوی دکتری اقتصاد، دانشگاه مفید، قم، ایران (نویسنده مسئول) yaya.lotfinia@yahoo.com
 محمدرضا یوسفی شیخ‌رباط: دانشیار دپارتمان اقتصاد، دانشگاه مفید، قم، ایران yousefi@mofidu.ac.ir
 ناصر الهی: دانشیار دپارتمان اقتصاد، دانشگاه مفید، قم، ایران elahi@mofidu.ac.ir

چکیده

با وجود گذشت بیش از چهار دهه از اجرای قانون عملیات بانکی بدون ربا در ایران، همچنان چالش‌های اساسی در طراحی یک چارچوب منسجم، قابل اجرا و همسو با اصول شریعت برای تعیین نرخ سود در نظام مالی اسلامی وجود دارد. مرور انتقادی ادبیات نشان می‌دهد که نظریه‌های موجود - با وجود تنوع قابل توجه - از چند محدودیت عمده رنج می‌برند: نخست، عدم جامعیت؛ بسیاری از رویکردها تنها به حل مسائل بخشی یا موردی در اقتصاد ایران پرداخته و فاقد قابلیت تعمیم به سطح نظام پولی اسلامی هستند. دوم، کاستی‌های نظری؛ برخی نظریه‌ها ابعاد کلان سیاست‌گذاری و الزامات بانکداری مرکزی اسلامی را به‌طور کافی در نظر نمی‌گیرند. سوم، فاصله با ادبیات معاصر سیاست پولی؛ بخش مهمی از نظریات از تحولات جدید مربوط به نقش نرخ سود در مدیریت اقتصاد کلان و هدایت انتظارات غفلت کرده‌اند. چهارم، توجه ناکافی به بخش حقیقی؛ درحالی‌که بنیان شریعت بر پیوند نرخ سود با بازده واقعی سرمایه است، بسیاری از نظریه‌ها در عمل فاقد سازوکارهای مبتنی بر فعالیت‌های واقعی اقتصاد هستند.

این مقاله با روش تحلیلی - اسنادی، نظریه‌های داخلی و خارجی تعیین نرخ سود را بررسی و ارزیابی کرده و نشان می‌دهد که هیچ‌یک از رویکردهای موجود به‌تنهایی قادر به برآورده کردن سه معیار بنیادین نظام مالی اسلامی - انطباق شرعی، پیوند با بخش حقیقی و قابلیت استفاده در سیاست پولی - نیستند. نتایج مقاله بر ضرورت طراحی یک چارچوب ترکیبی و نهادی تأکید دارد که بتواند ضمن حفظ مبانی شریعت، از شاخص‌های واقعی اقتصاد بهره‌گیرد و به بانک مرکزی امکان اعمال سیاست پولی کارآمد و استخراج «نرخ سیاستی واحد» را بدهد. در پایان حرکت به‌سوی یک چارچوب پیشنهادی برای نرخ سود در اقتصاد اسلامی مستلزم ترکیب عناصر معتبر نظریه‌های موجود و نیز فراهم‌سازی پیش‌نیازهای نهادی همچون شفافیت اطلاعاتی، توسعه بازار صکوک و ارتقای سازوکارهای سیاست پولی بانک مرکزی است.

واژگان کلیدی: نرخ بهره، نرخ سود، بانکداری اسلامی، عقود مبادله‌ای، عقود مشارکتی

طبقه‌بندی JEL: E43, E52, E58, G21, Z12

مقدمه

نرخ سود از جمله مهم‌ترین متغیرهای کلان اقتصادی است که از یک طرف پل ارتباطی بین بخش پولی - مالی و حقیقی است و از طرف دیگر هم از متغیرهای کلان اقتصادی اثر می‌پذیرد و هم بر آن‌ها اثر می‌گذارد. دامنه گسترده این اثرگذاری‌ها و اثرپذیری بیانگر نقش کلیدی رفتار نرخ سود بر عملکرد اقتصاد کلان است (کميجانی و همکاران، ۱۳۹۵، ص ۷). بر همین اساس، مسائل مربوط به نرخ بهره [سود]، به دلیل نقشی که در سیاست‌گذاری اقتصادی دارد همواره یکی از بحث‌برانگیزترین مسائل اقتصادی بوده است (دلالی اصفهانی و همکاران، ۱۳۹۳، ص ۶). با توجه به این نقش محوری، انتظار می‌رود نظام‌های مالی بتوانند نرخ سود را بر اساس سازوکارهای کارا، شفاف و سازگار با اصول نظری تعیین کنند؛ اما تجربه بسیاری از کشورها، به‌ویژه در اقتصادهای اسلامی، نشان می‌دهد که تعیین نرخ سود همچنان با چالش‌های مفهومی، اجرایی و سیاستی مواجه است.

تعیین نادرست نرخ سود می‌تواند منجر به تخصیص غیربهبینه و غیرکارای منابع مالی شود. نوسان و تغییر مکرر نرخ‌های سود بانکی، از طریق تشدید ناطمینانی آثار زیان‌بار متعددی دارد. از جمله آثار کاهش نرخ سود حقیقی بانکی (نرخ سود حقیقی منفی)، می‌توان به ایجاد رانت اقتصاد برای گروه‌های خاص و تخصیص غیرکارای منابع و همچنین افزایش حجم منابع سرگردان و فرار سرمایه از کشور اشاره کرد و متعاقب آن افزایش نرخ سود سپرده بانکی، افزایش نرخ سود تسهیلات اعطایی و افزایش هزینه تولید اتفاق می‌افتد (حیدری و همکاران، ۱۳۹۹، ص ۳۲). از سوی دیگر، کنترل نرخ سود بانکی و تعیین دستوری آن بدون توجه به واقعیت‌های موجود اقتصاد موجب انحراف در تخصیص منابع و جریان تشکیل سرمایه می‌شود (عیوضلو و بکی حسکویی، ۱۳۹۹، ص ۱۶۷)؛ بنابراین انتخاب و تعیین نرخ سود سیاستی غیرتعادلی در نظام مالی کشور منجر به انحراف منابع مالی و همچنین کژکارکردی متغیر سیاستی برای اقتصاد مالی می‌شود. در کنار انتخاب غیرتعادلی نرخ سود، سازوکار تعیین نرخ سود هم از لحاظ اقتصادی هم از لحاظ شرعی در اقتصاد اسلامی از اهمیت ویژه و بالایی برخوردار است.

در اقتصاد اسلامی به دلیل ممنوعیت به‌کارگیری بهره (و یا همان ربا)، اقتصاددانان و کارشناسان اسلامی در پی معرفی جایگزین‌هایی برای نرخ بهره با کارکردهای مشابه برای

سیاست‌گذاری در حوزه اقتصاد کلان بوده‌اند. سابقه معرفی روش‌های جایگزین نرخ بهره در اقتصاد اسلامی همسو و هم‌راستا با ایجاد و توسعه بانکداری و نظام تأمین مالی اسلامی در بیش از نیم قرن اخیر بوده است. علاوه بر حوزه نظری در حوزه عملی نیز تلاش‌های بسیاری توسط کشورهای پیشرو در این زمینه چون ایران، پاکستان، سودان، مالزی و ... انجام شده است. با این حال هنوز اجماع جهانی در این زمینه حاصل نشده است. از دلایل عدم اجماع جهانی در این زمینه، می‌توان به وجود تفاوت مبانی بحث در میان کارشناسان و محدودیت‌های موجود در این زمینه اشاره نمود. بر همین اساس در مقاله حاضر به‌مرور انتقادی نظریه نرخ سود بیان‌شده توسط اقتصاددانان و کارشناسان تأمین مالی اسلامی پرداخته می‌شود. درواقع مقاله حاضر با استفاده از روش توصیفی - تحلیلی و با استفاده از منابع کتابخانه‌ای به‌مرور انتقادی مهم‌ترین نظریه‌های نرخ سود ارائه‌شده توسط اندیشمندان اقتصاد اسلامی در ایران و سایر نقاط جهان پرداخته شده است. درواقع با وجود حجم قابل توجه پژوهش‌های موجود، هنوز یک چارچوب منسجم و قابل اتکا برای ارزیابی نظریه‌های نرخ سود اسلامی شکل نگرفته است. مطالعات گذشته غالباً به معرفی یک نظریه خاص پرداخته‌اند، اما کمتر تلاشی در جهت مقایسه نظام‌مند نظریه‌ها، استخراج مبانی مشترک و نقد روشمند آن‌ها بر اساس معیارهای مشخص صورت گرفته است. این خلأ موجب شده ادبیات موضوع در سطحی پراکنده باقی بماند و امکان داوری نسبت به کارآمدترین سازوکار تعیین نرخ سود فراهم نشود.

نوآوری اصلی این مقاله ارائه یک چارچوب مفهومی سه‌بعدی برای ارزیابی نظریه‌های نرخ سود اسلامی است. این چارچوب شامل سه معیار اساسی است: (۱) میزان انطباق نظریه با مبانی شریعت، (۲) پیوند نظریه با بخش حقیقی اقتصاد، (۳) قابلیت استفاده نظریه در سیاست پولی و بانکداری مرکزی اسلامی. در پرتو این چارچوب، نظریه‌های داخلی و خارجی موجود نه‌تنها معرفی، بلکه به‌صورت انتقادی، تحلیلی و مقایسه‌ای ارزیابی خواهند شد تا نقاط قوت، محدودیت‌ها و قابلیت‌های کاربردی هر یک آشکار شود. درواقع هدف مقاله آن است که با تکیه بر این چارچوب، نشان دهد چرا هیچ‌یک از نظریه‌های موجود به‌تنهایی قادر به تأمین نیازهای سیاست پولی اسلامی نیستند و چه عناصر مشترکی برای دستیابی به یک نظریه جامع

تعیین نرخ سود اسلامی لازم است. از این منظر، مقاله علاوه بر مرور انتقادی، حاوی دلالت‌های نظری و سیاستی برای طراحی چارچوب‌های جدید نیز هست. در ادامه بعد از ادبیات موضوع و پیشینه تحقیق، در بخش سوم مبانی نظری تعیین نرخ سود (بهره) بانکی در اقتصاد اسلامی تبیین می‌شود. در بخش چهارم به معرفی و نقد و بررسی نظریه‌های تعیین نرخ سود بانکی در اقتصاد اسلامی پرداخته و در پایان نیز جمع‌بندی و نتیجه‌گیری می‌آید.

۱. ادبیات موضوع و پیشینه تحقیق

با توجه به ممنوعیت بهره در اقتصاد اسلامی، تلاش برای معرفی سازوکارهای جایگزین نرخ بهره طی چند دهه گذشته به‌طور جدی مورد توجه پژوهشگران قرار گرفته است. این مطالعات را می‌توان در دو دسته داخلی و خارجی طبقه‌بندی کرد.

۱-۱. مطالعات داخلی

مطالعات داخلی را می‌توان در چهار رویکرد کلی دسته‌بندی کرد: رویکرد مبتنی بر مقایسه بین‌المللی، رویکرد مبتنی بر داده‌های بنگاهی، رویکرد مبتنی بر عملکرد بانک و رویکرد مبتنی بر مدل‌سازی پیشرفته.

۱. موسویان (۱۳۸۴) در مقاله‌ای با عنوان «راهکار رسیدن به نرخ سود بانکی تعادلی» با استفاده از روش توصیفی - تحلیلی و در مقایسه نرخ سود در ایران با کشورهای منتخب جهانی، پیشنهاد می‌دهد که نرخ سود تسهیلات بخش‌های گوناگون در ایران همگرا شود و میزان نرخ آن ۵۰ درصد بیشتر از متوسط جهانی باشد. علاوه بر این نظام بانکی به دنبال کاهش هزینه‌ها با کارا نمودن فعالیت بانکی از طریق شناورسازی نرخ سود در بلندمدت باشد.

۲. دادگر و فیروزان سرنقی (۱۳۹۱) در مقاله‌ای با عنوان «ارائه چارچوبی برای تعیین نرخ سود در عقود مبادله‌ای»، با رویکرد هزینه سایه‌ای مبتنی بر تحلیل آماری و اقتصادسنجی به تبیین نرخ سود عقود مبادله‌ای می‌پردازند. این نظریه با توجه به اطلاعات بنگاه‌های تولیدی فعال در کشور به برآورد بازدهی سرمایه و هزینه فرصت سرمایه به‌عنوان شاخص اصلی نرخ سود بانکی می‌پردازد.

۳. محقق‌نیا و همکاران (۱۳۹۵) در مقاله‌ای با عنوان «طراحی الگوی تعیین نرخ بهینه سود بانکی در ایران» با روش تحلیلی، با در نظر گرفتن سابقه عملکردی بانک از نظر سودآوری و ریسک، نرخ را به صورت درصدی از میانگین وزنی سود قطعی دوره‌های مالی گذشته تعیین و ملاک سود علی‌الحساب دوره‌های بعدی قرار دهد. سود قطعی به صورت درصد مشخصی از سودآوری عملیات بانکی در پایان دوره تعیین به سپرده‌گذاران داده می‌شود.

۴. نقاده و فیروزان سرنقی (۱۳۹۶) در مقاله‌ای با عنوان «ارائه الگویی برای تعیین نرخ سود در عقود مبادله‌ای با استفاده از شبکه‌های عصبی مصنوعی»، با استفاده از دادگر و فیروزان (۱۳۹۱) و با داده‌های واقعی عملکرد بخش تولید صنعتی، نرخ سود عقود مبادله‌ای برای سال مورد بررسی ۱۵ درصد به دست آمد که در مقایسه با نرخ سود ۱۲ درصد برای همان سال، نشان‌دهنده انحراف ۲۰ درصدی است که به معنی رویکرد انبساطی در بازار پول توسط سیاست‌گذار است.

