

بررسی کاربردپذیری اوراق بهادار شناور جهت توسعه نظام مالی ایران

احمد صباحی^۱

دانشیار گروه اقتصاد دانشگاه فردوسی مشهد

علی رنجبرکی*

استادیار پژوهشی گروه اقتصاد پژوهشگاه علوم

انسانی و مطالعات اجتماعی جهاد دانشگاهی

تهران

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۲/۵/۲۶

تاریخ دریافت: ۱۳۹۱/۱۲/۱۳

چکیده

روش پرداخت سود یا بازده شناور یکی از نوآوری‌های مالی است که بازارهای مالی بین‌المللی را متحول نموده است. این ابزار نوین مالی به منظور کاهش ریسک نگهداری اوراق بهادار و هزینه مبادلات در بلندمدت گسترش یافته است. هدف از انجام این تحقیق بررسی امکان استفاده از روش پرداخت سود و بازده شناور در اوراق بهادار منطبق با عملیات مالی بدون ربا در ایران می‌باشد. با توجه به شرایط حاکم بر بازارهای مالی کشور، کاربرد این اوراق می‌تواند به استفاده بیش از پیش از ظرفیت‌های مالی و اعتباری رسمی موجود در کشور بیانجامد. در این مقاله ابتدا به معرفی اوراق بهادار شناور و کارکردها و ویژگی‌های آن پرداخته خواهد شد. پس از آن تطابق این روش سوددهی با عملیات مالی بدون ربا در ایران بررسی می‌گردد. بدین منظور پس از تبیین مفهوم ربا در اسلام و مصادیق آنها انواع اوراق بهادار شناور قابل استفاده در بازارهای مالی ایران پیشنهاد می‌شود.

نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که در نظام مالی ایران اعطای سود به روش شناور برای انواع اوراق بهادار مبتنی بر مشارکت (شامل سهام ممتاز، اوراق مشارکت، گواهی سپرده بانکی و تبدیل به اوراق مشارکت کردن دارایی‌ها) و اوراق بهادار شناور وابسته به شاخص تورم امکان پذیر است و کاربرد انواع اوراق بهادار نام برده شده با عملیات بانکداری بدون ربا هیچ گونه تعارضی ندارد.

A.ranjbaraki@ihss.ac.ir

* - نویسنده مسئول:

1- sabahi@um.ac.ir

واژه‌های کلیدی: اوراق بهادار شناور، توسعه بازارهای مالی ایران، نظام مالی اسلامی

طبقه بندی JEL: G11, G12, G 18, G 32

Investigation the Applicability of Floating Securities in Order to Develop Financial System of Iran

Ahmad sabahi

*Associate Professor in Economics,
University of Ferdowsi, Mashhad.*

Ali ranjbaraki

*Assistant Perefessor in Economics,
Institue for Humanities and Social
Studies of Jahad, Tehran.*

Received: 3 Mar 2013

Accept: 17 Aug 2013

Abstract

This study disires to investigate the possibility of using interest payment method and floating outcome in securities consistent with interest free banking operation in Iran. According to the dominant situatcon on financial markets of the country, the application of these securities can leads to the use of existing financial and credential capacities in the country. In this article, floating securities, functions, and its properties will be introduced at first. Then, adaption of this method of profitability is investigated by interest free banking operation in Iran. For this purpose, after explaining the concept of interest in Islam and its examples, all types of floating securities which are useful in financial markets in Iran are recommended. The method of interest payment or floating outcome is one of the financial innovations that have transformed international financial markets. This new financial tool has been developed due to the reduction of risk of keeping securities and reduction of exchange costs in long-term period. The results shows that, granting benefit through floating method for all types of securities based on collaboration and floating securities depending on inflation index is possible. Also the application of all mentioned securities has no conflict with interest free banking operation.

Keywords: Variable Rate Securities (VARs), Development of Financial Markets ,Iran, Islamic Financial System.

JEL classification: G11, G12, G 18, G 32

۱. مقدمه

دسترسی به ابزارها و شیوه‌های مالی متنوع در زمینه پرداخت سود و توزیع ریسک در بازارهای

مالی می‌تواند انگیزه مشارکت بیشتر مردم را در تأمین منابع مالی فعالیت‌های اقتصادی کوتاه‌مدت و بلندمدت افزایش دهد. لذا تنوع هر چه بیشتر ابزارهای مالی از الزامات اساسی توسعه بخش واقعی و حقیقی هر کشوری می‌باشد (Khataei, 1999). مطالعه‌ی سیر تاریخی بازارهای مالی در کشورهای پیشرفته و توسعه یافته نشان می‌دهد که این کشورها همواره سعی کرده‌اند تا با انجام نوآوری مالی^۱ و مهندسی مالی^۲، گونه‌ها و زمینه‌های به کارگیری ابزارهای مالی را گسترش دهند و از این طریق سرمایه‌های موجود در اقتصاد را به صورت کارا تر تجهیز و تخصیص نمایند.

بررسی نظام مالی در ایران نشان می‌دهد که استفاده از انواع اوراق مشارکت عملکردی گسترده و اثربخشی ندارد. براساس اطلاعات بانک مرکزی در ایران اوراق مشارکت از سال ۱۳۷۳ عمدتاً به منظور تأمین مالی پروژه‌های برقی، آبی، عمرانی انتفاعی، احیای بافت‌های فرسوده شهری، پتروشیمی و توسعه میادین گازی منتشر شده است. در دوره ۱۳۸۹-۱۳۷۳ جمعاً ۲۹۵ هزار میلیارد ریال اوراق مشارکت به فروش رسیده است که بیش از ۵۳ درصد آن در سال ۱۳۸۹ صورت پذیرفته است. با وجود افزایش حدود نه برابری فروش اوراق مشارکت در سال ۱۳۸۹ نسبت به سال ۱۳۸۸، نسبت اوراق مشارکت فروخته شده در سال ۱۳۸۹ به مجموع سپرده‌های بانکی بخش غیر دولتی در بانک‌های فعال در کشور حدود ۷/۲ درصد می‌باشد و نسبت ارزش اوراق مشارکت فروخته شده به ارزش بازار سهام کشور در سال ۱۳۸۹ حدود ۱۴ درصد می‌باشد.^۳

