

## امکان‌سنجی فقهی اوراق مشارکت مصون از تورم

تاریخ دریافت: ۹۴/۱۱/۰۱

تاریخ پذیرش: ۹۵/۰۵/۰۹

سیدعباس موسویان\*

علی صالح آبادی\*\*

مجتبی کاوند\*\*\*

### چکیده

در سال‌های اخیر توسعه اوراق مصون از تورم در دنیا گسترش یافته و این اوراق در بسیاری از پرتفوی‌ها وارد شده است. هدف اوراق مصون از تورم اطمینان از حفظ قدرت خرید از طریق مرتبط کردن بازدهی اوراق با تورم در طول دوره انتشار آن است. بنابراین، دو نوع پرداخت در این اوراق وجود دارد: نرخ بازدهی که در ابتدای دوره مشخص می‌شود و مبلغی که بابت جبران زیان حاصل از کاهش قدرت خرید پرداخت می‌گردد. از این رو، این اوراق یک فرصت آرمانی برای طیف گسترده‌ای از سرمایه‌گذاران برای مصون ماندن از تورم می‌باشد. ایران به عنوان کشوری که دارای نرخ تورم بالا و متغیر است، می‌تواند از این اوراق برای تأمین مالی طرح‌ها و پروژه‌های میان‌مدت و بلندمدت به ویژه در طرح‌های عمرانی دولتی استفاده نماید.

مقاله حاضر با استفاده از روش توصیفی-تحلیلی به دنبال پاسخ‌گویی به این سوال‌ها است: آیا با توجه به موازین فقه امامیه امکان انتشار اوراق مشارکت با سود علی‌الحساب شناور و مصون از تورم وجود دارد؟ راهکارهای تصحیح این اوراق که با موازین دانش مالی نیز سازگار باشد، چیست؟ نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که امکان طراحی اوراق مشارکت مصون از تورم با نرخ سود علی‌الحساب شناور وجود دارد. برای شناور کردن نرخ نیز می‌توان از حق اختیار خرید و حق اختیار فروش به طور هم‌زمان استفاده نمود.

### واژگان کلیدی

اوراق مصون از تورم، اوراق مشارکت مصون از تورم، نرخ سود واقعی، نرخ سود اسمی

طبقه‌بندی JEL: G23

samosavian@yahoo.com

\* استاد پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی

\*\* استادیار گروه مدیریت مالی دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق(ع)

salehabadi@isu.ac.ir

kavand@iauc.ac.ir

\*\*\* دانشجوی دکتری مدیریت مالی، دانشگاه امام صادق(ع) (نویسنده مسئول)

#### مقدمه

رکود تورمی دهه ۱۹۷۰ میلادی به روشنی تأثیر ویران‌گر تورم روی سرمایه‌گذاری را نشان داد. در طول این دوره، خطر دارایی‌هائی که غیرمستقیم مصون از تورم بودند، آشکار شد. از این رو، در سال‌های اخیر توسعه اوراق مصون از تورم در دنیا گسترش یافته و این اوراق در بسیاری از پرتفوی‌ها وارد گردید. هدف اوراق مصون از تورم اطمینان از حفظ قدرت خرید از طریق مرتبط کردن بازدهی اوراق با تورم در طول دوره انتشار آن است. در این اوراق دو نوع پرداخت وجود دارد: نرخ بازدهی که در ابتدای دوره مشخص است و مبلغی که بابت جبران زیان حاصل از کاهش قدرت خرید پرداخت می‌شود. در اوراق مصون از تورم، درآمد واقعی در طول دوره، مشخص است ولی درآمد اسمی در آینده مشخص خواهد شد. از این رو، این اوراق یک فرصت آرمانی برای طیف گسترده‌ای از سرمایه‌گذاران برای مصون ماندن از تورم می‌باشد (Kramer, 2013, p.2). در ایران شورای پول و اعتبار هر سال با تعیین نرخ سود انواع سپرده‌ها و تسهیلات در قالب بسته سیاستی و نظارتی بانک مرکزی در عمل نرخ سود در نظام مالی کشور را به صورت دستوری تعیین می‌نماید. تعیین نرخ دستوری سودها از یک سو و بالا و متغیر بودن نرخ تورم از سوی دیگر منجر می‌شود در بسیاری از موارد نرخ بازدهی واقعی سرمایه‌گذاران با در نظر گرفتن نرخ تورم سالانه، کمتر از تورم باشد و در عمل آنها با زیان مواجه شوند. در جدول (۱) این اطلاعات به صورت مقایسه‌ای نشان داده شده است.

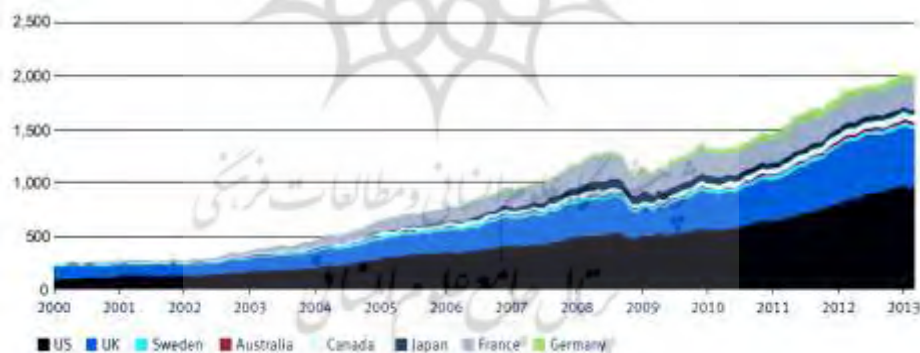
جدول (۱): نمودار مقایسه نرخ سود سپرده بانکی و تورم

سال	نرخ سود اسمی سپرده بانکی یک ساله	نرخ تورم	نرخ سود واقعی سپرده بانکی یک ساله
۱۳۹۰	٪۱۲/۵	٪۲۱/۵	٪-۹
۱۳۹۱	٪۱۷	٪۳۰/۵	٪-۱۳/۵
۱۳۹۲	٪۱۷	٪۳۴/۷	٪-۱۷/۷
۱۳۹۳	٪۲۲	٪۱۵/۶	٪۶/۴
۱۳۹۴	٪۲۰	٪۱۱/۹	٪۸/۱

منبع: سایت بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، اداره سیاست‌ها و بررسی‌های آماری، ۱۳۹۴

از سوی دیگر در شرایط انتظار کاهش تورم ریسک انتشار اوراق برای ناشران بالا است، ممکن است ناشران براساس نرخ ثابتی اوراق منتشر کنند و در سال‌های آینده به جهت کاهش تورم با هزینه واقعی بالایی مواجه شوند مانند سال‌های اخیر ایران که انتشار اوراق مشارکت با سود علی‌الحساب کنونی ریسک بالایی برای ناشران دارد. با توجه به این چالش‌ها چنانچه ابزارهایی طراحی و منتشر شوند که نرخ بازدهی آنها متناسب با تورم به علاوه نرخ سود مشخصی باشد، انتظار می‌رود که با استقبال ناشران و سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه مواجه شود. یکی از ابزارهای مالی که با این هدف طراحی شده و در بسیاری از کشورها از جمله آمریکا منتشر می‌شود، اوراق مصون از تورم است. اوراق مصون از تورم<sup>۱</sup> در سال‌های اخیر مورد توجه زیادی قرار گرفته و حجم انتشار آن در جهان و در کشورهایی از جمله آمریکا، انگلیس و فرانسه از سوی بزرگترین ناشران این اوراق بهادار چند ده برابر شده است (Rodriguez & Kung, 2014, p.1).

نمودار (۱) رشد ارزش بازار این اوراق را در کشورهای مختلف براساس شاخص تورم جهانی بر حسب میلیارد دلار آمریکا نشان می‌دهد.



نمودار (۱): ارزش بازار اوراق قرضه براساس شاخص تورم جهانی  
منبع: Barclays Capital. Data as at 01/03/2013

نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که طراحی و انتشار این اوراق در قالب اوراق مشارکت در بازار سرمایه ایران با توجه به موازین فقه امامیه امکان‌پذیر است.

#### ۱. پیشینه تحقیق

تاکنون در ایران پژوهش‌های جامعی پیرامون اوراق مصون از تورم انجام نشده است، ولی پژوهش‌های زیادی مرتبط با این ابزار مالی در داخل و خارج از کشور وجود دارد که در ادامه به برخی از آنها اشاره می‌شود:

راه‌نشین (۱۳۹۴)، در مقاله‌ای با عنوان «اوراق تاخت تورم، ابزار محافظت در مقابل ریسک تورم (بررسی تطبیقی با مالی اسلامی)»، ضمن معرفی اوراق تاخت تورم به عنوان ابزار مناسبی برای پوشش ریسک تورم برای طرفین تجاری، راهکار قرارداد مباحه دوره‌ای را برای تصحیح تاخت نرخ تورم پیشنهاد نموده است. برای ارتقای این روش، در این مقاله راهکار ترکیب قرارداد مباحه و اجاره به شرط تملیک پیشنهاد گردیده که می‌تواند ابزار کارایی برای ایجاد انواع قراردادهای تاخت جریان‌ات نقدی از جمله اوراق تاخت نرخ تورم باشد.

کمیتة فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۳۹۴)، با ارائه برخی راهکارها اجازه انتشار اوراق اجاره و مشارکت مصون از تورم را ممکن نموده است، از جمله: انتشار اوراق اجاره با چند عقد اجاره متوالی که در ضمن قرارداد اجاره اول شرط شده‌اند؛ و انتشار اوراق مشارکت با پرداخت سود علی‌الحساب بر مبنای نرخ تورم به اضافه درصد مشخص از طرف بانی یا ناشر به دارندگان اوراق به عنوان قرض، و تسویه در سررسید بر مبنای سود واقعی پروژه. همچنین، قرارداد حق اختیار فروش در ضمن عقد شرکت برای دارندگان اوراق؛ و یا قرارداد توامان حق اختیار فروش برای دارندگان اوراق مشارکت و حق اختیار خرید برای ناشر در ضمن عقد شرکت.