۲-۱. مطالعات خارجی

۱. حسن (۱۹۸۵)^۱ در مقاله‌ای با عنوان «تعیین نسبت‌های سهم سود و زیان در تأمین مالی بدون بهره کسب‌وکارها» با استفاده از مدل‌سازی ریاضی بیان می‌کند که در سیستمی که تأمین مالی بهره و مشارکت در سود و زیان با هم وجود دارد، نسبت تسهیم سود مورد توافق تابعی از نرخ کل بازدهی سرمایه‌گذاری، نرخ بهره، درجه اهرم و پاداش ریسک است.

۲. صدیق (۲۰۰۹)^۲ در مقاله‌ای با عنوان «تخصیص سود و زیان میان بانک اسلامی و مشتری شریک در تأمین مالی سهام: عمل، احکام و جایگزین‌ها» با روش توصیفی - تحلیلی بیان می‌کند که در حالت ایدئال، نرخ سهم سود باید از طریق یک فرآیند دوطرفه (متقابل) با در نظر گرفتن سهم هر دو شریک انجام شود.

۳. مودا و اسماعیل (۲۰۱۱)^۳ در مقاله‌ای با عنوان «سهم سود و زیان و ارزش‌افزوده اقتصادی در مدل بانکداری اسلامی» با استفاده از داده پنل، بانک‌های اسلامی مالزی از ۲۰۰۵-

1. Zubair Hasan (1985)

2. Muhammad Abdurrahman Sadique (2009)

3. Ruhaini Binti Muda, Abdul Ghafar Ismail (2011).

۲۰۰۹ و ارزش افزوده اقتصادی به عنوان روشی برای سنجش ایجاد ارزش استفاده می‌کند. یافته‌های تجربی نشان می‌دهد که هیچ نشانه‌ای قابل توجهی مبنی بر اتخاذ ترتیب سهم سود و زیان در ساختار سپرده‌ها با ارزش مثبتی ایجاد بانک‌های اسلامی وجود ندارد.

۴. غزالی و همکاران (۲۰۱۹)^۱ در مقاله‌ای با عنوان «ساخت یک مدل ریاضی جدید برای تأمین مالی اسلامی خانه» با استفاده از مدل‌سازی ریاضی، به دنبال دستیابی به فرمول جدیدی از تأمین مالی خانه و مدل تکافل رهنی از یک مدل یکپارچه^۲ استفاده کرده است. این مطالعه فرمول جدیدی از تأمین مالی اسلامی خانه را به دست می‌آورد که سود آن بر اساس یک‌سوم کل میزان تأمین مالی محاسبه می‌شود.

در مجموع، مطالعات خارجی بیشتر بر سازوکارهای قراردادی، نسبت‌های سود و مدل‌های ریاضی تمرکز دارند و کمتر به سطح کلان و سیاستی نرخ سود پرداخته‌اند. به همین دلیل، بخش قابل توجهی از ادبیات خارجی نیز فاقد ارائه راهکاری عملیاتی برای استخراج نرخ سود سیاستی در نظام بانکداری اسلامی است.

مطالعات داخلی عمدتاً بر بازدهی بنگاه‌ها، هزینه فرصت سرمایه، عملکرد بانک‌ها و روش‌های تجربی برای تعیین نرخ سود تمرکز داشته‌اند، اما غالباً فاقد نگاه کلان‌سیاستی و سازوکار اجرایی در سطح بانک مرکزی هستند. مطالعات خارجی نیز بیشتر به نسبت‌های سود و زیان، قراردادهای مشارکتی، مدل‌های ریاضی و سازوکارهای تأمین مالی پرداخته‌اند و کمتر به نرخ سود سیاستی یا ارتباط آن با سیاست پولی توجه کرده‌اند.

با وجود ارزش افزوده علمی این مطالعات، چند محدودیت عمده در ادبیات دیده می‌شود:

- فقدان چارچوب منسجم و نظام‌مند برای مقایسه و ارزیابی نظریه‌ها؛
- نبود معیارهای مشخص برای تحلیل نظریه‌ها از منظر شریعت، بخش حقیقی و سیاست پولی؛

• فقدان پیوند روشن میان نظریه‌های خرد (عقود) و نیازهای کلان سیاست پولی؛ این در حالی است که تعیین نرخ سود سیاستی نیازمند چارچوبی است که بتواند عناصر خرد و کلان را به صورت یکپارچه تبیین کند.

1. Ghazali et al. (2019)
2. integrated model

- تمرکز بر یک جنبه خاص (مثلاً داده‌های بنگاهی، نسبت‌های سود، یا نرخ‌های قراردادی) و غفلت از ضرورت نرخ سود سیاستی واحد؛
- محدودیت در ارائه نقد تحلیلی و کاربردی نظریه‌ها و عدم نتیجه‌گیری جهت‌دار درباره برتری یا ضعف آن‌ها.

بنابراین، پژوهش حاضر از دو جهت با مطالعات پیشین متفاوت است: اول آنکه با اتکا به یک چارچوب مفهومی سه‌بعدی، نظریه‌ها را به صورت نظام‌مند و مقایسه‌ای ارزیابی می‌کند؛ دوم آنکه تلاش می‌کند از خلال این ارزیابی، دلالت‌های سیاستی لازم برای طراحی یک سازوکار جامع تعیین نرخ سود اسلامی را استخراج کند.

۲. ضرورت جایگزین‌های نرخ بهره در اقتصاد اسلامی

در اقتصاد متعارف، نرخ بهره مبنای اصلی ابزارهای سیاست پولی چون نرخ تنزیل، عملیات بازار باز (OMO) و نرخ‌های کوتاه‌مدت بازار پول است و از این طریق نقش لنگر اسمی و کانال اصلی انتقال سیاست پولی را ایفا می‌کند. در غیاب بهره، بخشی از سازوکارهای اصلی سیاست پولی - از جمله تنظیم نقدینگی، مدیریت انتظارات و نشانه (سیگنال)‌دهی بانک مرکزی - به طور مستقیم قابل استفاده نیست و همین امر ضرورت طراحی نهادهای جایگزین را برجسته می‌سازد. از آنجاکه سهم مهمی از انتقال اثر سیاست پولی از مسیر نرخ بهره انجام می‌شود، ممنوعیت شرعی ربا این پرسش بنیادی را مطرح می‌کند که اقتصاد اسلامی چگونه می‌تواند بدون بهره کارکردهای سیاست پولی را حفظ کند و بانک مرکزی چگونه قادر است نقدینگی و ذخایر بانکی را به صورت کارا مدیریت نماید؟

برای پاسخ به این پرسش باید توجه داشت که اقتصاد اسلامی به جای بهره متعارف، از مجموعه‌ای از عقود مشروع مبادله‌ای و مشارکتی بهره می‌گیرد. در عقود مبادله‌ای نظیر مرابحه، اجاره و سلم، نرخ سود ثابت و از پیش تعیین شده به عنوان عوض مشروع مبادله تعیین می‌شود؛ در حالی که در عقود مشارکتی مانند مضاربه و مشارکت، نرخ سود انتظاری است و تنها بر اساس نتایج واقعی فعالیت اقتصادی و پس از تحقق سود و زیان مشخص می‌شود. بر این اساس، نرخ سود در نظام مالی اسلامی نه یک قیمت قراردادی مبتنی بر عقد قرض، بلکه بازتابی از بازدهی واقعی فعالیت‌های اقتصادی و میزان مشارکت در ریسک است. یکی از

تفاوت‌های اساسی بانکداری اسلامی با بانکداری متعارف نیز دقیقاً در همین نحوه پرداخت سود به سپرده‌ها و ارتباط آن با عملکرد واقعی دارایی‌های بانکی نهفته است؛ به گونه‌ای که در بانکداری اسلامی، سود قطعی سپرده‌گذاران پس از حسابرسی عملیات و بر مبنای نتایج واقعی طرح‌ها تعیین می‌شود (محسنی زنوزی و همکاران، ۱۳۹۰، صص ۳۶-۳۷).

با وجود ممنوعیت به‌کارگیری نرخ بهره به دلیل تشابه آن با ربا، نظام مالی اسلامی از «نرخ سود» به‌عنوان نهاد جایگزین برای ارزش‌گذاری، قیمت‌گذاری و تعیین هزینه فرصت سرمایه استفاده می‌کند. این نهاد جایگزین در اقتصاد اسلامی دارای تفاوت‌های ماهوی با نرخ بهره متعارف است؛ ازجمله آنکه کشف نرخ سود باید بر اساس شاخص‌های بخش حقیقی اقتصاد مانند بازده سرمایه، سود عملیاتی بنگاه‌ها یا ارزش افزوده انجام شود، درحالی‌که در اقتصاد متعارف، نرخ بهره عمدتاً بر اساس سازوکار بازار پول، ترجیحات نقدینگی و سیاست‌های نرخ تنزیل تعیین می‌شود (برای نمونه بنگرید به: موسویان و میثمی، ۱۳۹۶؛ موسویان و میثمی، ۱۳۹۳؛ نظریور و موسویان، ۱۳۹۳؛ ایوب، ۱۳۹۲؛ فراهانی، ۱۳۹۱). با وجود این تفاوت‌ها، نرخ سود اسلامی از نظر کارکردی همچنان نقشی مشابه نرخ بهره در قیمت‌گذاری سرمایه، هدایت جریان پس‌انداز و سرمایه‌گذاری و تنظیم چرخه‌های اقتصادی ایفا می‌کند.

ازاین‌رو، چالش اصلی در اقتصاد اسلامی صرفاً حذف بهره نیست، بلکه طراحی سازوکاری است که ضمن انطباق با مبانی شریعت، بتواند کارکردهای سیاست پولی را نیز به‌طور کارآمد بر عهده بگیرد. عدم دستیابی به چنین سازوکاری می‌تواند به اختلال در کارکرد نظام پولی، ناکارایی در تخصیص منابع و تضعیف نقش بانک مرکزی در ثبات‌بخشی به اقتصاد منجر شود؛ بنابراین ضروری است نرخ سود اسلامی به گونه‌ای تعیین شود که از یک‌سو با مبانی شرعی سازگار باشد، از سوی دیگر بازتاب‌دهنده عملکرد بخش حقیقی بوده و درعین‌حال قابلیت تبدیل شدن به نرخ سیاستی واحد برای هدایت عملیات بانک مرکزی را داشته باشد.

در این مقاله، بدون ورود تفصیلی به مجادلات نظری درباره تفاوت‌های «نرخ بهره» در اقتصاد متعارف و «نرخ سود» در اقتصاد اسلامی، تمرکز بر آن است که نظریه‌های ارائه‌شده برای تعیین نرخ سود در اقتصاد اسلامی به‌صورت انتقادی و مقایسه‌ای بررسی شوند. این

بررسی نشان می‌دهد که علی‌رغم تلاش‌های قابل توجه پژوهشگران، هنوز اجماع نظری روشنی درباره سازوکار مناسب تعیین نرخ سود سیاستی در نظام بانکداری اسلامی شکل نگرفته است و بسیاری از نظریه‌ها از منظر انطباق با مبانی شریعت، پیوند با بخش حقیقی و قابلیت به‌کارگیری در سیاست پولی با محدودیت‌هایی روبه‌رو هستند. این سه محور، مبنای ارزیابی نظریه‌ها در بخش‌های بعدی مقاله خواهد بود.

۳. نظریه‌های تعیین‌کننده نرخ سود در اقتصاد اسلامی

با حذف بهره از نظام مالی اسلامی و ضرورت تعیین نرخ سود سیاستی در چارچوبی سازگار با شریعت، نظریه‌های متعددی برای تبیین سازوکار تعیین نرخ سود ارائه شده است. این نظریه‌ها بر مبنای متفاوتی استوارند؛ برخی بر بازدهی فعالیت‌های حقیقی، برخی بر ساختار هزینه و درآمد بانک‌ها، و برخی بر ویژگی‌های عقود و مشارکت در ریسک تأکید دارند. تنوع رویکردها نشان می‌دهد که ادبیات موجود هنوز فاقد چارچوبی جامع و یکپارچه برای تعیین نرخ سود است و نیاز به ارزیابی نظام‌مند دارد. بر این اساس، در ادامه نظریه‌های تعیین‌کننده نرخ سود در دو دسته داخلی و خارجی معرفی و بر اساس سه معیار اصلی - انطباق با مبانی شریعت، پیوند با بخش حقیقی، و قابلیت استفاده در سیاست پولی - به‌صورت تحلیلی و انتقادی بررسی می‌شوند.

۳-۱. نظریه‌های تعیین‌کننده نرخ سود داخلی (فارسی)

همان‌گونه که در بخش قبل اشاره شد، حذف بهره از نظام مالی اسلامی و جایگزین شدن آن با سازوکارهای مبتنی بر فعالیت واقعی اقتصاد، این پرسش را برجسته می‌سازد که نرخ سود در یک نظام بانکداری اسلامی چگونه باید تعیین شود. اجرای سود علی‌الحساب در بانکداری بدون ربا ایران، هرچند برخی چالش‌ها را کاهش داده، اما قادر نیست مبنای نظری جامعی برای تعیین نرخ سود سیاستی فراهم کند؛ زیرا این روش نه مبتنی بر معیارهای بخش حقیقی است، نه انطباق کامل با مبانی شریعت دارد و نه قابلیت کاربست مستقیم در سیاست پولی بانک مرکزی را داراست. از این‌رو، اقتصاددانان و کارشناسان مالی اسلامی تلاش کرده‌اند نظریه‌های متفاوتی برای تعیین نرخ سود ارائه دهند؛ نظریه‌هایی که هر یک کوشیده‌اند از

زاویه‌ای مشخص، سازوکاری سازگار با شریعت ارائه کنند و درعین حال بتوانند نیازهای کلان سیاست پولی را نیز پاسخ دهند.

۳-۱-۱. موسویان؛ نرخ‌های تعادلی^۱

موسویان برای معرفی جایگزین نرخ بهره و همچنین چگونگی تعیین نرخ سود در نظام بانکی ایران، دو راه حل ارائه کرده است. به این صورت که راه حل اول را با فرض بهترین وضعیت و راه حل دوم را با فرض عدم وجود برخی شرایط تبیین کرده است. در ادامه هر یک از این پیشنهادها ارائه می‌شود.

