

امکان سنجی فقهی انتشار اوراق اجاره، مباحه و مشارکت

مصون از تورم در بازار سرمایه ایران^۱

محمد توحیدی*

امیرحسین اعتصامی**

چکیده

اوراق قرضه تورم‌پیوند اوراقی هستند که با پیوند دادن بازدهی اوراق به یک شاخص تورمی، از یک سو قدرت خرید سرمایه‌گذاران را در شرایط تورمی حفظ می‌کنند و از سوی دیگر در شرایطی که انتظارات تورمی کاهشی است، سبب کاهش هزینه‌های تأمین مالی برای ناشر می‌شوند. مسئله اصلی بررسی فقهی امکان شناور کردن اوراق بهادار اسلامی براساس نرخ تورم است. این مقاله ضمن تبیین کارکرد اوراق مصون از تورم و مزایای آن، با روش توصیفی تحلیلی به بررسی و تجزیه و تحلیل فقهی این اوراق و امکان استفاده از این سازوکار در ساختار اوراق بهادار اسلامی اجاره، مباحه و مشارکت می‌پردازد.

نتیجه اینکه امکان انتشار اوراق اجاره، مباحه و مشارکت مصون از تورم براساس موازین فقه امامیه امکان‌پذیر است. در این مقاله برای شناور کردن اوراق اجاره از چند عقد اجاره متوالی که در ضمن قرارداد اجاره اول شرط شده‌اند، استفاده شده است. همچنین برای شناور نمودن اوراق مباحه الگوی جدید ترکیبی سلف-مباحه ارائه شده است. برای شناور نمودن اوراق مشارکت هم امکان شناورسازی سودهای علی‌الحساب براساس فرمولی مشخص و هم امکان استفاده از اختیار معامله تبعی در ساختار اوراق است.

واژگان کلیدی: اوراق اجاره مصون از تورم، اوراق مباحه مصون از تورم، اوراق مشارکت مصون از تورم، غرر، ضرر، فقه امامیه.

طبقه‌بندی JEL: G23, Z12

۱. ایده این مقاله برگرفته از مصوبه شورای فقهی بورس می‌باشد.
* عضو گروه مالی دانشکده مدیریت دانشگاه امام صادق (علیه‌السلام) و پژوهشگر مالی اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار؛ رایانامه: tohidi83@gmail.com
** پژوهشگر مالی اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار؛ رایانامه: etesami_1388@yahoo.com
تاریخ دریافت: ۱۳۹۴/۴/۲۵ تاریخ تأیید: ۱۳۹۵/۳/۲۲

۱. مقدمه

نرخ سود اوراق سرمایه‌گذاری یکی از عوامل مهم در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و تعدیل قیمت اوراق می‌باشد. مسئله کاهش ارزش پول در اثر تورم باعث افت کارایی اوراق بلندمدت و با نرخ سود ثابت شده است. بالا بودن نرخ تورم در ایران طی سال‌های اخیر^۱ و عدم انعطاف سود علی‌الحساب پرداختی اوراق، پیامدهای نامطلوبی را به همراه داشته است. عدم جذابیت اوراق برای سرمایه‌گذاری، افزایش هزینه‌های تأمین مالی و تعهد پذیره‌نویسی برای بانی یا ناشر و در نتیجه تحمیل بار تأمین مالی برخی از پروژه‌ها بر روی نظام بانکی و عدم رعایت حقوق واقعی سرمایه‌گذاران از جمله آثار عدم انعطاف نرخ سود اوراق است.

تاکنون اوراق مشارکت، اجاره، مرابحه و سلف موازی استاندارد به منظور تأمین مالی و تأمین نقدینگی بخش‌های دولتی و خصوصی تحت نظارت بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران و سازمان بورس و اوراق بهادار انتشار یافته است. هرچند اوراق مشارکت، اوراقی است که دارای بازدهی متغیر و وابسته به سود ادواری پروژه است، ولی ساختار پرداخت سود علی‌الحساب در این اوراق و تبعیت نرخ سود آن از نرخ‌های دستوری بانک مرکزی موجب شده که هیچ تعدیلی در سود این اوراق تا سررسید صورت نپذیرد و در صورتی که در سررسید اوراق با مبلغ ارزش اسمی تسویه شود، اوراق مشارکت به اوراق با نرخ سود ثابت تبدیل گردد. به همین ترتیب، در صورتی که اثر تورم در اوراق اجاره بلندمدت لحاظ نشود، بازدهی این اوراق با سایر بدیل‌های سرمایه‌گذاری قابل رقابت نخواهد بود.

اوراق با نرخ سود شناور و اوراق خزانه حفاظت شده در مقابل تورم، اوراقی هستند که در نظام مالی متعارف به منظور شناورسازی سود براساس نرخ یک بازار خاص و یا پوشش ریسک تورم به کار گرفته شده‌اند. امکان طراحی اوراق اسلامی با نرخ سود تعدیل‌یافته براساس نرخ تورم، مسئله‌ای است که این مقاله قصد پاسخ به آن را دارد.

هریک از اوراق بهادار اسلامی براساس یک عقد پایه‌ای مانند مشارکت، اجاره، مرابحه، مضاربه و... طراحی می‌شوند. لذا برای بررسی فقهی شناور کردن سود اوراق بهادار اسلامی، نخست به بررسی قابلیت قرارداد پایه در طراحی الگوی اوراق شناور پرداخته و سپس مدل عملیاتی مرتبط ارائه می‌شود. در ادامه سازوکار اوراق شناور براساس تورم معرفی و سپس مدل‌های عملیاتی پیشنهادی برای اوراق اجاره، مرابحه و مشارکت با سود شناور تعدیل شده براساس تورم تحلیل می‌شود.

۱. براساس آمارهای بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران متوسط تغییرات شاخص بهای کالاها و خدمات مصرفی منتهی به سال‌های ۱۳۸۹-۱۳۹۲ روندی صعودی را نشان می‌دهد (۱۲/۴، ۲۱/۵، ۳۰/۵، ۳۴/۷). هرچند در سال ۱۳۹۳ این روند نزولی بوده است و تا آذر ۱۳۹۳ این شاخص ۱۷/۲ را نشان می‌دهد (www.cbi.ir). ولی نرخ بهای کالاها و خدمات مصرفی نسبت به سایر کشورها در سطح بسیار بالایی قرار دارد (www.worldbank.org).

۲. پیشینه تحقیق

پژوهش‌های متعددی راجع به اوراق قرضه مصون از تورم در ادبیات متعارف انجام شده است که برخی از نمونه‌های خارجی آن عبارت است از:

مؤسسه بارکلیز^۱ (۲۰۰۴) در گزارشی با عنوان «محصولات تورم‌پیوند جهانی» پس از معرفی این محصولات، به بررسی بازار آنها در کشورهای مختلف و ارزش‌گذاری این اوراق پرداخته است. همچنین این مؤسسه (۲۰۱۲) در گزارشی با عنوان «اوراق قرضه تورم‌پیوند جهانی» مزایای این اوراق برای تنوع‌سازی پرتفو و تخصیص دارایی را بررسی کرده است.

همچنین گارسیا و ریکستل^۲ (۲۰۰۷) در تحقیقی که برای بانک مرکزی اروپا با عنوان «اوراق قرضه تورم‌پیوند از دیدگاه بانک مرکزی» انجام دادند، به بررسی بازار این اوراق در اروپا، هزینه‌ها و منافع این اوراق برای ناشران، سرمایه‌گذاران و عموم جامعه، ملاک‌های انتخاب شاخص مرجع و مزایای اطلاعاتی این اوراق برای سیاستگذاران پرداخته‌اند.

کرامر^۳ (۲۰۱۳) در مقاله «مقدمه‌ای بر اوراق مصون از تورم» چرایی طراحی اوراق مصون از تورم، نحوه عملکرد و وضعیت انتشار آن در مناطق مختلف دنیا، جزئیات فنی، جنبه‌های ریاضی مالی این اوراق و عملکرد تاریخی، ارزش‌گذاری و ریسک‌های آن را بررسی کرده است.

رینالدی و همکاران^۴ (۲۰۰۶) در مقاله «سرمایه‌گذاری در اوراق مصون از تورم» ضمن بیان چرایی و فلسفه اوراق مصون از تورم، سازوکار این اوراق را تبیین کرده‌اند. سپس این اوراق را با اوراق قرضه متداول مقایسه کردند و نحوه سرمایه‌گذاری در آن را توضیح داده‌اند.

هوبر^۵ (۲۰۱۳) در مقاله «اوراق مصون از تورم: نگهداشتن قدرت خرید و تنوع‌سازی ریسک»، به معرفی اوراق مصون از تورم، کارکرد این اوراق و چگونگی مدیریت پرتفوی با استفاده از این اوراق پرداخته است. در زمینه امکان‌سنجی فقهی انتشار صکوک مصون از تورم پژوهشی در سایر کشورهای اسلامی یافت نشد. در ایران در زمینه اوراق بهادار اسلامی مصون از تورم کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار در جلسه‌های شماره ۱۰۰ و ۱۰۱ (۱۳۹۳/۱۰/۳ و ۱۳۹۳/۱۰/۱۷) به بررسی امکان انتشار اوراق مشارکت مصون از تورم پرداخت و پس از بحث و بررسی پیرامون مباحث اقتصادی و فقهی موضوع، الگوهای سود علی‌الحساب شناور، استفاده از حق اختیار فروش و استفاده از حق اختیار خرید و فروش را تأیید کرد. همچنین این کمیته، انتشار اوراق اجاره مصون از تورم را نیز بدین صورت تصویب کرد که اوراق اجاره از چند عقد اجاره متوالی که

1. Barclays Capital

2. Garcia & Rixtel

3. kramer

4. Rinaldi & etal.

5. Huber

در ضمن قرارداد اجاره اول شرط شده‌اند، تشکیل شود؛ یعنی زمان انتشار اوراق، با انعقاد قرارداد اجاره دوره زمانی نخست، نرخ اجاره‌بهای اولین عقد اجاره که سررسید آن پایان یک دوره زمانی است، تعیین می‌شود؛ دوم ضمن این عقد اجاره، شرط می‌شود طرفین قرارداد (موجر و مستأجر) متعهد هستند تا سررسید اوراق، ابتدای هر دوره زمانی عقد اجاره را تجدید کنند و نرخ اجاره‌بهای هر عقد اجاره با لحاظ نرخ تورم دوره قبل به علاوه مقدار مشخص خواهد بود.

موسویان و همکاران (۱۳۹۴) امکان انتشار اوراق اجاره با بازدهی شناور و مصون از تورم از منظر فقهی را بررسی کرده‌اند. نتایج نشان می‌دهد که امکان انتشار اوراق مصون از تورم با نرخ شناور در قالب اوراق اجاره وجود دارد. برای شناور کردن نرخ اجاره‌بها می‌توان از راهکارهای گوناگون مانند شرط تعدیل قرارداد براساس یک فرمول نرخ‌گذاری، تصویب قانون تغییر اجاره‌بها به میزان کاهش ارزش پول و تبدیل اوراق اجاره با نرخ شناور به اجاره‌های متعدد با اجاره‌بهای متعدد مستند به فرمول تورم به اضافه درصدی مشخص استفاده کرد.

همچنین خوانساری و اعتصامی (۱۳۹۴) پس از معرفی و تبیین کارکرد اوراق تورم‌پیوند و بررسی مشکلات فقهی آن، قابلیت اوراق بهادار اسلامی به منظور طراحی به صورت تورم‌پیوند را ارزیابی کرده‌اند. طبق بررسی این گزارش، به جز اوراق مرابحه، سایر اوراق این قابلیت را دارند. اوراق وکالت، به دلیل انعطاف بیشتر در زمینه‌های سرمایه‌گذاری و وجود چالش‌های فقهی کمتر، بین این اوراق در اولویت است.

با توجه به پژوهش‌های پیشین، این تحقیق به دنبال آن است که راهکارهای کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار را تبیین کند و شباهت مرتبط با این راهکارها را بررسی و برخی راهکارهای جدید در قالب اوراق بهادار اسلامی مصون از تورم ارائه نماید. این مقاله به صورت خاص راهکار عملیاتی برای اوراق مرابحه مصون از تورم ارائه می‌دهد که کمیته فقهی و تحقیقات گذشته بدان پرداخته‌اند.

۳. تعریف اوراق قرضه مصون از تورم

اوراق قرضه تورم‌پیوند اوراقی هستند که برای محافظت سرمایه‌گذاران در برابر تورم طراحی شده‌اند و دولت‌هایی مانند آمریکا و انگلیس پیشگام در انتشار آنها بوده‌اند. اوراق تورم‌پیوند به یک شاخص تورمی مانند شاخص قیمتی مصرف‌کننده^۱ در آمریکا و شاخص قیمتی خرده‌فروشی^۲ در انگلیس مرتبط هستند؛ به گونه‌ای که پرداخت‌های اصل و بهره در این اوراق با تغییرات نرخ تورم افزایش یا

1. Consumer Price Index

2. Retail Price Index

کاهش می‌یابد. بنابراین در این اوراق با پیوند دادن بازدهی اوراق به یک شاخص تورمی، قدرت خرید سرمایه‌گذاران حفظ می‌شود که برای کشورهای با نرخ‌های تورم بالا، می‌تواند ابزار بسیار مفیدی باشد. البته این نکته را نباید فراموش کرد که در افق زمانی بلندمدت حتی در شرایط با ثبات و با تورم پایین نیز ارزش واقعی اوراق قرضه اسمی تحت تأثیر قابل ملاحظه تورم قرار خواهد گرفت؛ برای مثال، در طول ۳۰ سال، اگر متوسط تورم تنها یک درصد باشد، ارزش ۱۰۰ دلار امروز در سی سال آینده ۷۴ دلار خواهد شد و اگر متوسط تورم ۲/۵ درصد شود، این ارزش به ۴۸ دلار خواهد رسید (کاهش ارزشی بیش از ۵۰ درصد) (هوبر، ۲۰۱۳).