خوانساری و اعتصامی (۱۳۹۴)، در تحقیقی با عنوان «طراحی اوراق بهادار اسلامی تورم پیوند در نظام مالی ایران»، پس از معرفی و تبیین کارکرد اوراق تورم پیوند و بررسی مشکلات فقهی آن، قابلیت اوراق بهادار اسلامی را به منظور طراحی به صورت تورم پیوند ارزیابی نموده و چهار نوع اوراق مشارکت، اجاره، مباحه و وکالت را با

یکدیگر مقایسه کرده‌اند. طبق بررسی صورت گرفته، به جز اوراق مرابحه، سایر اوراق این قابلیت را دارد. اوراق وکالت، به دلیل انعطاف بیشتر در زمینه‌های سرمایه‌گذاری و وجود چالش‌های فقهی کمتر، بین این اوراق در اولویت است.

موسویان و همکاران (۱۳۹۴)، در مقاله‌ای با عنوان «بررسی فقهی<sup>۱</sup> مالی اوراق اجاره مصون از تورم» امکان انتشار اوراق مصون از تورم با نرخ شناور در قالب اوراق اجاره را بررسی کرده و راهکارهای مختلفی؛ مانند شرط تعدیل قرارداد بر اساس یک فرمول نرخ‌گذاری، تصویب قانون تغییر اجاره‌بها به میزان کاهش ارزش پول و تبدیل اوراق اجاره با نرخ شناور به اجاره‌های متعدد با اجاره‌به‌های متعدد مستند به فرمول تورم به اضافه درصدی مشخص پیشنهاد نموده‌اند.

شن<sup>۲</sup> (۱۹۹۸)، در مقاله‌ای با عنوان «ویژگی‌ها و ریسک‌های اوراق مصون از تورم»، ضمن معرفی ویژگی‌های اوراق مصون از تورم، نحوه کار این نوع اوراق را تشریح کرده و مزیت‌های آن در مقایسه با اوراق قرضه متداول را بیان نموده است. سپس اثر مالیات بر این اوراق را تبیین و در پایان ریسک‌های این اوراق را بررسی نموده است.

هاموند<sup>۳</sup> (۲۰۰۲)، در مقاله‌ای با عنوان «شناخت و کاربرد اوراق مصون از تورم»، ضمن معرفی اوراق مصون از تورم، رفتار این اوراق و آمار انتشار آن، کاربرد آن در پرتفوی را مورد بررسی قرار داده است.

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

کرامر<sup>۴</sup> (۲۰۱۳)، در مقاله‌ای با عنوان «مقدمه‌ای بر اوراق مصون از تورم»، چرایی طراحی اوراق مصون از تورم، نحوه عملکرد آن، وضعیت انتشار آن در نقاط مختلف دنیا، جزئیات فنی، جنبه‌های ریاضی مالی این اوراق، و عملکرد تاریخی، ارزش‌گذاری و ریسک‌های آن را مورد بررسی قرار داده است.

رودریگز و کانگ<sup>۵</sup> (۲۰۱۴)، در مقاله‌ای با عنوان «چشم‌انداز ابزارهای مالی با درآمد ثابت؛ اوراق مصون از تورم»، ضمن معرفی این ابزار مالی، عوامل مؤثر بر بازدهی این

اوراق، مزیت‌ها، ریسک‌ها، چالش‌ها و عملکرد این اوراق را نشان می‌دهد. هوبر<sup>۱</sup> (۲۰۱۴)، در مقاله‌ای با عنوان «اوراق مصون از تورم»، به معرفی اوراق مصون از تورم و ویژگی‌های آن پرداخته و راهکارهایی را به سرمایه‌گذاران جهت سرمایه‌گذاری در این اوراق پیشنهاد داده است. همان‌گونه که ملاحظه می‌شود در پژوهش‌های ذکر شده جنبه‌های مختلف اوراق مصون از تورم تبیین شده است ولی بُعد شرعی این ابزار در قالب اوراق مشارکت براساس فقه امامیه و بیان مستندات و دلایل شرعی بودن مدل‌های مصوب کمیته فقهی و نیز تناسب مدل‌های ارائه شده با قوانین و مقررات بازار سرمایه ایران در هیچ یک از این پژوهش‌ها دیده نمی‌شود. این مقاله درصدد است این خلأ را پر نماید.

## ۲. روش پژوهش

روش این پژوهش کیفی و از نوع تحلیلی-توصیفی است. در این روش پژوهشگر به طور عمده مبتنی بر دانش و خبرگی خود در زمینه مطالعات بین‌رشته‌ای مالی و فقه، موضوع را تحلیل نموده و ماهیت اوراق مصون از تورم را تبیین می‌کند. سپس در مرحله تطبیقی درصدد است تا کارکرد این ابزار را در قالب عقود اسلامی چون مشارکت طراحی و مبتنی بر ارکان موجود در قوانین و مقررات برای آن یک مدل مفهومی ارائه نماید.

رابطه حقوقی میان ارکان اوراق مشارکت مصون از تورم از عقود اسلامی مورد تأیید شرع همراه با رعایت شرایط و احکام آن می‌باشد، البته این طراحی به نحوی است که کارکرد اوراق مصون از تورم را داشته باشد.

## ۳. ادبیات موضوع

### ۳-۱. رویکردهای موجود در متغیر کردن سود در اوراق بهادار اسلامی

به طور کلی دو رویکرد در اوراق با سود متغیر وجود دارد:

اول) اوراق با نرخ سود شناور<sup>۷</sup>: اوراق با نرخ شناور که با نام «شناورها» نیز شناخته می‌شوند، سرمایه‌گذاری با پرداخت‌های سود شناور یا تعدیل سود بر اساس یک معیار از پیش تعیین شده می‌باشد. شناورها اولین بار در خلال دوره نوسانات شدید نرخ بهره

در اواخر دهه ۱۹۷۰ منتشر گردید. شناورها ممکن است با هر معیاری مرتبط شوند و پرداخت بهره آن براساس یک فرمول متغیر باشد. عموماً کوپن پرداختی این اوراق برابر با نرخ بهره منعطف یا تغییر در یک شاخص معین در طول یک مدت زمان تعریف شده است؛ مانند تغییر شاخص قیمت مصرف‌کننده در طی سال‌های متوالی به اضافه یک میزان دامنه سود ثابت که براساس ۱٪ بیان می‌شود.

نرخ‌های مورد استفاده در اوراق با نرخ بهره شناور که معروف به نرخ مرجع<sup>۸</sup> هستند عبارتند از:

۱. شاخص پایداری سررسید اوراق خزانه<sup>۹</sup>؛
۲. شاخص هزینه صندوق‌ها<sup>۱۰</sup>؛
۳. ترکیب اوراق تجاری فدرال رزرو<sup>۱۱</sup>؛
۴. نرخ فد فوند<sup>۱۲</sup>؛
۵. نرخ لایبور (نرخ بین بانکی لندن که برای دلار آمریکا و دیگر ارزهاست که به صورت سه، شش ماهه و سالانه اعلام می‌شود)؛
۶. نرخ پایه<sup>۱۳</sup>؛
۷. نرخ‌های اوراق خزانه<sup>۱۴</sup> (به صورت سه ماهه، شش ماهه و سالانه)؛
۸. نرخ ارز مبادلاتی با نرخ بهره خارجی<sup>۱۵</sup>؛
۹. نرخ شناور ممکن است مجموعه‌ای ترکیبی از موارد بالا باشد؛ مثلاً نرخ پایه منهای CMT ده ساله به علاوه نرخ لایبور سه ماهه؛
۱۰. نرخ تورم یا شاخص قیمت مصرف‌کننده<sup>۱۶</sup>.

مباحث فوق در مورد اوراق با نرخ سود شناور در مالی متعارف می‌باشد، ولی در کشورهای اسلامی نیز ابزارهای مالی اسلامی با نرخ سود شناور طراحی و اجرائی شده است. به عنوان مثال، صکوک سادارا کشور عربستان که در سال ۲۰۱۳ منتشر شد، نرخ سود شناور دارد و نرخ کوپن آن بر اساس نرخ بهره بین بانکی عربستان به اضافه ۰/۹۵ درصد است که به صورت هر شش ماه یکبار پرداخت می‌شود. این اوراق به تأیید کمیته شرعی این کشور رسیده است.

شورای مشورتی فقهی مالزی نیز در سال ۲۰۰۳ و طی سه نشست، نرخ اجاره شناور

را در اوراق اجاره به تصویب رساند. بر این اساس نرخ اجاره براساس روشی منضبط و از پیش تعیین شده در شرایط قرارداد اجاره مشخص می‌شود تا غرری نشود (Shariah Redoluticos in Islamic Finance, 2003, p.10).

راهکار نخست این مقاله؛ پرداخت سود علی‌الحساب شناور که در بخش مدل‌های عملیاتی انتشار اوراق مشارکت مصون از تورم می‌آید، راهکار شناورسازی نرخ سود است که در آن بخش به طور مفصل به آن پرداخته می‌شود.

دوم) اوراق مصون از تورم.

### ۲-۳. تاریخچه انتشار اوراق مصون از تورم

در میان کشورهای صنعتی، اولین ناشر این اوراق در سال ۱۹۸۱ انگلیس بود. در حال حاضر این اوراق در انگلیس، کانادا، استرالیا و آمریکا وجود دارد. از زمانی که دولت آمریکا اوراق مصون از تورم خزانه‌داری را در سال ۱۹۹۷ منتشر کرد، بازار جهانی این اوراق شروع شد. در منطقه اروپا کشورهایی مانند سوئد (۱۹۹۴)، فرانسه (۱۹۹۸)، ایتالیا (۲۰۰۳)، یونان و آلمان (۲۰۰۶) این اوراق را منتشر کردند. در فرانسه این اوراق براساس شاخص تورم فرانسه<sup>۱۷</sup> و شاخص تورم منطقه اروپا<sup>۱۸</sup> منتشر شد.

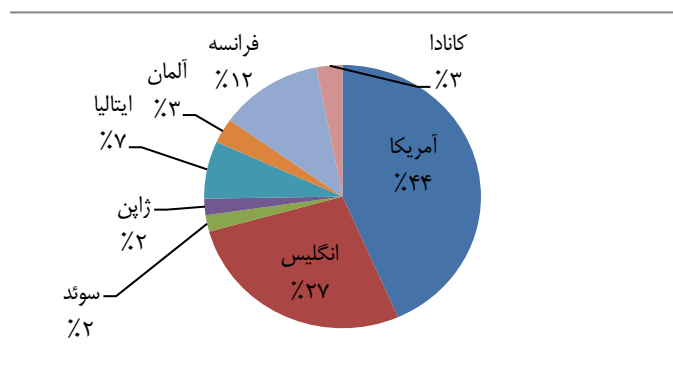
ژاپن نیز به عنوان یکی از کشورهای عضو گروه هفت در سال ۲۰۰۴ این اوراق را منتشر کرد.