از سوی دیگر این ابزار مالی پس از پیروزی انقلاب اسلامی عمدتاً توسط بخش عمومی استفاده گردیده است و سهم بخش خصوصی برای تجهیز و تأمین منابع سرمایه‌ای محدود و اندک می‌باشد. به عنوان مثال در سال ۱۳۸۹ از کل اوراق مشارکت منتشر شده، شهرداری‌های شهرهای مختلف حدود نه درصد، شرکت‌های دولتی (شرکت توسعه منابع آب و نیروی ایران، سازمان توسعه برق ایران، شرکت‌های نفت و گاز و پتروشیمی و ...) حدود ۴۵ درصد و بانک مسکن (جهت تأمین مالی سرمایه در گردش و اجرای طرح مسکن مهر) حدود ۲۶ درصد را منتشر نموده‌اند و بخش خصوصی اوراق مشارکت منتشر نموده است.^۴

1- Financial Innovation

2- Financial Engineering

3- <http://www.cbi.ir/simplelist/7922.aspx>

4- <http://www.cbi.ir/simplelist/7936.aspx>

محدود بودن حجم و تنوع ابزارهای مالی مورد استفاده در نظام مالی کشور باعث گردیده است که بخش اعظمی از ظرفیت بالقوه‌ی مالی و اعتباری کشور به بخش‌های تولیدی هدایت نگردد. از سوی دیگر وجود شرایط تورمی و عدم پرداخت نرخ بهره‌ی حقیقی مثبت به پس اندازهای رسمی موجود، انگیزه‌ی نگهداری دارایی‌های مالی به شکل حساب بانکی و یا سایر اوراق مشارکت طرح‌های عمرانی را شدیداً کاهش داده است و افراد ترجیح می‌دهند دارایی‌های خود را در بازارهای غیر رسمی موازی بازار رسمی مالی کشور همانند بازار ارز و طلا سرمایه‌گذاری می‌نمایند. این موضوع خود زمینه ساز ایجاد عدم کارایی در تخصیص منابع مالی و اعتباری در اقتصاد کشور گردیده است. ارائه ابزارها و اوراقی که این ضمانت را به پس اندازکنندگان بدهد که در هر شرایط اقتصادی نرخ سود حقیقی مثبت حداقلی بدانها پرداخت خواهد شد، می‌تواند تأثیر زیادی در شکوفایی بازارهای مالی کشور داشته باشد. انتشار این اوراق می‌تواند در افزایش کارایی و تخصیص مناسب منابع و سرمایه‌های کشور نقش بسیاری داشته باشد زیرا از یک سو باعث می‌گردد که انتشار دهندگان این اوراق همواره مبالغ این اوراق را در اموری که بازدهی مثبت واقعی داشته باشد هزینه کنند و از سوی دیگر بخش عظیمی از منابع مالی که در امور مختلف غیر اقتصادی و یا در بخش‌های غیر رسمی کشور فعالیت می‌کنند، به بخش رسمی منتقل می‌شوند که اینها در نهایت باعث تجهیز بیشتر و بهتر منابع و افزایش و تسریع رشد اقتصادی کشور می‌شود.

در این مقاله پس از مروری مختصر بر مطالعات صورت گرفته در زمینه معرفی و تحلیل اوراق بهادار نوین قابل استفاده در نظام مالی بدون ربا، به معرفی روش سود دهی شناور پرداخته شده است. در گام بعدی امکان استفاده از این روش پرداخت سود در نظام مالی بدون ربا بررسی شده است. بدین منظور پس از تبیین مفهوم ربا در اسلام و مصادیق آنها انواع اوراق بهادار شناور قابل استفاده در بازارهای مالی ایران پیشنهاد می‌شود.

۲. پیشینه تحقیق

بررسی مطالعات نظری و تجربی صورت گرفته در داخل کشور نشان می‌دهد که تاکنون تحقیقات مختلفی جهت معرفی و بررسی امکان استفاده از ابزارهای مالی مختلف در کشور انجام

شده است که در این قسمت برخی از جدیدترین آنها معرفی می‌شود. در تحقیقی به معرفی نوآوری‌های ابزاری صورت گرفته در بازارهای مالی اسلامی و نقش و کارکرد آنها در توسعه بازارهای مالی اسلامی در سطح جهان پرداخته است (Al-Salem, 2009). نهادهای ارائه دهنده خدمات مالی اسلامی به واسطه جهانی شدن، افزایش شفافیت و جابه‌جایی سریع و راحت سرمایه در حال حاضر با تهدیدات و فرصت‌های متعددی روبرو هستند. نوآوری مالی یکی از اصلی‌ترین اقدامات جهت استفاده از فرصت‌ها و رفع تهدیدات موجود در بازارهای بین‌المللی می‌باشد. در بخش‌هایی از تحقیق مزبور به معرفی نوآوری‌های مالی ابزاری اسلامی براساس عقود مضاربه، مشارکت، مرابحه و استنصاع پرداخته است و به‌طور مشخص انواع ابزار صکوک در بازار پول و سرمایه و تبدیل به اوراق بهادار نمودن دارایی‌ها را تبیین نموده است. مسائلی چون تطابق کامل با قوانین و معیارهای شرعی، افزایش سرعت جهانی شدن و افزایش رقابت بین نهادهای مالی مختلف، عدم وجود سیستم حاکمیت و مدیریت مناسب در نهادهای مالی اسلامی، وجود رویکردها و نگرش‌های متعدد و گاهاً متناقض در تامین مالی اسلامی در کشورهای مختلف جهان، عدم استفاده از بسیاری از ابزارهای مالی مورد استفاده در نظام تامین مالی ربوی به دلیل محدودیت‌های شرعی و ... برخی از مسائل و مشکلات توسعه ابزارهای مالی اسلامی در آینده می‌باشد.

جاست و همکاران^۱ (2008) به تدوین راهکارهای سیاستی نوآورانه در زمینه مسائل حقوقی و اقتصادی جهت توسعه اوراق بهادار صکوک و استفاده بیش از پیش از ظرفیت‌های این ابزار مالی در بازارهای بین‌المللی اسلامی و غیر اسلامی پرداخته است.

کاف^۲ (۲۰۰۶) دیگر به معرفی نوآوری‌های مالی صورت پذیرفته در نظام‌های مالی اسلامی به منظور مدیریت ریسک پرداخته است. رقابت شدید نظام تامین مالی اسلامی با سایر نظام‌های ربوی باعث گردیده است که کاهش و یا ادغام ریسک قراردادهای مالی منطبق با شریعت اسلام ضروری باشد. مطالعه مذکور با معرفی ابزارهای مالی مورد استفاده در نظام تامین مالی اسلامی و تبیین و طبقه‌بندی انواع ریسک‌های قراردادهای اسلامی، ابزارها و مکانیسم‌های مالی جدیدی

1- Jobst et al.