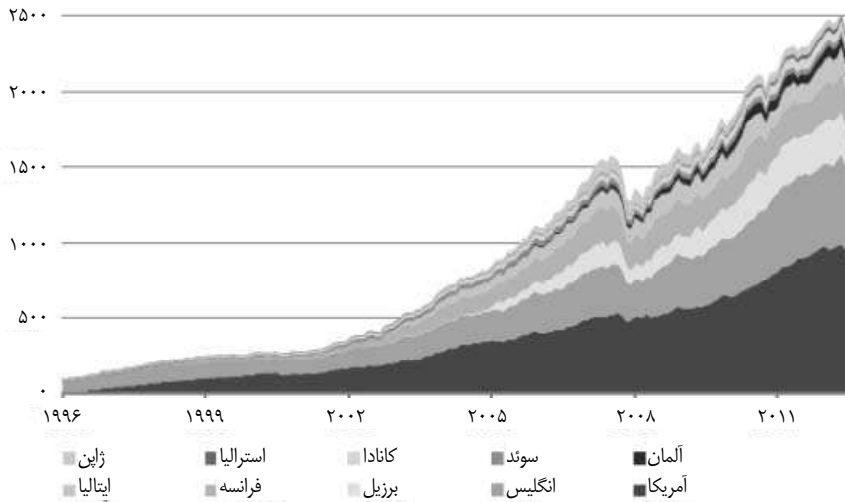
۴. نمای کلی بازار جهانی اوراق تورم‌پیوند

اوراق مصون از تورم برای نخستین بار در سال ۱۷۸۰ در ایالت ماساچوست آمریکا منتشر شد. بعد از آن، در دهه ۱۹۵۰ کشورهای دارای بازارهای نوظهور، اوراق تورم‌پیوند منتشر کردند. در دهه ۱۹۸۰ انگلیس اولین کشور توسعه یافته بود که اوراق پیونددهنده را به بازار معرفی کرد. بعد از آن چندین کشور دیگر نیز مانند استرالیا، کانادا، مکزیک و سوئد از این اوراق منتشر کردند. در ژانویه ۱۹۹۷، آمریکا شروع به انتشار اوراق خزانه مصون از تورم^۲ کرد که هم‌اکنون بزرگ‌ترین بخش از بازار اوراق تورم‌پیوند جهانی را تشکیل می‌دهد. آلمان نیز اولین اوراق تورم‌پیوند خود را در سال ۲۰۰۶ منتشر کرد.

امروزه ۱۳ کشور از ۲۰ کشور دارای بزرگ‌ترین اقتصادها (براساس تولید ناخالص داخلی) در بازار اوراق قرضه تورم‌پیوند فعال هستند. همان‌طور که در نمودار شماره ۱ نمایان است، از سال ۱۹۹۶ تا ۲۰۱۳ روند بازار اوراق قرضه تورم‌پیوند رو به رشد بوده و ارزش کل بازار تمام انواع اوراق قرضه تورم‌پیوند در سراسر جهان در سال ۲۰۱۳ به مبلغی حدود ۲/۴ تریلیون دلار رسیده است (همان، ص ۳۱).

1. Huber

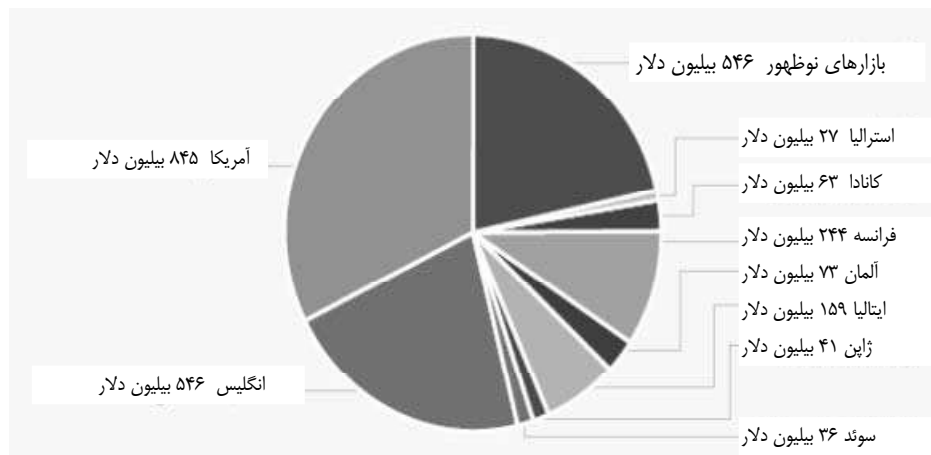
2. Treasury Inflation Protected Securities (TIPS)



نمودار ۱: رشد بازار اوراق تورم‌پیوند در جهان

منبع: Barclays Capital (دوره ۳۱ دسامبر ۱۹۹۶ تا ۳۱ دسامبر ۲۰۱۳)

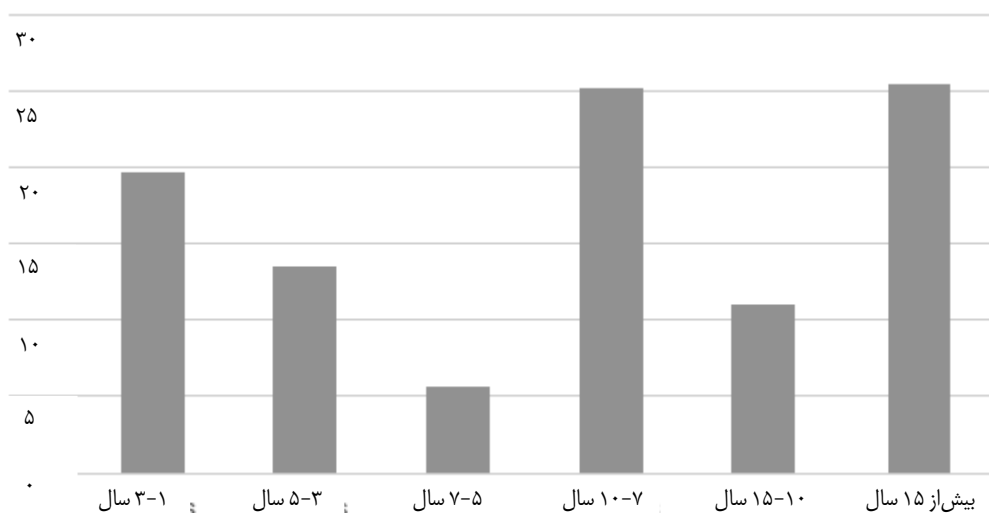
همچنین در نمودار شماره ۲ اندازه تقریبی بازار اوراق قرضه تورم‌پیوند تا سال ۲۰۱۳ نشان می‌دهد که آمریکا و انگلیس با در اختیار داشتن بیش از نیمی از بازار جهانی اوراق تورم‌پیوند، بزرگ‌ترین بازارهای جهانی این نوع اوراق را تشکیل می‌دهند.



نمودار ۲: اندازه تقریبی بازار جهانی اوراق قرضه تورم‌پیوند تا سال ۲۰۱۳

منبع: Barclays تا ۲۸ فوریه ۲۰۱۳

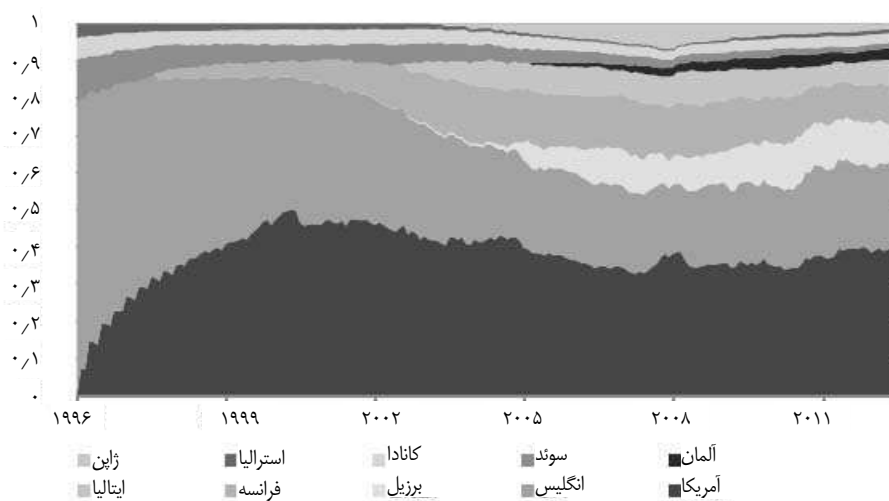
تفکیک سررسیدهای اوراق قرضه تورم‌پیوند منتشر شده در جهان نشان می‌دهد بیش از ۵۰ درصد اوراق سررسیدهای هفت سال به بالا دارند (نمودار شماره ۳).



نمودار ۳: تفکیک سررسید اوراق قرضه تورم‌پیوند (بر حسب درصد)

منبع: Barclays تا ۲۸ فوریه ۲۰۱۳

همان‌طور که در نمودار شماره ۴ نمایان است، آمریکا براساس ارزش بازاری اوراق منتشر شده، بزرگ‌ترین بازار اوراق قرضه تورم‌پیوند محسوب و انگلیس و برزیل رتبه‌های بعدی را دارند. لازم به ذکر است اولین تجربه آمریکای جنوبی در انتشار اوراق تورم‌پیوند به سال ۱۹۶۴ برمی‌گردد تا سال ۲۰۰۳ برزیل دارای سهم کوچکی از بازار جهانی اوراق تورم‌پیوند بوده این در حالی است که هم‌اکنون برزیل ۷۰ درصد از سهم بازار اوراق تورم‌پیوند مربوط به اقتصادهای نوظهور را به خود اختصاص داده است. در مقابل فرانسه، ایتالیا و سوئد در سال‌های اخیر بخش قابل ملاحظه‌ای از سهم بازار خود را در بازار اوراق قرضه تورم‌پیوند از دست داده‌اند.



نمودار ۴: سیر تکامل سهم بازار کشورهای گوناگون

منبع: Barclays Capital (دوره ۳۱ دسامبر ۱۹۹۶ تا ۳۱ دسامبر ۲۰۱۳)

امروزه اوراق تورم‌پیوند نوعاً توسط دولت‌ها با هدف کاهش هزینه‌های تأمین مالی و وسیع‌تر کردن پایه سرمایه‌گذارانشان منتشر می‌شود. شرکت‌ها نیز گاهی با همان انگیزه‌ها این اوراق را منتشر کردند. در طول چند سال گذشته انتشار اوراق قرضه تورم‌پیوند بخش خصوصی در حال افزایش بوده است؛ اما میزان کل انتشار اوراق تورم‌پیوند شرکتی به نسبت کم است. غالب افرادی که در اوراق قرضه تورم‌پیوند سرمایه‌گذاری می‌کنند، بسیار ریسک‌گریز بوده و از اوراقی که پشتوانه دولتی ندارند اجتناب می‌کنند؛ بنابراین تقاضا برای اوراق قرضه تورم‌پیوند شرکتی پایین است و نقدشوندگی اندکی دارند.

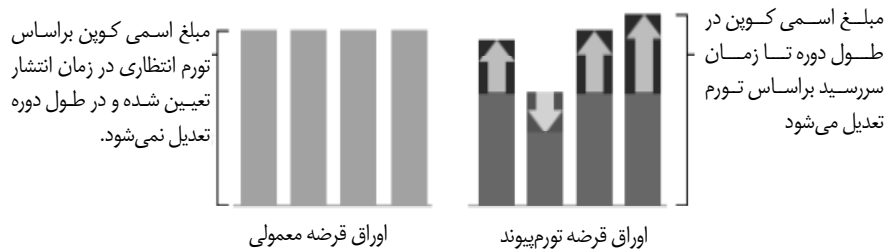
تنها بازار توسعه‌یافته برای اوراق قرضه تورم‌پیوند شرکتی در انگلیس می‌باشد که در این کشور دو گروه عمده، ناشر این اوراق هستند: گروه اول، شامل شرکت‌هایی مانند فروشگاه‌های زنجیره‌ای که درآمد یا عملکرد کسب‌وکار آنها بسیار به تورم وابسته است. این شرکت‌ها از اوراق تورم‌پیوند برای دستیابی به تناسب میان درآمدها و هزینه‌های بهره استفاده می‌کنند؛ گروه دوم شامل شرکت‌هایی با بدهی‌های بلندمدت مانند شرکت‌های صنایع همگانی چون Anglian Water، Scottish Power و Severn Trent می‌باشند. از آنجا که قیمت خدمات صنایع عمومی (مانند آب، برق، گاز و...) مرتبط با تورم است، با انتشار اوراق تورم‌پیوند چنین شرکت‌هایی می‌توانند بین هزینه‌های بهره و درآمدهای خود توازن ایجاد کنند (کردیت سوییس، ۲۰۱۳، ص ۳۲).

ارتباط روشن و واضح اوراق قرضه تورم‌پیوند با یک سنجه شناخته شده تورم بدین معناست که

هرگونه افزایش در سطح عمومی قیمت‌ها به‌طور مستقیم سبب افزایش ارزش اسمی اوراق و به تبع پرداخت کوپن‌های دوره‌ای بالاتر خواهد شد. به عنوان مثال اوراق خزانه مصون از تورم ۲۰ ساله آمریکا به ارزش اسمی ۱،۰۰۰ دلار با نرخ کوپن سالانه ۲/۵ درصد (۱/۲۵ درصد بر مبنای نیم‌سالانه) و نرخ تورم سالانه ۴ درصد را در نظر بگیرید. ارزش اسمی اوراق به‌صورت روزانه برای لحاظ کردن تورم ۴ درصد به‌صورت افزایشی تعدیل خواهد شد. در سررسید ارزش اسمی اوراق با فرض نرخ تورم سالانه ۴ درصد که به‌صورت نیم‌سالانه ترکیب می‌شود برابر با ۲،۲۰۸ دلار خواهد شد؛ در حالی که نرخ کوپن ۲/۵ درصد ثابت باقی می‌ماند.