برزیل سابقه زیادی در اوراق مصون از تورم دولتی دارد. این کشور اولین بار در سال ۱۹۶۴ این اوراق را منتشر کرد. برزیل بزرگترین ناشر بازار نوظهور با رقم ۲۰۰ میلیارد دلار می‌باشد. در آوریل ۲۰۱۲، حجم بازار جهانی اوراق مصون از تورم دولتی تقریباً ۲ تریلیون دلار بود.

آمریکا با ۸۶۶ میلیارد دلار بزرگترین ناشر و به دنبال آن انگلیس با ۵۴۹ میلیارد دلار، فرانسه با ۲۳۵ میلیارد دلار، ایتالیا با ۱۳۲ میلیارد دلار در رده‌های بعدی هستند.

آلمان دیرتر وارد این بازار شده و ۶۰ میلیارد دلار از این اوراق منتشر کرده است (Kramer, 2013, p.2). نمودار (۲) این آمارها را نشان می‌دهد.





نمودار (۲): بازار جهانی اوراق مصون از تورم در آوریل ۲۰۱۲

منبع: (Kramer, 2013, p.2)

### ۳-۳. تعریف اوراق مصون از تورم

اوراق مصون از تورم، اوراق بهاداری است که با تورم مرتبط می‌شود تا از سرمایه‌گذاران در برابر تأثیرات منفی تورم حمایت کند. این اوراق از آنجایی که به پشتوانه دولت منتشر می‌شود و ارزش اسمی آن با تورم افزایش می‌یابد، ریسک سرمایه‌گذاری در آن بسیار کم است. نرخ بهره در این اوراق ثابت است و به صورت فصلی پرداخت می‌شود. اوراق مصون از تورم آمریکا را می‌توان به طور مستقیم از دولت و از طریق سامانه اداره خزانهداری و در مبالغ ۱۰۰ دلاری خریداری کرد. حداقل مبلغ مورد نیاز برای سرمایه‌گذاری در این اوراق ۱۰۰ دلار و سررسید آن ۵، ۱۰ و ۳۰ ساله است. اوراق مصون از تورم، یک ابزار مالی نسبتاً جدید است که سال ۱۹۹۷ در آمریکا معرفی شد. امروزه این اوراق با سررسید ۵ تا ۳۰ ساله منتشر می‌شوند (Hendricks, 2014, p.1).

برای فهم بهتر تأثیر نرخ‌های رو به افزایش<sup>۱۹</sup> بر روی اوراق مصون از تورم، این اوراق را مانند اوراق قرضه انفرادی<sup>۲۰</sup> در ساختار یک صندوق سرمایه‌گذاری مشترک در نظر بگیرید که عوامل عملکردی روی بازدهی کل<sup>۲۱</sup> آنها اثر می‌گذارد. عملکرد اوراق مصون از تورم در دوره‌ای که نرخ‌ها افزایشی است به تأثیر متقابل نرخ بهره واقعی افزایشی و تورم غیرمنتظره<sup>۲۲</sup> وابسته است. نرخ بهره واقعی افزایشی تأثیر منفی و تورم

غیرقابل انتظار تأثیر مثبت روی قیمت دارد. بنابراین، عملکرد واقعی اوراق مصون از تورم به چرخه نرخ بهره و تورم وابسته است. اوراق مصون از تورم از جهات ذیل با اوراق قرضه عادی خزانه‌داری آمریکا متفاوت است (Rinaldi, 2006, p.3)، (Huber, 2014, p.18):

- ✓ مبلغ اسمی اوراق قرضه با توجه به تورم تعدیل می‌شود.
- ✓ نرخ کوپن براساس نرخ بهره واقعی ثابت می‌شود.
- ✓ پرداخت کوپن با تغییرات تورم تعدیل می‌شود.

### ۳-۴. ارزش اسمی اوراق مصون از تورم

ارزش اسمی<sup>۳۳</sup> اوراق مصون از تورم براساس تغییرات تورم به طرف بالا یا پایین تعدیل می‌شود. در آمریکا برای سنجه تورم، بخش خزانه‌داری دولت از تغییرات شاخص قیمت مصرف‌کننده شهری<sup>۳۴</sup> یا «شاخص قیمت مصرف‌کننده تعدیل شده غیرفصلی»<sup>۳۵</sup> برای تمام مصرف‌کنندگان شهری استفاده می‌کند.

این سنجه توسط خزانه‌داری انتخاب شده است، زیرا معروف‌ترین و مقبول‌ترین سنجه اندازه‌گیری تورم می‌باشد. اگرچه تعدیل تورم می‌تواند روزانه محاسبه شود ولی سرمایه‌گذار تا سررسید، ارزش اسمی تعدیل شده را دریافت نمی‌کند. همچنین، دولت آمریکا ضمانت می‌کند که ارزش اسمی تعدیل شده اوراق براساس تورم در سررسید، از ارزش اسمی اولیه<sup>۳۶</sup> اوراق کمتر نخواهد بود. اگر دوره انقباض قیمت‌ها<sup>۳۷</sup> طولانی باشد، خزانه‌داری آمریکا در سررسید مابه‌التفاوت را با بازگرداندن ارزش اسمی اوراق جبران خواهد کرد.

### ۳-۵. پرداخت کوپن اوراق مصون از تورم<sup>۳۸</sup>

کوپن اولیه<sup>۳۹</sup> اوراق مصون از تورم بر اساس نرخ بهره واقعی است. نرخ بهره اسمی<sup>۳۰</sup> شامل دو بخش است:

۱. نرخ بهره واقعی: که عبارت است از هزینه استفاده از پول برای یک دوره زمانی.
۲. انتظارات تورمی: که عبارت است از تصور بازار از تورم آینده.

به دلیل آن که اوراق مصون از تورم ویژگی تعدیل تورم را دارد، کوپن اولیه آن بر مبنای نرخ بهره واقعی بازار در زمان انتشار است. این نرخ تقریباً همیشه کمتر از نرخ بهره اسمی است. برای مثال، بازدهی اوراق خزانة ۱۰ ساله در تاریخ ۲۰۱۴/۰۵/۳۱، معادل ۲/۴۹ درصد بود در حالی که نرخ واقعی ۱۰ ساله آن ۰/۲۴ درصد بود. این به معنای آن است که بازار انتظار دارد تورم در طول ۱۰ سال ۲/۲۶ درصد باشد.

ویژگی تعدیل تورم روی پرداخت کوپن اوراق مصون از تورم، با مفهوم تعدیل تورم در ارزش اسمی اوراق ارتباط دارد. نرخ کوپن در زمان انتشار به طور ثابت مشخص شده است. از این رو، در پرداخت کوپن شش ماهه، نرخ کوپن اعلامی اوراق در ارزش اسمی تعدیل شده براساس تورم ضرب می‌شود. اگر تورم مثبت باشد، و ارزش اسمی اوراق افزایش یابد، پرداخت کوپن اوراق نیز افزایش خواهد یافت (Rodriguez & Kung, 2014, pp. 1-2).

### ۳-۶. تعدیل تورم در اوراق مصون از تورم

مثال فرضی زیر چگونگی تعدیل تورم اوراق در طول یک دوره تورمی را نشان می‌دهد:

✓ ارزش اسمی اوراق مصون از تورم منتشره: ۱۰۰۰ دلار.

✓ نرخ کوپن: ۳/۵ درصد.

✓ نرخ تورم سالانه: ۲/۲ درصد.

افزایش ارزش اسمی: در طول سال، ارزش اسمی اوراق مصون از تورم به ۱۰۲۲ دلار افزایش می‌یابد (۱۰۰۰ × ۲/۲٪ دلار).

افزایش پرداخت کوپن: پرداخت کوپن سرمایه‌گذار از ۳۵ دلار سالیانه (۱۰۰۰ × ۳/۵٪ دلار) به ۳۵/۷۷ دلار سالیانه (۱۰۲۲ × ۳/۵٪ دلار) افزایش می‌یابد.

(Hendricks, 2014, p. 2).

جدول (۲): اوراق مصون از تورم با ارزش اسمی ۱۰۰۰ دلار و نرخ کوپن ۳/۵ درصد

سال	اصل اوراق در ابتدا	نرخ تورم	تعدیل اصل	اصل اوراق در پایان	نرخ کوپن	پرداخت کوپن
۱	۱۰۰۰ دلار	۲/۲٪	۲۲ دلار	۱۰۲۲ دلار	۳/۵٪	۳۵/۷۷ دلار

سال	اصل اوراق در ابتدا	نرخ تورم	تعدیل اصل	اصل اوراق در پایان	نرخ کوپن	پرداخت کوپن
۲	۱۰۲۲ دلار	٪۰	۰ دلار	۱۰۲۲ دلار	٪۳/۵	۳۵/۷۷ دلار
۳	۱۰۲۲ دلار	٪-۰/۴	-۴/۰۹ دلار	۱۰۲۲ دلار	٪۳/۵	۳۵/۶۳ دلار

منبع: (Rodriguez & Kung, 2014, pp. 1-2)

### ۳-۷. مزیت‌های اوراق مصون از تورم

این اوراق مزایای متعددی برای ذینفعان دارد که در ادامه به مهم‌ترین آنها می‌پردازیم:

#### ➤ مزایا برای ناشران:

۱. هزینه انتشار این اوراق برای ناشر کمتر خواهد بود؛ زیرا در این اوراق صرف ریسک تورم وجود ندارد؛ بنابراین اوراق مصون از تورم، کشورها را برای کاهش هزینه‌های تأمین مالی مجدد پیش‌بینی شده توانمند می‌سازد.
۲. این اوراق به هموارسازی ساختار دیرش بدهی‌های دولتی کمک می‌کند.
۳. بانک‌های مرکزی از بازدهی‌های اوراق مصون از تورم برای محاسبه تورم مورد انتظار و تنظیم سیاست‌های پولی استفاده می‌کند.
۴. انتشار این اوراق به ناشر امکان تطبیق دقیق‌تر بدهی‌ها و دارایی را خواهد داد. 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. این که حداقل بخشی از بدهی‌های دولتی مرتبط با تورم باشد سبب تطبیق بهتر دارایی‌ها و بدهی‌ها و کاهش ریسک تورم برای دولت خواهد بود. هر چه رشد درآمدها نسبت به مخارج با افزایش سطح قیمت‌ها بیشتر شود، تمایل دولت برای انتشار اوراق مصون از تورم بیشتر خواهد بود.
۵. انتشار این اوراق سبب می‌شود که ناشران از سرمایه‌گذارانی استقراض نمایند 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 داده که به نوبه خود ریسک سیستمیک را کاهش می‌دهد.