2- Kahf

جهت مدیریت و کنترل ریسک فعالیت‌های مالی اسلامی پیشنهاد می‌دهد. **نومن**^۱ (۲۰۰۲) به ضرورت شکل‌گیری و توسعه نوآوری مالی در بانک‌های اسلامی پرداخته است. در مطالعه مذکور با بررسی سیر تاریخی شکل‌گیری و توسعه بانکداری اسلامی در جهان و رشد متوسط سالانه ۲۰-۱۵ درصدی آن در دهه‌های گذشته، اشاره می‌کند که ادامه روند رشد بانکداری اسلامی و حفظ و تقویت قدرت رقابت‌پذیری آن در جهان نیازمند نوآوری‌های مالی گسترده و متنوع می‌باشد. در حال حاضر ادبیات نظری وسیعی در خصوص نوآوری مالی در نظام بانکی سنتی و ربوی وجود دارد که کاربرت آن در عرصه عمل موجب توسعه نظام بانکداری سنتی و ربوی در جهان گردیده است. در نظام تامین مالی اسلامی نیز بایستی با استفاده از تجربیات و ادبیات نوآوری مالی در نظام‌های مالی ربوی، ابزارها و نهادهای مالی نوین ابداع و مورد استفاده قرار گیرد. در تحقیق مذکور پس از معرفی محورها و عوامل اصلی شکل‌گیری نوآوری مالی در بازارهای مالی ربوی، به تبیین محورهای توسعه ای بانکداری اسلامی براساس تجارب نظام بانکی ربوی و نیازها و خواسته‌های نوین ناشی از تغییر محیط کسب و کار پرداخته است.

ندری و کارگر مطلق^۲ (2010) به امکان سنجی استفاده از صکوک در جهت تامین مالی صادرات در نظام مالی بدون ربای کشور پرداخته‌اند. در تحقیق مذکور پیشنهاد شده است که جهت تامین مالی بخش صادراتی کشور در قانون بانکداری بدون ربا اوراق بهادار صکوک با پشتوانه دارایی‌های حقیقی منتشر گردد و انتشار این گونه اوراق هیچ گونه تناقضی با نظام مالی اسلامی ندارد.

موسویان و موسوی بیوکی^۳ (2010) به بررسی امکان استفاده از سوآپ بازده کل جهت مدیریت ریسک اعتباری در بانکداری اسلامی پرداخته‌اند. سوآپ بازده کل به عنوان یکی از انواع مشتقات اعتباری بسیار مهم و جدید نقش مهمی در مدیریت و انتقال ریسک اعتباری بانکداری سنتی ایفا می‌کند. در تحقیق مزبور ضمن معرفی این ابزار مالی، با رویکردی فقهی به بررسی امکان استفاده از این ابزار مشتقه اعتباری در نظام بانکداری اسلامی پرداخته و امکان انطباق

1- Noman

2- Nadri and Kargar Motlagh

3- Mosaviyan and Mosavi Boyoki

آن با عقدهای رایج اسلامی را مورد بررسی قرار داده است. سعیدی و کرد^۱ (2009) به امکان سنجی اقتصادی تبدیل تسهیلات فروش اقساطی به اوراق در بانک ملی ایران پرداخته اند.

کميجانی و نظریور^۲ (2008) چگونگی کاربرد عقد استصناع در قانون عملیات بانکی بدون ربا را مورد بررسی قرار گرفته است. در تحقیق مزبور پس از معرفی عقد استصناع (سفارش تولید) در نظام مالی اسلامی و کاربرد این اوراق در سایر کشورهای اسلامی به معرفی روش های تخصیص منابع از طریق ابزار استصناع در فعالیتهای مختلف تولید در کشور پرداخته شده است.

موسویان و فراهانی فرد^۳ (2006) به معرفی و کاربرد پذیری یکی از ابزارهایی که بر اساس قرارداد اجاره عادی و اجاره به شرط تملیک طراحی شده (صکوک) در بازار مالی ایران پرداخته اند. اوراق صکوک به ویژه اوراق اجاره به شرط تملیک از نوع ابزارهای مالی انتفاعی با نرخ بازده تقریباً معین شمرده می شود. در این ابزار مالی، موسسه مالی ناشر اوراق با واگذاری اوراق به مردم، وجه های نقد آنان را با قرارداد و کالت جمع آوری می کند، سپس با استفاده از آن کالاهای سرمایه ای و مصرفی با دوام مورد نیاز بنگاه های اقتصادی دولتی یا خصوصی را خریداری و در قالب قرار داد اجاره عادی با اجاره به شرط تملیک به بنگاه ها واگذار می نمایند. طبق بررسی های صورت گرفته تاکنون تحقیقی که به بررسی کاربردپذیری اوراق بهادار شناور و یا روش سود دهی شناور در نظام مالی بدون ربای کشور پرداخته باشد، انجام نشده است.

۳. اوراق بهادار با نرخ بازده شناور

در اثر افزایش بی ثباتی نرخ بهره در طول دهه ۱۹۷۰ میلادی نگهداری اوراق قرضه بلندمدت با نرخ بهره ثابت ریسک زیادی داشت و این سبب گردید که اکثر سرمایه گذاران، میل به سرمایه گذاری در اوراق کوتاه مدت که قیمت هایشان کمتر تحت تأثیر نوسانات نرخ بهره قرار می گرفت، داشته باشند. این امر باعث افزایش هزینه ی داد و ستد اوراق در اقتصاد گردید و برای

1- Saeidi and Kord

2- Komijani and Nazarpour

3- Mosaviyan and Farahani Fard

کاهش هزینه مبادلات و افزایش اطمینان و اعتماد بین طرفین اوراق بهاداری که نرخ بهره آن به صورت کوتاه مدت و منقطع در فواصل زمانی مختلف و با توجه به شرایط اقتصادی تعیین می‌شد، طراحی گردید (Marshall, 2000). نرخ بهره این اوراق در طول دوره‌ی سررسید تغییر می‌کند و به همین دلیل آنها را اوراق قرضه با نرخ بهره شناور^۱ VARs می‌نامند. در این گونه اوراق قرضه نرخ بازده بر اساس یک فرمول از پیش تعیین شده با توجه به تغییرات یک شاخص مرجع در آینده تغییر می‌کند (Jahankhani and Parsaiyan, 1996)

نرخ بهره شاخص + _ مبلغ مازاد^۲

نرخ بهره این اوراق با توجه به شاخص معینی که به شاخص مرجع^۳ شهرت دارد، تغییر می‌کند. شاخص مرجع هیچ گونه محدودیتی جهت تغییر ندارد و متناسب با نوسانات اقتصادی تغییر می‌نماید. منظور از مبلغ مازاد مقداری است که منتشرکننده اوراق متعهد می‌شود که بیشتر یا کمتر از نرخ بهره شاخص مرجع پردازد. به طور کلی این ابزارها در سه مقوله شاخص مرجع، نحوه تغییرات نرخ بهره و نوع اوراق بهادار با همدیگر متفاوت هستند.