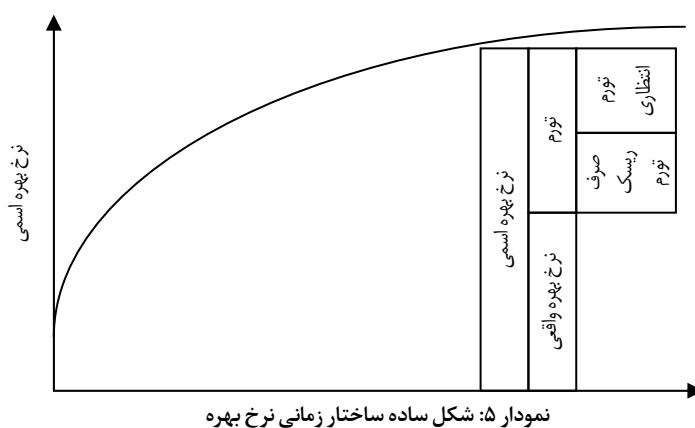
با افزایش ارزش اسمی اوراق، مقدار دلاری هر پرداخت بهره نیز افزایش خواهد یافت؛ بدین معنا که مقدار دلاری کوپن‌ها بر مبنای ارزش اسمی تعدیل شده با تورم پرداخت خواهد شد. به عنوان مثال، اولین پرداخت کوپن نیم‌سالانه ۱/۲۵ درصدی مبتنی بر ارزش اسمی تعدیل شده با تورم نیم‌سالانه ۲ درصد یعنی ۱،۰۲۰ دلار ($1,020 = 1,000 * 1/02$) محاسبه می‌شود که مبلغ دلاری کوپن برابر با ۱۲/۷۵ ($12/75 = 1,020 * 1/25$) دلار می‌شود. این در حالی است که آخرین پرداخت کوپن نیم‌سالانه برابر با ۲۷/۶۰ دلار ($27/60 = 2,208 * 1/25$) خواهد بود.

سازوکار دقیق برای محاسبه پرداخت‌ها در اوراق تورم‌پیوند می‌تواند برای ناشران مختلف متمایز باشد. مهم آن است که همه اوراق قرضه تورم‌پیوند بدین منظور طراحی می‌شوند که بازدهی‌هایی را برای سرمایه‌گذاران فراهم آورند که قدرت خرید آنها را حفظ کند و براساس تورم تعدیل شود. لازم به ذکر است که اوراق تورم‌پیوند همبستگی مثبت با تغییرات نرخ تورم دارند و به عنوان یک ابزار پوشش ریسک در برابر افزایش سطح عمومی قیمت‌ها قابل استفاده هستند. پوشش ریسک تورم که توسط اوراق قرضه تورم‌پیوند پیشنهاد می‌شود ابزاری مهم برای هر سرمایه‌گذار است که می‌تواند پرتفوی خودش را برابر ریسک نرخ تورم پوشش دهد. در شکل شماره ۱ دو نوع اوراق قرضه معمولی و تورم‌پیوند به‌صورت شماتیک مقایسه شده است.



شکل ۱: مقایسه اوراق قرضه معمولی و تورم‌پیوند

همان‌طور که در نمودار شماره ۵ قابل مشاهده است، نرخ بهره اسمی اوراق قرضه متعارف شامل سه بخش بهره واقعی، تورم مورد انتظار و صرف ریسک تورم است. سرمایه‌گذاران صرف ریسک تورم را برای جبران ریسک فراتر رفتن نرخ تورم از نرخ مورد انتظار دریافت می‌کنند که در نتیجه، این ریسک، بازدهی واقعی را کاهش می‌دهد. اوراق قرضه تورم‌پیوند صرف ریسک تورم را در نظر نمی‌گیرد؛ زیرا این اوراق در معرض این نوع ریسک نیستند؛ در نتیجه بازدهی‌شان اندکی کمتر از بازدهی اوراق قرضه متعارف خواهد بود؛ بنابراین هزینه تأمین مالی ناشران از طریق انتشار این اوراق کمتر خواهد شد.



۵. مزایای اوراق قرضه تورم‌پیوند

۵-۱. مزایا برای ناشران

- هزینه انتشار این اوراق برای ناشر کمتر خواهد بود؛ زیرا در این اوراق همان‌طور که در نمودار شماره ۵ نمایان است صرف ریسک تورم وجود ندارد؛ بنابراین اوراق تورم‌پیوند، کشورها را برای کاهش هزینه‌های تأمین مالی مجدد پیش‌بینی شده توانمند می‌کند؛
- این اوراق به هموارسازی ساختار دیرش بدهی‌های دولتی کمک می‌کند؛
- بانک‌های مرکزی از بازدهی‌های اوراق قرضه معمولی و تورم‌پیوند برای محاسبه تورم مورد انتظار و تنظیم سیاست‌های پولی استفاده می‌کنند؛
- انتشار این اوراق به ناشر امکان تطبیق دقیق‌تر بدهی‌ها و دارایی‌ها را می‌دهد. مخارج و درآمدهای آتی دولت جریانات نقدی واقعی خواهد بود. دارایی‌های مهم آتی دولت درآمدهای مالیاتی آینده خواهد بود که تحت تأثیر تورم و فعالیت اقتصادی واقعی خواهد بود. اینکه حداقل

بخشی از بدهی‌های دولتی مرتبط با تورم باشد سبب تطبیق بهتر دارایی‌ها و بدهی‌ها و کاهش ریسک تورم برای دولت خواهد بود. هرچه رشد درآمدها نسبت به مخارج با افزایش سطح قیمت‌ها بیشتر شود، تمایل دولت برای انتشار اوراق قرضه تورم‌پیوند بیشتر خواهد بود؛

– انتشار این اوراق سبب خواهد شد که ناشران از سرمایه‌گذارانی استقراض کنند که اوراق دولتی با ارزش اسمی را نخواهند خرید و از این طریق به پول‌ها و منابعی دست یابند که به بدهی‌های اسمی تخصیص داده نشده است. افزایش تعداد سرمایه‌گذاران نه تنها سبب ارزان‌تر شدن تأمین مالی می‌شود؛ بلکه تأکید روی سرمایه‌گذاران و منابع خاص تأمین مالی را کاهش و به نوبه خود ریسک سیستمیک را کاهش می‌دهد.

۵-۲. مزایای برای سرمایه‌گذاران

– سرمایه‌گذاران را در برابر زیان‌های ناشی از نوسانات پیش‌بینی نشده نرخ تورم و کاهش قدرت خرید محافظت می‌کند؛

– یکی از مزیت‌های اوراق تورم‌پیوند، استفاده از آنها جهت تنوع‌سازی پرتفوی دارایی‌ها می‌باشد، از آنجا که همبستگی این اوراق با سایر دارایی‌ها کم است؛ بنابراین ابزار مناسبی برای تنوع‌سازی و کاهش ریسک پرتفو می‌باشد (Standard Life Investment, 2013, p 7)؛

– اوراق تورم‌پیوند کمتر نوسان دارد؛ زیرا این اوراق به جابجایی‌ها در بازدهی‌های واقعی عکس‌العمل نشان می‌دهد نه بازدهی‌های اسمی و این امر منجر به هموارسازی و نوسان کمتر بازدهی‌های سرمایه‌گذاران می‌شود (همان)؛

– این اوراق می‌تواند به عنوان یک مؤلفه مهم در مدیریت پرتفوی صندوق‌های بازنشستگی و شرکت‌های بیمه تلقی شود که به وسیله آن می‌توانند سیاست‌های تطابق دارایی‌ها و بدهی‌هایشان را داشته باشند.

۵-۳. مزایای عمومی

– انتشار اوراق تورم‌پیوند به تقویت اعتماد و اعتبار دولت در جامعه کمک می‌کند؛ زیرا دولت نمی‌تواند این بدهی‌ها را متورم کند. اگر دولت واقعاً برای کاهش مرحله‌ای تورم بلندمدت برنامه داشته باشد، انتشار اوراق تورم‌پیوند به نفع دولت خواهد بود و سیگنال مثبتی به سرمایه‌گذاران می‌دهد. این جنبه به‌ویژه برای اقتصادهای نوظهور که برخی از آنها فقط توانایی تأمین مالی مجدد با انتشار اوراق تورم‌پیوند در ارز رایج خودشان را دارند، اهمیت دارد؛

– با توجه به ویژگی اوراق تورم‌پیوند در پوشش ریسک تورم، این اوراق به جلوگیری از انتقال ثروت از دارایی‌های مالی به دارایی‌های واقعی در دوره‌هایی خواهد انجامید که نگرانی فزاینده‌ای در مورد تورم آینده وجود دارد. دلیل این مسئله آن است که در صورت نبود اوراق تورم‌پیوند، در صورت وجود انتظارات تورمی فزاینده، سرمایه‌گذاری در دارایی‌های واقعی بیشتر شده زیرا روشی مطمئن برای مصونیت از تورم خواهد بود. بنابراین وجود اوراق تورم‌پیوند در کنار اوراق با نرخ بهره اسمی به افزایش و با ثبات شدن نرخ پس‌انداز کمک خواهد کرد. این بحث ممکن است ارتباط بیشتر با کشورهای پیداکند که از عدم کفایت پس‌اندازها یا انتظارات تورمی نوسانی رنج می‌برند (گارسیا و ریکستل، ۲۰۰۷، ص ۱۵).

– تورم پیش‌بینی نشده سبب انتقال ناخواسته و غیرارادی ثروت از وام‌دهندگان به وام‌گیرندگان (یا وام‌گیرندگان به وام‌دهندگان) می‌شود. پیوند دادن بدهی به تورم باعث حذف آثار نااطمینانی تورم نمی‌شود؛ بلکه سبب می‌گردد اثرات بازتوزیعی ناخواسته آن بین وام‌دهندگان و وام‌گیرندگان کاهش یابد. اگر بنگاه‌ها سطوح مختلف ریسک‌گریزی داشته باشند این بازتوزیع ریسک خودش ممکن است آثار رفاهی مثبتی داشته باشد. به‌طور خاص می‌توان فرض کرد که دولت نسبت به بازنشستگان مسن کمتر مخالف تورم است. با اجازه دادن به انتقال ریسک از بازنشستگان به دولت از طریق انتشار اوراق تورم‌پیوند، ممکن است درآمدهای رفاهی برای این افراد ایجاد کند؛

– این اوراق عامل بالقوه‌ای در جهت تخمین انتظارات تورمی هستند. تفاضل میان بازده اسمی اوراق خزانه عادی و اوراق خزانه حفاظت شده در مقابل تورم که به نام «نقطه سر به سری تورم»^۱ یا «جبران تورم»^۲ شناخته می‌شود، شاخصی برای تخمین انتظارات بازار برای تورم است.

۶. انتخاب شاخص مرجع

انتخاب شاخص قیمتی که به عنوان مرجع برای اوراق قرضه تورم‌پیوند استفاده می‌شود، یکی از شاخصه‌های تکنیکی است که نقش مهمی در موفقیت یا عدم موفقیت این اوراق ایفا می‌کند. از شاخصه‌های تکنیکی مرتبط دیگر مالیات، نحوه محاسبه کوپن‌ها، محاسبه بهره متعلقه و محافظت یا عدم محافظت اصل در واقعه کاهش تورم است.

چند نکته در انتخاب شاخص قابل ذکر است: اول اینکه انتخاب یک شاخص قیمتی خاص ممکن است توجه عموم را به آن شاخص معطوف کند؛ بنابراین بهتر است بانک مرکزی در تعیین این شاخص قیمتی در راستای تعیین سیاست‌های اقتصادی خود مداخله نماید؛

1. breakeven inflation

2. inflation compensation

دوم، استانداردسازی محصولات مالی اغلب یکپارچگی و توسعه بازارهای مالی را تسهیل می‌کند. انتخاب یک شاخص قیمتی مرجع رایج توسط چندین ناشر اوراق قرضه تورم‌پیوند، می‌تواند به استانداردسازی این ابزارها کمک شایانی نماید. همچنین انتخاب یک شاخص فرا ملی (به عنوان نمونه انتخاب شاخص موزون قیمتی مصرف‌کننده اتحادیه اروپا به جای شاخص‌های قیمتی منطقه‌ای و ملی) ممکن است به ارتقای یکپارچگی و نقدشوندگی بازارهای مالی کمک کند. بدین معنا که استفاده از یک شاخص رایج فرامنطقه‌ای مقایسه بین اوراق قرضه تورم‌پیوند انتشار یافته توسط ناشران مختلف را تسهیل می‌بخشد و احتمالاً تعداد سرمایه‌گذاران را افزایش می‌دهد. چنین استانداردسازی حتی آثار مثبتی روی نقدشوندگی این اوراق خواهد داشت (موسو و وسترن،^۱ ۲۰۰۵):

سوم، اوراق تورم‌پیوند می‌تواند به هر شاخصی مرتبط شود. در اصل ناشران بیشتر تمایل دارند که از شاخصی استفاده کنند که همبستگی نزدیکی با ساختار درآمدیشان دارد؛ در حالی که سرمایه‌گذاران از شاخصی منتفع می‌شوند که دقیقاً حاکی از ساختار بدهیشان باشد. با این حال انتخاب شاخص مرجع اغلب نتیجه تراضی و مصالحه میان ترجیحات ناشر و سرمایه‌گذاران است و شاخص مرجع باید از سوی سرمایه‌گذاران قابل فهم و پذیرش باشد؛ چهارم، موفقیت اوراق قرضه تورم‌پیوند نیازمند پایایی و درستی محاسبه شاخص است. یکی از انتقاداتی که در گذشته در رابطه با انتخاب بدهی دولتی به عنوان شاخص صورت می‌پذیرفت این بود که دولت ممکن است توانایی داشته باشد که ارزش شاخص را دستکاری کرده تا به طور مؤثر روی بدهی‌هایش نکول کند؛ بنابراین آنچه مهم است اینکه شفافیت کامل در محاسبه شاخص مرجع برای از بین بردن نگرانی و ترس سرمایه‌گذاران وجود داشته باشد (گارسیا و ریکستل، ۲۰۰۷، ص ۲۰). جدول شماره ۱، ناشران مهم اوراق تورم‌پیوند در جهان و شاخص‌های مورد استفاده توسط این کشورها را نشان می‌دهد.