#### ➤ مزایای سرمایه‌گذاران:

۱. سرمایه‌گذاران را در برابر زیان‌های ناشی از نوسانات پیش‌بینی نشده نرخ تورم و کاهش قدرت خرید محافظت می‌کند.
۲. استفاده از اوراق مصون از تورم جهت تنوع‌سازی در پرتفوی دارایی‌ها می‌باشد، از آنجا که همبستگی این اوراق با سایر دارایی‌ها کم می‌باشد؛ بنابراین ابزار مناسبی برای تنوع‌سازی و کاهش ریسک پرتفوی می‌باشد.
۳. اوراق مصون از تورم به جابجایی‌ها در بازدهی‌های واقعی عکس‌العمل نشان می‌دهد نه بازدهی‌های اسمی و این امر منجر به هموارسازی و نوسان کمتر بازدهی‌های سرمایه‌گذاران می‌شود.
۴. این اوراق می‌تواند به عنوان یک مؤلفه مهم در مدیریت پرتفوی صندوق‌های بازنشستگی و شرکت‌های بیمه تلقی گردد که به وسیله آن می‌توانند سیاست‌های تطابق دارایی‌ها و بدهی‌هایشان را داشته باشند.

#### ➤ مزایای عمومی:

۱. انتشار اوراق مصون از تورم به تقویت اعتماد و اعتبار دولت در جامعه کمک می‌کند؛ زیرا دولت نمی‌تواند این بدهی‌ها را متورم نماید. 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 مخصوصاً برای اقتصادهای نوظهور که برخی از آنها صرفاً توانایی تأمین مالی مجدد با انتشار اوراق تورم‌پیوند در ارز رایج خودشان را دارند، دارای اهمیت است.
۲. با توجه به ویژگی اوراق مصون از تورم 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 مسأله این است که در صورت فقدان اوراق مصون از تورم، در صورت وجود انتظارات تورمی فزاینده، سرمایه‌گذاری در دارایی‌های واقعی بیشتر شده؛ زیرا روشی مطمئن برای مصونیت از تورم خواهد بود. بنابراین وجود اوراق مصون از تورم به افزایش و با ثبات شدن نرخ پس‌انداز کمک خواهد کرد.

۳. تورم پیش‌بینی نشده سبب انتقال غیر ارادی ثروت از وام‌دهندگان به وام‌گیرندگان (یا بالعکس) می‌شود. پیوند دادن بازدهی به تورم سبب می‌شود اثرات بازتوزیعی آن بین وام‌دهندگان و وام‌گیرندگان کاهش یابد. توانایی برای تشخیص انتظارات تورمی بازار جزء مزایای انتشار اوراق قرضه مصون از تورم برای سیاست‌گذاران است. اوراق مصون از تورم می‌تواند اطلاعات مفیدی برای بانک مرکزی در جهت پیاده‌سازی سیاست‌هایش داشته باشد (توحیدی، ۱۳۹۴، صص ۱۱-۱۰).

### ۳-۸. اوراق مشارکت، تعریف و تاریخچه

نخستین اوراق بهادار اسلامی یا صکوک در ایران اوراق مشارکت است که اولین مقررات ناظر بر انتشار در سال ۱۳۷۳ به تصویب شورای پول و اعتبار بانک مرکزی رسید و جایگزین مقررات مربوط به اوراق قرضه گردید (موسویان و سروش، ۱۳۹۰، ص ۳۱)، سپس در همان سال شهرداری تهران در جایگاه ناشر، نخستین اوراق مشارکت را به میزان ۲۵۰ میلیارد ریال، جهت اجرای طرح نواب منتشر نمود (اداره اعتبارات بانک مرکزی، ۷۳) آنگاه در سال ۱۳۷۶ قانون دائمی نحوه انتشار اوراق مشارکت به تصویب مجلس رسید. براساس قانون، اوراق مشارکت، اوراق بهادار با نام یا بی‌نامی است که به قیمت اسمی مشخص برای مدت معین منتشر می‌شود و به سرمایه‌گذارانی که قصد مشارکت در اجرای طرح‌های موضوع انتشار اوراق را دارند، واگذار می‌گردد (قانون اوراق مشارکت، ۱۳۷۶).

### ۳-۹. امکان‌سنجی فقهی انتشار اوراق مشارکت مصون از تورم

#### ۳-۹-۱. عقد شرکت و ماهیت فقهی اوراق مشارکت

شرکت عقدی عبارت است از قرارداد میان دو یا چند نفر بر معامله و تجارت با مال مشترک یا عقدی که ثمره آن جواز تصرف مالکان در مال مشترک و تجارت با آن است (سبزواری، ۱۴۱۳ ق، ج ۲۰، ص ۲۸).

اطلاق عقد شرکت اقتضا دارد که سود و زیان بر هر دو شریک به نسبت مالشان تقسیم شود، پس اگر مال‌ها مساوی باشند در نفع و ضرر مساوی می‌باشند، وگرنه به حسب تفاوت مالشان، از سود و زیان متفاوت برخوردار می‌شوند. ممکن است در عقد شرکت، به‌رغم تساوی شرکاء در مال، تفاوت آنها در سود شرط شود، و یا با تفاوت در مال، تساوی در سود شرط شود. پس اگر سود زیادی برای کسی که کار بیشتری انجام می‌دهد، قرار داده شود، بدون اشکال صحیح است (موسوی خمینی، بی‌تا، ص ۶۲۶)، با انتشار اوراق مشارکت طبق این تعریف از عقد شرکت، یک فعالیت اقتصادی مشاع راه می‌افتد. سرمایه‌گذاران و خریداران اوراق در حقیقت در طرح مورد نظر شریک می‌شوند و با عقد شرکت، سرمایه‌گذاری در طرح مورد نظر شروع می‌شود؛ بنابراین تمام احکام فقهی عقد شرکت در این اوراق نیز جاری است و احکام الزامی آن باید رعایت گردد.

#### ۳-۹-۲. اوراق مشارکت مصون از تورم

در اوراق مشارکت عادی در دوره مشارکت، سود معینی از طرف ناشر به عنوان سود علی‌الحساب به صاحبان اوراق قرض داده می‌شود و در سررسید سود واقعی محاسبه و همراه با اصل سرمایه با آنان تسویه می‌شود، اما در اوراق مشارکت مصون از تورم یا اوراق مشارکت با نرخ سود علی‌الحساب شناور که در چند مدل قابل طراحی است، نرخ سود علی‌الحساب پرداختی براساس شاخص تورم و طبق فرمول معینی تعدیل می‌شود.

شاخص تورم می‌تواند براساس تورم کل یا تورم بخشی یا شاخص تورم تولیدکننده تعیین گردد. تعیین فرمول نرخ سود علی‌الحساب که عبارت است از نرخ تورم هر دوره به علاوه درصد مشخص، براساس شاخص‌های کلان اقتصادی و

مهندسی مالی اوراق صورت می‌گیرد (کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار؛ ۱۳۹۳) و تمامی ارکانی که در اوراق مشارکت معمول وجود دارد در این نوع از اوراق مشارکت نیز حضور دارند.

### ۳-۹-۳. مدل‌های اوراق مشارکت مصون از تورم

اوراق مشارکت مصون از تورم را می‌توان در سه مدل تصویر کرد:

#### ➤ اوراق مشارکت با سود علی‌الحساب شناور:

این راهکار ناظر به رویکرد اول در متغیر کردن سود در اوراق بهادار یا همان شناور کردن نرخ سود اوراق است. در این مدل، سود علی‌الحساب اوراق مشارکت که بر مبنای نرخ تورم به اضافه درصد مشخص تعیین می‌شود، از طرف بانی یا ناشر به دارندگان اوراق به عنوان قرض پرداخت می‌شود تا در سررسید بر مبنای سود واقعی پروژه تسویه حساب گردد<sup>۳۱</sup>. تنها تفاوت این مدل با اوراق مشارکت عادی این است که سود علی‌الحساب این اوراق طبق توافق شرکاء (بانی و صاحبان اوراق) متغیر و تابعی از نرخ تورم است. اصل حاکمیت اراده و ثبات قراردادهای اقتضا می‌کند که توافق متعاملین، محترم و الزام‌آور باشد و تغییری در آن صورت نگیرد. ماده ۱۰ قانون مدنی ایران نیز اصل آزادی قراردادهای را تأیید کرده و می‌گوید: «قراردادهای خصوصی نسبت به کسانی که آن را منعقد کرده‌اند در صورتی که خلاف صریح قانون نباشد، نافذ است». مطابق همین اصل حاکمیت اراده و آزادی قراردادهای، متعاقدين می‌توانند شرطی در قرارداد خود پیش‌بینی نمایند که به موجب آن تحت شرایط معینی، متن قرارداد و شرایط مندرج در آن مورد تعدیل واقع شود که این امر به تعدیل قراردادی مشهور است. تعدیل قرارداد به دو قسم توافقی و قانونی تقسیم می‌شود. در نوع توافقی، بر حسب توافق و مطابق قاعده، طرفین قرارداد را مورد بازنگری قرار می‌دهند و عوضین را تعدیل می‌کنند. تعدیل قانونی عنوانی است برای اصلاح و تغییری که در قراردادهای بدون استناد به توافق طرفین عقد، صورت می‌پذیرد. به طور مثال، قانون‌گذار در خصوص مهریه گذشته، چنانچه پول باشد، آن را به نرخ روز حساب می‌کند. این مورد از جمله تعدیل‌هایی است که بدون توافق متعاقدين بوده و از سوی قانون‌گذار صورت



گرفته است. حال باید این شرط تعدیل قرارداد را از منظر فقهی مورد بررسی قرار داده و انطباق آن را با کلیات ادله عقود تحلیل کرد تا در صورت شرعی بودن، از آن به عنوان روشی برای شناور بودن سود علی الحساب در اوراق مشارکت مصون از تورم استفاده شود. تعدیل توافقی قرارداد به دو صورت کلی قابل تصور است:

۱. تعدیلی که در متن عقد مورد توافق قرار گرفته و پیش‌بینی می‌شود،
۲. تعدیلی که پس از عقد به استناد توافق طرفین انجام می‌پذیرد (فخار طوسی، بی تا، ص ۱۰۲ و ۱۰۴).