شاخص مرجع می‌تواند یکی از شاخص‌های بازارهای مالی و یا شاخص غیر مالی همانند شاخص تورم باشد (Shen, 1998). اینکه هدف منتشرکننده از انتشار این اوراق کاهش چه نوع ریسکی باشد در تعیین نوع شاخص مرجع بسیار اهمیت دارد. در صورتی که منتشرکننده بخواهد ریسک نرخ بهره اسمی را بکاهد بایستی از شاخص‌های بازار مالی که دارای نوسان کمتر و از ثبات بیشتری برخوردارند استفاده کند و در صورتی که منتشرکننده بخواهد ریسک تورمی یا ریسک قدرت خرید را کاهش دهد از شاخص‌های تغییر قیمتی و تورم استفاده می‌نماید. محاسبه نحوه تغییرات در اوراق بهادار شناور بسیار متنوع می‌باشد (Smith et al., 2002). اوراق بهادار با نرخ شناور معکوس^۴ (نرخ بازده آن عکس نرخ بازده شاخص مرجع می‌باشد)،

۱- در متون اقتصادی: Adjustable Rate = Floater = Floating Rate = Variable Rate همگی به یک معنا به کار برده شده اند که از این پس با عنوان شناور نامیده می‌شوند.

2- Quoted Margin or Spread
3- Reference Rate
4- Floater Inverse

اوراق بهادار شناور طبقه بندی شده^۱ (نرخ بازده اوراق در هر سال از سررسید به میزان مشخص و معینی قابلیت تغییر دارد)، اوراق بهادار جهشی^۲ (نرخ سود با گذشت زمان افزایش)، اوراق بهادار چرخ دنده‌ای^۳ (نرخ سود به صورت دوره‌ای تعدیل می‌گردد اما این تعدیل فقط در جهت کاهش یا افزایش است)، اوراق بهادار شناور همراه با ضمانت (در مواقع نوسانات شدید بازار و شاخص مرجع ریسک آن اوراق به حداقل می‌رسد) و ... برخی از متداول ترین روش‌های تعیین نرخ بهره شناور می‌باشد. روش تعیین نرخ بازده اوراق به صورت شناور برای اوراق بهادار مختلف در سطح جهان مورد استفاده قرار گرفته است. از لحاظ سررسید و طول عمر اوراق این روش برای ابزارهای بازار پول و بازار سرمایه کاربرد دارد و هیچ محدودیتی در این زمینه نمی‌باشد.

۴. بررسی انطباق اوراق بهادار شناور با نظام مالی بدون ربا

اوراق قرضه منتشر شده در بازارهای ربوی مختلف مالی جهان دارای ویژگی‌های زیر می‌باشند:
 الف) اوراق قرضه، عمدتاً بدهی انتشار دهنده و طلب سرمایه‌گذار را نشان می‌دهد. این اوراق قرضه در فقه و حقوق اسلامی با عقد «قرض» منطبق است. تعریف عقد قرض عبارت است از: «تملیک به ضمان است» (Motahari, 1985). در قرض اولاً مالکیت به فرد قرض گیرنده منتقل می‌شود و لذا از این جهت عقد قرض با عقد بیع و هبه (بخشش) فرقی نمی‌کند. تملیک به ضمان یعنی قرض گیرنده متعهد می‌شود که مشابه کالاهای قرض گرفته شده را در زمان باز پرداخت قرض، تادیه نماید.

ب) نرخ بهره قطعی و از پیش تعیین شده از ارکان اصلی اوراق قرضه به حساب می‌آید.

ج) ارزش بازاری اوراق قرضه تحت تاثیر نوسانات عرضه و تقاضا در بازار مالی، با ارزش اسمی آن تفاوت می‌کند.

وجود ویژگی اول و دوم که مهم‌ترین ارکان و خصوصیت اوراق قرضه هستند سبب گردیده است که کاربرد اوراق قرضه در بازار مالی اسلامی به دلیل شبهه ربوی بودن، مورد تردید قرار

1- Ranges Notes

2- Step-up Note

3- Ratchet

گیرد. برای روشن شدن این مسئله به تعریف ربا و انواع آن و ملاک‌ها و معیارهای تحقق آن پرداخته می‌شود.

ربا در لغت عرب در سه معنی «زیادی، علو، نمو» بکار برده شده است (Aivazlou, 2005). در اصطلاح فقها ربا به معنای زیادی خاصی اطلاق می‌گردد که بدو صورت تحقق می‌یابد:

الف) *ربای معوضی یا معاملی (بیع ربوی)*: در مبادله دو کالا هم جنس که با وزن یا پیمانه مشخصی سنجیده می‌شوند، در صورتی که توسط یک طرف معامله زیادتر گرفته شود معامله ربوی و باطل و حرام است.

ب) *ربای قرضی*: ربای قرضی آن است که انسان، پول یا جنسی را به دیگری قرض دهد با این شرط که در موقع بازپرداخت دین، چیزی یا مقداری اضافه بر اصل مبلغ قرض به قرض دهنده برگرداند.

در خصوص احکام و علل حرمت ربا، مطالب زیادی به صورت مقاله، کتاب و غیره توسط محققین مختلف بیان شده است که به شکل مختصر یا مفصل ادله حرمت ربا و مصادیق آنرا بیان کرده‌اند که در این قسمت برای جلوگیری از طولانی شدن بحث از بیان این مطالب خودداری می‌گردد.^۱

در تامین مالی اسلامی، هرگونه نرخ بازده از پیش تعیین شده برای سرمایه پولی در چهارچوب عقد قرض، بهره و ربا تلقی می‌شود و ممنوع است. بنابراین کلیه ابزارها و عملیات پولی که بر این اساس استوار است، در الگوهای مالی اسلامی کاربرد ندارد. لذا اوراق قرضه با ماهیت مورد استفاده در بازار مالی جهان و با حفظ ارکان موجود در آن قطعاً ربوی بوده و حرام است و امکان استفاده از آن در بازار مالی اسلامی نمی‌باشد.