جدول ۱: ناشران مهم اوراق قرضه تورمیونند در جهان و شاخص‌های مورد استفاده

کشور	نام اوراق	ناشر	شاخص تورمی مورد استفاده
آمریکا	اوراق خزانه مصون از تورم (TIPS)	خزانه‌داری آمریکا	شاخص قیمتی مصرف‌کننده آمریکا (NSA)
انگلیس	اوراق تورمیونند (Gilt)	اداره مدیریت بدهی انگلیس	شاخص قیمتی خرده‌فروشی
ژاپن	JGBi	وزارت مالی	شاخص قیمتی مصرف‌کننده ژاپن (CPI)
آلمان	Bund index and BO Index	آژانس مالی دولت فدرال آلمان Deutschland Bundesrepublik Finanzagentur	شاخص موزون قیمتی مصرف‌کننده به استثنای تنباکو EU HICP ex Tobacco
فرانسه	OATi and OATei	Agence France Tresor	France CPI ex-tobacco (OATi), EU HICP (OATei)
کانادا	اوراق با بازدهی واقعی (Real Return Bond)	بانک کانادا	شاخص قیمتی مصرف‌کننده آمریکا (CPI)
استرالیا	اوراق قرضه تورمیونند	دپارتمان خزانه استرالیا	شاخص قیمتی مصرف‌کننده استرالیا
سوئد	اوراق خزانه تورمیونند	اداره ملی بدهی سوئد	شاخص قیمتی مصرف‌کننده سوئد
ایتالیا	BTPei	دپارتمان خزانه	EU HICP ex Tobacco

۷. بررسی فقهی

با توجه به تعاریف ارائه شده از اوراق حفاظت شده در برابر تورم و اوراق با نرخ شناور، به‌طور کلی سود شناور اوراق بر دو مبنا قابل تصور است: الف) ارزش اسمی اوراق ثابت باشد و نرخ پرداختی اوراق که درصدی از ارزش اسمی است شناور باشد. در این حالت نرخ مرجع به نرخ سود گره خورده است؛ ب) ارزش اسمی با توجه به نرخ تورم تعدیل شود ولی نرخ پرداختی ثابت باشد. در این حالت نرخ مرجع به اصل سرمایه اولیه گره خورده است.

نتیجه هر دو روش، شناور شدن سود پرداختی اوراق خواهد بود؛ ولی با توجه به زیرساخت‌های قانونی و تجربه انتشار اوراق مشارکت و اجاره در ایران، در این مقاله فقط شناورسازی سود اوراق مبتنی بر رویکرد اول بررسی می‌شود و تحلیل فقهی شناورسازی اصل ارزش اسمی اوراق به مقاله دیگری موکول می‌شود.

اوراق بهادار اسلامی، اوراقی هستند که براساس عقود شرعی و الزامات هر یک از آنها در قالب ساختار اوراق بهادار طراحی می‌شوند؛ بنابراین به منظور تطبیق اوراق مصون از تورم با موازین شریعت باید پس از شناسایی ماهیت و کارایی این نوع اوراق، امکان تصحیح آن براساس یکی از قراردادهای اسلامی بررسی شود.

براساس مطالب پیشین اوراق خزانه مصون از تورم، بدهی تضمین شده دولت به دارنده اوراق است. همانند سایر اوراق قرضه، ماهیت این نوع اوراق مبتنی بر قرض پول است با این تفاوت که

میزان بهره پرداختی آن با تعدیل تورم متغیر خواهد شد، همچنین پرداخت ارزش اسمی این نوع اوراق تضمین شده می‌باشد.

از آنجا که تعدیل دیون براساس نرخ روز، موضوع اساسی این بحث است، ابتدا به صورت اجمالی آرای فقهی مطرح شده در رابطه با جبران کاهش ارزش پول بیان می‌شود و در ادامه راهکارهای بدیل با استفاده از عقود شرعی، بررسی شبهه جریان غرر و ضرر در این معاملات ارائه خواهد شد.

۷-۱. جبران کاهش ارزش پول

در ابتدا تبیین سه نکته اهمیت دارد:

الف) نگرش به کارکرد و فلسفه پول چیست؟ آیا پول وسیله حفظ ارزش است یا وسیله مبادله؟
 ب) پول کالایی قیمی است یا مثلی؟ (ج) عرفی بودن کاهش جبران ارزش پول.
 در پاسخ به نکته اول برخی همانند آیت‌الله حسین نوری همدانی در پاسخ به پرسش کمیسیون امور قضایی و حقوقی مجلس شورای اسلامی بیان می‌کنند که:

«از آنجا که پول رایج هر عصر و زمان مبین ارزش‌ها و نشانگر نسبت‌های مختلف بین کالاها و خدمات است و اساساً فلسفه وجودی پول نیز از همین اصل نشئت می‌گیرد، لذا به نظر حقیر لازم است به‌طور کلی در باب دیون و جنایات و ضمانات ارزش‌ها و قدرت خریدها را - که در زمان‌های مختلف متفاوت می‌شود - همیشه در نظر بگیریم و به حساب بیاوریم تا راه توجه ضرر و زیان را نسبت به دائن و مجتبی علیه و مضمون له مسدود سازیم. البته تعیین کمیت و مقدار آن در زمان تأدیه باید با نظر متخصص باشد».^۱

از دیدگاه آیت‌الله موسوی اردبیلی پول‌های کاغذی و تحریری جز حفظ مالیت و ارزش، خاصیت دیگری ندارند، آن هم در صورت الغای مالیت یا کم شدن ارزش از بین می‌رود.^۲ به عقیده این گروه از فقها خاصیت پول چیزی جز حفظ ارزش و مالیت نیست. بنابراین وقتی در طول زمان بر اثر تورم ارزش و مالیت آن کاهش پیدا کند یا از بین برود، در دیون و روابط مالی-پولی، باید جبران شود. پول‌های کاغذی با کالا و متاع فرق دارد و نمی‌توان آنها را در زمره کالا برشمرد؛ بلکه فقط واسطه مبادله کالاها می‌باشند و ارزش آنها به قدرت خرید آنهاست. بنابراین چون پول‌های کاغذی کالا و متاع نیستند و واسطه مبادلات کالا می‌باشند، ارزش آنها با لحاظ قدرت خرید آنها می‌باشد. لذا بنا بر احتیاط واجب چه در مهر و چه در قرض و ثمن

۱. پاسخ به نامه شماره ۵۶/۶۱۹/۸/د، کمیسیون امور قضایی و حقوقی مجلس شورای اسلامی.

۲. پاسخ به کمیسیون امور قضایی و حقوقی مجلس شورای اسلامی، نامه شماره ۴۵۳، مورخه ۱۳۷۵/۷/۲۱.

معامله باید قدرت خرید آنها در وقت پرداخت با مقایسه به قدرت خرید در وقت عقد ملاحظه شود.^۱ در پاسخ سؤال دوم مشهور فقهای امامیه آن است که پول از مقوله مثلیات است و احکام مالی مثلی را بر آن بار کرده‌اند. طرفداران این نظریه مثلی بودن پول را بر حسب عدد، رقم و شکل ظاهری می‌دانند؛ لذا می‌گویند براساس قاعده مشهور فقهی «ضمنان مثلی به مثل» است. در هنگام ادای دین، حتی اگر ارزش پولی که شخص بدهکار دریافت کرده کاهش یافته باشد حق طلب‌کار، همان ارزش اسمی است و بیش از آن را حق مطالبه ندارد (ولی‌زاده و حائری، ۱۳۸۹، ص ۱۳۹).

همچنین در استفتایی که در مورد مثلی و قیمی بودن پول اعتباری از آیت‌الله العظمی بهجت به عمل آمد، در پاسخ نوشته‌اند: «پول از مثلیات است».^۲

پول اعتباری شیء و کالای مثلی است که از مهم‌ترین و اصلی‌ترین مقومات مثلیت آن، قدرت خرید و ارزش مبادله‌ای واقعی آن است (همان، ص ۱۵۶). بنابراین به هنگام کاهش ارزش پول، ادای مثل مبری ذمه بوده و ادای دین بر آن صدق خواهد کرد. ولی با توجه به اینکه ادای دین امری عرفی است و شارع، در خصوص اینکه «ادای دین» با چه چیزی و با چه وسیله‌ای حاصل می‌شود، ارائه طریق نکرده و سکوت اختیار کرده است، لذا در جو تومی و هنگامی که قدرت خرید حقیقی پول، کاهش می‌یابد، باید به «عرف» رجوع و مشاهده کرد که عرف چه چیزی را «ادای دین» می‌داند. واکنش عرف نسبت به جبران کاهش ارزش پول را می‌توان به سه دسته تقسیم کرد:

الف) واکنش و عکس‌العمل عرف در صورت فاحش بودن تورم

گاه تورم و کاهش ارزش پول چنان شدید و محسوس است که عرف و عقلا در معاملات مدت‌دار، واکنش آشکاری از خود نشان می‌دهند. در این حالت، جبران کاهش ارزش پول لازم است و از مصادیق ربا به‌شمار نمی‌آید. گفتنی است که این کاهش شدید ارزش پول ممکن است طی مدت زمان طولانی (برای مثال ۳۰ سال) رخ دهد.

«ادای دین» امری عرفی است. اگر کاهش ارزش پول شدید باشد، به یقین عرف وقتی مدیون را بری‌الذمه می‌شمارد که «ارزش مبادله‌ای واقعی» و «قدرت خرید حقیقی» پول را ملاک قرار دهد و آن را به دائن بپردازد؛ در غیر این صورت، یعنی اگر مدیون «ارزش اسمی» را بپردازد، عرف عام، او را بری‌الذمه نمی‌داند. این امر در عرف دنیا دربارهٔ سپرده‌های بانکی و سایر پرداخت‌های پولی-مالی نیز مورد توجه است؛^۳

۱. آیت‌الله منتظری، پاسخ به نامه شماره ۵۶/۶۱۹/۹، د، کمیسیون امور قضایی و حقوقی مجلس شورای اسلامی، مورخه ۱۳۷۵/۷/۱۸.

۲. پاسخ به نامه شماره ۲۰۷۷/۱#/ب، مورخه ۱۳۷۴/۱۲/۲۷ پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.

۳. مکارم شیرازی، ناصر (۱۳۷۴)، پاسخ به نامه شماره ۲۰۷۶، ارپ مورخ ۱۳۷۴/۱۲/۲۷ پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.

ب) عدم واکنش و عکس‌العمل عرف

حالت دوم آن است که تورم و کاهش ارزش پول، به اندازه‌ای کم و نامحسوس است که عرف عام و عقلا در معاملات مدت‌دار، در برابر آن واکنش محسوس و آشکاری از خود نشان نمی‌دهند. جبران کاهش ارزش پول در این حالت، «غیرمجاز و ربا» می‌باشد. آیت‌الله ناصر مکارم شیرازی در این‌باره می‌فرماید:

«اگر تورم در زمان کوتاه و مقدار معمولی باشد محاسبه نمی‌شود؛ چراکه همیشه تغییراتی در اجناس و قدرت خرید پول پیدا شده و می‌شود و سیره مسلمین و فقها بر عدم محاسبه تغییرات جزئی بوده است ولی اگر تورم شدید (و) سقوط ارزش پول زیاد باشد تا آن حد که در عرف، پرداختن آن مبلغ ادای دین محسوب نگردد، باید براساس وضع حاضر محاسبه کرد و در این مسئله تفاوتی بین مهریه و سایر دیون نیست ... لازم به یادآوری است که این پدیده در واقع جزء مسائل مستحدثه محسوب می‌شود و از آثار پول‌های کاغذی و اعتباری است و اگر معاملات مانند سابق با طلا و نقره صورت می‌گرفت، با چنین پدیده‌هایی روبه‌رو نبودیم مگر در موارد بسیار نادر؛ نتیجه اینکه در مواردی که تغییرات قیمت‌ها در کوتاه‌مدت یا درازمدت کم باشد، عرف آن را مصداق ادای دین می‌داند و می‌پذیرد؛ اما تفاوت‌های شدید و فاحش قابل قبول نیست و ادای این محسوب نمی‌شود»^۱.

بنابراین، در این حالت، قضاوت عرف برعکس حالت پیشین است؛ یعنی با ادای مبلغ اسمی پول، مدیون را بری‌الذمه می‌داند و عرف به این باور است که دین را به‌صورت کامل ادا کرده و هیچ‌گونه تردیدی در این داورى ندارد. همچنین عرف، بین «قدرت خرید حقیقی» و «ارزش مبادله‌ای واقعی» پول در هنگام تحقق دین و در هنگام ادای دین، تفاوتی نمی‌بیند یا آن را چنان ناچیز می‌داند که مانعی از حکم به یکسان بودن آنها نمی‌بیند (یوسفی، ۱۳۸۱، ص ۲۸۸-۲۸۹) در این وضعیت، مفاهیمی همچون: «تلف»، «نقص» و «کاهش ارزش» پول صدق نمی‌کند؛

ج) مشخص نبودن واکنش عرف یا عدم آن

مقدار کاهش ارزش پول به‌گونه‌ای است که واکنش داشتن و یا نداشتن «عرف» عام در مواجهه با آن، قابل تشخیص نیست و این سؤال منطقی پیش می‌آید که آیا با ادای مبلغ اسمی، «ادای دین» به‌طور کامل صورت گرفته است یا خیر؟ این تردید از آنجا ناشی می‌شود که آیا حق دائن در این فرض، بیش از مبلغ اسمی است یا خیر؟ به عبارت دیگر، در این امر تردید داریم که آیا عرف عام بین مبلغ اسمی، هنگام بازپرداخت دین و قدرت خرید حقیقی در زمان تحقق آن، تفاوتی می‌بیند یا خیر؟

۱. مکارم شیرازی، ناصر (۱۳۷۵)، پاسخ به نامه شماره ۵۶/۶۱۹/۵ در مورخ ۱۳۷۵/۷/۱۸ کمیسیون امور قضایی و حقوقی مجلس شورای اسلامی ایران.

شک در تحقق حق بیش از مبلغ اسمی، شک در تکلیف است و طبیعتاً در چنین مواضعی، اصل برائت و عدم تحقق تکلیف جاری می‌شود. به بیان دیگر، در اینجا مورد از موارد «اقل و اکثر استقلالی» است؛ یعنی یقین داریم که بدهکار، مبلغ اسمی پول را مدیون است؛ اما درباره بدهی بیش از مبلغ اسمی، تردید وجود دارد؛ یعنی حالت سوم، به تکلیف یقینی (بدهی به مقدار مبلغ اسمی) و شک ابتدایی (بدهی بیش از مبلغ اسمی) منحل می‌شود که در شک ابتدایی، اصل برائت عدم تحقق بدهی جریان می‌یابد؛ بنابراین در این حالت، حکم به بازپرداخت بیش از مبلغ اسمی از نظر عرف، زیادی و ربا خواهد بود.