تعدیلی که در متن مورد توافق قرار می‌گیرد ممکن است دو حالت داشته باشد:

۱. تعدیلی که مبنای آن مشخص است مانند آنکه در عقد اجاره پیش‌بینی کنند که در صورت وقوع فلان پیشامد، بهای انجام کار اجیر از هزار تومان به پانصد تومان (کمتر از اجاره مقرر) یا دو هزار تومان (بیشتر از اجاره مقرر) تغییر یابد. اوراق مشارکت مصون از تورم دارای سود علی الحساب شناور را نیز می‌توان از همین نوع قرار داد. زیرا همان‌طور که از نظر گذشت، در این اوراق سهم‌الشرکه مجهول نیست بلکه سازوکار و مبنای تعیین آن کاملاً مشخص و معلوم می‌باشد. بنابراین، همان سازوکار را می‌توان مبنای مشخص کردن تعدیل قرارداد در اوراق مشارکت قرار داد.

تعدیل توافقی قرارداد، نوعی شرط ضمن عقد است که شرط یاد شده حاوی نوعی تعلیق است چرا که مفاد آن انجام تعدیل در صورت وقوع امر مورد نظر (مثلاً بروز حادثه غیر مترقبه) می‌باشد. بنابراین، باید روشن شود که شرط معلق چه حکمی دارد؟ یک دیدگاه می‌گوید چنین شرطی باطل است و دیدگاه دیگر معتقد به صحت چنین شرطی می‌باشد. نظر برگزیده در باب تعلیق عقود و ایقاعات این است که جز اجماع، دلیلی برای بطلان تعلیق در دست نیست و چون اجماع در شمار ادله لَبّی قرار داشته و اکتفا بر قدر متیقّن در این نوع ادله ضرورت دارد، (سید اشرفی، ۱۳۸۵، ج ۳، ص ۴۳۶) باید بر مورد متیقّن آن یعنی عقد بیع و نظایرش اکتفا کرد و از توسعه حکم به شرط،

خودداری نمود. بنابراین به هیچ عنوان دلیلی بر بطلان شرط معلق وجود نخواهد داشت. از طرفی هم عمومات ادله شروط و ادله‌ای که به‌طور خاص در مورد شرط معلق آمده است، صحت شرط معلق را اثبات می‌کند. در نتیجه، تعدیل توافقی قرارداد در صورت نخست آن (بر مبنای معلوم) صحیح بوده و از نظر ادله شرعی اشکال ندارد.

۲. تعدیلی که مبنای آن مجهول است. مانند آن که در مثال بالا، تنها بازنگری در قیمت انجام کار و تعدیل آن متناسب با شرایط جدید در صورت وقوع پیشامد مورد نظر، پیش‌بینی گردیده بدون آنکه میزان تغییر معلوم شود. بازگشت این نوع از تعدیل قرارداد، به شرط مجهول است. علمای امامیه در اصل بطلان شرط مجهول اتفاق نظر داشته و آن را پذیرفته‌اند (نجفی، ۱۴۰۴ق، ج ۲۳، ص ۱۹۹)، اگرچه در محدوده و تفسیر شرط مجهول با یکدیگر اختلاف دارند؛ برخی شرط مجهول را به‌طور مطلق و برخی نیز شرط مجهول را تنها در صورتی که منجر به پیدایش غرر گردد، باطل می‌دانند.

همان‌طور که اشاره شد در شناور بودن سود علی‌الحساب در اوراق مشارکت بر مبنای شرط تعدیل قرارداد، براساس مبنای مجهول نیست تا از قسم تعدیل قراردادی باشد بلکه این تعدیل، با ضابطه و مبنای کاملاً مشخص و معلوم در ضمن عقد شرط خواهد شد.

در ادامه دو راهکار برای متغیر کردن سود اوراق مشارکت با توجه به رویکرد دوم یعنی تعدیل مبلغ اسمی اوراق براساس تورم ارائه خواهد شد.

#### ➤ اوراق مشارکت مصون از تورم دارای حق اختیار فروش:

اختیار معامله، قراردادی است که طبق آن خریدار اختیار، با پرداخت وجهی به فروشنده اختیار، حق خرید یا فروش دارایی مشخصی را با قیمت معین، در آینده به دست می‌آورد، بدون این که متعهد به چنین خرید یا فروشی باشد (Rodriguez, 2002, p.222). در این مدل ضمن عقد شرکت، ناشر به دارندگان اوراق مشارکت این حق را

می‌دهد که افزون بر دریافت سود علی‌الحساب دوره‌ای به صورت تابعی از تورم، 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 گردیده را به ناشر یا بازارگردان اوراق بفروشند.<sup>۳۲</sup> نتیجه این مدل این خواهد بود که دارندگان اوراق می‌توانند تا سررسید و در سررسید، افزون بر اصل سرمایه، سودی معادل تورم به علاوه درصدی معین گرفته از مشارکت خارج شوند.

در اختیار معامله یک طرف در جایگاه فروشنده اختیار در ازای دریافت مبلغی معین، به عنوان قیمت اختیار از طرف مقابل در جایگاه خریدار اختیار، متعهد می‌شود که در صورت مطالبه وی دارایی معینی را در ازای مبلغی معین و در تاریخ معین یا پیش از آن به وی بفروشد. قرارداد پیش گفته برای خریدار هیچ‌گونه تعهدی پدید نمی‌آورد؛ در حالی که فروشنده متعهد شده است که در صورت تصمیم خریدار به خرید و استفاده از حق خود، دارایی پایه را به وی به قیمت توافق شده نه قیمت جاری، تحویل دهد. سود فروشنده فقط به اندازه مبلغ حق امتیاز است که خریدار به وی پرداخته است؛ اما زیان وی تابع قیمت در بازار است. تاریخ انقضا<sup>۳۳</sup> مشخص‌کننده وضعیت عمر قراردادهای پیش گفته است (معصومی‌نیا و سیدی‌نیا، ۱۳۸۹، ص ۱۵۱).

راه‌های بیع حق، و تعهد به عنوان راه‌های تصحیح اختیار معامله رایج و راه‌های وکالت، هبه معوضه و اسقاط حق به عنوان راه‌حل‌های جایگزین مطرح شده است (معصومی‌نیا و سیدی‌نیا، ۱۳۸۹، ص ۱۷۲).

تفاوتی که در اختیار معامله این اوراق وجود دارد این است که اختیار معامله نه به عنوان یک عقد مستقل، بلکه به عنوان شرطی در ضمن عقد شرکت لحاظ می‌شود، که در این صورت نیازی به تصحیح آن در قالب‌های گذشته نیست.

#### ➤ اوراق مشارکت مصون از تورم دارای حق اختیار فروش و حق اختیار خرید:

در این مدل نیز ناشر افزون بر پرداخت سود علی‌الحساب مبتنی بر تورم به صورت قرض در ضمن عقد شرکت، به دارندگان اوراق مشارکت 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 گردیده را به ناشر یا بازارگردان اوراق بفروشند، کما اینکه خریداران اوراق به ناشر این حق را می‌دهند که ناشر (در صورت مجاز بودن به خرید) در سررسید مقرر اختیار خرید اوراق براساس فرمول مشخصی (تورم به اضافه درصد معین) را داشته باشد.<sup>۳۴</sup>

تصویر دیگری که می‌توان برای قراردادهای اختیار معامله در نظر گرفت این است که این قراردادها از سنخ تعهدات هستند، به این بیان که فروشنده اختیار، متعهد می‌شود در صورت درخواست مشتری، کالا یا سهام معینی را به قیمت معین خرید یا فروش کند و در مقابل این تعهد از مشتری وجهی دریافت می‌کند که به آن قیمت اختیار معامله می‌گویند. به عبارت دیگر خریدار اختیار، با پرداخت مبلغی تعهد فرد دیگری مبنی بر انجام عمل حقوقی خرید یا فروش را خریداری می‌کند. بنابراین قرارداد اختیار معامله از نظر فقهی، قراردادی مستحدث خواهد بود.

با توجه به ماهیت قرارداد اختیار معامله که قرارداد جدیدی است در صورت رعایت ضوابط عمومی قراردادها مانند ممنوعیت اکل مال به باطل، ضرر، غرر و ربا، می‌تواند قرارداد صحیحی باشد و با توجه به اینکه در قراردادهای اختیار معامله، این ضوابط رعایت می‌شود این معاملات محکوم به صحت خواهند بود.<sup>۳۵</sup>

بعد از تعهد فروشنده و دریافت وجه، مشتری حق اختیار خرید یا فروش پیدا می‌کند، مشتری می‌تواند در سررسید، این حق را اعمال کند یا از آن دست بردارد کما اینکه قبل از سررسید می‌تواند این حق را به دیگری بفروشد. در نتیجه معاملات بعدی اختیار معامله از سنخ خرید و فروش حق خواهد بود.

در مورد خرید و فروش حق، در بین فقهاء اختلاف نظر وجود دارد؛ در مقابل اکثر فقیهان که عینیت را در مبیع شرط می‌دانند، برخی نیز دلیلی بر اختصاص مبیع به اعیان قائل نبوده، بلکه آن را اعم از اعیان، منافع و حقوق می‌دانند. بنابر نظر این عده از فقهاء، فروش سرقفلی، حق انشعاب آب و برق و تلفن در بین عقلاء امری رایج و متداول است و به این دلیل معتقدند که: «ممکن نیست از اجرای احکام بیع بر فروش این قبیل

حقوق مانع شویم، زیرا فروش آنها در نزد عرف شایع است به طوری که همه آن را قبول دارند و مانعی از اطلاق بیع بر آنها نیز وجود ندارد و عمومات کتاب و سنت نیز شامل حال آنها است» (مکارم شیرازی، ۱۴۲۵ق، صص ۱۵-۱۴).