گزینه نخست: آزادسازی نرخ سود برای رسیدن به نرخ تعادلی

موسویان در مقدمه دیدگاه خود بیان می‌کند که اکثر کارشناسان اعتقاد دارند که اگر وضعیت رقابت در عرصه اقتصادی فراهم باشد، گزینه مطلوب برای رسیدن به نرخ‌های تعادلی، آزادسازی نرخ سود بانکی است. درواقع در صورت آزاد بودن شرایط فعالیت بنگاه‌های اقتصادی به‌مانند بازار رقابت آزاد، سازوکار بازار (عرضه و تقاضا)، نرخ کارای متعادل‌کننده بازار کشف می‌شود. این موضوع مورد تأیید شریعت نیز است؛ زیرا از نگاه آموزه‌های اقتصادی اسلام، تعیین قیمت در وضعیت رقابت سالم و در چارچوب شریعت، آزادسازی قیمت‌ها و تبعیت از سازوکار بازار است؛ در جایی دیگر بیان می‌کند که اگر وضعیت رقابت در نظام بانکی نیز فراهم شود، بهترین روش برای تعیین نرخ سود، آزاد بودن بانک‌ها در تعیین سود اعطایی به سپرده‌گذاران و دریافتی از تسهیلات‌گیرندگان است؛ اما در وضعیت فعلی (سال ۱۳۸۴) که اولاً بیش از ۹۵ درصد فعالیت‌های بانکی در اختیار بانک‌های دولتی است و زمینه اقدامات دستوری و تکلیفی را فراهم نموده است. ثانیاً پیشینه نظام بانکی کشور نشان می‌دهد، دامنه سود و بهره بانکی به‌وسیله بانک مرکزی و شورای پول و اعتبار تعیین شده است؛ درنتیجه، آزادسازی یک‌باره فعالیت بانک‌ها در زمینه کشف نرخ سود بانکی، سبب بحران‌های اقتصادی و بانکی می‌شود؛ بنابراین تا فراهم شدن زمینه‌های تحقق شرایط رقابت نمی‌توان به

۱. مطالب این بخش برگرفته از: موسویان (۱۳۸۴).

روش اول عمل کرد و مناسب است ابتدا نسبت به پیاده‌سازی روش دوم (که در ادامه تبیین می‌گردد)، اقدام نمود.

گزینه دوم: هدایت نرخ سود بانکی به سمت نرخ تعادلی

تا تحقق شرایط رقابتی در نظام بانکی، پیشنهاد می‌شود در مرحله اول نرخ‌های بانکی اعم از سپرده‌ها، تسهیلات و حاشیه سود بانکی به نرخ‌های بین‌المللی به‌ویژه نرخ‌های کشورهای که بانکداری رقابتی داشته و احتمال جریان سرمایه از ایران به آن کشورها وجود دارد (شامل: آمریکا، فرانسه، کره جنوبی، چین و بحرین)، نزدیک شود.

بنابراین ایشان بهترین و کامل‌ترین روش تعیین نرخ سود بانکی را آزادسازی نظام مالی و بانکی و کشف نرخ بر اساس شرایط بازار می‌داند ولی با توجه به فراهم نبودن شرایط آزادسازی بازارهای مالی و همچنین نبود تجربه مناسب برای این موضوع، تعیین نرخ بر اساس متوسط نرخ بهره کشورهای منتخب اقدام خواهد شد. بر اساس مطالعه خود ایشان در مقاله با عنوان بررسی فقهی - حقوقی تعیین نرخ سود بانکی (۱۳۸۷) در ارتباط با آزادسازی نرخ سود و واگذاری کشف و تعیین نرخ به بازار به‌عنوان حد مطلوب در علم اقتصاد و همچنین مبانی فقهی اقدامی مثبت و قابل قبول است؛ زیرا بر اساس بررسی فقهی انجام شده در شرایط عادی اقتصاد، کسی حق قیمت‌گذاری ندارد و قیمت در بازار تعیین می‌شود (موسویان، ۱۳۸۷، ص ۷)؛ ولی در ارتباط با تعیین نرخ مرحله‌گذار بر اساس متوسط نرخ بهره کشورهای منتخب نکات قابل تأملی وجود دارد. به این صورت که مقایسه نرخ سود پرداختی از سوی بانک‌ها در کشورهای مختلف و مقایسه آن با نرخ سود متداول در ایران، ازجمله مقوله‌هایی است که همواره بحث‌ها و شبهات زیادی را به همراه داشته است، چراکه ماهیت نرخ‌های سود اسمی از نرخ‌های سود واقعی متفاوت بوده و عدم توجه به آن نتایج گمراه‌کننده‌ای خواهد داشت. لذا مقایسه نرخ‌های سود در کشورهای مختلف باید با توجه به تورم رایج انجام گیرد (اکرمی و مهدی‌زاده، ۱۳۸۳، صص ۳۱-۳۲). علاوه بر این می‌توان به ناهمگنی شرایط اقتصاد ایران با اقتصاد کشورهای مذکور و همچنین بی‌توجهی به مبانی اقتصاد اسلامی مبنی بر کشف نرخ سود بر اساس بازدهی بخش حقیقی اقتصاد اشاره نمود. درواقع پیشنهاد مطرح شده نمی‌تواند وضعیتی را در بازارهای تأمین مالی اسلامی فراهم نماید که هم

مورد تأیید شریعت و هم متناسب با شرایط اقتصاد ایران باشد. زیرا که قید شریعت در تعیین نرخ سود بازدهی کشف شده بر اساس عملکرد بخش حقیقی اقتصاد و همچنین شرایط بازار باید منبعث از فعالیت کارگزاران داخلی باشد.

بر اساس سه معیار ارائه شده برای ارزیابی نظریه های نرخ سود، می توان این گونه جمع بندی انتقادی ارائه نمود.

شریعت: آزادسازی نرخ ها با اصول قیمت گذاری در فقه اسلامی سازگار است، اما همگرایی با نرخ های خارجی فاقد مبنای شرعی مشخص است.

پیوند با بخش حقیقی: هیچ یک از دو رویکرد، نرخ سود را مستقیماً بر اساس بازده واقعی بخش حقیقی تعیین نمی کند.

سیاست پولی: آزادسازی بدون اصلاح نهادی قابل اجرا نیست و الگوی همگرایی بین المللی نیز توانایی ایجاد نرخ سیاستی واحد و پایدار را برای بانک مرکزی ندارد. بنابراین، اگرچه نظریه موسویان نقطه آغاز مهمی در طرح موضوع نرخ های تعادلی است، اما برای تبدیل شدن به چارچوبی عملی و قابل اتکا در سیاست پولی اسلامی، نیازمند تکمیل مفهومی و نهادی است.

۳-۱-۲. نظری؛ سود سرمایه حاصل از بخش واقعی^۱

در بانکداری اسلامی چالش های متعدد وجود دارد. از جمله آن ها حجم بالای فعالیت های مرتبط با فروش اقساطی است. با وجود اینکه فعالیت مبتنی بر فروش اقساطی مورد تأیید شریعت است ولی با روح کلی حاکم بر بانکداری اسلامی یعنی مشارکت در سود و زیان در تناقض است و نمی تواند بانکداری اسلامی را به هدف واقعی و اصلی خود برساند. از مهم ترین دلایل تمایل بانک ها به این روش بانکداری، نبود زیرساخت های نهادی مناسب جهت اجرای صحیح مشارکت در سود و زیان است. اصلاح این فرآیند صرفاً با تغییر قالب قراردادها از طریق شروط ضمن عقد امکان پذیر نخواهد بود. درواقع حذف قرارداد بهره و جایگزینی قرارداد فروش اقساطی یا قرارداد مجاز فقهی دیگر به مثابه حذف بهره نیست؛ زیرا

۱. مطالب این بخش برگرفته است از: نظری (۱۳۸۷).

چارچوب قراردادهای جنبه حقوقی - فقهی دارند که دانش فقه به صحت و بطلان قالب و شکل آن‌ها می‌پردازد اما کمیت و مقدار نرخ که در این نوع قراردادها در نظر گرفته می‌شود بر اساس سازوکار عرضه و تقاضا از دو طریق نرخ سود نسبی مشتق از نرخ بهره قراردادی و نرخ بازدهی سرمایه در بخش واقعی [حقیقی] اقتصاد تعیین می‌شود.

سازوکار عرضه و تقاضا فقط نرخ سود فروش اقساطی را تعیین می‌کند، اما هیچ الزام و قطعیتی ندارد که به‌طور حتم این تعیین نرخ را مشتق از نرخ بهره قراردادی نکرده است، بلکه می‌تواند بر اساس اشتقاق از نرخ بهره آن را تعیین کند. البته باید توجه داشت که دانش فقه تعیین نرخ سود فروش اقساطی مشتق از نرخ بهره قراردادی را تعیین نرخ واقعی قرارداد فروش اقساطی تلقی نمی‌کند بلکه آن را تعیین نرخ سود صوری تلقی می‌کند و در نتیجه این قرارداد را در حالتی مجاز می‌داند که تعیین نرخ آن مشتق از نرخ بازدهی سرمایه در بخش واقعی اقتصاد از چهار مرجع بانک مرکزی (نرخ سود سرمایه‌گذاری در شرکت‌های دولتی)، بورس (نرخ سود صنایع گوناگون و شرکت‌های تابعه)، وزارت اقتصاد (ترازنامه شرکت‌های موضوع قانون مالیات) و نظام بانکی (شرکت‌های سرمایه‌گذار) انجام پذیرد. در پایان بیان می‌شود که می‌توان نرخ سود متوسط واقعی را به‌طور نسبی به دست آورد. البته باید توجه داشت که ساختار بانکداری نیز باید متناسب با به‌کارگیری نرخ سود واقعی سرمایه، متحول شود به گونه‌ای که بتوان ریسک عدم تقارن اطلاعات را به حداقل رساند.

ایشان در پیشنهاد خود به موضوع نرخ سود سیاستی و چگونگی تعیین آن از نرخ‌های متعدد بحث نکرده است. نکته دیگر اینکه ایشان در نظریه خود به این نکته توجه نداشته است که نرخ‌های کشف‌شده از بورس اوراق بهادار (بازار ثانویه) است که بر اساس مطالعه نظرپور و لطفی‌نیا (۱۳۹۳) بعضاً منبعث از فعالیت‌های سفته‌بازانه است و به تبعات کشف نرخ سود بانکی و نرخ سود سیاستی (بدون ریسک) از این نرخ‌های تحریف‌شده توجه نداشته است. نکته پایانی اینکه تعیین و کشف نرخ سود بانکی بر اساس ماده ۸ قانون بانک مرکزی جمهوری

اسلامی^۱ به عنوان یک ابزار پولی که وظیفه ذاتی بانک‌های مرکزی است چرا باید توسط سازمان بورس اوراق بهادار و وزارت اقتصاد تعیین و در اختیار بانک مرکزی قرار گیرد. اهمیت نظریه در آن است که برای نخستین بار تمایز میان نرخ سود صوری و نرخ سود واقعی را با اتکا به داده‌های بخش حقیقی برجسته می‌کند و از این رو سهم مهمی در پیشبرد ادبیات داخلی دارد. بر اساس معیارهای سه‌گانه نظریه نظری (۱۳۸۷) می‌توان این گونه جمع‌بندی نمود:

شریعت: تأکید بر استخراج نرخ سود از بازده واقعی سرمایه با مبانی فقهی سازگار است، اما اتکای عملی به داده‌های بازار سرمایه، که بخشی از آن مبتنی بر معاملات غیرمولد است، مبنای شرعی روش را تضعیف می‌کند.

پیوند با بخش حقیقی: این نظریه از محدود رویکردهایی است که نرخ سود را بر پایه بازده حقیقی تعریف می‌کند، اما دقت داده‌ها و ناهمگونی منابع موجب کاهش قابلیت اتکای آن می‌شود.

سیاست پولی: نظریه به چگونگی استخراج «نرخ سیاستی واحد» نمی‌پردازد و نقش بانک مرکزی در تنظیم نرخ سود را مشخص نمی‌سازد؛ لذا از منظر سیاست‌گذاری کلان نیازمند تکمیل است.

۳-۱-۳. دادگر و فیروزان سرنقی؛ رویکرد هزینه سایه‌ای^۲

با توجه به ماهیت تأمین مالی در اسلام، نرخ سود عقود مبادله‌ای بایستی از نرخ سود تحقق‌یافته در عقود مشارکتی به دست آید و میزان سود تحقق‌یافته در عقود مشارکتی باید پایه‌ای برای تعیین نرخ سود عقود مبادله‌ای در بخش‌های مشابه اقتصادی باشد. بر همین اساس دادگر و فیروزان سرنقی (۱۳۹۱) چنین رویکردی را دنبال نموده است؛ چراکه الف) این رویکرد به نرخ سود موجب تقویت اجرای عملیات بانکی بدون ربا از طریق تلاش برای محاسبه سود

۱. ماده ۸ - وظایف هیئت عالی با رعایت قوانین مربوط بدین شرح است: ۹- اتخاذ تصمیم در مورد

تعیین سقف نرخ سود سپرده‌های سرمایه‌گذاری و تسهیلات مبتنی بر عقود با بازدهی معین.

۲. مطالب این بخش برگرفته از: دادگر و فیروزان سرنقی (۱۳۹۱).

واقعی حاصل از مشارکت خواهد شد. ب) نظام مالی اسلام بر عقود مشارکتی استوار شده و عقود مبادله‌ای به منزله عقود فرعی محاسبه می‌شوند. ج) عقود مبادله‌ای در مقایسه با عقود مشارکتی واقعیت‌های تولید و فعالیت‌های مولد اقتصادی را نشان نمی‌دهند و از این جهت تکیه بر عقود مبادله‌ای و مبنا قرار دادن نرخ‌های سود در عقود مبادله‌ای برای قراردادهای مشارکتی موجب آسیب‌پذیری تولید و فعالیت‌های صنعتی و در نهایت، اقتصاد ملی خواهد شد. تعیین نرخ سود عقود مبادله‌ای به دور از واقعیت‌های اقتصادی و عملکرد بنگاه‌ها، از عوامل کلیدی انحراف در قیمت‌ها و در نتیجه تحمیل هزینه‌های عدم کارایی تخصیصی بر اقتصاد کشور خواهد بود.