البته از باب رعایت احتیاط، به منظور جلب رضایت طرفین، به‌ویژه در مواردی که دین از بابت سنت حسنه «قرض الحسنه» پدیدار شده است و نیز برای اینکه حتی الامکان از ورود ضرر و اجحاف به قرض‌دهنده و یا قرض‌گیرنده خودداری شود و اگر ضرری هم هست، اختصاص به یک طرف پیدا نکند؛ به نظر می‌رسد حکم به مصالحه در چنین وضعیتی بهترین راه حل باشد (عباسی و ولی زاده، ۱۳۸۷، ص ۳۱۸).

قانون آیین دادرسی مدنی مصوب ۱۳۷۹/۱/۲۱ در ماده ۵۲۲ که به تصویب مجلس و تأیید شورای نگهبان رسیده جبران کاهش ارزش پول را با شرایط خاصی پذیرفته است، متن ماده مذکور چنین است:

«ماده ۵۲۲، در دعاوی‌ای که موضوع آن دین و از نوع وجه رایج بوده و با مطالبه دائن و تمکن مدیون، امتناع از پرداخت نموده، در صورت تغییر فاحش شاخص قیمت سالانه از زمان سررسید تا هنگام پرداخت و پس از مطالبه طلبکار، دادگاه با رعایت تناسب تغییر شاخص سالانه که توسط بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران تعیین می‌شود محاسبه و مورد حکم قرار خواهد داد مگر اینکه طرفین به نحو دیگری مصالحه کنند».

هرچند شقوق متنوع و نظرات گوناگونی در این رابطه توسط صاحب‌نظران مطرح شده است؛ لیکن به فتوای مشهور فقها پول از مثلیات است و جبران کاهش ارزش آن از طریق درج شرط ضمن عقد و براساس فرمول خاصی صحیح نیست. بنابراین اوراقی که ماهیتشان از نوع سند طلبکاری است مانند اوراق مرابحه و قرض، بر این مبنا تعدیل سودشان براساس تورم صحیح نخواهد بود. در این مقاله مصون‌سازی اوراق اجاره در برابر تورم بررسی و همچنین با توجه به محدودیت شرعی در شناور کردن نرخ اوراق مرابحه (به خاطر ماهیت این اوراق که مبتنی بر دین است)، الگویی عملیاتی برای اوراق مرابحه (اوراق ترکیبی سلف-مرابحه) ارائه می‌شود.

۷-۲. مدل اوراق اجاره مصون از تورم

یکی از معیارهای اساسی در تعیین نرخ اجاره‌بهای اقلام سرمایه‌ای، ارزش روز دارایی می‌باشد. با تغییر نرخ تورم و ارزش دارایی‌های سرمایه‌ای به تبع، نرخ اجاره‌بهای دارایی باید براساس قیمت‌های روز دارایی تعدیل شود.

در وضعیت تورمی در حالی که ارزش کالا و خدمات افزایش می‌یابد با گذر زمان ارزش پول مستهلک می‌شود. در قرارداد اجاره نیز منفعت عین مستأجره موضوع قرارداد است؛ بنابراین به دنبال افزایش نرخ تورم باید ارزش استفاده از منفعت دارایی نیز افزایش یابد. عدم تعدیل نرخ اجاره‌بهای اوراق اجاره، برای اوراق اجاره با سررسید طولانی، باعث کاهش جذابیت اوراق برای سرمایه‌گذاری، تغییر هزینه‌های تأمین مالی برای بانی یا ناشر و عدم رعایت حقوق واقعی سرمایه‌گذاران خواهد شد. در شرایط تورمی، یا باید طول عمر اوراق اجاره کوتاه شود و یا نرخ اجاره‌بهای اوراق بلندمدت تعدیل و بازنگری گردد. دو مدل زیر با فرض طولانی بودن مدت سررسید اوراق اجاره به شناورسازی سود با توجه به شاخص‌های تورمی می‌پردازد.

۷-۲-۱. اوراق اجاره عملیاتی و مالی با نرخ شناور

در این روش، اوراق اجاره از چند عقد اجاره متوالی که در ضمن قرارداد اجاره اول شرط شده‌اند، تشکیل می‌شود. یعنی زمان انتشار اوراق، با انعقاد قرارداد اجاره دوره زمانی نخست، نرخ اجاره‌بهای اولین عقد اجاره که سررسید آن پایان یک دوره زمانی است، تعیین می‌شود؛ دوم، ضمن این عقد اجاره، شرط می‌شود؛ طرفین قرارداد (مؤجر و مستأجر) متعهد هستند تا سررسید اوراق، ابتدای هر دوره زمانی عقد اجاره را تجدید کنند و نرخ اجاره‌بهای هر عقد اجاره با لحاظ نرخ تورم دوره قبل به علاوه مقدار مشخص خواهد بود. برای مثال شرکت واسط در نقش مؤجر، دارایی که با پول صاحبان اوراق خریداری کرده است را با نرخ اجاره‌بهای ۲۰ درصد (۲۰ درصد ارزش دارایی) به مدت یک سال به بانی (مستأجر) اجاره می‌دهد و در ضمن آن، واسط و بانی متعهد می‌شوند قرارداد اجاره این دارایی را برای سه سال متوالی با نرخ اجاره‌بهای تورم دوره قبل به اضافه سه درصد، ابتدای هر دوره تجدید کنند.

اگر اوراق اجاره از نوع اوراق اجاره مالی (اجاره به شرط تملیک) باشد، شرط تملیک در انتهای سررسید نیز در قرارداد گنجانده می‌شود (کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۹۳). چون معاملات عرفی بوده و نظر شارع جنبه امضایی و تأییدی دارد (طاهری، ۱۴۱۸ق، ج ۴، ص ۸)، در صورتی که قرارداد مخالف ضوابط عمومی قراردادها نباشد و ضوابط خصوصی عقد را مخدوش نسازد، مورد قبول شارع خواهد بود.

این شرط از نوع شرط فعل است؛ یعنی در ضمن عقد، انجام دادن و یا ترک یک فعل مادی یا حقوقی بر یکی از متعاملان و یا بر شخص خارجی شرط شود (محقق داماد، ۱۴۰۶ق، ج ۲، ص ۴۲). از آنجا که شرط ضمن عقد لازم، الزام‌آور می‌باشد (امامی، بی تا، ج ۲، ص ۲۰۰) و اجاره از عقود لازم است، لذا شروط ذیل این قرارداد الزام‌آور است و نگرانی از بابت عدم تجدید قراردادهاى اجاره بعدی توسط مؤجر (سرمایه‌گذاران) وجود نخواهد داشت. قانون‌گذار نظر به مصالح اجتماعی، تعدیل یا تجدیدنظر در قرارداد را در موارد خاص پیش‌بینی کرده است. برای مثال در ماده ۴ قانون روابط مؤجر و مستأجر مصوب ۱۳۵۶ آمده است:

«مؤجر یا مستأجر می‌تواند به استناد ترقی یا تنزل هزینه زندگی، درخواست تجدید نظر نسبت به میزان اجاره‌بها بنماید، مشروط به اینکه مدت اجاره منقضی شده و از تاریخ استفاده مستأجر از عین مستأجره، یا از تاریخ مقرر در حکم قطعی که بر تعیین یا تعدیل اجاره‌بها صادر شده، سه سال تمام گذشته باشد؛ دادگاه با جلب نظر کارشناس اجاره‌بها را به نرخ روز تعدیل خواهد کرد. حکم دادگاه در این مورد قطعی است» (صفایی، ۱۳۸۷، ص ۱۶۴).

تعدیل قراردادی، مبحثی است که در حقوق ایران به آن پرداخته شده است و از دیدگاه نهادهای نظارت شرعی همانند شورای نگهبان مورد تأیید واقع شده است؛ چنانچه در سال‌های اخیر با توجه به غیرشرعی شناخته شدن خسارت تأخیر تأدیه وجه نقد، تعدیل دین با احراز شرایطش مورد قبول شورای نگهبان واقع شده است» (همان).

البته این ماده قانونی برای زمانی است که قرارداد منقضی شده و شرط تعدیلی نیز در قرارداد لحاظ نشده باشد. ولی در اوراق اجاره مصون از تورم نخست، سررسید اوراق به قراردادهای اجاره متوالی تقسیم شده و هر قرارداد نرخ اجاره‌بهای مختص به خود را دارد؛ دوم، انعقاد قرارداد اجاره با نرخ اجاره‌بهای روز به عنوان شرط ضمن عقد در قرارداد گنجانده شده است. بنابراین نحوه اجرای اوراق مورد قصد و رضای طرفین می‌باشد. سؤالی که ممکن است در اینجا مطرح شود آن است که آیا در رابطه با این شرط جریان غرر وارد خواهد شد یا خیر؟

۷-۲-۲. اوراق اجاره به شرط تملیک تدریجی

اجاره به شرط تملیک عقدی است که در آن شرط می‌شود، مستأجر در پایان مدت اجاره و در صورت عمل به شرایط مندرج در قرارداد، عین مستأجره را مالک شود (موسویان، ۱۳۸۶، ص ۱۳). اجاره به شرط تملیک ترکیبی از اجاره و بیع است و ویژگی هر دو قرارداد را دارد و از آنجا که هر دو قرارداد لازم هستند، اجاره به شرط تملیک نیز عقدی لازم می‌باشد.

در تعیین ارزش مبیع دو روش وجود دارد: الف) ارزش مبیع به قیمت روز قرارداد مشخص گردد؛ ب) ارزش مبیع به قیمت روز سررسید مشخص گردد. همچنین در پرداخت مبلغ مبیع نیز از چند روش می‌توان استفاده کرد: الف) اقساط مبیع به همراه اجاره‌بها پرداخت شود و در سررسید مبیع مجاناً به تملیک مستأجر درآید؛ ب) کل ثمن مبیع در انتهای سررسید پرداخت شود. اوراق اجاره به شرط تملیک با نرخ شناور را می‌توان به این صورت طراحی کرد که ارزش مبیع در سررسید مشخص شود، همچنین به همراه اجاره‌بهای پرداختی طی دوره، مبلغ مازادی به منظور بهای مبیع گنجانده شود و در سررسید مبالغ اقساطی پرداخت شده بابت مبیع از کل ثمن کسر گردد. نرخ بهای اقساطی مبیع می‌تواند شناور تعیین شود. نرخ تورم* ارزش اسمی دارایی (با ارزش اوراق) می‌تواند به عنوان اقساط بهای مبیع در نظر گرفته شود.

به این صورت که مؤجر، دارایی را به مستأجر، اجاره به شرط تملیک می‌دهد؛ برای مثال، نرخ اقساط پرداختی عبارتست از اجاره‌بهای ۲۰ درصد به اضافه نرخ تورم* ارزش اسمی دارایی. ۲۰ درصد همان نرخ اجاره‌بهای دارایی است و مقدار مازاد به عنوان ثمن مبیع محاسبه می‌شود. فرضاً اگر ارزش اسمی دارایی ۱۰۰ میلیارد ریال باشد و در سررسید با محاسبه تورم و سایر شاخص‌ها قیمت دارایی ۱۳۰ میلیارد ریال باشد، مبلغ تجمعی اقساطی مبیع (ارزش اسمی* نرخ تورم طی دوره) از آن کسر و مابقی به عنوان ثمن مبیع دریافت می‌شود. در حقیقت مبیع به صورت اقساطی دریافت می‌شود.

از آنجا که ثمن به صورت مؤجل پرداخت می‌شود و مبیع نیز در آینده به تملیک مستأجر در می‌آید، ممکن است اشکال شود که مانع صحیح بودن این قرارداد، صدق این قرارداد بر بیع دین به دین است همان‌طور که طلحه بن زید از امام صادق (علیه السلام) روایت کرده است که رسول الله ﷺ فرمودند: «لا بیع الدین بالدین».

برخی اجماع بر عدم جواز معامله‌ای که ثمن و مثن نسبه باشد را از ادله بطلان این قرارداد می‌دانند. جواب: از دیدگاه فقهای امامیه حدیث منقول از رسول الله ﷺ درباره نهی از بیع دین به دین به لحاظ سندی صحیح نیست و دلیل آن ناشناس بودن طلحه بن زید در کتب رجالی است و از دیدگاه غیرشیعه نیز سند حدیث صحیح نیست. چنانچه احمد بن حنبل نیز این حدیث را صحیح ندانسته است. همان‌طور که از حدیث بر می‌آید دلالت حدیث شامل دینی که در قرارداد به وجود آید نمی‌شود؛ بلکه مراد دینی است که از قبل وجود داشته است. قدر متیقن آن است که شمول روایت (نهی النبی عن بیع دین بالدین) در جایی است که دین قبل از قرارداد وجود داشته باشد ولی شامل زمانی که دین در هنگام عقد ایجاد شود نیست.

نتیجه: اگر ادله عدم جواز این معامله باطل دانسته شود، ادله کلی قرآنی مانند آیات «أَوْفُوا بِالْعُقُودِ» و «تِجَارَةٌ عَنْ تَرَاضٍ» و «أَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ» برای اثبات این قرارداد ثابت خواهند بود تا زمانی

که بر این روش معامله عقد و تجارت و بیع صدق شود شامل این عموماً خواهد شد و این دلیلی بر صحت این قراردادهاست.

۷-۳. مدل اوراق مشارکت مصون از تورم

براساس ماده ۲ قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت، اوراق مشارکت، اوراق بهادار با نام یا بی نامی است که به موجب این قانون به قیمت اسمی مشخص برای مدت معین منتشر می شود و به سرمایه گذارانی که قصد مشارکت در اجرای طرح های موضوع ماده ۱ را دارند واگذار می گردد. دارندگان این اوراق به نسبت قیمت اسمی و مدت زمان مشارکت، در سود حاصل از اجرای طرح مربوط شریک خواهند بود (ماده ۲ قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت، مصوب ۱۳۷۶/۶/۳۰ مجلس شورای اسلامی).