امام خمینی (ره) ضمن رد شرط عینیت در مبیع، می‌فرماید: «همه می‌پذیرند که اگر عوض عین نباشد، بیع صحیح است. از آنجا که فرق بین عوض و معوض فقط اعتبار انشاء است و در واقع هر یک از آنها، عوض دیگری است، پس ماهیت بیع مبادله بین آنها می‌باشد و هر یک از آنها عوض دیگری قرار داده شود، پس عین، بدل از ثمن است و ثمن، بدل از عین می‌باشد. بنابراین چنان که در جانب ثمن (عوض) عینیت شرط نیست، در جانب عوض دیگر (مبیع) نیز عینیت شرط نمی‌باشد؛ زیرا بین این دو از جهت عوض و معوض بودن فرقی نیست (فرق بین آن دو اعتباری است نه واقعی)» (موسوی خمینی، ۱۴۲۱ق، ج ۱، ص ۳۱).

نکته قابل توجه این است که در این مدل نیز حق اختیار خرید یا حق اختیار فروش نه به عنوان یک قرارداد مستقل بلکه به عنوان شرط ضمن عقد شرکت خواهد بود. در نتیجه اختلافات مذکور تأثیری در صحت این شرط و عقد نخواهد داشت.

### ۳-۹-۴. بازار اولی و ثانوی اوراق مشارکت مصون از تورم

در بازار اولیه اوراق مشارکت، ناشر، سرمایه‌گذاران را برای اجرای طرح‌های عمرانی-انتفاعی به مشارکت می‌طلبد و برای تشویق سرمایه‌گذاران بازپرداخت اصل سرمایه و پرداخت دوره‌ای سود علی‌الحساب شناور را تعهد می‌نماید. همان‌طور که مشخص است، این فرآیند عقد بیع نیست و آنچه تحت عنوان خرید و فروش اوراق مشارکت مصون از تورم مطرح می‌شود، مسامحه در تعبیر و مجاز است و آنچه در واقع اتفاق می‌افتد تشکیل شرکت عقدی بین ناشر و صاحبان اوراق مشارکت است. ولی قرارداد بازار ثانوی اوراق مشارکت مصون از تورم، واقعاً بیع است زیرا در این بازار، دارنده اوراق، سهم‌الشرکه خود از دارایی موضوع مشارکت را به شخص ثالث فروخته و شخص ثالث جایگزین وی در قرارداد شرکت می‌شود (موسویان، ۱۳۹۱، ص ۶۴۰).

حال لازم است رعایت قواعد اصلی معاملات در مورد معاملات بازار اولیه و ثانویه

اوراق مشارکت مصون از تورم بررسی گردد.

### ۳-۹-۵. بررسی قاعده ممنوعیت غرر در اوراق مشارکت مصون از تورم

یکی از قواعد عمومی معاملات ممنوعیت غرر در ارکان اصلی قرارداد است. در اوراق مشارکت مصون از تورم ممکن است گفته شود از آنجا که حین انعقاد قرارداد نرخ تورم آینده مجهول است سودهای علی الحساب نیز مجهول خواهد بود پس هر سه مدل اوراق مشارکت مصون از تورم با مجهول بودن سود مواجه هستند افزون بر این در مدل نوع دوم و سوم قیمت خرید و فروش اوراق براساس اعمال اختیار خرید یا فروش نیز مشخص نیست در نتیجه قیمت اوراق مشارکت در فروش های مجدد مجهول خواهد بود و همه اینها باعث غرری شدن شرکت می شود.

چون اکثر فقها، مجهول بودن ثمن را سبب غرری و بطلان عقد می دانند، حتی واگذاری تعیین ثمن به وسیله یکی از متعاقدين یا شخص ثالث را نپذیرفته اند. شهید ثانی در این رابطه معتقد است که اگر قراردادی منعقد شود و تعیین ثمن در آینده به عهده متعاملین یا شخص ثالث باشد، چنین قراردادی به علت غرری بودن باطل است (شهید ثانی، ۱۴۱۰ق، ج ۳، ص ۲۶۴). قانون مدنی ایران نیز با توجه به پیشینه فقهی، معلوم و معین بودن مورد معامله از جمله ثمن را شرط اساسی صحت قراردادها ذکر کرده است.

در جواب از این شبهه می توان گفت:

اولاً) از آنجایی که غرر اصطلاحی شرعی نیست بلکه دارای مفهوم عرفی است (مراغی، ۱۴۱۷ق، ج ۲، ص ۳۲۰) پس اگر ثابت شود که مفهوم غرر در عرف تغییر یافته است، به دنبال آن، حکم نیز تغییر خواهد یافت. زیرا شبهه حکمیه در این خصوص وجود ندارد و آنچه محل تردید است، تعیین مصداق غرر یا همان شبهه موضوعیه است. پس اگر در نوع خاصی از معاملات، ثمن در حین انعقاد عقد به صورت مبلغ، معین نشده باشد، اما ضابطه تعیین آن مورد توافق طرفین است، بایستی به این سؤال پاسخ داده شود که چنین معامله ای از دید عرف مصداق غرر است یا خیر، و در صورت منفی بودن پاسخ، می توان حکم به صحت آن معامله داد.

به عبارت دیگر معنای عرفی هر لفظی از مراجعه به اهل لغت که کاربردهای عرفی واژه‌ها را جمع‌آوری می‌کنند، شناخته می‌شود. در کتاب‌های لغت، برای واژه غرر معانی گوناگونی ذکر شده است. ملا احمد نراقی (ره) پس از بحث فراوانی که درباره غرر از منظر لغت‌شناسان بحث نموده است، در نهایت نظر آنان را این چنین جمع‌بندی می‌کند: «سخن ایشان در معنای غرر، در یک معنا تطابق دارد و آن این است که غرر اسم مصدر از تغیر است و تغیر به معنای در معرض هلاکت قرار گرفتن، و غرر به معنای خطراست و خطر به معنای مصدري آن، در شرف هلاکت واقع شدن معنا می‌دهد؛ یعنی احتمال راجح یا مساوی در وقوع تلف و تباه شدن امری است (نراقی، ۱۴۱۷ق، ص ۸۹)، بنابراین گرچه در اوراق مصون از تورم حین معامله مبلغ سود یا ثمن معین نشده، اما چون ضابطه تعیین آن به توافق طرفین رسیده نه تنها خطر و هلاکت اموال نیست بلکه مانع از خطر و هلاکت اموال می‌شود.

ثانیاً) فقیهان امامیه در مورد واژه غرر در حدیث نبوی «نهی النبی عن بیع الغرر» (حرعاملی، ۱۴۰۹ ق، ج ۱۷، ص ۴۴۸) اختلاف نظر دارند. شیخ انصاری (ره) از گفتار اهل لغت چنین نتیجه گرفته که در معنای غرر، مجهول بودن أخذ شده است (انصاری، ۱۴۱۵ ق، ج ۴، ص ۱۷۸) ولی برخی فقها به این نتیجه‌گیری ایراد گرفته و گفته‌اند که در هیچ یک از کتاب‌های لغت، غرر به جهالت تفسیر نشده است (خمینی، بی‌تا، ج ۳، ص ۲۹۶). شهید اول (ره) با عنایت به این که غرر غیر از جهل است، رابطه آنها را عموم و خصوص من وجه می‌داند؛ به این صورت که در برخی موارد، غرر وجود دارد ولی مورد معامله مجهول نمی‌باشد. در برخی از موارد هم مورد معامله مجهول است ولی غرر و خطری در قرارداد به نظر نمی‌رسد (شهید اول، بی‌تا، ص ۱۳۷). میرزای قمی (ره) نیز همین نظر را در رابطه با غرر و جهل دارد (میرزای قمی، ۱۴۱۳ق، ج ۲، ص ۱۶) صاحب جواهر غرر را به معنای خطر گرفته است؛ البته نه مطلق خطر، بلکه خطری که ناشی از جهل به اوصاف و مقدار مورد معامله باشد (نجفی، ۱۴۰۴ق، ج ۲۲، ص ۳۸۸).

بنابراین برای کلمه غرر، در کتاب‌های لغت و کلام فقها، معانی فراوانی آمده است ولی آنچه بیشتر با حدیث «نهی النبی عن بیع الغرر» تناسب دارد، دو معنای خدعه و خطر است. هر چند در کتاب‌های لغت غرر به معنای جهل نیامده اما به هر یک از این

دو معنای مذکور که باشد، می‌تواند مجهول بودن مورد معامله را نیز در برگیرد؛ زیرا شخصی که شناخت کافی از موضوع قرارداد ندارد، این معامله برای وی خطری است، چون ممکن است فریب خورده و تصورات او از مورد معامله بر خلاف واقع درآید و به این ترتیب، مال خود را بیهوده از دست بدهد. به عبارت دیگر، آنچه در حدیث غرر، مورد نهی پیامبر اکرم (ص) قرار گرفته، بیع و یا هرگونه قراردادی است که مشتمل بر نوعی فریب یا مخاطره است، خواه این فریب یا خطر به دلیل مجهول بودن مورد معامله و یا چیز دیگری مانند تردید در قدرت تسلیم باشد (وحدتی شبیری، ۱۳۷۹، ص ۵۹)، بنابراین ممکن است در قراردادی جهلی هم وجود داشته باشد، ولی غرری تحقق نیابد.

ثالثاً) اگر غرر به معنای جهل هم اخذ شود، در اوراق مشارکت مصون از تورم، سود علی‌الحساب و قیمت سهم‌الشرکه در سررسید، به طور کلی مجهول نیست، بلکه طرفین به جای تعیین قطعی و نهایی قیمت سهم‌الشرکه در سررسید، هنگام تشکیل عقد، به یک توافق در مورد آن می‌رسند و معیاری را برای تعیین قیمت سهم‌الشرکه در آینده ارائه می‌دهند. به عبارت دیگر، می‌توان مشخص کردن فرمول و سازوکار تعیین قیمت سهم‌الشرکه را نیز از مصادیق تعیین قیمت سهم‌الشرکه دانست. این معامله با قراردادی که قیمت سهم‌الشرکه آن به‌طور کامل مجهول می‌باشد تفاوت دارد.