دادگر و فیروزان سرنقی (۱۳۹۱) رویکرد هزینه سایه‌ای را برای تعیین نرخ سود معرفی کردند. درواقع آن‌ها بر اساس داده‌های بخش صنعت، نرخ بازده حقیقی سرمایه در بخش صنعت که گویای هزینه فرصت واقعی منابع کمیاب سرمایه در اقتصاد ایران است، برآورد نمودند. طبق نتایج به دست آمده، نرخ سودی که بانک‌ها در اجرای عقود به کار گرفته‌اند، از انحراف قابل توجهی برخوردار است که در نتیجه آن، هزینه‌های عدم کارایی تخصیصی به اقتصاد کشور و بخش صنعت وارد می‌شود.

الگوی یادشده و مدل‌های مرتبط با آن، چنانچه با داده‌های مقطعی حاصل از شرکت‌های تولیدی متقاضی تسهیلات برآورد شود، میزان موفقیت بنگاه را در تخصیص بهینه منابع در درون بنگاه و به ویژه نحوه به کارگیری نهاده سرمایه (بیشتر یا کمتر از حد بهینه) آشکار خواهد ساخت؛ بنابراین، این فرصت را فراهم می‌آورد که بانک یا مؤسسه تأمین مالی به هزینه فرصت سرمایه یا بازدهی سرمایه در هر شرکت دست یابد.

این اطلاع امکان غلبه بر مسئله اطلاعات نامتقارن را که بین بانک و متقاضی تسهیلات رخ دهد، میسر می‌سازد و لذا مؤسسه تأمین مالی را قادر می‌سازد تا علاوه بر اولویت‌بندی شرکت‌های متقاضی تسهیلات عقود مبادله‌ای (غالباً فروش اقساطی تجهیزات و ماشین‌آلات) بر اساس هزینه در اختیار دارند، تعیین کند؛ بنابراین، نرخ سود عقود را بر اساس کارکرد آن‌ها و استفاده‌ای که از سرمایه‌های در اختیار دارند، تعیین کند؛ بنابراین، نرخ سود عقود مبادله‌ای مبتنی بر عملکرد و کارکرد شرکت‌ها و در ارتباط با توانایی تخصیص منابع آن‌ها تعیین خواهد

شد. این حالت، بانک بدون ربا را قادر می‌سازد تا شرکت‌های سودآوری و با بازدهی بالا سود بیشتری را مطالبه کند.

با توجه به کیفیت پایین حسابرسی داخلی در ایران (نیکبخت و همکاران، ۱۳۹۷)، استفاده از این نظریه برای تعیین نرخ سود بانکی می‌تواند یک نرخ سود تورش‌دار را در اختیار بانک مرکزی قرار دهد که مبنا قرار دادن آن می‌تواند چالش‌های متعددی برای اقتصاد در پی داشته باشد. نکته بعدی که در ارتباط با این نظریه وجود دارد، تفکیک ناصحیح عقود مبادله و مشارکتی در بانکداری و تأمین مالی اسلامی به عنوان عقود اصلی و فرعی است (نظرپور و موسویان، ۱۳۹۳، صص ۱۴۱-۱۴۳). بر اساس مبانی فقهی و تاریخی در اقتصاد اسلامی جایگزین‌های متعددی برای ربا وجود دارد و در ارتباط با برتری یکی بر دیگری بحثی مطرح نشده است و مردم و فعالان اقتصادی مختار هستند با توجه به شرایط خود نسبت به انتخاب یکی از آن‌ها اقدام نمایند.

اهمیت نظریه دادگر و فیروزان (۱۳۹۱) در آن است که از محدود رویکردهای داخلی است که به صورت صریح تلاش می‌کند نرخ سود را بر اساس بازده واقعی سرمایه و نه نرخ‌های قراردادی تعریف کند و به این ترتیب پیوند میان بخش حقیقی و نظام بانکی را تقویت نماید. به رغم نقاط قوت رویکرد هزینه سایه‌ای در پیوند زدن نرخ سود با بخش حقیقی، ارزیابی آن بر اساس سه معیار مقاله نشان می‌دهد که این نظریه همچنان با محدودیت‌هایی مواجه است:

شریعت: رویکرد هزینه سایه‌ای از منظر مبانی فقهی قابل دفاع است؛ زیرا نرخ سود را بر واقعیت فعالیت اقتصادی مبتنی می‌کند. با این حال، اتکای عملی به داده‌های بازار سرمایه - که بخشی از آن غیرمولد است - مبنای شرعی روش را تا حدی تضعیف می‌کند.

پیوند با بخش حقیقی: این نظریه پیوند مستقیمی با بازده واقعی بخش صنعت دارد و از این جهت نقطه قوت آن است؛ اما کیفیت پایین داده‌ها و نبود نظام جامع اطلاعاتی، قابلیت اتکای روش را کاهش می‌دهد.

سیاست پولی: نظریه مشخص نمی‌کند چگونه می‌توان از نرخ‌های متفاوت شرکت‌ها به «نرخ سیاستی واحد» برای بانک مرکزی رسید. از این رو برای استفاده در سیاست‌گذاری پولی در سطح کلان نیازمند تکمیل مفهومی و نهادی است.

۳-۴. محقق نیا و همکاران؛ نرخ بهینه سود بانکی^۱

تعیین نرخ سود علی‌الحساب بانکی، هرچند در نگاه جزئی منافاتی با احکام شرع مقدس اسلام ندارد؛ اما با در نظر گرفتن مقاصد شریعت و اصول اقتصاد اسلامی، از جمله رابطه منطقی و سالم بین چرخه مالی و اقتصاد واقعی، این راهکار (تعیین نرخ سود علی‌الحساب) نتوانسته نظام بانکی بدون ربا را به اهدافش نزدیک کند؛ بنابراین تعیین نرخ ثابت یا به عبارتی تعیین دستوری نرخ سود بانکی با مبانی اقتصادی و شرعی سازگار نبوده و باید این نرخ با سازوکاری جدید به نظام بازار و عرضه و تقاضا با نظارت و هدایت بانک مرکزی واگذار شود.

طراحی این الگو بر اساس تعیین صریح نرخ مشارکت در سود خالص پایان دوره برای هر نوع سپرده است که می‌تواند در اصلاح باور عمومی نسبت به شرعی بودن سود پرداختی به سپرده‌گذاران مؤثر باشد. در این الگو، نرخ سود قطعی پایان دوره با نرخ سود علی‌الحساب متفاوت است؛ زیرا نرخ سود علی‌الحساب به صورت درصدی از میانگین وزنی نرخ سود قطعی در دوره‌های گذشته محاسبه و پرداخت می‌شود. این الگو، بستری در راستای ایجاد سازوکاری برای آزادسازی تدریجی نرخ سود در نظام بانکی کشور فراهم می‌آورد تا هم‌زمان با بهره‌مندی از فواید آزادسازی، از زیان‌های آزادسازی دفعی نیز در امان بود.

در این الگو، سود قطعی به صورت شراکتی در سود پایان دوره مالی بانک برای سپرده‌گذاران مشخص می‌شود و فقط نرخ شراکت برای سپرده‌گذاران از پیش تعیین می‌شود؛ سود علی‌الحساب نیز به صورت درصدی از میانگین وزنی سود قطعی تقسیم‌شده در دوره‌های گذشته خواهد بود؛ بنابراین، بانک‌ها برای رسیدن به نرخ سود علی‌الحساب بالاتر در دوره

۱. مطالب این بخش برگرفته از: محقق‌نیا و همکاران (۱۳۹۵).

بعد، برای جذب سپرده بیشتر، راهی جز بهبود عملکرد خود در این دوره نخواهد داشت. از مزیت‌های الگو، امکان تلفیق آن با روش مرسوم و تغییر تدریجی آن است. نظریه مذکور با چالش‌هایی مواجه است که مورد توجه قرار نگرفته است. از جمله این موارد می‌توان به ایجاد تنوع در نرخ‌های سود کشف شده و همچنین شکل‌گیری فضای جنگ قیمتی بین بانک‌های مختلف و بین پروژه‌های مختلف است. در واقع توجه به ضرورت کشف نرخ سود سیاستی برای سیاست‌گذاری پولی در فضای بانکداری و تأمین مالی اسلامی نشده است. به این صورت که در فضای سیاست پولی مدرن، اتخاذ نرخ سود سیاستی واحد یک ضرورت اجتناب‌ناپذیر است که مورد توجه قرار نگرفته است. نکته پایانی اینکه الگوی معرفی شده، گذشته‌نگر است و توجهی به شرایط موجود و تحولات آتی تأمین مالی و اقتصاد کلان ندارد.

با توجه به نکات فوق، می‌توان جایگاه این نظریه را بر اساس سه معیار پیشنهادی مقاله (شریعت، پیوند با بخش حقیقی و نقش در سیاست پولی) به صورت زیر ارزیابی کرد. **شریعت:** تبدیل رابطه سپرده‌گذار و بانک به مشارکت در سود پایان دوره با مبانی فقهی سازگار است و می‌تواند مشروعیت سود سپرده‌ها را تقویت کند؛ با این حال، وابستگی نرخ علی‌الحساب به سود قطعی گذشته و نبود معیار روشن برای تعیین نرخ سیاستی واحد، پرسش‌هایی درباره کفایت فقهی و کارکرد شریعت‌محور الگو ایجاد می‌کند. **پیوند با بخش حقیقی:** الگو از طریق وابسته کردن سود قطعی به عملکرد واقعی بانک، پیوندی نسبی با بخش حقیقی ایجاد می‌کند؛ اما چون مبتنی بر سود عملیاتی بانک‌هاست و نه بازده واقعی سرمایه در اقتصاد، پیوند آن با شاخص‌های بخش حقیقی غیرمستقیم و محدود است.

قابلیت استفاده در سیاست پولی: نظریه فاقد سازوکاری برای استخراج «نرخ سیاستی واحد» و سازگار با عملیات بانک مرکزی است؛ تنوع نرخ‌ها میان بانک‌ها و گذشته‌نگری الگو نیز از تبدیل آن به ابزار سیاست پولی کارآمد جلوگیری می‌کند.

درمجموع، الگوی محقق‌نیا و همکاران (۱۳۹۵) گامی مهم در اصلاح سازوکار سود علی‌الحساب محسوب می‌شود، اما از منظر سیاست‌گذاری کلان و طراحی نرخ سود سیاستی در نظام بانکداری اسلامی، نیازمند تکمیل مفهومی و نهادی است.

۳-۱-۵. نقاده و فیروزان سرنقی؛ نرخ سود در عقود مبادله‌ای^۱

برخی اقتصاددانان و محققان نظریاتی درباره چگونگی تعیین نرخ سود عقود مبادله‌ای بیان کرده ولیکن روشی برای تعیین نرخ سود ارائه نداده‌اند. نظیر مباحثی که در خصوص نرخ نسبه برای فروش اقساطی به‌عنوان یکی از عقود مبادله مطرح است. در نبود چنین روش‌هایی، سیستم بانکی بیشتر از روش فیش و مثبت بودن نرخ بهره اسمی استفاده می‌کند که مبنای آن بیشتر بودن نرخ سود از تورم است که این روش با بانکداری اسلامی قرابت زیادی ندارد. در این راستا، مقاله‌ای که مبتنی بر فعالیت‌های درون بنگاه و بازدهی واقعی، روشی برای اندازه‌گیری این سود ارائه داده، مقاله دادگر و فیروزان (۱۳۹۱) با عنوان «ارائه چارچوبی برای تعیین نرخ سود در عقود مبادله‌ای» است که با استفاده از روش‌های اقتصادسنجی و تابع هزینه سایه‌ای، رویکرد هزینه سایه‌ای را مطرح نموده‌اند. پس در این مقاله، با بهره‌گیری از محاسبات انجام‌شده در کار دادگر و فیروزان (۱۳۹۱)، برای تعیین تابع هزینه سایه‌ای نهاده‌ها و تعیین انحراف قیمت نهاده‌ها و همچنین با استفاده از دو شبکه عصبی مصنوعی «MLP»^۲ و «RBF»^۳ به تعیین ضرایب این تابع و درنهایت، محاسبه نرخ سود پرداخته شده است.

الگوی پیشنهادی برای تعیین نرخ سود از اطلاعات درونی بنگاه‌های صنعتی بهره گرفته است، بنابراین می‌توان آن را برای هر صنعت به‌صورت جداگانه محاسبه کرد، بنابراین به‌عنوان مبنایی برای سنجش اعتبار بنگاه‌ها برای پرداخت تسهیلات استفاده شود. به‌طور مثال برخی بنگاه‌ها نرخ سود و بازدهی سرمایه منفی یا صفر دارند، که این موارد می‌تواند شامل بنگاه‌هایی باشد که اطلاعات ناقصی ارائه می‌کنند و یا چالش‌های چون سوء مدیریت دارند؛ بنابراین با

۱. مطالب این بخش برگرفته از: نقاده و فیروزان سرنقی (۱۳۹۶).

2. Multi-Layer Perceptron (MLP)

3. Radial Basis Function (RBF)

استفاده از روش معرفی شده، می‌توان در گام اول بنگاه‌ها را مشکوک اعلام نموده و بانک از دادن تسهیلات به آن‌ها خودداری کند.

الگوی ارائه شده توسط نقاده و فیروزان سرنقی (۱۳۹۶) بیشتر ناظر بر تکمیل و آزمون نظریه بیان شده توسط دادگر و فیروزان سرنقی (۱۳۹۱) است و درواقع تکمیل کننده آن نظریه است. بااین حال در این نظریه نرخ سود بانکی سنجش شده است. در ارتباط با این نظریه نیز نکات قابل توجهی چون افزایش تنوع در نرخ‌های سود کشف شده و مورد استفاده در نظام پولی و مالی و عدم توجه به کشف نرخ سود واحد سیاستی و نبود شفافیت و همچنین ضعف در گزارش دهی شرکت‌های فعال در ایران اشاره نمود.