در بازار مالی اسلامی بر اساس عقود مختلف امکان نقل و انتقال سرمایه بین افراد و تعیین یک میزان سود معین امکان پذیر است و حتی جهت به جریان انداختن سرمایه‌ها و افزایش تولید و جامعه تاکید نیز گردیده است. با بررسی عقود مختلف موجود در نظام مالی اسلام می‌توان این عقود و معاهدات را به دو دسته کلی زیر تقسیم نمود:

۱- از جمله این منابع می‌توان (Aivazlou, 2005) و یا (Mosaei, 2004) و یا (Yousefi, 2002) را نام برد.

الف) عقود غیر انتفاعی: در آن هدف پرداخت کننده سود کسب منفعت مادی نمی باشد بلکه دنبال انجام وظایف اخلاقی و انسانی می باشد. مهم ترین این عقود و معاهده عبارتند از: قرض الحسنه، صدقه، عاریه، ودیعه، وقف و هبه (بخشش).

ب) عقود انتفاعی: در آن فرد قرض دهنده به عنوان یک سرمایه گذار به دنبال کسب سود مادی می باشد. اهم این عقود و معاهدات عبارتند از:

- عقود مبادله ای (معامله ای) که شامل خرید و فروش، نقد، نسیه، اجاره به شرط تملیک، سلف

- عقود مشارکتی: شامل شرکت، مضاربه^۱، مزارعه و مساقات

- عقود انعطاف پذیر: که شامل جعاله^۲ و صلح می باشد و در این عقود بسته به وضعیت و شرایط موجود می توان خواص و ویژگی های مشترکی از عقود قبل را ترکیب نمود (Mousaviyan, 2005).

در مکتب اقتصادی اسلام عقود مالی و انتفاعی مبتنی بر مشارکت صاحبان سرمایه با عامل یا عوامل اقتصادی (کارفرما) می باشد (Mousaviyan, 2005). در این نظام مشارکتی صاحب پس انداز به جای دادن قرض و گرفتن بهره ای ثابت و از قبل تعیین شده، کل یا بخشی از سرمایه مورد نیاز عامل و بنگاه اقتصادی را تامین می کند و در سود و زیان فعالیت با توجه به توافقی که با کارفرما کرده، سهم می شود. واضح است که نسبت های تعیین شده برای تقسیم سود بین سرمایه گذار و عامل اقتصادی بر اساس شرایط موجود می تواند تغییر کند.^۳

با توجه به تاکید مکتب اقتصادی اسلام به مقوله مشارکت بین عامل اقتصادی و سرمایه گذار و سهم بودن سرمایه گذار در سود و زیان فعالیت اقتصادی، در بازار مالی اسلامی نیز بایستی این اصل کلی مورد توجه قرار گیرد و کلیه ابزارها و نهادهای مالی موجود در این بازار در انجام فعالیت های اقتصادی مولد انتفاعی بایستی مبتنی بر مشارکت باشند و در امور اقتصادی غیر انتفاعی امکان

۱- برای مطالعه بیشتر در زمینه عقد مضاربه به منبع (Eizadi, 1997) مراجعه شود.

۲- برای مطالعه بیشتر در مورد عقد جعاله به منبع (Mazaheri, 2002) مراجعه شود

۳- برای مطالعه بیشتر در زمینه ماهیت مشارکتی نظام مالی اسلامی به منبع (Golpayegani, 2002) مراجعه شود.

استفاده از قرض الحسنه یا وقف و... می باشد که در این امور پرداخت‌ها بلا عوض یا بدون انتظار کسب سود یا منفعت مالی می باشد.

با توجه به تعریف اوراق بهادار شناور و شرایط تحقق ربا این شبهه در ذهن ایجاد می گردد که از آنجا که نرخ بهره و بازده معین و مشخصی در ابتدای دوره انتشار برای اوراق قرضه شناور مشخص نشده و نرخ بهره این اوراق بسته به تغییرات شاخص مرجع با توجه به نوسانات و تغییرات اقتصاد تعیین می گردد، لذا ربوی بودن آنها منتفی است، زیرا اصولاً در ربای قرضی میزان مشخص و از پیش تعیین شده‌ای به عنوان زیادت بر اصل قرض دریافت می گردد. بایستی توجه شود که معیار تحقق ربا تعیین هرگونه زیادت مادی و غیر مادی در عقد قرض می باشد. این شرط زیادت به هر صورتی باشد (به صورت قطعی و مشخص و یا به صورتی که از فرمول و قاعده خاصی پیروی کند و براساس شرایط اقتصادی و اجتماعی در آینده مشخص شود) در عقد قرض ربا محسوب می شود و حرام است. لذا عدم مشخص بودن دقیق میزان بازده اوراق قرضه در ابتدای دوره سررسید نمی تواند دلیلی برای غیر ربوی بودن آنها باشد.

نکته قابل توجه دیگر این است که ویژگی‌ها و شرایط حاکم بر نظام مالی صدر اسلام با شرایط و ویژگی‌های حاکم بر بازار مالی کنونی کاملاً متفاوت می باشد. بازارهای مالی کنونی از لحاظ تعداد مشارکت کنندگان، نوع فعالیت‌ها و نیازهای موجود و منطقه جغرافیایی بسیار گسترده و توسعه یافته است. گسترده شدن بازارهای مالی موجب گردیده است که امکان ارتباط مستقیم بین فعالین اقتصادی نباشد و نیاز به نهادهای مالی برای برقراری ارتباط کارا باشد. از سوی دیگر تعداد بسیار زیادی عرضه کننده و تقاضا کننده وجوه امکان جابه‌جایی اطلاعات کامل و صحیح بین فعالین در بازارهای مالی را از بین برده است و به وضوح بازار مالی صدر اسلام نیست. در بازار مالی فعلی عرضه کنندگان و تقاضا کنندگان، نیازها و انگیزه‌های خود را به طور ضمنی در استفاده از ابزارها و مکانیسم‌های موجود در این بازار نشان می دهند. به عنوان مثال فردی که به انگیزه کسب سود مادی پس انداز می کند از ابزارهای مالی همانند حساب‌های پس انداز سرمایه‌گذاری و اوراق بهادار، سهام و... استفاده می کند.