به همین جهت است که صاحب حدائق (ره)، در صورت مجهول بودن ثمن و عدم تعیین آن در حین انعقاد قرارداد، قیمت متداول در بازار را جانشین ثمن مجهول می‌داند. ایشان به استناد روایتی، اساساً جهل به ثمن را موجب بطلان بیع نمی‌داند. وی معتقد است که در صورت مجهول بودن ثمن، مبیع به طور عادلانه «تقویم» می‌شود و ثمن پرداخت می‌شود. وی نظر مقدس اردبیلی (ره) را نیز آورده که براساس همین روایت، «قیمت سوقیه» (بهای روز) را جانشین ثمن مجهول می‌دانسته ولی برای پرهیز از مخالفت با «اجماع»، این حکم را به همان مورد خاص که در روایت آمده، منحصر دانسته است (بحرانی، ۱۴۰۵، ج ۱۸، ص ۴۶۰). مفاد حدیثی که صاحب حدائق (ره) به آن استناد می‌کند این است که فروشنده و خریدار توافق انجام بیع می‌کنند، اما قیمت مبیع را مشتری، بعداً تعیین نماید. به عبارت دیگر، پیش از تشکیل قرارداد بیع و یا هم‌زمان با آن، ثمن معین نیست و تعیین آن به آینده سپرده شده و انجام آن به مشتری



واگذار شده است. براساس همین توافق، مشتری کالا را تحویل می‌گیرد و در آن تصرفات مالکانه می‌کند. سپس مبلغی را به عنوان قیمت برای فروشنده ارسال می‌دارد؛ اما فروشنده از پذیرش آن خودداری می‌کند. امام صادق (ع) چنین حکم می‌فرماید: قیمت عادلانه (متعارف) متاع معلوم شود. اگر قیمت عادلانه از آنچه که خریدار برای مشتری فرستاده بیشتر است، بر خریدار لازم است مابه‌التفاوت را بپردازد و اگر قیمت عادلانه کمتر از قیمت ارسالی است، مابه‌التفاوت از آن فروشنده است و خریدار حق مطالبه آن را ندارد. همچنین، اگر بعد از تصرف در متاع، معیوب بودن آن معلوم شد، نمی‌تواند به استناد عیب، متاع را به فروشنده رد کند، بلکه تنها راه او، اخذ ازش است. (حرعاملی، ۱۴۰۹ق، ج ۱۷، ص ۳۶۵).

ظاهر این روایت، آشکارا با مدعای مشهور ناسازگار است؛ زیرا مشهور فقها می‌گویند علم به مقدار، جنس و وصف ثمن، پیش از وقوع عقد بیع لازم است و بر این حکم اتفاق نظر وجود دارد (شهیدثانی، ۱۴۱۰ق، ج ۳، ص ۲۶۴). برخورد فقها با این روایت مختلف است. برخی گفته‌اند این روایت شاذ و نادر می‌باشد و با این سخن، آن را کنار گذشته‌اند (شهیدثانی، ۱۴۱۰ق، ج ۳، ص ۲۶۴) و شماری از آنان با تحلیل مفادش، بر غیر قابل پذیرش بودن آن تأکید کرده‌اند (نجفی، ۱۴۰۴ق، ج ۲۲، ص ۴۱۲) و گروهی که البته کمتر هستند، مفاد روایت را پذیرفته و حکم مشهور میان فقها را رد کرده‌اند (خوئی، بی‌تا، ج ۵، صص ۳۱۹-۳۱۸).

رابطاً در مورد اوراق مشارکت مصون از تورم می‌توان گفت گرچه شرط ضمن عقد شرکت دارای قدری ابهام است، اما هیچ یک از ارکان اصلی قرارداد در زمان انجام آن مجهول نیست، یعنی نه سود اوراق در زمان پرداخت سود و نه قیمت اوراق زمان انجام معامله مجهول نیستند به این بیان که سود علی‌الحساب به صورت مرتب تحت عنوان قرض به صاحبان ورق داده می‌شود تا در سررسید نهایی با سود تحقق یافته که در سررسید کاملاً مشخص است تسویه شود همینطور زمانی که اوراق مشارکت تا سررسید یا در سررسید می‌خواهد خرید و فروش شود قیمت اوراق براساس فرمول کاملاً مشخص است.

### ۳-۹-۶. بررسی قاعده لاضرر در اوراق مشارکت مصون از تورم

یکی دیگر از قواعد عمومی قراردادها ممنوعیت ضرر و ضرار در اسلام است. مطابق این قاعده نباید ضرر و زیانی از ناحیه قرارداد بر کسی تحمیل شود و به نظر می‌رسد در اوراق مشارکت مصون از تورم این قاعده رعایت نشده است زیرا با تغییر نرخ تورم، به صورت روشن یک طرف متضرر می‌شود. به بیان دیگر، اگر نرخ تورم افزایش یابد ناشر موظف است سود بیشتری بپردازد و اگر نرخ تورم کاهش پیدا کند دارندگان اوراق بایستی به کاهش سود تن دهند.

در جواب باید گفت: در معاملات مدت‌دار مانند اوراق مشارکت آنچه باعث ضرر و زیان و احتمال حدوث نزاع می‌شود، تعیین قیمتی ثابت در زمان انعقاد عقد است نه تعیین قیمت شناوری که سبب حفظ ارزش معاملاتی دارایی در طولانی مدت می‌شود؛ چرا که تعیین قیمت ثابت در حین عقد، احتمال عدم تناسب ارزش دارایی را در درازمدت تغییر داده و خطر ضرر را بیشتر می‌کند و به تبع آن احتمال وقوع نزاع و اختلاف نیز افزایش می‌یابد؛ در حالی که، تعیین ارزش شناور برای دارایی، احتمال ضرر را کمتر می‌کند و در نتیجه احتمال وقوع اختلاف نیز کم می‌شود. برای مثال کسی که در شرایط تورمی ۱۷ درصد، ده میلیون تومان روی اوراق مشارکت عادی پنج ساله با سود علی‌الحساب سالانه ۲۰ درصد سرمایه‌گذاری می‌کند به امید اینکه افزون بر پوشش تورم ۳ درصد سود واقعی ببرد، پایان سال اگر تورم در این کشور معادل ۲۵ درصد شده باشد این فرد نه تنها سود نکرده بلکه در واقع ۵ درصد هم ضرر کرده است، کما اینکه برعکس اگر نرخ تورم در این کشور به ۱۰ درصد کاهش یابد دارنده اوراق ۷ درصد بیش از سود مورد انتظار سود دریافت می‌کند که این به ضرر ناشر است؛ اما اگر در این مثال اوراق از نوع اوراق مشارکت مصون از تورم و با بازدهی واقعی ۳٪ روی تورم تعریف می‌شد در فرض افزایش یا کاهش تورم تغییری در سود واقعی دریافتی یا پرداختی برای هیچ یک از طرفین قرارداد نمی‌کرد. پس اوراق مشارکت مصون از تورم نه تنها موجب ورود به قاعده لاضرر نمی‌شود بلکه جلو آن را می‌گیرد.

### نتیجه‌گیری و پیشنهادات

با وجود تلاش‌های فراوان برای توسعه بازار اوراق بهادار اسلامی (صکوک)، این اوراق

تاکنون موفقیت شایسته را در بازار سرمایه ایران بدست نیاورده است، یکی از عوامل آن وجود نرخ تورم بالا و متغیر در اقتصاد ایران است، در شرایط انتظار افزایشی تورم سرمایه گذاران تمایلی به خرید اوراق ندارند چون ممکن است نرخ تورم چنان افزایش یابد که سود واقعی آنان را منفی و ارزش دارایی آنها را کاهش دهد از سوی دیگر در شرایط انتظار کاهش تورم ریسک انتشار این اوراق برای ناشران بالا است زیرا ممکن است ناشران بر اساس نرخ مشخص و ثابتی این اوراق را منتشر نمایند و در سالهای آینده به جهت کاهش تورم با هزینه واقعی بالایی مواجه شوند.

با توجه به این چالشها چنانچه ابزارهای مالی طراحی و منتشر شوند که نرخ بازدهی آنها متناسب با تورم به علاوه نرخ سود مشخصی باشد، انتظار می رود که با استقبال ناشران و سرمایه گذاران در بازار سرمایه مواجه شود. یکی از ابزارهای مالی که با این هدف طراحی شده و در بسیاری از کشورها از جمله آمریکا منتشر می شود، اوراق مصون از تورم است. استفاده از این ابزار در ایران مستلزم بررسی ملاحظات شرعی، انطباق و تصحیح قراردادهای مورد استفاده در این اوراق بر اساس موازین فقه امامیه است.

اوراق با سود شناور و مصون از تورم را می توان در قالب اوراق مشارکت با سه مدل طراحی کرد که عبارتند از اوراق مشارکت با سود علی الحساب شناور، اوراق مشارکت دارای حق اختیار فروش و اوراق مشارکت دارای حق اختیار خرید و اختیار فروش.

در این مقاله نشان داده شد که ضوابط عمومی قراردادها به ویژه قاعده نفی غرر و نفی ضرر در اوراق مشارکت مصون از تورم رعایت شده است. در این اوراق، نرخ سود علی الحساب و قیمت سهم شرکت در سررسید به طور کلی مجهول نیست، بلکه طرفین به جای تعیین قطعی و نهایی نرخ سود علی الحساب و قیمت سهم شرکت، هنگام انعقاد عقد، به یک توافق ابتدایی در مورد آنها می رسند و معیاری را برای تعیین نرخ سود علی الحساب و قیمت سهم شرکت در آینده ارائه می دهند. به عبارت دیگر، می توان مشخص کردن فرمول و سازوکار تعیین نرخ سود علی الحساب و قیمت سهم شرکت را نیز از مصادیق تعیین ارکان عقد شرکت دانست و این معامله با قراردادی که سود و

قیمت سهم‌الشرکه آن به طور کامل مجهول می‌باشد تفاوت دارد بنابراین قراردادهای این اوراق چه در بازار اولیه و چه در بازار ثانویه غرری نخواهد بود. همچنین نشان داده شد در معاملات اوراق بهادار مدت‌دار مانند اوراق مشارکت آنچه ممکن است باعث ضرر و احتمال حدوث نزاع شود، تعیین سود ثابت علی‌الحساب در زمان انتشار اوراق مشارکت است نه تعیین سود و قیمت شناور که سبب حفظ ارزش معاملاتی موضوع مشارکت در طولانی مدت می‌شود؛ چرا که تعیین سود ثابت علی‌الحساب، احتمال عدم تناسب ارزش سود علی‌الحساب و موضوع مشارکت را در بلندمدت افزایش داده و خطر ضرر را به همراه دارد. در نتیجه، احتمال وقوع نزاع و اختلاف نیز افزایش می‌یابد؛ در حالی که تعیین سود علی‌الحساب شناور احتمال ضرر را کمتر می‌کند و در نتیجه احتمال وقوع اختلاف نیز کم می‌شود.