به لحاظ عملیاتی، اوراق مشارکت ترکیبی از چند عقد معین است. در زمان پذیره نویسی رابطه سرمایه گذار و ناشر مشارکت است. همچنین سرمایه گذاران، ناشر را وکیل در سرمایه گذاری و جوه جمع آوری شده قرار می دهند. در معاملات ثانوی اوراق ماهیت قرارداد، فروش سهم شرکت به شخص دیگر است. در سررسید اوراق، ناشر دارایی موضوع مشارکت را به دیگری می فروشد و یا برای خود می خرد. بنابراین اوراق مشارکت ترکیبی از عقود مشارکت، بیع و وکالت است. مشارکت از جمله عقود انتفاعی است که در هر زمان از دوره مشارکت، (در صورت عدم توافق بر میزان سود تقسیمی) هر کدام از شرکا به میزان سرمایه شان مالک اصل و درآمدهای مشاع دارایی ها هستند. بنابراین در اوراق مشارکت، دارندگان اوراق، در مدت زمان نگهداری اوراق، مالک دارایی موضوع مشارکت و سود ناشی از آن هستند.

دوره زمانی موضوع اوراق مشارکت که اغلب طرح های عمرانی و زیربنایی است را می توان به دو دوره احداث و بهره برداری تقسیم کرد. اغلب این پروژه ها پس از دوره احداث توسط ناشر یا دیگر نهادها خریداری می شوند و براساس قیمت نهایی فروش طرح، تسویه نهایی اوراق صورت می گیرد. بنابراین تعدیل براساس نرخ تورم در قیمت نهایی گنجانده می شود، ولی در پرداخت های طی دوره سودهای علی الحساب براساس نرخ ثابت و بدون تعدیل پرداخت می شود.

۷-۳-۱. اوراق با نرخ سود علی الحساب شناور

اوراق مشارکت با نرخ سود علی الحساب شناور (اوراق مشارکت با نرخ سود علی الحساب مصون از تورم)، اوراق مشارکتی است که در آن، نرخ سود علی الحساب پرداختی براساس شاخص تورم (که در این شاخص تورم به صورت سالانه تعیین شده و می تواند براساس تورم بخشی یا شاخص

تورم تولیدکننده تعیین گردد) و طبق فرمول معینی تعدیل می‌شود. به عنوان مثال نرخ بازده تا سررسید^۱ اوراق مشابه در بازار ۲۳ درصد ارزیابی می‌شود و در حال حاضر نرخ تورمی که نرخ سود اوراق به آن پیوند خواهد خورد، ۱۶ درصد می‌باشد. نرخ کوپن پرداختی اوراق به این صورت خواهد بود که مابه‌التفاوت نرخ بازده تا سررسید از نرخ تورم به عنوان جزء ثابت و نرخ تورم به عنوان جزء متغیر فرمول در نظر گرفته خواهد شد. در این مثال، نرخ کوپن = نرخ تورم + ۷ درصد. در سررسید اوراق، پروژه ارزشیابی می‌شود و مابه‌التفاوت ارزش اقتصادی روز پروژه از سودهای علی‌الحساب پرداخت شده طی دوره به عنوان بازدهی واقعی پروژه و اصل سرمایه اولیه به سرمایه‌گذاران پرداخت می‌شود. چون در اوراق مشارکت قبل از اتمام طرح سود قطعی شناسایی نمی‌شود و در بیشتر موارد در عمل سود حسابداری در مرحله احداث موجود نیست، لذا سودهای پرداختی قبل از اتمام طرح به عنوان سود علی‌الحساب تعریف می‌شود.

پرداخت سود علی‌الحساب از جهت فقهی به این صورت قابل تصویر است که ناشر اوراق، به اندازه حداقل نرخ بازده مورد انتظاری براساس زمان‌بندی مشخص به صاحبان اوراق، قرضی می‌دهد و در سررسید اوراق مشارکت که می‌خواهد طرح را از صاحبان اوراق بخرد، طلب خود را از بابت پرداخت‌های سود علی‌الحساب کم می‌کند، باقی‌مانده را به آنان تحویل می‌دهد (موسویان، ۱۳۸۶، ص ۴۳۷).

بنابراین با این توجیه فقهی، ناشر می‌تواند هر مبلغی را به عنوان قرض به دارنده اوراق تملیک کند تا در سررسید تسویه نهایی و حقیقی سود صورت گیرد. توافق بر شناور بودن مبلغ قرض در مقاطع زمانی پرداخت سود، به لحاظ شرعی نه تنها مشکلی ندارد؛ بلکه به حقیقت سود اقتصادی نزدیک‌تر است.

۷-۳-۲. استفاده از اختیار معامله تبعی

در این روش ضمن عقد شرکت، ناشر به شرکا که همان دارندگان اوراق مشارکت هستند این حق را می‌دهد که چه در مقاطع دوره‌ای پرداخت سود علی‌الحساب و چه در سررسید نهایی، بتوانند سهم‌الشرکه خود را، که عبارتست از ارزش اسمی اوراق به اضافه سود اوراق که براساس فرمول مشخصی (تورم به اضافه درصد معین) تعیین شده را به ناشر یا بازارگردان اوراق بفروشند.

یک اختیار فروش به دارنده آن این حق را می‌دهد که دارایی موضوع قرارداد را با قیمت معین و در تاریخ مشخصی و یا قبل از آن بفروشد. قیمتی که در قرارداد ذکر می‌شود، «قیمت توافقی» یا «قیمت اعمال» و تاریخ ذکر شده در قرارداد را، در اصطلاح «تاریخ انقضا» یا «سررسید اختیار معامله»

1. Yield to maturity

می‌گویند (هال، ۱۳۸۴، ص ۳۲). در اینجا اختیار از نوع اختیار آمریکایی خواهد بود به این معنا که در هر زمانی قبل از تاریخ سررسید یا در تاریخ سررسید قابل اعمال است. در این مدل اختیار موجود، جدای از قرارداد نمی‌باشد بلکه جزئی از قرارداد است؛ لذا این اختیار قابل معامله در بازار نیست و در اصطلاح متعارف آن اختیار فروش تبعی یا «Embedded put option» می‌باشد. بنابراین، این اختیار به عنوان یک شرط ضمن عقد در قرارداد انشا می‌شود که در آن قیمت اعمال اختیار از یک فرمول مشخصی تبعیت می‌کند.

در اوراق مشارکت، دارندگان اوراق در مواعد پرداخت سود مالکان مشاع سودهای حاصله از پروژه می‌باشند و قرار دادن اختیار به معنای آن است که مالکان دارایی اختیار دارند سود را براساس فرمول تعدیل شده بر مبنای تورم را دریافت کنند یا نرخ سود پیش‌بینی شده و نظیر در سایر اوراق را دریافت کنند و چون مبنای سود علی‌الحساب است میزان سود دریافتی، تأثیری در مشروعیت آن نخواهد داشت. در سررسید نیز برای دارندگان اوراق این اختیار خواهد بود که دارایی را با فرمول معینی که براساس تورم تعدیل می‌شود به بانی بفروشند و یا پس از محاسبات سود و زیان و ارزشیابی دارایی تملیک صورت گیرد. چون قرارداد بیع در سررسید انجام می‌شود؛ لذا نخست، در زمان انعقاد قرارداد ثمن معین خواهد بود و غرر در آن جریان نخواهد داشت؛ دوم شرط مذکور غرری نخواهد بود، چون در مشارکت مانند بیع عوضین مطرح نمی‌باشد بلکه سهم‌الشرکه و سهم سود برای طرفین باید معین باشد ولی میزان سود متغیر خواهد بود؛ لذا شرط مذکور منجر به مجهول شدن عوضین نخواهد شد چون طبیعتاً سود مشارکت نامعلوم است، افزون‌بر این، چنین شرطی جهل نسبت به تسلیم، جهل نسبت به شرایط معامله را نیز به همراه نخواهد داشت. چون پرداخت اصل ارزش اسمی اوراق می‌تواند توسط شخص ثالثی تضمین شود، همچنین تعیین فرمول مشخص رافع جهل نسبت به چگونگی پرداخت سود خواهد بود.

۷-۴. اوراق مرابحه مصون از تورم

اوراق مرابحه اوراق بهاداری است که دارندگان آن به صورت مشاع مالک دارایی مالی (دینی) هستند که براساس قرارداد مرابحه حاصل شده است، این اوراق بازدهی ثابت داشته و قابل فروش در بازار ثانوی می‌باشد (موسویان، ۱۳۹۱، ص ۴۹۸).

تا کنون چهار مدل عملیاتی برای اوراق مرابحه طراحی شده است؛ اوراق مرابحه تأمین مالی، اوراق مرابحه تأمین نقدینگی، اوراق مرابحه تشکیل سرمایه شرکت‌های تجاری و اوراق مرابحه رهنی. در هر چهار مدل اول ماهیت بازار اولیه اوراق ترکیب وکالت و بیع است، همچنین ماهیت بازار ثانویه در همه چهار مدل بیان شده، از نوع خرید و فروش دین است. طبق فتوای مشهور فقهای معاصر

خرید و فروش دین در صورتی که ناشی از دین واقعی باشد، به زیر قیمت اسمی به شخص ثالث بلاشکال است (همان (ب)، ۱۳۸۶، ص ۲۰۴).

از آنجا که در عقد بیع، پس از فروش کالا، فروشنده مالک ثمن و خریدار مالک مثنی می‌شوند؛ مقدار ثمن پرداختی ثابت است و نمی‌تواند متغیر باشد، شناور کردن اقساط پرداختی آن خلاف ذات عقد بیع خواهد بود و منجر به معلق شدن ثمن قرارداد و در نتیجه بطلان آن خواهد شد. همچنین ایجاد شرط ضمن عقدی که منجر به شناور شدن ثمن مبیع شود با اقتضای عقد بیع در تنافی می‌باشد. لذا طراحی مدل اوراق مرابحه با نرخ شناور با چالش جدی روبه‌رو است. راهکاری که برای زدن نرخ اوراق مرابحه به نرخ‌های مرجعی همچون نرخ تورم و نرخ ارز می‌توان ارائه کرد، تقطیع این قرارداد است که در ذیل به آن اشاره خواهد شد.

۷-۴-۱. مدل عملیاتی پیشنهادی (اوراق ترکیبی سلف و مرابحه)

از آنجا که در حال حاضر یکی از چالش‌های جدی اقتصاد ایران نرخ تورم بالاست، انتشار اوراق مرابحه با نرخ سود تعدیل نشده با تورم جذابیت چندانی برای سرمایه‌گذاری نخواهد داشت. در صورتی که اوراق با سررسید بلندمدت منتشر شوند و تورم افزایشی باشد، سرمایه‌گذار با از دست دادن سایر بدیل‌های سرمایه‌گذاری با زیان جدی مواجه خواهد شد.

اوراق مرابحه عموماً با هدف تأمین مالی کوتاه‌مدت و یا سرمایه در گردش بنگاه‌ها منتشر می‌شوند. تعدیل اقساط مرابحه براساس نرخ تورم و یا نرخ ارز افزون‌بر جذابیت اوراق و کمک به منصفانه‌تر شدن نرخ سود اوراق، باعث تقویت برنامه‌ریزی وجوه نقد دولت و شرکت‌های تابعه خواهد شد. بسیاری از شرکت‌ها برای سرمایه در گردش خود جهت خرید کالای مصرفی نیازمند وجه نقد می‌باشند. اکثر شرکت‌های تولیدی به‌طور زمان‌بندی شده اقدام به خرید و نگهداری کالای مصرفی می‌کنند. مثلاً در طول یک سال ممکن است ۲۰ بار اقدام به خرید کالا با حجم‌های متفاوت یا یکسان کنند.

از آنجا که در هر قرارداد مرابحه باید ثمن و مثنی ثابت و منجز باشد، نمی‌توان در یک قرارداد مرابحه نرخ را شناور کرد؛ ولی می‌توان در قراردادهای جداگانه نرخ‌های متفاوتی در نظر گرفت. در مدل پیشنهادی، بانی که می‌تواند دولت یا یک شرکت تابعه دولت باشد برای تأمین نیاز مالی خود با طی کردن مراحل قانونی، اقدام به تشکیل نهاد واسط (ناشر اوراق) می‌نماید و مقرر می‌کند که در طول یک سال آتی به میزان مشخصی نسبت به خرید اقلام تجاری یا مصرفی خود در چند نوبت مشخص اقدام خواهد کرد. نهاد واسط با انتشار اوراق مرابحه (به مقدار مشخص شده و به قیمت روز کالا) وجوه سرمایه‌گذاران را دریافت کرده و به وکالت از طرف سرمایه‌گذاران نسبت به خرید

سلف کالا از تأمین‌کننده به مقادیر مشخص و در فواصل تحویل معین مد نظر بانی اقدام می‌نماید. برای مثال بانی اعلام می‌کند که در سال آتی به میزان ۱۲۰۰۰ تن سنگ آهن برای تولید فولاد احتیاج خواهد داشت و اعلام می‌کند که در هر ماه، سنگ آهن مصرفی ۱۰۰۰ تن می‌باشد. نهاد واسط در ابتدای سال طی ۱۲ قرارداد مجزا نسبت به خرید کالا به صورت سلف و به میزان درخواستی و تحویل ماه‌های مد نظر بانی اقدام می‌کند. در ابتدای هر ماه، نهاد واسط با توجه به تغییر قیمت کالا نسبت به انعقاد قرارداد مباحه اقدام می‌کند. مثلاً در ابتدای ماه اول، نهاد واسط سنگ آهن را به قیمت هر تن ۱۰۰ تومان می‌خرد و با ۳ درصد افزایش قیمت به عنوان تفاوت قیمت نقد و نسیه (به ۱۰۳ تومان) به صورت مباحه یک ماهه به بانی می‌فروشد. در ماه بعد با تغییر قیمت هر تن سنگ آهن (مثلاً به ۱۰۴ تومان)، قیمت تسویه در پایان ماه دوم به قیمت هر تن $(۱۰۴ * ۳\% = ۱۰۷)$ خواهد بود و به همین ترتیب با افزایش یا کاهش قیمت کالا در هر ماه قیمت مباحه معین می‌شود. بنابراین نرخ سود اوراق همان مابه‌التفاوت قیمت نقدی و قسطی کالا خواهد بود که وابسته به قیمت نقدی کالا در هر ماه است.