تنوع نیازها و خواسته‌های افراد در بازارهای مالی سبب گردیده است که ابزارهای مالی در بازارهای مالی فعلی بسیار گسترده تر و متنوع تر گردد. این ابزارهای مالی با توجه به تغییر شرایط اقتصادی، دچار تغییر ماهوی گردیده اند و صرف همنامی این ابزارها بیانگر مشابهت خصوصیات و

ویژگی‌های آنها در بازار مالی فعلی و صدر اسلام نمی‌باشد. لذا در بررسی ابزارها و نهادهای جدید در بازار مالی فعلی بایستی دقت نظر بسیار زیادی صورت پذیرد. به‌عنوان مثال صرف اینکه در برخی ابزارهای مالی یک بازده مشخص و معین در ابتدای دوره سررسید تعیین می‌گردد، نشانگر ربوی بودن آن نیست. بلکه در صورتی که اولاً این اوراق بهادار مبتنی بر مشارکت حقیقی باشد و ثانیاً به دلیل ریسک و خطر اندک و یا مشخص فعالیت کارفرما میزان و مقدار مشخصی از بازده را در ابتدای دوره تضمین می‌کند، در این حالت بازده مشخص و معینی که به این ابزار مالی تعلق می‌گیرد، ماهیتاً با اصول مالی اسلامی سازگاری دارد.

۵. موارد کاربردپذیری اعطای سود شناور در بازار مالی ایران

با توجه به اصول و معیارهای موجود در نظام تامین مالی اسلامی اوراق بهادار شناور مورد استفاده در نظام مالی کشور را می‌توان به دو دسته کلی تقسیم نمود:

الف- اوراق بهادار شناور مبتنی بر مشارکت بین کارفرما و سرمایه‌گذار

اوراق بهادار مبتنی بر مشارکت گونه‌ای از اوراق بهادار است که در آن اوراق نشانگر سهم فرد خریدار در یک فعالیت اقتصادی (تولیدی، خدماتی، بازرگانی) حقیقی می‌باشد. در اقتصاد گسترده فعلی تامین سرمایه مورد نیاز برای فعالیت‌های مختلف کوچک و بزرگ از روش‌های مختلفی همانند انتشار اوراق بهادار گوناگون همانند سهام، اوراق قرضه، گرفتن وام از نهادهای مختلف و متنوع موجود در بازار مالی و امکان پذیر است. در پروژه‌های تولیدی و اقتصادی ترکیبی از روش‌های فوق به منظور تامین سرمایه مورد نیاز ضروری و اجتناب ناپذیر است. در این فرایند افراد شخصیت حقیقی خود را تا حد زیادی از دست می‌دهند و با شخصیت حقوقی سرمایه‌گذار و کارفرمای اقتصادی وارد فعالیت اقتصادی مولد می‌شوند. در این بین انتشار اوراق بهاداری که دارای ارزش اسمی معین و مشخصی است و نشانگر سهم سرمایه‌گذار در کل پروژه می‌باشد می‌تواند هزینه مبادله و نقل و انتقال وجوه را به شدت کاهش دهد. اختلاف اصلی اوراق مشارکت مورد تأیید اسلام با اوراق قرضه متداول در بازارهای مالی ربوی این است که در اوراق مشارکت، اصل بر مشارکت است و سرمایه‌گذار در یک پروژه تولیدی خاص یا مجموعه‌ای از پروژه‌های تولیدی در حال اجرا سهم است. این سهم بودن به معنای سهم بودن در منافع و ضررهای

احتمالی پروژه است که این در نهایت سبب افزایش امنیت خاطر کارفرما می‌شود. هر چند فرد سرمایه‌گذار با احتمال قطع به یقین مطمئن است که از مشارکت در این پروژه سود می‌برد و کلیه ضررهای احتمالی بر اساس روش‌ها و مکانیسم‌های جدید و نوین موجود در بازارهای تامین اطمینان (بیمه) به نوعی کنترل و یا از بین رفته است. اما در اوراق قرضه فرد خریدار معادل پولی اوراق قرضه را به فرد منتشر کننده قرض می‌دهد و نرخ بهره معین و مشخصی که در ابتدای دوره تعیین می‌شود، دریافت می‌کند و فرد سرمایه‌گذار هیچ‌گونه مشارکت و شراکتی با منتشر کننده اوراق قرضه ندارد.

تاکید اسلام بر روی مشارکت و شراکت سبب می‌گردد که اوراق بهاداری با همین ماهیت مورد تایید اسلام باشد. در اوراق مشارکت، سرمایه‌گذار بسته به نوع تعهد و قرارداد و وظایف محوله در بازده حقیقی فعالیت اقتصادی شریک می‌گردد و میزان این بازده را کارفرمای اقتصادی می‌تواند با توجه به شرایط کلی اقتصاد، نوع فعالیت و سایر عوامل موثر بر فعالیت اقتصادی تا حدی پیش‌بینی نماید و برای جلب اعتماد سرمایه‌گذار و ایجاد انگیزه کافی برای شراکت آن در ابتدای پروژه به صورت تقریبی به وی اعلام نماید. این پیش‌بینی می‌تواند با استفاده از بازده پروژه‌های مشابه و به صورت شناور صورت پذیرد. ابزارهای مالی اصلی که می‌توان در بازار پول و سرمایه اسلامی بر اساس عامل مشارکت منتشر کرد و به صورت روش شناور به اعطای سود در آنها پرداخت عبارتست از:

سهام ممتاز

سهام اوراق بهاداری است که مشارکت مستقیم سرمایه‌گذار در یک فعالیت تولیدی خاص را نشان می‌دهد. در سهام ممتاز فرد کارفرما میزان سود معین و مشخصی را با توجه به نوع فعالیت اقتصادی تضمین می‌کند که این میزان سود تضمین شده می‌تواند بر اساس روش شناور و بر اساس تغییر یک شاخص مرجع که بیانگر متوسط بازده در یک گروه فعالیت تولیدی خاص مشابه یا غیر مشابه و یا بیانگر متوسط بازده انتظاری در بازار پول (بازار کوتاه مدت اعطای تسهیلات) است، تعیین شود. استفاده از سهام ممتاز در بازارهای سرمایه نوظهور که دارای نوسانات شدید قیمتی و بازدهی هستند در جلب اعتماد سرمایه‌گذاران تاثیر فراوانی دارد.

اوراق مشارکت شناور

اوراق مشارکت در سال‌های اخیر در کشور ما جایگزین اوراق قرضه دولتی گردیده است و در

این گونه اوراق سرمایه گذار در انجام یک پروژه سهام می شود و نهایتاً از سود مورد انتظار پروژه سهم مشخصی را دریافت می نماید. ماهیت مشارکتی این گونه اوراق سبب گردیده است که امکان انتشار آن در بازار مالی اسلامی وجود داشته باشد و در اصل طراحان این اوراق با طراحی یک معاهده براساس عقد شرکت یا مضاربه یا مساقات یا مزارعه سرمایه گذاران کوچک را برای انجام یک پروژه اقتصادی بسیار بزرگ جمع می کنند. در اوراق مشارکت نیز امکان پرداخت سود فعالیت بر اساس روش شناور وجود دارد و کارفرمای اقتصادی می تواند متعهد شود میزان سود پرداختی به سرمایه گذاران مبتنی بر یک شاخص اقتصادی مشخص و مرتبط باشد.