ارزیابی نظریه بر اساس سه معیار اصلی مقاله به شرح زیر است:

شریعت: اتکای مدل به بازده واقعی فعالیت‌های اقتصادی و پرهیز از نرخ‌های قراردادی، آن را از منظر فقهی تقویت می‌کند. بااین حال، وابستگی شدید به داده‌های حسابداری غیرشفاف و استفاده از نرخ‌های استخراج شده در سطح خرد، اعتبار شرعی و عملیاتی آن را برای تعیین نرخ سود سیاستی کاهش می‌دهد.

پیوند با بخش حقیقی: این نظریه یکی از نزدیک‌ترین روش‌ها به بخش حقیقی اقتصاد است و تلاش می‌کند نرخ سود را بر اساس عملکرد واقعی بنگاه‌ها تعیین کند؛ اما ناهمگونی صنایع، تفاوت شدید در ساختار هزینه‌ها و کیفیت متفاوت داده‌ها موجب می‌شود قابلیت اتکای این پیوند در سطح کلان محدود باشد.

سیاست پولی: به دلیل تنوع نرخ‌ها در سطح بنگاه و نبود سازوکار تجمیع، این رویکرد قابلیت تبدیل شدن به نرخ سیاستی واحد را ندارد. همچنین نظریه هیچ نقشی برای بانک مرکزی در تنظیم، کنترل و هدایت نرخ سود در سطح کلان تعریف نمی‌کند و از این حیث برای سیاست پولی کاربردپذیر نیست.

نقاده و فیروزان سرنقی (۱۳۹۶) در تکمیل رویکرد هزینه سایه‌ای، گامی مهم در تعیین نرخ سود مبتنی بر بازدهی واقعی بنگاه‌ها برداشته‌اند و از نظر پیوند با بخش حقیقی دارای ارزش افزوده است. اما فقدان سازوکار استخراج نرخ سیاستی، اتکا به داده‌های خرد و پراکنده

بنگاهی و نبود توجه به الزامات سیاست پولی مدرن، باعث می‌شود این نظریه بیشتر در سطح اعتبارسنجی بنگاه‌ها قابل استفاده باشد تا تعیین نرخ سود سیاستی در نظام بانکداری اسلامی.

۲-۳. نظریه‌های تعیین‌کننده نرخ سود توسط کارشناسان خارجی

ادبیات بین‌المللی بانکداری اسلامی نیز تلاش‌هایی برای ارائه سازوکارهای جایگزین نرخ بهره و تبیین نحوه تعیین نرخ سود ارائه کرده است. این نظریه‌ها، برخلاف بخش قابل توجهی از مطالعات داخلی که بیشتر بر سازوکارهای عملیاتی بانک‌ها یا بازدهی بنگاه‌ها تمرکز دارند، عمدتاً بر نسبت‌های سود و زیان، قراردادهای مشارکتی، مدل‌های ریاضی و تحلیل‌های مبتنی بر ریسک استوارند. هدف اصلی این رویکردها ارائه معیاری اقتصادی برای تعیین نرخ سود در چارچوبی سازگار با اصول شریعت است، هرچند اغلب فاقد ارتباط نظام‌مند با سیاست پولی و نقش بانک مرکزی هستند.

در این بخش، مهم‌ترین نظریه‌های ارائه‌شده توسط پژوهشگران برجسته مالیه اسلامی در کشورهای مختلف معرفی و تحلیل می‌شوند. ارزیابی این نظریه‌ها نیز مطابق چارچوب سه‌معیاره مقاله - انطباق با مبانی شریعت، پیوند با بخش حقیقی و قابلیت استفاده در سیاست پولی - صورت می‌گیرد تا مشخص شود هر یک از آن‌ها تا چه اندازه می‌توانند در طراحی نرخ سود سیاستی در بانکداری اسلامی نقش ایفا کنند.

۱-۲-۳. میرآخور: هزینه سرمایه و سرمایه‌گذاری^۱

در یک اقتصاد اسلامی، یک نرخ بازده در بازار مالی وجود دارد که بر اساس نرخ بازده موجود در بخش واقعی اقتصاد است و ارتباط بسیار نزدیکی با آن دارد و می‌تواند به‌عنوان معیاری جهت تصمیمات سرمایه‌گذاری عمل کند. درواقع در غیاب نرخ بهره ثابت و از پیش تعیین‌شده، تأمین مالی از طریق سهام^۲ تنها منبع سرمایه مالی است و به دلیل این نظام مالی مبتنی بر سهام می‌گردد. در چنین اقتصادی، دو گروه سرمایه‌گذار در بازار سرمایه می‌شوند. از طرف دیگر کارآفرینان قرار دارند که به دنبال وجوه برای اجرای طرح‌های سرمایه‌گذاری خود

۱. مطالب این بخش برگرفته از: Mirakhor (1996)

2. equity financing

وارد بازار سرمایه می‌شوند. در یک اقتصاد فاقد ابزارهای بدهی، موجودی سرمایه فیزیکی در بازار برحسب سهام ارزش‌گذاری می‌شود و می‌توان رابطه‌ای بین قیمت عرضه سرمایه و نرخ‌ی که در آن سهامداران جریان عواید آتی مورد انتظار را تنزیل می‌کنند، به دست آورد. ارزش‌گذاری سرمایه فیزیکی، که از طرح‌های سرمایه‌گذاری کارآفرینان ناشی می‌شود، در بازارهای سهام یک داده اساسی برای فرآیند تعامل بین عرضه‌کنندگان وجوه و کارآفرینان فراهم می‌نماید. این ارتباط متقابل است که قیمت عرضه سرمایه را تعیین می‌کند؛ بنابراین، رویه پیشنهادی میرآخور (۱۹۹۶) ساده و بر اساس فن (تکنیک) مشهور q ی توپین است و می‌تواند توسط بخش خصوصی و دولتی به‌عنوان ابزاری مفید برای اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری مورد استفاده قرار گیرد.

تئوری q سرمایه‌گذاری که سرمایه‌گذاری را به نسبت ارزش بازاری به ارزش جایگزینی سرمایه مرتبط می‌سازد، توجه قابل ملاحظه‌ای را به خود جلب کرده است و روش‌های متعدد ساده و پیشرفته‌ای برای سنجش آن وجود دارد. ولی در مطالعه میرآخور (۱۹۹۶)، ساده‌ترین مدل q را برای محاسبه هزینه سرمایه پیشنهاد می‌کند. گرچه مدل‌های پیشرفته‌تری وجود دارند، اما نتایج اساسی در غیاب سازوکار نرخ بهره اعتبار خود را دارند و عدم وجود نرخ بهره، مالیه اسلامی را از برخورداری معیاری جهت اتخاذ تصمیمات کارای سرمایه‌گذاری محروم نمی‌سازد. به‌علاوه همان‌طور که به طرز گسترده‌ای در ادبیات این کار در سال‌های اخیر نشان داده شده است می‌توان به محاسبه q ها در سطح صنعت و حتی در سطح کل اقتصاد پرداخت.

استفاده از چنین مدلی نیازمند وجود بازارهای مالی و سهام کارا است که در آن جریان اطلاعات شفاف بوده دسترسی همگانی وجود داشته باشد. عدم تحقق این شرایط، استفاده از روش مذکور را تحت شعاع قرار می‌دهد و جهت و اندازه نرخ بازدهی سرمایه تعیین‌شده قابل اتکا نخواهد بود. در این راستا برخی (مهدوی و میدری، ۱۳۸۴) به دلایل غیرواقعی بودن ارزش بازاری و دفتری شرکت‌ها و بنگاه‌ها بیان می‌کنند که صورت و مخرج q توپین در ایران به‌درستی قابل محاسبه نیست (دادگر و فیروزی سرنقی، ۱۳۹۱، ص ۸۷). علاوه بر این در ارتباط با بازار سهام (به‌طور مشخص بازار ثانویه) فعالیت‌های سفته‌بازانه و بورس‌بازانه نقش مهم و اساسی در جهت‌دهی به فعالیت‌های بازار دارد، حال این سؤال مطرح می‌شود که

کشف نرخ سود سیاستی بانک مرکزی بر اساس این بازار آیا می‌تواند نظام پولی و مالی اسلامی را در دستیابی به اهداف خود یعنی کشف نرخ سود از بازدهی بخش حقیقی کمک کند یا خیر؟

میرآخور با تکیه بر چارچوب سرمایه‌گذاری مبتنی بر q توپین و در غیاب ابزارهای بدهی، رویکردی روشمند برای برآورد هزینه سرمایه در نظام مالی اسلامی ارائه می‌کند. با این حال جمع‌بندی نظریه میرآخور (۱۹۹۶) بر اساس سه معیار اصلی ارزیابی نظریه‌ها به شرح زیر است:

شریعت: نظریه میرآخور به‌طور کامل بر بازده واقعی سرمایه استوار است و از نرخ‌های قراردادی بهره فاصله می‌گیرد؛ بنابراین از منظر فقهی و اصول مالیه اسلامی قابل دفاع است. با این حال، وابستگی به قیمت‌های بازار سهام (که همیشه بازتاب‌دهنده فعالیت واقعی نیست) می‌تواند انطباق شرعی نرخ استخراج‌شده را تضعیف کند.

پیوند با بخش حقیقی: این رویکرد یکی از قوی‌ترین پیوندها با بخش حقیقی را در میان نظریه‌های خارجی دارد، زیرا مبنای محاسبه نرخ بازده را سرمایه‌گذاری واقعی قرار می‌دهد؛ اما ناکارآمدی بازارهای مالی و فاصله ارزش بازاری از ارزش حقیقی، این پیوند را در عمل تضعیف می‌کند. افزون بر آن، ساختار بازار سرمایه در بسیاری از کشورهای اسلامی با تسلط بنگاه‌های بزرگ، سهم بالای شرکت‌های شبه‌دولتی و فعالیت‌های غیرمولد، فاصله قابل توجهی با فروض بازار کارای مورد نیاز این نظریه دارد.

سیاست پولی: مدل میرآخور در سطح بنگاه و کل اقتصاد می‌تواند راهنمایی برای تصمیمات سرمایه‌گذاری باشد، اما فاقد سازوکار تبدیل بازده سرمایه به نرخ سیاستی واحد است. همچنین، اتکا به بازار سهام (که در بسیاری از کشورهای اسلامی عمق و کارایی کافی ندارد) قابلیت به‌کارگیری مدل را برای سیاست‌گذاری پولی محدود می‌کند. این نظریه نقش بانک مرکزی را در بازار سرمایه و نحوه تبدیل بازده سرمایه به نرخ سیاستی مشخص نمی‌کند، بنابراین فاقد چارچوب اجرایی برای استفاده در سیاست پولی اسلامی است.

نظریه میرآخور (۱۹۹۶) سهم مهمی در نشان دادن امکان جایگزینی نرخ بهره با شاخص‌های مبتنی بر سرمایه‌گذاری در اقتصاد اسلامی دارد و از نظر نظری قابل توجه است. با این حال، استفاده از آن در تعیین نرخ سود سیاستی بانک مرکزی مستلزم بازارهای مالی

کارآمد، اطلاعات شفاف و سازوکارهای پیشرفته ارزش‌گذاری دارایی‌ها است؛ شرایطی که در بسیاری از اقتصادهای اسلامی - شامل ایران - در حال حاضر فراهم نیست.

۳-۲-۲. حق و میرآخور؛ نرخ بازده اوراق مشارکت ملی (۱۹۹۸)^۱

اوراق بهادار نرخ شناور مبتنی بر سهام (مانند اوراق مشارکت ملی (NNP)) که نقش مشابه و برابر با نرخ بازده مشاهده‌شده به‌دست‌آمده در بخش خصوصی و تعدیل‌شده با صرف سهام، ایفا می‌کنند توسط ابزارهای سیاست‌گذاری در کشورهای اسلامی که استفاده از اوراق درآمدی ثابت را منع و محدود کرده است، لازم و مورد نیاز هستند. مسائل کلیدی ریشه در دستیابی به نرخ بازده مبتنی بر تسهیم سود ناشی از مشاهده فعالیت بخش خصوصی دارند. در اقتصاد متعارف، این نرخ، نرخ بهره بازار است. در اقتصاد اسلامی، نرخ بازده باید از مشاهده فعالیت بخش خصوصی مشتق شود. درواقع در سیستم اسلامی، نرخ بازده برای دارایی‌های مالی با نرخ بازده بخش حقیقی اقتصاد تعیین می‌شود که معیاری برای تصمیمات سرمایه‌گذاری است. بر همین اساس حق و میرآخور از نرخ بازده اوراق مشارکت ملی (NPP) برای محاسبه جایگزین نرخ بهره در اقتصاد اسلامی و کشورهای اسلامی استفاده می‌کنند. چون نرخ بازده اوراق مشارکت ملی (NPP) با نرخ بازده بخش حقیقی اقتصاد شاخص‌بندی می‌شود، باید اطمینان حاصل کرد که رفتار حدسی و سود بادآورده ناشی از بازارهای مالی بخش خصوصی موجب اختلال در نرخ بازده اوراق مشارکت ملی (NPP) نمی‌شود.