اوراق با نرخ شناور معمولاً با یک نرخ مرجع گره خورده‌اند. برای کالاهای مصرفی خانوار می‌توان از شاخص قیمتی مصرف‌کننده (CPI)^۱ استفاده کرد. این شاخص پرتقوبی از اقلام مصرفی با وزن معین در شاخص هستند که به صورت ماهانه محاسبه می‌شوند. بنابراین اگر کالای مورد مباحه در سبد شاخص قیمتی مصرف‌کننده باشد می‌توان از این شاخص برای تعیین قیمت کالا در هر قرارداد استفاده کرد. در مورد اقلام دیگری که در این شاخص وجود ندارند، می‌توان از قیمت‌های اعلامی توسط مراجع رسمی مرتبط استفاده کرد. برای کالاهای وارداتی و اقلامی که همبستگی شدیدی با نرخ ارز دارند می‌توان نرخ به روز شده ارز را در قیمت نقدی کالا تأثیر داد. همچنین برای جلوگیری از ریسک عدم انعقاد قرارداد بانی در نوبت‌های آتی، در ضمن قرارداد، انعقاد سایر قراردادهای مقرر شده شرط می‌شود. چون بیع، قرارداد لازم است هر شرطی در ضمن آن لازم‌الوفاء خواهد بود. لذا ریسک خروج از قرارداد برای واسط مرتفع خواهد شد.

این مدل را به این صورت نیز می‌توان طراحی کرد که واسط به بانی وکالت دهد که خود، اقدام به خرید نقدی کالا از تأمین‌کننده کالا نماید. به عبارت دیگر بانی به وکالت از طرف نهاد واسط، کالا را به نقد می‌خرد، به قیمت روز و به صورت نسیه به خود می‌فروشد. البته تمامی مراحل انعقاد قراردادها با نظارت نهاد واسط صورت می‌گیرد. چون در این اوراق از قرارداد سلف و مباحه استفاده شده است، ماهیت این اوراق نیز ترکیبی از بیع سلف و مباحه است. دارندگان اوراق چه در بازار اولیه و چه در بازار ثانویه مالکان مشاع دارایی عینی و دینی هستند.

1. Consumer price index

زمانی که واسط اقدام به خرید سلف کالا می‌کند دارندگان اوراق صرفاً مالکان مشاع دارایی خریداری شده می‌باشند؛ ولی به محض فروش کالا در اولین دوره، دارندگان اوراق نسبت به مقدار فروخته شده مالک دیون حاصل از مباحه هستند و همچنین نسبت به ما بقی کالاهای تحویل گرفته نشده مالک عین می‌باشند. از جمله مزایای اوراق به شرح ذیل است:

الف) از آنجا که تأمین‌کننده کالا به قیمت ثابت، کالا را به نهاد واسط می‌فروشد، ریسک قیمت کالا برای او پوشش داده می‌شود. افزون بر این، این اوراق می‌تواند در جهت تأمین مالی شرکت تأمین‌کننده کالا باشد؛

ب) قیمت نهایی کالا متأثر از قیمت روز نهاده‌های تولید خواهد بود. بنابراین از این جهت اجحافی در حقوق خریداران کالا رخ نخواهد داد؛

ج) چون بازدهی اوراق شناور و متأثر از سطح عمومی قیمت‌هاست، در شرایط تورمی برای سرمایه‌گذاران مطلوبیت بالاتری دارد؛

د) چون سررسید قراردادها کوتاه‌مدت است، این اوراق ابزار مناسبی برای تأمین سرمایه در گردش بانی خواهد بود؛

ه) بانی به صورت دوره نسبت به پرداخت ثمن کالا اقدام می‌کند، لذا نقدینگی بیشتری را در شرکت نگهداری می‌کند. افزون بر این، کاهش قیمت کالا در طی دوره به نفع بانی خواهد بود. اگر بانی به ۶۰۰۰ تن سنگ آهن در طی یک سال نیاز داشته باشد و در هر دو ماه نیازش ۱۰۰۰ تن باشد و قیمت روز کالا در زمان قرارداد ۱۰۰ تومان فرض شود، جریانات خروجی نهاد واسط و بانی در این قرارداد و نرخ سود اوراق در طی این مدت به شرح جدول زیر خواهد بود. در اینجا مابه‌التفاوت قیمت نقد و نسبه کالا دو ماهه ۵ درصد در نظر گرفته شده است.

دوره	قیمت روز کالا (قیمت خرید) ^۱	جریان نقدی خروجی واسط جهت خرید کالا ^۲	قیمت نسبه کالا (قیمت فروش) ^۳ فروش ^۳	جریان نقدی خروجی بانی جهت پرداخت اقساط اوراق (آخر هر دو ماه)	نرخ سود اوراق (درصد)
۱	۱۰۰	۶۰۰۰۰۰	۱۰۵	۱۰۵۰۰۰	۱۷/۵
۲	۱۰۴	۰	۱۰۹/۲	۱۰۹۲۰۰	۱۸/۲
۳	۱۰۳	۰	۱۰۸/۱۵	۱۰۸۱۵۰	۱۸/۰۲
۴	۱۰۲	۰	۱۰۷/۱	۱۰۷۱۰۰	۱۷/۸
۵	۱۰۵	۰	۱۱۰/۲۵	۱۱۰۲۵۰	۱۸/۳
۶	۱۰۸	۰	۱۱۳/۴	۱۱۳۴۰۰	۱۸/۹
	جمع	۶۰۰۰۰۰		۶۵۳۱۰۰	

۱. قیمت‌ها به صورت فرضی و صعودی در نظر گرفته شده است.

۲. ارقام این ستون عبارتست از ضرب قیمت روز ابتدای دوره اول ۶۰۰۰ تن کالا.

۳. قیمت کالا با احتساب ۵ درصد افزایش برای دو ماه.

بررسی قاعده نفی غرر در شناورسازی سود

از آنجا که در زمان انتشار اوراق میزان سود قطعی مشخص نیست و متناسب با یک فرمول معین تغییر می‌کند این شبهه ممکن است به وجود آید که آیا در اوراق مذکور مسئله غرر جریان دارد یا خیر؟ محقق مراعی در قلمرو قاعد غرر چنین آورده است:

«هر آنچه که در آن خطر است داخل در معامله غرری است و خطر عبارت از احتمال خسارتی است که عقلا از آن اجتناب می‌کنند و این احتمال خسارت گاهی ناشی از عدم اعتماد و اطمینان به وجود مال، گاهی ناشی از عدم اعتماد به امکان تسلیم و تسلیم مال و گاهی ناشی از عدم اعتماد به قابلیت مال برای معاوضه در مقابل عوض خاص است که خود ناشی از جهل به مقدار، جنس یا وصف مال است» (الحسینی المراعی، ۱۴۱۸ق، ج ۲، ص ۳۱۴).

به‌طور کلی تطبیقات قاعده ضرر را می‌توان در چهار موضع خلاصه کرد. هرچند انحصاری در این موارد نیست که عبارتند از:

خطر عدم وجود یکی از عوضین؛ خطر عدم قدرت بر تسلیم عوضین؛ خطر عدم اطلاع از ارزش عوضین؛ خطر عدم اطلاع از خصوصیات و شرایط معامله (موسویان، ۱۳۸۶، ص ۱۲۸).

در تطبیق قاعده نفی غرر در رابطه با اوراق اجاره مصون از تورم طراحی شده، انعقاد قرارداد اجاره با فرمول تعدیل‌شونده براساس نرخ تورم، شرط ضمن عقد است. در اینجا موضوع مورد بررسی آن است که آیا این شرط، شرط فاسد و اگر شرط فاسدی می‌باشد، مفسد قرارداد اصلی نیز هست یا خیر؟

طبق ماده ۲۳۲ قانون مدنی «شروط مفصله ذیل باطل است ولی مفسد عقد نیست: ۱. شرطی که انجام آن غیرمقدور باشد؛ ۲. شرطی که در آن نفع و فایده نباشد؛ ۳. شرطی که نامشروع باشد». اما در مواردی، نه تنها شروط باطل است که قرارداد را نیز باطل می‌کند. طبق ماده ۲۳۳ قانون مدنی «شروط مفصله ذیل باطل و موجب به بطلان عقد است: ۱. شرط خلاف مقتضای عقد؛ ۲. شرط مجهولی که جهل به آن موجب جهل به عوضین شود».

یکی از شرایط صحت عقد، معلوم بودن مورد معامله است پس اگر شرط مجهولی در قرارداد شده باشد که جهل به آن به خود معامله سرایت کند و موجب جهل به مورد معامله شود، شرط غرری و عقد را نیز باطل می‌کند (بجنوردی، ۱۴۱۹ق، ج ۳، ص ۲۸۰).

علمای ما در اصل بطلان شرط مجهول اتفاق نظر داشته‌اند آن را پذیرفته‌اند (نجفی، ۱۴۰۴ق، ج ۲۳، ص ۱۹۹؛ عاملی، ۱۴۱۳ق، ج ۳، ص ۲۶۸). گرچه در محدوده و تفسیر شرط مجهول باطل دچار اختلاف نظر شده‌اند. دسته‌ای شرط مجهول را به‌طور مطلق و دسته‌ای دیگر تنها در صورتی که منجر به پیدایش غرر شود، باطل می‌دانند (خویی، بی‌تا، کتاب الاجاره، ص ۳۳). غرر با کیل و

وزن و مشخص بودن عدد و با مشاهده و در منفعت با محدود نمودن زمان و مانند آن و در عمل، بیان نوع آن باعث ارتفاع غرر می‌شود (همان).

طبق هر دو دیدگاه شرط تعدیل قرارداد بدون تعیین مبنای تعدیل، شرطی باطل است؛ زیرا به علت روشن نبودن مبنای تعدیل، وضعیت عوض و معوض مشخص نبوده و غرر را در پی دارد (جمعی از مؤلفان، بی تا، ج ۲۷، ص ۱۱۰). در مدل ارائه شده، نخست، فرمول تعدیل نرخ تورم مشخص است یعنی در قرارداد نرخ مرجعی که با آن سود اوراق تعدیل می‌شود ذکر می‌گردد و نرخ مابه‌التفاوت نیز از اول معین می‌باشد؛ دوم، نرخ اجاره‌بها تا قبل شروع هر قرارداد اجاره متزلزل است ولی در زمان ثبوت قرارداد با نرخ کشف شده، اجاره با نرخ ثابت منعقد می‌شود و پرداخت اجاره‌بهای اوراق براساس نرخ ثابت کشف شده در اول دوره می‌باشد. بنابراین، این شرطی است که در مورد هر قرارداد اجاره خارج از قلمرو عقد است و خدشه‌ای به عوضین قرارداد وارد نمی‌کند.

بررسی قاعد لاضرر در شناورسازی سود

قاعده لاضرر به معنای نفی مشروعیت هرگونه ضرر و اضرار در اسلام است (مشکینی، ۱۳۷۱، ص ۲۰۳). شیخ انصاری منظور از نفی ضرر را نفی احکام ضرری می‌داند؛ یعنی «لا» در معنای نفی به کار رفته و کلمه «حکم» را باید در تقدیر گرفت؛ بنابراین، مراد این است که «لا حکم ضرری فی الاسلام» یعنی در اسلام احکامی که موجب ضرر بر دیگران باشد وجود ندارد (انصاری، ۱۳۷۷، ج ۲، ص ۴۶۰). در تطبیق قاعده بر اوراق مصون از تورم، دو جنبه قابل توجه می‌باشد: الف) براساس مطالب بیان شده و ضرورت به کارگیری این ابزار، انتشار این اوراق در قالب ابزارهای مالی اسلامی موجب ادای حقوق واقعی سرمایه‌گذاران در وضعیت تورمی خواهد بود و در صورتی که قائل به جبران کاهش ارزش پول باشیم، عدم تعدیل براساس نرخ تورم، زیان سرمایه‌گذار را به همراه خواهد داشت و طبق قاعده «لاضرر» این معامله صحیح نخواهد بود. به عبارت دیگر طرف مقابل بری‌الذمه نگشته و ضامن است؛^۱

ب) آیا اجرایی نمودن این ابزار باعث نهادینه شدن تورم و افزایش نرخ تورم در جامعه خواهد شد یا خیر؟ اگر به لحاظ اقتصادی اثبات شود که این ابزار باعث رشد نرخ تورم در جامعه شود، براساس قاعد لاضرر باطل خواهد بود.

ماریچ دستمزد قیمت یک تئوری اقتصاد کلان است که رابطه میان تأثیر و سبب افزایش دستمزد و سطح عمومی قیمت‌ها یا تورم را بیان می‌کند. بر مبنای این تئوری افزایش دستمزد باعث

۱. ضمان و عدم ضمان کاهش ارزش پول به ماهیت آن از لحاظ مثلی و قیمی بودن و نیز دخیل بودن وصف قدرت خرید و ارزش مبادله‌ای آن در مثلثیت یا قیمت پول برمی‌گردد که در مطالب گذشته به آن اشاره شد.

افزایش درآمد قابل دسترس می‌گردد و در نتیجه باعث افزایش تقاضای کالا و خدمات و افزایش قیمت‌ها می‌شود. افزایش قیمت‌ها باعث تقاضا برای دستمزد بالاتر می‌گردد که خود عاملی در جهت افزایش هزینه تولید و فشار قیمت‌ها به سمت بالا می‌باشد (www.investopedia.com). این تئوری در مورد اوراق مصون از تورم به این صورت تبیین می‌شود که با پرداخت سود اوراق بر مبنای تورم، یک نرخ کف که همان نرخ تورم باشد برای اوراق شکل خواهد گرفت و با تسری این نرخ به سایر بخش‌های اقتصاد، در جامعه حداقل نرخ تورم نهادینه می‌گردد و منجر به شکل دهی تورم در نرخ‌های بالاتر خواهد شد.