گواهی سپرده بانکی شناور

در یک نظام مالی اسلامی بخش بانکداری نیز مبتنی بر عقود اسلامی به تجهیز و تخصیص منابع می پردازد. گواهی سپرده بانکی نوعی گواهی است که بیانگر پس اندازهای افراد در بانک است. از آنجا که در نظام بانکداری غیر ربوی سپرده های افراد در امور سرمایه گذاری حقیقی صرف می شود و بانک به عنوان وکیل یا شریک پس انداز کنندگان وجوه را به کارفرمایان اقتصادی منتقل می کند، گواهی سپرده بانکی منتشر شده در نظام بانکداری بدون ربا کاملاً منطبق با اصول تامین مالی بدون ربا می باشد. این گواهی به نوعی، بیانگر شراکت و سهم صاحبان حساب در فعالیت های سرمایه گذاری حقیقی که با واسطه بانک صورت پذیرفته، می باشد. پرداخت سود گواهی سپرده بانکی به صورت شناور یکی از روش های رایج در سطح جهان است که در نظام مالی کشورمان قابل استفاده است.

تبدیل به اوراق مشارکت کردن دارایی های حقیقی با روش اعطای سود شناور

یکی از نوآوری های مالی رخ داده در سطح جهان تبدیل به اوراق قرضه کردن دارایی های حقیقی و اموال رهن گذاشته شده نزد موسسات مختلف مالی می باشد. در اقتصاد نهادهای مختلف مالی همانند شرکت های سرمایه گذاری می توانند از محل اعتبارات خود مستقیماً در فعالیت های اقتصادی شرکت کنند و پروژه خاصی را اجرا و راه اندازی نمایند و نهایتاً براساس ارزش حقیقی آن پروژه اوراق مشارکت منتشر نمایند. تبدیل به اوراق مشارکت کردن دارایی ها روشی است برای تجدید اعتبار مجدد موسسات مالی و غیر مالی مختلف؛ بدین ترتیب که بر اساس دارایی های حقیقی و طرح های سرمایه گذاری شده اوراق بهادار منتشر می نمایند و با پشتوانه این دارایی ها مجدداً به جمع آوری نقدینگی و اعتبار مورد نیاز اقدام می کنند.

در نظام مالی غیر ربوی در صورتی که این دارایی‌ها شامل اموال سرمایه‌ای در یک فرایند تولیدی یا بازرگانی حقیقی باشند، می‌توان اوراق مشارکتی با پشتوانه آنها منتشر نمود و سود انتظاری این اوراق بر اساس روش شناور پرداخت گردد. در اینجا منتشر کننده اوراق مشارکت با پشتوانه دارایی‌های حقیقی این تضمین را به سرمایه‌گذاران جدید می‌دهد که سود انتظاری این فعالیت مبتنی بر یک شاخص مرجع باشد.

ب- اوراق بهادار شناور وابسته به شاخص تورم

با تغییر ماهیت پول در دنیای کنونی و ظهور پدیده تورم و کاهش ارزش پول در اثر سیاست‌های پولی و مالی مرکزی و دولت، مبحث اساسی که میان محققین اقتصاد اسلامی مطرح گردید این است که آیا کاهش ارزش پول ربا و بهره محسوب می‌گردد یا خیر؟ در صورتی که ماهیت پول فعلی با ماهیت نقدین (پول رایج در صدر اسلام) یکی در نظر گرفته شود، جبران کاهش ارزش پول دیگر مطرح نیست بلکه نوسانات قیمتی کالاهای مختلف در اثر تغییر شرایط اقتصادی مطرح می‌گردد که این موضوع از آنجا که مبتنی بر بخش حقیقی و واقعی اقتصاد است، جبران آن جایز نیست. در متون دینی فلسفه تاکید بیش از حد بر قرض الحسنه نیز همین امر است و اجر اخروی در نظر گرفته شده برای آن تا حدی به دلیل امکان ضرر قرض دهنده در اثر نوسانات قیمتی کالاها می‌باشد.

اما در صورتی که ماهیت پول جدید با ماهیت نقدین متفاوت دانسته شود، در آن صورت بحث جبران کاهش ارزش پول به طور جدی مطرح است. یکی از تغییرات اساسی در نظام مالی صدر اسلام و نظام‌های مالی کنونی تغییر ماهیت پول است و در دنیای جدید ارزش ذاتی پول تبدیل به ارزش اعتباری که دولت برای آن تعریف می‌کند، گردیده است. حال در صورتی که این اعتبار پول توسط دولت کاهش یابد (در اثر افزایش زیاد حجم نقدینگی) دارندگان پول ضرر می‌کنند و این ضرر بایستی توسط دولت جبران گردد؛ زیرا اصولاً یکی از وظایف مهم دولت در اقتصادهای کنونی حفظ و ثابت نگه داشتن اعتبار پول در کشور می‌باشد.

انتشار اوراق بهاداری که در آن منتشر کننده متضمن شود کاهش ارزش پول واقع شده در

اقتصاد را جبران نماید، هیچ گونه مانع فقهی و شرعی ندارد^۱. در این گونه اوراق بهادار منتشرکننده ضامن می گردد که در طول دوره سررسید اوراق ارزش واقعی یا قدرت خرید واقعی را برای پول سرمایه گذار حفظ نماید. البته ثابت نگهداشتن قدرت خرید و ارزش پول می تواند انگیزه کافی به افراد جهت خریداری این گونه اوراق را در یک فضای تورمی شدید برای کوتاه مدت یا میان مدت ایجاد کند اما برای کاربرد بیشتر این اوراق در اقتصاد و استقبال عمومی از آن می توان این گونه اوراق را با اوراق مشارکتی ترکیب نمود به گونه ای که کارفرمای اقتصادی متعهد شود یک نرخ سود حداقلی واقعی مثبت^۲ را به سرمایه گذار در فعالیت اقتصادی پرداخت کند.