تجربه بین‌المللی قابل ملاحظه برای کمک به توسعه بازارهای ملی جدید برای اوراق دولتی وجود دارد. بااین‌حال تجربه کمی در انجام این کار تحت قوانین اسلامی وجود دارد. بااین‌همه در صورتی که مسیر پایدار و یکنواخت برای نرخ بازده غیرمستقیم اوراق مشارکت ملی (NPP) وجود داشته باشد، به‌طور کلی روش‌ها و شیوه‌های متوازن باید برای کشورهای اسلامی استفاده شود. بااین‌حال این نتیجه‌گیری نیازمند تأیید کاربردی در محیط اسلامی بوده و بانک مرکزی باید آماده تعدیل عملیات و شیوه‌ها در صورت لزوم باشد. درعین‌حال، طراحی بازار را نمی‌توان به‌طور جداگانه انجام داد. به‌این‌ترتیب نیاز مبرمی به ساختارهای سازمانی،

۱. مطالب این بخش برگرفته از: Haque (1999)

بازاری و ابزاری برای هر کشور وجود دارد و از این رو، از تغییرات فعلی استفاده می‌شود. به‌طور مختصر، اگرچه بازار اوراق دولتی در اینجا باید مطابق با معیارهای مالی و اقتصادی باشد، فضای زیادی برای کشورهای مسلمان به‌منظور اعمال سلیق و اولویت‌ها وجود دارد. نظریه ارائه‌شده گامی روبه‌جلو برای بهره‌گیری از ظرفیت اوراق بدهی برای کشف نرخ سود است. با این حال این نظریه نیز با مشکلاتی مواجه است. برای مثال، کدامیک از عقود و اوراق دولتی (صکوک) می‌تواند ابزار مناسبی برای این هدف باشد؛ زیرا که ابزارهای مالی (صکوک) مختلف کارکردها و ویژگی‌های متفاوتی دارند که نرخ کشف‌شده مبتنی بر عملکرد آنها نتایج و آثار متفاوتی خواهد داشت؛ بنابراین لازم و ضروری است که نسبت به غربالگری اوراق متناسب برای اعمال سیاست پولی اقدام نمود. درواقع اوراقی مورد استفاده قرار گیرد که کارکردهای لازم کشف نرخ سود و اعمال سیاست پولی اسلامی را داشته باشد. از طرف دیگر اوراق مورد استفاده برای کشف نرخ سود باید توسط دولت منتشر شود بنابراین در این شرایط دولت به‌عنوان بازیگر اصلی این بازار شناخته می‌شود و ممکن است تصمیمات و فعالیت‌های آن بر نرخ بازدهی کشف‌شده اثرگذار بوده و موضوع استقلال بانک مرکزی برای اعمال سیاست پولی را تحت تأثیر قرار دهد.

با توجه به ماهیت نوآورانه این نظریه و نقش محوری که برای اوراق مشارکت ملی در جایگزینی نرخ بهره قائل است، ارزیابی میزان کارآمدی آن مستلزم بررسی دقیق مبانی نظری و پیش‌فرض‌های اجرایی آن است. به‌ویژه اینکه پیوند میان نرخ بازده اوراق و فعالیت بخش حقیقی، ساختار بازار صکوک، و جایگاه بانک مرکزی در فرآیند کشف نرخ سود سیاستی، در این نظریه نقشی اساسی دارد. بر همین اساس، کارآمدی این الگو تنها در صورتی قابل سنجش است که بر اساس سه معیار کلیدی مقاله (یعنی انطباق با مبانی شریعت، پیوند با بخش حقیقی، و قابلیت استفاده در سیاست پولی) مورد ارزیابی نظام‌مند قرار گیرد. در ادامه، نظریه حق و میرآخور بر اساس این سه معیار بررسی می‌شود.

شریعت: این نظریه به‌دلیل اتکا به اوراق مشارکت و پرهیز از نرخ‌های معین و ثابت بهره، از منظر فقهی معتبر است و تلاش می‌کند نرخ بازده را بر اساس سود واقعی پروژه‌ها تعیین کند. با این حال، وابستگی عملی نرخ NNP به رفتار بازارهای مالی و امکان تأثیرپذیری

از نوسانات سفته‌بازانه، می‌تواند انطباق شرعی آن را محدود کند؛ زیرا نرخ استخراج‌شده لزوماً بازتاب‌دهنده فعالیت حقیقی نیست.

پیوند با بخش حقیقی: برتری اصلی این نظریه در آن است که نرخ بازده اوراق مشارکت بر پایه عملکرد واقعی پروژه‌های اقتصادی تعریف می‌شود و از این جهت پیوند قوی با بخش حقیقی دارد. اما ناکارآمدی بازار صکوک، نبود اطلاعات شفاف و مداخلات دولت ممکن است این پیوند را در عمل تضعیف و نرخ بازده را از بخش حقیقی جدا کند.

سیاست پولی: حق و میرآخور مسیر نظری مهمی برای جایگزینی نرخ بهره معرفی می‌کنند، اما نظریه آن‌ها فاقد سازوکار روشن برای تبدیل نرخ بازده NNP به نرخ سیاستی واحد است. علاوه بر این، اتکا به اوراقی که توسط دولت منتشر می‌شود، استقلال سیاست پولی را تهدید می‌کند. ضعف در عمق بازار ثانویه صکوک نیز توانایی این ابزار را برای ایفای نقش لنگر سیاست پولی محدود می‌سازد.

نظریه حق و میرآخور (۱۹۹۸) یکی از نخستین تلاش‌های جدی برای ارائه ابزار جایگزین نرخ بهره در سیاست پولی اسلامی است و از نظر نظری ارزشمند است. باوجود این، کارآمدی آن در عمل منوط به وجود بازارهای مالی عمیق، شفاف و مستقل، و همچنین سازوکاری برای تبدیل نرخ بازده اوراق مشارکت به نرخ سیاستی است؛ شرایطی که در بسیاری از کشورها (شامل ایران) به‌طور کامل فراهم نیست.

۳-۲-۳. حلید و عبداللطیف؛ نرخ بازده بر اساس اقتصاد بخش حقیقی (۲۰۱۲)^۱

در نظام مالی متعارف، بازار مالی بر بخش حقیقی در اقتصاد غالب است، به‌گونه‌ای که معیار قیمت‌گذاری متغیرهای بازار مالی است تا متغیرهای بخش حقیقی. قیمت‌گذاری دارایی منعکس‌کننده ارزش ذاتی دارایی نیست، زیرا که بازار مالی به‌شدت با مشکل استفاده از پول فیات [بدون پشتوانه] مرتبط است. در اقتصاد پول فیات [بدون پشتوانه]، قیمت دارایی ممکن است نه به دلیل افزایش ارزش ذاتی دارایی، بلکه به دلیل افزایش عرضه پول، رفتار سوداگرانه و سایر عوامل مرتبط که باعث بی‌ثباتی در اقتصاد می‌شود، افزایش یابد. بنابراین محصولات

۱. مطالب این بخش برگرفته است از: Halid and Abdul Latiff (2012)

مالی اسلامی نه تنها برای انطباق با شریعت، بلکه تا حدی برای ایجاد ثبات در اقتصاد نیز می‌تواند، قیمت مناسبی داشته باشند.

ایشان هدف از معرفی نرخ بازده بر اساس بخش حقیقی اقتصاد را این گونه بیان می‌کند که معیار جدید علاوه بر اینکه یک نرخ مرجع است، همچنین باید بتواند جهت عملکرد اقتصادی مورد انتظار را به بازارهای مالی نشان دهد. از این رو باید منعکس کننده فعالیت‌های بخش حقیقی در اقتصاد باشد. از این رو، معیار خود را با نرخ رشد تولید ناخالص داخلی اسمی^۱ که توسط حنیف و شیخ (۲۰۱۰) به دست آمده است، شروع می‌کنند زیرا یکی از شاخص‌های کلیدی در اقتصاد است که منعکس کننده بخش حقیقی و به راحتی در دسترس است. با این حال، در انتخاب شکل مناسب نرخ رشد برای استفاده به عنوان نرخ مرجع، تبدیل‌های آماری و ریاضی زیادی به عنوان مثال میانگین متحرک داده‌های واقعی باید انجام شود. در پایان نتیجه می‌گیرند که میانگین متحرک چهار فصل پایدارتر و مناسب‌تر از نرخ تولید ناخالص داخلی واقعی (NGDPGR)^۲ هستند؛ بنابراین، حلید و عبداللطیف (۲۰۱۲) در روش پیشنهادی خود، نرخ رشد تولید ناخالص داخلی اسمی را به عنوان معیار جایگزین برای نرخ مرجع برای مالزی پیشنهاد می‌کند که نماینده بخش حقیقی اقتصاد است.

نظریه ارائه شده در نوع خود نظریه جدیدی برای رعایت اصول شریعت در کشف نرخ سود نظام پولی و مالی است. با این حال در تناقض با رویکردها و ابزارهای مورد استفاده نظام پولی و مالی متعارف در ارتباط با کارکردهای نرخ بهره و ابزارهای سیاست‌های پولی است. در واقع در نظریه ارائه شده سیاست پولی مبتنی بر نرخ بهره عقیم شده و امکان استفاده برای اثرگذاری بر بخش حقیقی اقتصاد نخواهد داشت. در واقع در این شرایط این بخش حقیقی اقتصاد است که بخش پولی و مالی را مدیریت و هدایت می‌کند. این در حالی است که انتظار می‌رود بخش پولی و مالی اقتصاد به کمک بخش حقیقی برای افزایش ارزش افزوده و ایجاد رونق اقتصاد در کنار مهار تورم بیاید.

1. nominal GDP growth rate (NGDPGR)

2. the actual NGDPGR

۳-۲-۴. اکثرالدین و حلیم: نرخ رشد تولید ناخالص داخلی تعدیل شده با تورم (۲۰۱۵)^۱

از آنجاکه نرخ بهره، ابزار کلیدی تنظیم سیاست پولی متعارف، در نظام اقتصاد اسلامی ممنوع است، بنابراین نیاز به جایگزینی پایدار امری عادی است. متأسفانه، بانک‌ها و مؤسسات مالی اسلامی معیار خود را بر اساس نرخ پیشنهادی بین‌بانکی لندن (LIBOR)^۲ تنظیم می‌کنند که شک و مناقشه‌ای در مورد منحصر به فرد بودن تأمین مالی اسلامی ایجاد می‌کند. ادبیات نشان می‌دهد که این حوزه دانش رو به رشدی است و آثار نظری زیادی در این زمینه انجام شده است، اما کارهای تجربی اندکی، به علاوه، بسیار اندک در معیار جایگزین برای نظام اقتصادی اسلامی است؛ بنابراین آن‌ها در مطالعه خود پیشنهاد می‌دهند که نرخ رشد تولید ناخالص داخلی تعدیل شده برای تورم را می‌توان به عنوان معیاری برای ابزار بازار پول و مرجع برای بازار مالی و سرمایه تعیین کرد زیرا استدلال می‌کنند که نرخ رشد تولید ناخالص داخلی منعکس کننده پتانسیل رشد متعادل حقیقی اقتصاد است زیرا با درآمد ملی، پس انداز، تورم، نرخ ارز و سرمایه گذاری در مقایسه با نرخ بهره واقعی که در بازار پول ثابت است و بخشی حقیقی را در نظر نمی‌گیرد، همبستگی دارد.

آن‌ها همچنین استدلال می‌کنند که رکود تورمی و تورم فشار هزینه می‌تواند با مدیریت بهره زنجیره تأمین، کاهش واسطه‌ها و ارتقای رقابت در بازار بهتر مقابله شود. کمبود سرمایه ایجاد شده توسط بهره بهتر می‌تواند از طریق مالیات بر ثروت بالا و مالیات بر ارث یعنی زکات (۲/۵ درصد از ثروت، ۵ درصد و ۱۰ درصد از تولید) در اقتصاد اسلامی مدیریت شود. این امر تولید را تقویت می‌کند، رقابت را بهبود می‌بخشد و موانعی را که منجر به افزایش هزینه‌ها می‌شود، از بین می‌برد و با افزایش پایه مالیاتی، درآمد را برای دولت افزایش می‌دهد. به احتمال زیاد تورم در رکود پایین خواهد بود و از این رو نرخ رشد تولید ناخالص داخلی آن‌چنان بالا نخواهد بود. حتی اگر بالا باشد، تأمین کنندگان مالی بخش خصوصی مانند بانک‌ها بر اساس جریان‌های نقدی که بر اساس نرخ رشد تولید ناخالص داخلی تنزیل شده است، تأمین مالی

۱. مطالب این بخش برگرفته است از: Uddin and Halim (2015)

2. London Interbank Offered Rate (LIBOR)

می‌کنند؛ بنابراین، هزینه باید توسط سرمایه‌دارانی پرداخت شود که جریان‌های نقدی بالاتری بر نرخ رشد تولید ناخالص داخلی تنزیل دارند.

آن‌ها استدلال می‌کنند که با گنجاندن تورم در تأمین مالی عمومی و شرکت‌ها با نرخ معیار، نرخ رشد تولید ناخالص داخلی که تورم در نظر می‌گیرد، در نتیجه، دولت برای رفع کسری مالی نیازی به چاپ پول کاغذی، تسهیل کمی^۱ ندارد. اگر تغییرات لازم برای جلوگیری از کسری بودجه ایجاد شود، ممکن است پول کاغذی نیازی به چاپ مکرر نداشته باشد و حق‌الضرب^۲، سود حاصل از انتشار ارز توسط دولت به‌عنوان یک مشکل قانع‌کننده ارائه نخواهد شد.

نظریه ارائه‌شده توسط الدین و حلیم (۲۰۱۵) مبتنی بر نظریه قبلی ارائه‌شده توسط حلید و عبداللطیف (۲۰۱۲) است با این تفاوت که برای حل مشکل مربوط به نرخ رشد اقتصادی منفی که منجر به کشف نرخ سود بانکی منفی می‌شود، نسبت به تعدیل شاخص مذکور با تورم اقدام شده است.

با وجود نوآوری نظریه اکثرالدین و حلیم در استفاده از نرخ رشد تولید ناخالص داخلی تعدیل‌شده با تورم به‌عنوان معیار جایگزین نرخ بهره، ارزیابی کارآمدی این رویکرد مستلزم بررسی آن بر اساس سه معیار بنیادینی است که چارچوب تحلیلی این مقاله را تشکیل می‌دهد: میزان انطباق با مبانی شریعت، پیوند روش با بخش حقیقی اقتصاد، و قابلیت استفاده در سیاست پولی و عملیات بانک مرکزی. در ادامه، نظریه مذکور بر مبنای این سه معیار به‌صورت انتقادی مورد بررسی قرار می‌گیرد.