نخست، از آنجا که تورم به عوامل متنوعی وابسته است و در کشور ایران عواملی همچون تحریم‌های اقتصادی و سایر سیاست‌های داخلی این پیچیدگی را افزون کرده است، اثبات چنین موضوعی، کار بسیار سختی است که خارج از قلمرو این مقاله و نیازمند پژوهش‌های مستقلی است. ولی اجمالاً می‌توان گفت تجربه سایر کشورها چنین ادعایی را اثبات نکرده است. دوم، این نوع اوراق مزایای بسیاری دارد و در صورتی که در زمان مناسب انتشار یابد معایب بیان شده را به همراه نخواهد داشت:

- در شرایطی که نرخ تورم کاهش می‌یابد، این اوراق ابزار مناسبی برای کنترل تورم خواهد بود. چون قیمت‌گذاری این اوراق براساس انتظارات تورمی است، در صورتی که انتظارات تورمی روند نزولی داشته باشد، عامل بالقوه‌ای جهت تنزیل انتظارات تورمی خواهد شد؛
- این اوراق در صورتی که توسط دولت منتشر شود، عامل کنترل‌کننده‌ای برای دولت جهت رشد تورم خواهد بود؛
- منافع جذب نقدینگی توسط این اوراق و اثر کاهش تورم آن بیشتر از اثرات افزایشی تورم خواهد بود.
- بنابراین به قطع نمی‌توان گفت که این اوراق موجب نهادینه شدن تورم در جامعه خواهد شد می‌توان گفت انتشار این اوراق با ملحوظ داشتن شرایطش منجر به ایجاد ضرر در جامعه نخواهد شد.

۸. جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

در این مقاله با نگاهی گذرا به بازار اوراق تورم‌پیوند ملاحظه شد امروزه ۱۳ کشور از ۲۰ کشور دارای بزرگ‌ترین اقتصادها (براساس تولید ناخالص داخلی) در بازار اوراق قرضه تورم‌پیوند فعال هستند و از سال ۱۹۹۶-۲۰۱۳ روند بازار اوراق قرضه تورم‌پیوند رو به رشد بوده و ارزش کل بازار تمام انواع اوراق قرضه تورم‌پیوند در سراسر جهان در سال ۲۰۱۳ به مبلغی حدود ۲/۴ تریلیون دلار رسیده است.

بالا بودن نرخ تورم در ایران طی سال‌های اخیر پیامدهای نامطلوبی را برای اقتصاد کشور به همراه داشته است؛ عدم جذابیت اوراق برای سرمایه‌گذاری، افزایش هزینه‌های انتشار اوراق برای بانی (ناشر) و در نتیجه تحمیل بار تأمین مالی برخی از پروژه‌ها بر روی نظام بانکی و عدم رعایت حقوق واقعی سرمایه‌گذاران از جمله آثار عدم انعطاف نرخ سود اوراق است.

به نظر می‌رسد با توجه به آثار مخرب تورم در عدم جذابیت تأمین مالی از طریق انتشار اوراق هم برای ناشران و هم برای سرمایه‌گذاران در ایران، ایده طراحی و انتشار اوراق تورم‌پیوند می‌تواند هم در افزایش کارایی و کاهش هزینه‌های انتشار مفید باشد و هم در جهت کاهش زیان‌های ناشی از نوسانات غیرمنتظره تورم.

یکی از مهم‌ترین چالش‌ها در استفاده از اوراق تورم‌پیوند این است که این اوراق همانند اوراق قرضه معمولی مبتنی بر قرارداد قرض با بهره است؛ بنابراین از نظر فقهی مصداق ربای قرضی محسوب شده و استفاده از آن حرام می‌باشد.

در کشورهای اسلامی با توجه به ممنوعیت شرعی استفاده از اوراق قرضه، اندیشمندان اسلامی با طراحی انواع اوراق بهادار اسلامی که مبتنی بر عقود شرعی هستند، توانسته‌اند جایگزینی موفق برای اوراق قرضه پیدا کنند. امروزه بیشتر کشورهای اسلامی در انتشار اوراق بهادار اسلامی تجربیاتی بس ارزشمند و موفق دارند که جمهوری اسلامی ایران نیز از این قاعده مستثنی نبوده و تاکنون انواعی از اوراق بهادار اسلامی را طراحی کرده است که برخی مانند اوراق مشارکت سابقه‌ای طولانی در ایران دارند و برخی دیگر مانند اوراق اجاره، مباحثه و سلف طی سالیان اخیر به مرحله انتشار رسیده‌اند.

بنابراین مهم در این پژوهش آن است که آیا به لحاظ شرعی می‌توان با الهام از اوراق قرضه تورم‌پیوند، اوراق بهادار اسلامی مصون از تورم طراحی کرد؟ در این مقاله دو نوع اوراق اجاره و مشارکت مصون از تورم از نظر فقهی بررسی و تحلیل شد. دلیل انتخاب این دو نوع اوراق نخست، سابقه انتشار اوراق در ایران و دوم، نمایندگی کردن از اوراق با بازدهی ثابت و انتظاری است.

در مورد بررسی فقهی اوراق اجاره مصون از تورم نخست، سررسید اوراق به قراردادهای اجاره متوالی تقسیم شده و هر قرارداد نرخ اجاره‌بهای مختص به خود را دارد؛ دوم، انعقاد قرارداد اجاره با نرخ اجاره‌بهای روز و با تعدیل نسبت به تورم براساس فرمول مشخص به عنوان شرط ضمن عقد در قرارداد گنجانده شده است. از آنجا که در زمان انتشار اوراق میزان سود قطعی مشخص نیست و متناسب با یک فرمول معین تغییر می‌کند، این شبهه ممکن است به وجود آید که آیا در این اوراق مسئله غرر جریان دارد یا خیر؟

در مدل ارائه شده، فرمول تعدیل نرخ تورم مشخص است یعنی نخست، در قرارداد نرخ مرجعی

که با آن سود اوراق تعدیل می‌شود ذکر می‌شود و نرخ مابه‌التفاوت نیز از اول معین می‌باشد؛ دوم، نرخ اجاره‌بها تا قبل از شروع هر قرارداد اجاره متزلزل است ولی در زمان ثبوت قرارداد با نرخ کشف شده، اجاره با نرخ ثابت منعقد می‌گردد و پرداخت اجاره‌بهای اوراق براساس نرخ ثابت کشف شده در اول دوره می‌باشد. بنابراین، این شرطی است که در مورد هر قرارداد اجاره خارج از قلمرو عقد است و خدشه‌ای به عوضین قرارداد وارد نمی‌کند.

در مورد بررسی فقهی اوراق مشارکت مصون از تورم نیز عنوان شد که اوراق مشارکت می‌تواند با نرخ سود علی‌الحساب شناور (اوراق مشارکت با نرخ سود علی‌الحساب مصون از تورم)، باشد که در آن، نرخ سود علی‌الحساب پرداختی براساس شاخص تورم (که در این شاخص تورم به صورت سالانه تعیین شد و می‌تواند براساس تورم بخشی یا شاخص تورم تولیدکننده تعیین شود) و طبق فرمول معینی تعدیل می‌شود. با توجه به اینکه ماهیت سود علی‌الحساب قرض‌هایی است که ناشر به دارندگان اوراق می‌دهد، بنابراین ناشر می‌تواند هر مبلغی را به عنوان قرض به دارنده اوراق تملیک کند تا در سررسید تسویه نهایی و حقیقی سود صورت گیرد. توافق بر شناور بودن مبلغ قرض در مقاطع زمانی پرداخت سود، به لحاظ شرعی نه تنها مشکلی ندارد، بلکه به حقیقت سود اقتصادی نزدیک‌تر خواهد بود.

روش دیگر فقهی برای طراحی اوراق مشارکت مصون از تورم، استفاده از اختیار فروش در ساختار اوراق مشارکت است. بدین صورت که ناشر به دارندگان اوراق مشارکت این حق را می‌دهد که چه در مقطع دوره‌ای پرداخت سود علی‌الحساب و چه در سررسید نهایی، بتوانند سهم‌الشرکه خود را، که عبارتست از ارزش اسمی اوراق به اضافه سود اوراق که براساس فرمول مشخصی (تورم به اضافه درصد معین) تعیین شده، به ناشر یا بازارگردان اوراق بفروشند.

در این مقاله با توجه به محدودیت‌های شرعی برای شناورسازی اوراق مرابحه متعارف، الگوی جدیدی ارائه شد. از آنجا که در هر قرارداد مرابحه باید ثمن و مضمن ثابت و منجز باشد، نمی‌توان در یک قرارداد مرابحه نرخ را شناور کرد؛ ولی می‌توان در قراردادهای جداگانه نرخ‌های متفاوتی در نظر گرفت؛ بنابراین با طراحی الگوی سلف مرابحه می‌توان نرخ اوراق را نیز شناور کرد.

انتظار می‌رود با انتشار اوراق بهادار اسلامی تورم‌پیوند در ایران، نخست، هزینه‌های تأمین مالی ناشران کاهش یابد؛ دوم زیان‌های ناشی از نوسانات نرخ تورم برای سرمایه‌گذاران کاهش یابد و سوم ابزار بالقوه و مفیدی برای سیاست‌گذاران در جهت تخمین انتظارات تورمی در جامعه باشد.

منابع و مأخذ

۱. امامی، سیدحسن (بی‌تا)، حقوق مدنی، تهران: انتشارات اسلامی.
۲. انصاری، مرتضی (۱۳۷۷)، فرائد الاصول، قم: مجمع الفکر الإسلامی.
۳. بجنوردی، سیدحسن (۱۴۱۹ق)، القواعد الفقهیه، قم: نشر الهادی.
۴. جمعی از مؤلفان (بی‌تا)، مجله فقه اهل بیت، مؤسسه دائرةالمعارف فقه اسلامی بر مذهب اهل بیت علیهم‌السلام.
۵. الحسینی المرآعی، میرعبدالفتاح (۱۴۱۸ق)، العناوین الفقهیه، قم: مؤسسه نشر اسلامی جامعه مدرسین حوزه علمیه.
۶. خوانساری، رسول و امیرحسین اعتصامی (۱۳۹۴)، طراحی اوراق بهادار اسلامی تورم‌پیوند در نظام مالی ایران، تهران: پژوهشکده پولی و بانکی، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
۷. خویی، سیدابوالقاسم (بی‌تا)، المستند فی شرح العروة الوثقی، الجزء الثاني، قم: مؤسسه احیاء آثار الامام الخوئی رَضِیَ اللهُ عَنْهُ.
۸. صفایی، سیدحسین (۱۳۸۷)، قواعد عمومی قراردادها، چاپ ششم، تهران: بنیاد حقوقی میزان.
۹. طاهری، حبیب‌الله (۱۴۱۸ق)، حقوق مدنی، قم: دفتر انتشارات اسلامی وابسته به جامعه مدرسین حوزه علمیه قم.
۱۰. عاملی، زین‌الدین بن علی (۱۴۱۳ق)، مسالک الأفهام إلى تنقیح شرائع الإسلام، قم: مؤسسه المعارف الاسلامیه.
۱۱. عباسی حسین آبادی، حسن و محمدجواد ولی‌زاده (۱۳۸۷)، «تأثیر عملکرد عرف در حکم فقهی نظریه جبران کاهش ارزش پول»، پژوهشنامه حقوق اسلامی، ش ۲۸.
۱۲. کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار اسلامی، انتشار اوراق اجاره با نرخ اجاره‌به‌ای مصون از تورم، سال هشتم، جلسه شماره ۱۰۲، ۱۳۹۳/۱۱/۱.
۱۳. کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار اسلامی، انتشار اوراق مشارکت با نرخ سود مصون از تورم، سال هشتم، جلسات شماره ۱۰۰ و ۱۰۱، ۱۳۹۳/۱۰/۳، ۱۳۹۳/۱۰/۱۷.
۱۴. محقق داماد، سیدمصطفی (۱۴۰۶ق)، قواعد فقه، چاپ دوازدهم، تهران: مرکز نشر علوم اسلامی.
۱۵. مشکینی، علی (۱۳۷۱)، اصطلاحات الأصول و معظم أبحاثها، چاپ پنجم، قم: نشر الهادی.
۱۶. موسویان، سیدعباس (۱۳۸۶)، ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)، تهران: سازمان انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.

۱۷. _____ (۱۳۸۶ ب)، فرهنگ اصلاحات فقهی و حقوقی معاملات، تهران: انتشارات پژوهشکده پولی و بانکی، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
۱۸. _____ (۱۳۹۱)، بازار سرمایه اسلامی، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
۱۹. موسویان، سیدعباس، مجتبی کاوند، رضا میرزا خانی و امیرحسین اعتصامی (۱۳۹۴)، «بررسی فقهی مالی اوراق اجاره مصون از تورم»، اقتصاد اسلامی، سال پانزدهم، ش ۵۸.
۲۰. نجفی، محمدحسن (۱۴۰۴ ق)، جواهر الکلام فی شرح شرایع الاسلام، چاپ هفتم، بیروت: دار احیاء التراث العربی.
۲۱. هال، جان (۱۳۸۴)، مبانی مهندسی مالی و مدیریت ریسک، ترجمه سجاد سیاح و علی صالح آبادی، تهران: گروه یارانه تدبیر پرداز.
۲۲. ولی‌زاده محمد جواد و محمدحسن حائری، (۱۳۸۹) «رابطه مثلی و قیمی با جبران کاهش ارزش پول»، مطالعات فقه و حقوق اسلامی، سال ۲، ش ۳.
۲۳. یوسفی، احمدعلی (۱۳۸۱)، ربا و تورم، بررسی تطبیقی جبران کاهش ارزش پول و ربا، تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
24. Barclays Capital (2004), *Global Inflation-Linked Products: A User's Guide*, <https://index.barcap.com/home/guide-and-factsheets>
25. Huber Samuel (2013), "Inflation Linked Bonds (Preserving Real Purchasing Power and Diversifying Risk)", *Credit Suisse, Asset Managment*.
26. Garcia, J. and A Rixtel. (2007), "Inflation Linked Bonds from a Central Bank Perspective", *Occsional Paper Series*, No. 62, European Central Bank.
27. Berg J, and A. van Rixtel, A. Ferrando, G. de Bondt and S. Scopel (2005), "The bank lending survey for the euro area".
28. Wrase Jeffrey M. (1997), "Inflation-Indexed Bonds: How Do They Work?", *Business Review*, Federal Reserve Bank of Philadelphia.
29. Krämer, Werner (2013), "An Introduction to Inflation-Linked Bonds", *Lazard Asset Management LLC*,
30. Musso and T. Westermann, (2005), "Assessing potential output growth in the euro area: a growth accounting perspective",
31. Rinaldi, Ellen and etal (2006), "Investing in Treasury Inflation Protected Securities", *The Vanguard Group, Inc*.
32. Standard Life Investment (2013), "Guide to Inflation linked Bonds" (www.standardlifeinvestments.com).