۶. جمع بندی و نتیجه گیری

روش اعطای سود و بازده شناور به اوراق بهادار مختلف دارای مزایای مختلفی هم چون کاهش ریسک واقعی و مالی نگهداری اوراق بهادار بلندمدت و افزایش انگیزه نگهداری آنها به خصوص در شرایط بحران های اقتصادی و نوسانات شاخص های پولی می باشد. در نظام مالی بدون ربا در یک اقتصاد نوین بدون تورم ناشی از افزایش حجم نقدینگی، این روش اعطای سود در عقد قرض، ربا محسوب می شود و حرام است. اما در عقود مشارکتی و یا عقود مبتنی بر خرید و فروش و اجاره استفاده از آن بلا مانع می باشد. از سوی دیگر با توجه به تغییر ماهیت پول در دنیای جدید و تبدیل شدن ارزش حقیقی پول به ارزش اعتباری و ظهور پدیده تورم (کاهش ارزش پول و قدرت خرید) ناشی از افزایش حجم نقدینگی، در یک اقتصاد دارای تورم ناشی از افزایش حجم نقدینگی اعطای سود و بازده شناور در عقد قرض به اندازه کاهش ارزش پول (تورم) بلا مانع به نظر می رسد.

۱- در تحقیقات مختلف به بررسی فقهی و اقتصادی و منطقی جبران کاهش ارزش پول های جدید پرداخته شده که در اینجا از ذکر آنها خودداری می شود. برای مطالعه بیشتر این نظریه که جبران کاهش ارزش پول در دنیای کنونی ربا محسوب نمی شود به منابع زیر رجوع شود:

(Zonnor,1999) و یا (Mosaei,2004) و (Yousefi,2002)

۲- نرخ تورم - نرخ سود اسمی = نرخ سود واقعی

References:

- [1] Aivazlou, H., (2005) ,” **Jurisprudential - Economic Analysis of Bonds in Money and Capital Market of Iran**” , First Edition, Tehran: *Monetary and Banking Research Institute of the Central Bank of Iran* (in Persian).
- [2] Al-Salem, F.H. (2009).” **Islamic financial product innovation**”, *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 2(3), pp.187 – 200.
- [3] Eizadi , H.,(1997), “ **Muzaraba Issues from the Perspective of Comparative Jurisprudence, Law and Economics**”, First Edition, Qom: *Ahsan Al- Hadis Press* (in Persian).
- [4] Golpayegani, S.M., (2002), “ **Jurisprudence on the participation of Interest-Free Banking** “ , First Edition, Tehran: *Tehran University Press* (in Persian).
- [5] Hassan, M. K. & Soumaré, I. (2007),” **Financial Guarantee as an Innovation Tool in Islamic Project Finance**”. Working Paper 0713.
- [6] Jahankhani, A. and Parsaiyan, A., (1996), “**Dictionary of Financial**” , First Edition, Tehran: *Institute for Trade Studies and Research* (in Persian).
- [7] Jobst, A., Kunzel, P., Mills, P.& Sy, A. (2008), **Islamic Bond Issuance: What Sovereign Debt Managers Need to Know**”, *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, Vol. 1 Iss: 4, pp.330 – 344.
- [8] KAHF, M. (2006),” **Innovation and Risk Management in Islamic Finance: Shari’ah Consideration**”, Paper prepared for the Seventh Harvard International Forum on Islamic Finance, April 22-23,2006.
- [9] Khataei, M., (1999), “**Development of Financial Markets and Economic Growth**” , First Edition, Tehran: *Research Institute for Monetary and Banking* (in Persian).
- [10] Komijani, A. and Nazarpour , M.N., (2008) , “ **Application Contract of Estensae in Interest-Free Banking Law**” , *Journal of Islamic Economics*,8(30) :69-97 (in Persian).
- [11] Marshall, J.F. (2000),” **Dictionary of Financial Engineering**”, USA: *Wiley & Sons*.
- [12] Mazaheri,R., (2002), “ **Joaleh in Islamic banking**” , First Edition, Qom: *Institute Gardens Books* (in Persian).
- [13] Mosaei ,M., (2004), “ **Interest and Depreciation**” ., First Edition, Tehran: *Institute of Economics, Tarbiat Modarres University* (in Persian).
- [14] Mosaviyan, S.A. and Farahani Fard,S. (2006), “**Rent Securities (Sukuk Rent)**”. *Journal of Islamic Economics*, 24 (in Persian).
- [15] Mosaviyan, S.A. and Mosavi Boyoki, S.M.M., (2010), “**The Evaluate of Feasibility of a Total Return Swap for Credit Risk Management in Islamic Banking** “, *Journal of Islamic Economics*, 10(37): 121-146 (in Persian).
- [16] Mosaviyan, S.A., (2005), “ **Facilities Assessment and Contracts Methods**

- in interest-free banking** “, *Journal of Islamic Economics*, 19(5) , 45-69(in Persian).
- [17] Mosaviyan, S.A., (2007), “**Sukuk ,Mozareda and Mosaqat, Financial Instruments Suitable for the Development of Agricultural Sector in Iran**”. *Journal of Islamic Economics*, 7(26): 71-95(in Persian).
- [18] Motahari ,M., (1985) ,”**Usury, Banking – Insurance**”, First Edition, Tehran: *Sadra Press*(in Persian).
- [19] Nadri ,K and Kargar Motlagh,A (2010), “ **Feasibility of Sukuk to Finance of Exports**” , *Journal of Islamic Economics*, 10(37): 89-120 (in Persian).
- [20] Noman, A.M. (2002),” Imperatives of Financial Innovation for Islamic Banks”, *International Journal of Islamic Financial Services*, Vol.4, No.3.
- [21] Saeidi, A and Kord, M., (2009), “**Economic Feasibility of Conversion Facilities, Installment Sale Mortgage (Case Study: Bank Melli Iran)**”, *Journal of Islamic Economics*, 9 (36):149-178 (in Persian).
- [22] Shen ‘ P. U. (1998), “ **Feature and Risks of Treasury Inflation Protection Securities: Economic Review**”, *Federal Reserve Bank of Kansas City*. First Quarterly, 23-38.
- [23] Smith‘ S.J,‘ Ford‘ J. ‘ Munro‘ M. & Davis‘ R. (2002),” **A Review of Flexible Mortgages**”, The Council of Mortgage Lender.
- [24] Yousefi ,A.A.,(2002),”**Comparative Analysis of Devaluation and Usury** “ , First Edition, Qom: *Institute of Islamic Thought and Culture*(in Persian).
- [25] Zonnor, S.H.,(1999) , “**Devaluation, Inflation and Real Output**” , First Edition, Tehran: *Research Institute for Monetary and Banking* (in Persian).