شریعت: اتکای نظریه بر نرخ رشد GDP تعدیل‌شده با تورم و پرهیز از نرخ‌های قراردادی بهره، آن را از نظر فقهی قابل قبول می‌سازد. معیار ارائه‌شده منعکس‌کننده فعالیت واقعی اقتصاد است و از این جهت با اصول مالیه اسلامی هماهنگ است.

پیوند با بخش حقیقی: این نظریه پیوند بسیار قوی و مستقیم با بخش حقیقی اقتصاد دارد، زیرا نرخ رشد GDP اسمی (و تعدیل‌شده با تورم) مستقیماً از عملکرد واقعی اقتصاد

1. quantitative easing
2. Seigniorage

سرچشمه می‌گیرد؛ اما اتکای کامل به شاخصی کلان و کند (GDP) موجب می‌شود مدل برای تصمیم‌گیری‌های روزمره و میان‌مدت کارآمد نباشد.

سیاست پولی: نظریه فاقد سازوکار عملی برای تبدیل شاخص GDP به «نرخ سیاستی واحد» است و نقش فعال بانک مرکزی در هدایت چرخه‌های اقتصادی را نادیده می‌گیرد. همچنین، ابزارهای لازم برای اعمال سیاست پولی (همچون عملیات بازار باز با صکوک دولتی) در این چارچوب تعریف نشده است و این امر مانع کارایی آن در فضای سیاست پولی مدرن می‌شود.

نظریه الدین و حلیم (۲۰۱۵) با ارائه یک معیار کلان مبتنی بر بخش حقیقی تلاش ارزشمندی برای جایگزینی نرخ بهره در چارچوبی اسلامی انجام می‌دهد؛ اما اتکا به GDP به عنوان نرخ مرجع، نبود سازوکار سیاست‌گذاری، و جهت‌دهی معکوس رابطه بخش حقیقی - پولی، مانع از آن است که این نظریه در عمل به عنوان «نرخ سود سیاستی» در نظام بانکداری اسلامی به کار گرفته شود.

۴. ارزیابی انتقادی و چارچوب پیشنهادی نرخ سود

با توجه به تنوع رویکردهای ارائه‌شده در ادبیات داخلی و خارجی، روشن است که هیچ‌یک از نظریه‌ها به تنهایی قادر نیستند سه مؤلفه بنیادین نظام مالی اسلامی (انطباق شرعی، پیوند با بخش حقیقی و قابلیت استفاده سیاستی) را به طور هم‌زمان برآورده کنند. هر نظریه بخشی از مسئله را تبیین می‌کند، اما یا فاقد پشتوانه نهادی است، یا در سطح کلان قابلیت تبدیل به «نرخ سیاستی واحد» را ندارد، یا با محدودیت‌های ساختاری اقتصادهای اسلامی (از جمله ناکارآمدی بازارها، ضعف اطلاعات، یا مداخلات دولت) مواجه است. از این رو ارزیابی نظام‌مند نظریه‌ها در چارچوب سه معیار فوق، زمینه‌ای فراهم می‌کند تا نقاط قوت و ضعف هر رویکرد روشن شده و عناصر قابل اتکای آن‌ها برای طراحی یک چارچوب جامع و قابل اجرا استخراج شود. جدول زیر، مقایسه فشرده نظریه‌ها بر اساس معیارهای سه‌گانه را ارائه می‌دهد و مبنایی برای ترسیم مسیر پیشنهادی بخش بعد خواهد بود.

جدول ۱. مقایسه تطبیقی نظریه‌های تعیین نرخ سود در چارچوب سه معیار شریعت، بخش حقیقی و سیاست پولی

نظریه / معیار	انطباق با شریعت	پیوند با بخش حقیقی اقتصاد	قابلیت استفاده در سیاست پولی
موسویان (۱۳۸۴)	استفاده از سازوکار بازار مطابق با اصول قیمت‌گذاری اسلامی؛ اما اتکا به نرخ‌های بین‌المللی فاقد مبنای شرعی روشن	فاقد پیوند مستقیم با بخش حقیقی؛ نرخ‌های خارجی بازتاب‌دهنده شرایط اقتصاد ایران نیست	فقدان امکان تبدیل به «نرخ سیاستی واحد» به دلیل ناهمگنی و ریسک آزادسازی ناگهانی
نظری (۱۳۸۷)	مبتنی بر بازده واقعی سرمایه؛ از نظر فقهی قابل دفاع اما اتکا به بازار سهام غیرکارا مبنای شرعی را مخدوش می‌کند	پیوند قوی با بخش حقیقی از طریق سود واقعی؛ اما داده‌ها غیرشفاف و ناهمگون	عدم قابلیت تجمع نرخ‌ها و نبود سازوکار استخراج نرخ سیاستی بانکی
دادگر و فیروزان (۱۳۹۱)	مبتنی بر سود واقعی و پرهیز از نرخ قراردادی؛ از نظر فقهی قابل قبول	پیوند مستقیم با عملکرد بنگاه‌های صنعتی؛ اما محدود به داده‌های خرد و کیفیت پایین گزارشگری	عدم تبدیل‌پذیری نرخ‌های متفاوت به نرخ سیاستی واحد در سطح کلان
محقق‌نیا و همکاران (۱۳۹۵)	مبتنی بر مشارکت واقعی در سود پایان دوره؛ مشروعیت فقهی بالا	پیوند محدود با بخش حقیقی؛ تابعی از عملکرد بانک‌ها نه فعالیت اقتصاد کلان	گذشته‌نگر، نرخ‌های متعدد و فاقد سازوکار سیاستی بانک مرکزی
نقاده و فیروزان (۱۳۹۶)	نرخ مبتنی بر بازده واقعی؛ از نظر شرعی قابل توجیه ولی وابسته به داده‌های غیرشفاف	پیوند بسیار قوی با بخش حقیقی در سطح بنگاه؛ اما غیرقابل تعمیم کلان	غیرقابل استفاده برای استخراج نرخ واحد؛ مناسب اعتبارسنجی نه سیاست پولی
میرآخور (۱۹۹۶)	اتکا به بازده سرمایه واقعی؛ شرع‌پسند اما وابسته به بازار سهام بعضاً غیرمولد	پیوند بسیار قوی با بخش حقیقی در محیط اقتصادی کارا	نیازمند بازار سهام عمیق و شفاف؛ فاقد سازوکار تبدیل q به نرخ سیاستی
حق و میرآخور (۱۹۹۸)	مبتنی بر تسهیم سود و فاقد نرخ ثابت؛ از نظر شرعی معتبر	تا حد زیادی متکی بر عملکرد پروژه‌ها؛ اما در عمل متأثر از نوسانات بازار	وابستگی به دولت، تهدید استقلال بانک مرکزی، و نبود نرخ سیاستی واحد
خلید و عبداللطیف (۲۰۱۲)	مبنای کلان و واقعی؛ با اصول شریعت سازگار	پیوند قوی اما کند؛ مناسب ارزیابی روند نه سیاست‌گذاری کوتاه‌مدت	فاقد ابزار عملیاتی برای سیاست پولی و incapable از تعیین نرخ سیاستی
الدین و حلیم (۲۰۱۵)	پرهیز از نرخ قراردادی و مبتنی بر بخش حقیقی؛ شرع‌پسند	بسیار قوی، ولی کلان و غیرقابل استفاده در افق کوتاه‌مدت	فقدان سازوکار تبدیل GDP به نرخ سود سیاستی و ناهمخوان با عملیات بازار باز

منبع: یافته‌های تحقیق

مرور تطبیقی نظریه‌ها نشان می‌دهد که هرچند ادبیات نرخ سود اسلامی از غنای نظری برخوردار است، اما فاقد یک چارچوب عملیاتی مشترک برای طراحی نرخ سود سیاستی است. نظریه‌هایی که بر بازدهی واقعی سرمایه تأکید دارند، از نظر شریعت و پیوند با بخش حقیقی قوی‌اند اما از نظر سیاست پولی قابل اجرا نیستند؛ نظریه‌های مبتنی بر بازارهای مالی یا اوراق، از حیث امکان استفاده بانک مرکزی مناسب‌اند اما به دلیل وابستگی به ارزش‌گذاری‌های بازار و ملاحظات رفتاری، پیوند ضعیف‌تری با بخش حقیقی دارند؛ و رویکردهای مبتنی بر سود علی‌الحساب یا عملکرد بانک‌ها، اگرچه اجرای آن‌ها ساده‌تر است، اما از منظر فقهی و کلان‌سیاستی محدودیت‌های جدی دارند. بر این مبنا، مسیر آینده طراحی نرخ سود سیاستی در اقتصاد اسلامی نیازمند ترکیب سه مؤلفه کلیدی است:

(۱) مبانی شرعی معتبر بر پایه بازدهی فعالیت‌های واقعی و پرهیز از نرخ‌های قراردادی،
(۲) شاخص‌های قابل اندازه‌گیری و به‌روز از بخش حقیقی که منعکس‌کننده شرایط جاری اقتصاد باشند،

(۳) سازوکاری نهادی و قابل اجرا برای بانک مرکزی که امکان اعمال سیاست پولی، مدیریت نقدینگی و هدایت انتظارات را فراهم کند.

بنابراین، چارچوب پیشنهادی باید بر الگوی تلفیقی استوار باشد که از یک‌سو بازدهی بخش حقیقی را مبنا قرار می‌دهد، و از سوی دیگر از طریق ابزارهای مالی اسلامی قابل عملیات - مانند صکوک دولتی منتخب، بازار بین‌بانکی اسلامی، و نرخ‌های بازدهی استانداردشده - آن را به یک نرخ سیاستی واحد، قابل تنظیم و قابل نظارت تبدیل نماید. درنهایت، حرکت به سمت چنین چارچوبی مستلزم اصلاحات نهادی، ارتقای شفافیت مالی، توسعه بازار صکوک و بازطراحی رابطه بانک مرکزی با دولت و شبکه بانکی است؛ مسیری که بدون آن، هیچ‌یک از نظریه‌های موجود قابلیت تبدیل شدن به ابزار عملی سیاست پولی اسلامی را نخواهند داشت.

جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

از مهم‌ترین نظریه‌های نرخ سود، می‌توان به نظریه نرخ‌های تعادلی موسویان (۱۳۸۴)، نظریه سود سرمایه مشتق از بخش واقعی نظری (۱۳۸۷)، نظریه رویکرد هزینه سایه‌ای دادگر و

فیروزان سرنقی (۱۳۹۱)، نظریه نرخ بهینه سود بانکی محقق نیا و همکاران (۱۳۹۵) و نظریه نرخ سود در عقود مبادله‌ای نقاده و فیروزان سرنقی (۱۳۹۶) اشاره نمود. تمامی نظریه بیان شده در مرحله نظری باقیمانده و امکان اجرای عملی پیدا نکرده‌اند. از مهم‌ترین چالش‌های این نظریه‌ها می‌توان به خردنگر و بخشی‌نگر بودن آن‌ها بدون توجه به الزامات پیاده‌سازی سیاست‌های پولی اسلامی در چارچوب بانکداری مرکزی اسلامی است. علاوه بر این نظریات مذکور رویکرد جهان‌شمول نداشته و صرفاً در پی حل مشکل‌های کشف و تعیین نرخ سود در نظام بانکداری بدون ربای ایران هستند. نکته پایانی اینکه اگرچه برخی نظریه‌ها به بازدهی بخش حقیقی توجه داشته‌اند، اما این توجه عمدتاً محدود، غیرسیستمی و فاقد پیوند با سازوکارهای سیاست پولی بوده است.

مهم‌ترین نظریات نرخ سود در فضای بین‌الملل عبارت‌اند از: هزینه سرمایه و سرمایه‌گذاری میرآخور (۱۹۹۶)، نرخ بازده اوراق مشارکت ملی حق و میرآخور (۱۹۹۸)، نرخ بازده بر اساس اقتصاد بخش حقیقی حلید و عبداللطیف (۲۰۱۲) و نرخ رشد تولید ناخالص داخلی تعدیل‌شده با تورم الدین و حلیم (۲۰۱۵)؛ نظریه‌های ارائه شده توسط کارشناسان مذکور مبتنی بر دو رویکرد کلی، بهره‌گیری از ظرفیت بازار سهام و بدهی و بخش حقیقی اقتصاد است. در ارتباط با رویکرد بازار سهام و بدهی به ملاحظات مربوط به فعالیت‌های سفته‌بازانه و همچنین کارایی بازار سهام اشاره نشده است که همین عدم توجه ممکن است چالش‌های در حوزه سیاست‌گذاری پولی در نتیجه استفاده از نرخ سود تحریف شده در پیش داشته باشد. در ارتباط با نظریه نرخ سود کشف و تعیین شده از بخش حقیقی که مبتنی بر نرخ رشد تولید ناخالص داخلی و نرخ رشد تولید ناخالص داخلی تعدیل‌شده با تورم است. این نظریات اگرچه منطبق با شریعت و بخش حقیقی‌اند، اما با سازوکارهای استاندارد سیاست‌گذاری پولی مدرن (که بر نرخ سیاستی واحد، ابزارهای بازار باز و مدیریت انتظارات استوار است)، سازگاری کامل ندارند.

جدول ۲ خلاصه نتایج بررسی نظریه‌های تعیین نرخ سود در تأمین مالی اسلامی را نمایش می‌دهد.

جدول ۲. نقد و بررسی نظریه‌های تعیین نرخ سود در تأمین مالی اسلامی

ردیف	عنوان (سال انتشار)	ویژگی	نقد و بررسی
۱	موسویان (۱۳۸۴)	پیشنهاد اول: آزادسازی نرخ سود و واگذاری تعیین آن به بازار رقابتی	- فراهم نبودن شرایط اجرای آن در کشور؛ - فقدان تجربه کافی در ارتباط با پیاده‌سازی این الگو با توجه به تجربه تاریخی؛
		پیشنهاد دوم: میانگین نرخ سود کشورهای منتخب (آمریکا، فرانسه، کره جنوبی، چین و بحرین)	- ناهمگنی شرایط اجتماعی - اقتصادی کشورهای منتخب با کشور ایران؛ - عدم رعایت چارچوب‌های شرایط برای تعیین نرخ سود تأمین مالی اسلامی بر اساس بازده بخش حقیقی اقتصاد؛
۲	نظری (۱۳۸۷)	سود سرمایه مشتق از بخش واقعی (شرکت‌های دولتی، بازده بخشی بورس اوراق بهادار و شرکت‌های مشمول مالیات)	- عدم توجه به الزامات تعیین نرخ سود سیاستی در شرایط تنوع نرخ‌های تعیینی؛ - عدم توجه به فعالیت‌های سفته‌بازانه و بورس‌بازی بورس اوراق بهادار؛ - در نظر گرفتن نقش اصلی و مهم بانک مرکزی (تعیین نرخ سود) برای بورس اوراق بهادار، وزارت اقتصاد و سازمان امور مالیاتی؛
۳	دادگر و فیروزان سرنقی (۱۳۹۱)	رویکرد هزینه سایه‌ای	- محدود به استفاده از بنگاه‌های بخش تولیدی اقتصاد؛ - تفکیک ناصحیح عقود مبادله‌ای و مشارکتی و فرعی و اصلی بودن آن‌ها؛ - شفافیت پایین و گزارش‌دهی ضعیف شرکت‌ها در اقتصاد ایران؛
۴	محقق‌نیا و همکاران (۱۳۹۵)	نرخ بهینه سود بانکی	- تنوع نرخ‌ها در نظام تأمین مالی اسلامی و ایجاد رقابت و جنگ قیمتی در نظام پولی و مالی؛ - تأکید صرف بر نظام بازار (عرضه و تقاضا) بدون توجه به مبانی اسلامی تعیین نرخ سود (منبعث از بازده بخش حقیقی)؛

ردیف	عنوان (سال انتشار)	ویژگی	نقد و بررسی
			- الگوی معرفی شده گذشته‌نگر است و توجه به شرایط فعلی و آتی بازارهای پولی و مالی و اقتصاد کلان ندارد؛
۵	نقاده و فیروزان سرنقی (۱۳۹۶)	نرخ سود در عقود مبادله‌ای	- افزایش تنوع نرخ‌های سود کشف شده؛ - عدم کشف و استفاده از نرخ سود سیاستی برای اجرای سیاست‌های پولی و بانکی؛ - شفافیت پایین و گزارش دهی ضعیف شرکت‌های ایرانی؛
۶	میرآخور (۱۹۹۶)	هزینه سرمایه و سرمایه گذاری	- غیرکارا بودن بازارهای سهام؛ - عدم توجه به فعالیت‌های سفته‌بازانه و نقش و تأثیر آن بر بازده بازار؛
۷	حق و میرآخور (۱۹۹۸)	نرخ بازده اوراق مشارکت ملی	- لاینحل بودن مشکل تنوع عقود و اوراق مالی مورد استفاده در اقتصاد اسلامی؛ - نقش غالب و اثرگذار دولت بر عملکرد بازار اوراق مشارکت ملی؛
۸	حلید و عبداللطیف (۲۰۱۲)	نرخ بازده بر اساس اقتصاد بخش حقیقی	- در تناقض با نظریات پولی و مالی متعارف است؛ - منجر به کاهش انعطاف عملکرد سیاست‌های پولی و همچنین استقلال بانک مرکزی می‌شود. - بدون ارائه راه حل در شرایط نرخ رشد اقتصادی منفی است؛
۹	الدین و حلیم (۲۰۱۵)	نرخ رشد تولید ناخالص داخلی تعدیل شده با تورم	- در تناقض با نظریات پولی و مالی متعارف است؛ - منجر به کاهش انعطاف عملکرد سیاست‌های پولی و همچنین استقلال بانک مرکزی می‌شود.

منبع: یافته‌های تحقیق

نظریه‌های موجود که توسط دانشمندان اقتصاد اسلامی ارائه شده‌اند، درحالی‌که متنوع هستند، اغلب دارای محدودیت‌هایی هستند، ازجمله، عدم جامعیت: بسیاری از تئوری‌ها به‌طور محدود بر روی پرداختن به چالش‌های خاص در بافت ایران متمرکز هستند و مانع از کاربرد گسترده‌تر آن‌ها می‌شوند. کاستی‌های نظری: نگرانی‌هایی در خصوص عقلانیت و جزئی بودن برخی نظریه‌ها، به‌ویژه در بررسی سیاست‌های پولی اسلامی در چارچوب بانک مرکزی اسلامی وجود دارد. تعامل محدود با ادبیات معاصر: بیشتر تئوری‌ها در ترکیب بینش‌های حاصل از پیشرفت‌های اخیر در ادبیات سیاست پولی و نرخ سود، به‌ویژه آن‌هایی که مربوط به مدیریت اقتصاد کلان و بخش واقعی است، ناکام هستند. تأکید ناکافی بر کارایی بخش واقعی: درحالی‌که فقه اسلامی بر پیوند بین نرخ سود و بهره‌وری بخش واقعی تأکید دارد، نظریه‌های موجود اغلب از این جنبه حیاتی در فرآیندهای تعیین و کشف خود غفلت می‌کنند.

بنابراین هیچ نظریه‌ای به‌صورت مستقل قادر به ارائه نرخ سود سیاستی اسلامی نیست و تنها چارچوبی تلفیقی - بر پایه بازدهی بخش حقیقی، ابزارهای مالی اسلامی استاندارد و سازوکارهای نهادی بانک مرکزی - می‌تواند خلأ موجود را برطرف کند. مقایسه تطبیقی نظریه‌ها نشان می‌دهد که فاصله معناداری میان ایدئال فقهی، اقتضائات فعالیت بخش حقیقی و الزامات سیاست پولی وجود دارد؛ بنابراین مسیر آتی طراحی نرخ سود اسلامی نه در پذیرش یک نظریه واحد، بلکه در تلفیق اجزای معتبر هر رویکرد از طریق چارچوبی نهادی - اجرایی است؛ چارچوبی که از یک‌سو ریشه در بخش حقیقی اقتصاد دارد، از نظر فقهی مشروعیت دارد و از سوی دیگر امکان اعمال سیاست پولی کارآمد توسط بانک مرکزی را فراهم می‌سازد.

کتابنامه

- اکرمی، ابوالفضل و مهدی‌زاده، سجاد (۱۳۸۳). ملاحظات پیرامون نرخ‌های سود بانکی در ایران. *مجله روند*، ش ۴۲-۴۳، پاییز و زمستان.
- ایوب، محمد (۱۳۹۲). *شناخت نظام مالی اسلامی*. ترجمه حامد تاجمیر ریاحی و علی راهنشین. تهران: دانشگاه امام صادق(ع).

حیدری، حسن؛ جعفر حقیقت، کریمی تکانلو، زهرا و رنج‌پور، رضا (۱۳۹۹). ارائه راهکاری جهت مدیریت نرخ سود بانکی ایران در چارچوب نظریات توسعه و سرکوب مالی. فصلنامه علمی پژوهش‌های رشد و توسعه اقتصادی، سال دهم، ش ۳۸، بهار.

دادگر، یدالله و فیروزان سرنقی، توحید (۱۳۹۱). ارائه چارچوبی برای تعیین نرخ سود در عقود مبادله‌ای. پژوهش‌های اقتصادی (رشد و توسعه پایدار)، دوره ۱۲، ش ۴.

دلالی اصفهانی، رحیم و محمدی، اسماعیل (۱۳۹۳). تعامل نرخ بهره پولی و رشد اقتصادی. فصلنامه معرفت اقتصادی. سال ششم، ش ۱، پیاپی ۱۱.

سلیمانی موحد، مریم؛ افشاری، زهرا و پدرام، مهدی (۱۳۹۴). سیاست پولی بهینه با استفاده از قاعده مشارکت اسلامی در یک مدل تعادل عمومی پویای تصادفی. فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی، سال بیست و سوم، ش ۷۶، زمستان.

فراهانی فرد، سعید (۱۳۹۱). سیاست‌های پولی در بانکداری بدون ربا (بررسی فقهی - اقتصادی). پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه و بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران. چاپ دوم.

قانون بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران (۱۴۰۲). مصوب جلسه علنی روز سه‌شنبه مورخ ۱۴۰۲/۰۳/۳۰؛

کميجانی، اکبر؛ زمان‌زاده، حمید و بهادر، علی (۱۳۹۵). سازوکار مدیریت نرخ‌های سود در چارچوب سیاست پولی. پژوهشکده پولی و بانکی. بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.

محسنی زنوزی، سید جمال‌الدین؛ جوهری سلماسی، پریسا و هلالی، علیرضا (۱۳۹۰). بررسی همگرایی بلندمدت نرخ سود بانکی با بازدهی بازار سهام در ایران. معرفت اقتصاد اسلامی، سال سوم، ش ۱، پیاپی پنجم، پاییز و زمستان، ص ۳۸.

محقق‌نیا، محمدجواد؛ دهقان دهنوی، محمدعلی و رحمتی‌نیا، محسن (۱۳۹۵). طراحی الگوی تعیین نرخ سود بانکی در ایران. جستارهای اقتصادی ایران، سال سیزدهم، بهار و تابستان.

موسویان، سید عباس (۱۳۸۴). راهکار رسیدن به نرخ سود بانکی تعادلی. اقتصاد اسلامی، سال پنجم، بهار.

موسویان، سید عباس (۱۳۸۷). بررسی فقهی - حقوقی تعیین نرخ سود بانکی. فقه و حقوق، سال چهارم، ش ۱۶، بهار.

موسویان، سید عباس و میثمی، حسین (۱۳۹۳). بانکداری اسلامی؛ مبانی نظری - تجارب عملی. تهران: پژوهشکده پولی و بانکی. بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران. ویرایش سوم، تابستان.

موسویان، سید عباس و میثمی، حسین (۱۳۹۶). بانکداری اسلامی؛ بانکداری مرکزی اسلامی و سیاست‌گذاری پولی و ارزی. تهران: پژوهشکده پولی و بانکی. بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.

مهدوی، ابوالقاسم و میدری، احمد (۱۳۸۴). ساختار مالکیت و کارایی شرکت‌های فعال در بازار اوراق بهادار تهران. مجله تحقیقات اقتصادی، ش ۷۱.

نظرپور، محمدنقی و لطفی‌نیا، یحیی (۱۳۹۳). بازار سرمایه و کمک به غربال‌گری جهت تخصیص منابع مالی در بانکداری اسلامی. دوفصلنامه علمی - پژوهشی جستارهای اقتصادی ایران، س ۱۱، ش ۲۲، پاییز و زمستان.

نظرپور، محمدنقی و موسویان، سید عباس (۱۳۹۳). بانکداری بدون ربا از نظریه تا تجربه. انتشارات دانشگاه مفید قم و مرکز تحقیقات استراتژیک مجمع تشخیص مصلحت نظام. چاپ اول، زمستان. نظری، حسن‌آقا (۱۳۸۷). نظریه مشارکت در سود و زیان، چالش‌ها و راهکارها. فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، سال هشتم، ش ۲۹، بهار.

نقاده، حمیده و فیروزان سرنقی، توحید (۱۳۹۶). ارائه الگویی برای تعیین نرخ سود در عقود مبادله‌ای با استفاده از شبکه‌های عصبی مصنوعی. پژوهش‌های اقتصادی (رشد و توسعه پایدار)، دوره ۱۷، ش ۱. نیکبخت، محمدرضا؛ متی، وحید؛ رضایی، ذبیح‌الله و رحمانی، علی (۱۳۹۷). کیفیت حسابرسی داخلی در ایران: چالش‌ها و موانع. فصلنامه علمی پژوهشی دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت. سال هفتم، ش ۲۷، پاییز.

Ghazali, P.L, Syed Jaaffar, S.A., Mohammed Foziah, N.H., A Tambi, A.M., Md Nawi, F.A., Mamat, M., Mohammad, S.B., Wan Daud, W.M.N., and Mahmud, M.S. (2019). The construction of a new mathematical model for Islamic home financing. *Asian Academy of Management Journal*.

Halid, Noreha and Abdul Latiff, Radziah (2012). Developing reference rate of return based on real sector economy: A case of Malaysia, *African Journal of Business Management*, Vol. 6(8), February.

Hanif, Muhammad Nadeem & Shaikh, Salman Ahmed (2010). Central Banking and Monetary Management in Islamic Financial Environment. *Journal of Independent Studies and Research (JISR)*, Vol. 8, No. 2, 57-68.

Haque, Nadeem ul and Mirakhor, Abbas (1998), The Design of Instruments For Government Finance in An Islamic Economy, MPRA Paper 56028, University Library of Munich, Germany.

- Hasan, Zubair, (1985). *Determination of Profit and Loss Sharing Ratios in Interest-Free Business Finance*, MPRA Paper 3013, University Library of Munich, Germany.
- Mirakhor, Abbas (1996), Cost of Capital and Investment in a Non-Interest Economy, *Islamic Economic Studies*, Vol. 4, No. 1.
- Muda, Ruhaini Binti dan Abdul Ghafar Ismail (2011). Profit –Loss Sharing and Economic Value Added in Islamic Banking Model, Working Paper in Islamic Economic and Finance, No. 1105, Research Center for Islamic Economics and Finance Universiti Kebangsaan Malaysia.
- Sadique, Muhammad Abdurrahman, (2009). Sharī Ah Position on Ensuring Presence of Capital in Joint Equity Based Financing, *Islamic Economic Studies, The Islamic Research and Training Institute (IRTI)*, vol. 17.
- Uddin, Md Akther and Halim, Asyraf, (2015), Islamic monetary policy: Is there an alternative of interest rate? MPRA Paper No. 67697, posted 09 Nov.