#### یادداشت‌ها

1. Treasury Inflation Protected Securities
2. Shen
3. Hammond
4. Kramer
5. Rodriguez & Kung
6. Huber
7. Floats
8. Reference Rate
9. Constant Maturity Treasury Index
10. Cost of Funds Index
11. Federal Reserve Commercial Paper Composite
12. Fed Funds Rate
13. Prime Rate
14. Treasury Bill Rates
15. Foreign Interest Rate or Currency Exchange Rate
16. Consumer Price Index
17. Oati
18. Oatei
19. Rising Rates
20. Individual Bonds
21. Total Return
22. Unexpected Inflation

23. The Principal Amount
24. The Consumer Price Index for Urban Consumers
25. Non-Seasonally Adjusted Consumer Price Index
26. Original Amount
27. Deflation
28. Coupon Payment
29. The Initial Coupon
30. Nominal Interest Rates

۳۱. مصوبه کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، جلسه ۱۰۰ و ۱۰۱ مورخ ۱۳۹۳/۱۰/۰۳ و ۱۳۹۳/۱۰/۰۳.

۳۲. مصوبه کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، جلسه ۱۰۰ و ۱۰۱.

33. Expiration Date

۳۴. مصوبه کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، جلسه ۱۰۰ و ۱۰۱.

۳۵. مصوبه کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، جلسه ۳۱ مورخ ۱۳۸۷/۰۸/۲۹.

#### کتابنامه

انصاری، مرتضی (۱۳۸۷)، *فرائد الاصول: رسائل شیخ انصاری*، قم: مؤسسه فرهنگی و اطلاع رسانی تبیان، چاپ اول.

انصاری، مرتضی (۱۴۱۵ق)، *المکاسب*، قم: کنگره جهانی بزرگداشت شیخ اعظم انصاری.  
بحرانی، یوسف بن احمد بن ابراهیم (۱۴۰۵ق)، *الحدائق الناضرة فی أحكام العترة الطاهرة*، قم: دفتر انتشارات اسلامی وابسته به جامعه مدرسین حوزه علمیه قم، چاپ اول.  
توحیدی، محمد (۱۳۹۴)، *بررسی اوراق بهادار تورم پیوند در جهان*، تهران: مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار.

حراعلی، محمد بن حسن بن علی (۱۴۰۹ق)، *وسائل الشیعة إلى تحصیل مسائل الشریعة*، قم: مؤسسه آل‌البیت علیهم‌السلام، ج ۱۷، چاپ اول.

سیداشرفی، حسن (۱۳۸۵)، *نهایة الوصول*، قم: انتشارات قدس، ج ۳، چاپ اول.

شهید اول، محمد بن مکی عاملی (بی‌تا)، *القواعد والفوائد*، قم: کتابفروشی مفید، چاپ اول.

- شهید ثانی، زین‌الدین بن علی (۱۴۱۰ق)، *الروضة البهیة فی شرح اللمعة الدمشقیة*، قم: کتابفروشی داوری، چاپ اول.
- طباطبایی یزدی، سید محمدکاظم (۱۴۰۹ق)، *العروة الوثقی*، بیروت: مؤسسه الأعلمی للمطبوعات، چاپ دوم.
- فخار طوسی، جواد (بی‌تا)، *فقه اهل بیت علیهم السلام*، قم: مؤسسه دائرة المعارف فقه اسلامی بر مذهب اهل بیت علیهم السلام، ج ۲۷، چاپ اول.
- کاتوزیان، ناصر (۱۳۷۱)، *حقوق مدنی؛ معاملات معوض - عقود تملیکی*، تهران: شرکت انتشار. معصومی‌نیا، غلامعلی و سیداکبر سیدی‌نیا (۱۳۸۹)، «بررسی فقهی قرارداد اختیار معامله»، *اقتصاد اسلامی*، شماره ۴۰، صص ۱۴۵-۱۷۸.
- موسوی بجنوردی، سید محمد بن حسن (۱۴۰۱ق)، *قواعد فقهیه*، تهران: مؤسسه عروج.
- موسوی خمینی، سید روح‌الله (بی‌تا)، *تحریر الوسیلة*، قم: مؤسسه مطبوعات دار العلم.
- موسوی خمینی، سید روح‌الله (بی‌تا)، *البیع*، تهران: مؤسسه تنظیم و نشر آثار امام خمینی (قده).
- موسوی خمینی، سید روح‌الله (۱۴۲۱ق)، *البیع*، تهران: مؤسسه تنظیم و نشر آثار امام خمینی (ره)، ج ۱.
- موسوی خوئی، سیدابوالقاسم (بی‌تا)، *المستند فی شرح العروة الوثقی*، تهران: مؤسسه تنظیم و نشر آثار امام خمینی (ره).
- موسوی خوئی، سیدابوالقاسم موسوی (بی‌تا)، *مصباح الفقاهه*، تهران: مؤسسه تنظیم و نشر آثار امام خمینی (ره)، ج ۵.
- موسویان، سیدعباس (۱۳۹۱)، *بازار سرمایه اسلامی (۱)*، تهران: سازمان انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، چاپ اول.
- مراغی، سید میر عبدالفتاح بن علی حسینی (۱۴۱۷ق)، *العناوین الفقهیة*، قم: دفتر انتشارات اسلامی وابسته به جامعه مدرسین حوزه علمیه، چاپ اول.
- مکارم شیرازی، ناصر (۱۴۲۵ق)، *انوار الفقاهة*، قم: انتشارات مدرسه الامام علی (ع).

- مکارم شیرازی، ناصر (۱۳۷۵)، پاسخ به نامه شماره ۵/۵۶/۶۱۹/۵ د مورخ ۱۳۷۵/۰۷/۱۸ کمیسیون امور قضایی و حقوقی مجلس شورای اسلامی ایران.
- منتظری، حسین علی (۱۳۷۵)، پاسخ به نامه شماره ۹/۵۶/۶۱۹/۹ د مورخ ۱۳۷۵/۰۷/۱۸، کمیسیون امور قضایی و حقوقی مجلس شورای اسلامی ایران.
- میرزای قمی، ابوالقاسم بن محمد حسن گیلانی (۱۴۱۳ق)، جامع الشتات فی أجوبة السؤالات، تهران: مؤسسه کیهان، چاپ اول.
- نجفی، محمدحسن (۱۴۰۴ق)، جواهر الکلام فی شرح شرائع الإسلام، بیروت: دار إحياء التراث العربی، چاپ هفتم.
- نراقی، مولا احمد (۱۴۱۷ق)، عوائد الأيام فی بیان قواعد الأحکام و مهمات مسائل الحلال و الحرام، قم: مرکز نشر تابع مکتب الاعلام الاسلامی.
- نوری همدانی، حسین (۱۳۷۵)، پاسخ به نامه شماره ۸/۵۶/۶۱۹/۸ د مورخ ۱۳۷۵/۰۷/۱۸، کمیسیون امور قضایی و حقوقی مجلس شورای اسلامی ایران.
- وحدتی شبیری، حسن (۱۳۷۹)، مجهول بودن مورد معامله، قم: انتشارات دفتر تبلیغات اسلامی.
- Federation of Malasia, Shariah: Contracts, (2003). Shariah Redolutininos in Islamic Finance
- Hammond, P. B. (2002). Understanding and Using Inflation Bonds. *TIAA-CREF Research Dialogue*, (73).
- Hendricks, J. (2014), The Case for Treasury Inflation-Protected Securities, *Hartford Investment Management Company*.
- Huber, S. (2014). Inflation-Linked Bonds; Preserving Real Purchasing Power and Diversifying Risk, Trends, *Credit Suisse Asset Management*.
- Kramer, W. (2013). *An Introduction to Inflation-Linked Bonds*, Lazard Asset Management LLC.
- Rinaldi, E. (2006). *Investing in Treasury Inflation Protected Securities*, The Vanguard Group, Inc.
- Rodriguez, T. & Kung W-C. (2014). *Fixed Income Perspective: Treasury Inflation Protected Securities*, Nuveen Asset Management, LLC.
- Shen, P. (1998). Features and Risks of Treasury Inflation Protection Securities. *Economic Review-Federal Reserve Bank of Kansas City*, 83(1), 23.
- <http://www.cbi.ir/section/1378.aspx>

**Juridical-Financial Feasibility Study of Inflation-Protected  
Musharakah Sukuk**

*Sayyed Abbas Mousavian \**

*Received: 21/01/2016*

*Ali Salehabadi \*\**

*Accepted: 30/07/2016*

*Mojtaba Kavand \*\*\**

In recent years, inflation-protected bonds have developed in the world and have been invested in most of portfolios. The goal of these bonds is to ensure purchasing power by directly linking returns to inflation for the bonds' entire term. Linkers, therefore, contain two forms of payment: the real interest that is fixed at the beginning of the term, and compensation for the loss of purchasing power. Thus, the asset class presents an ideal opportunity to a broad range of investors for protection against inflation. Iran as a country that has high and variable inflation can use these securities for financing long and mid-term projects, especially in public construction projects.

This Article by applying descriptive- analytical method answers the following questions: Based on *Imamiyah* juridical school, is it possible to issue floating-rate and inflation-protected *musharakah sukuk*? What are the correcting solutions consistent with finance knowledge? The results of the study show that it is possible to issue inflation-protected *musharakah sukuk* with floating provisional rate. In order to float the rate of return, difficult solutions may be offered such as floating provisional rate with call option and floating provisional rate with call and put option.

**Keywords:** Inflation-Linked Securities, Musharakah Contract Inflation-Protected Musharakah Sukuk, Real Interest Rate, Inflation Expectation, Nominal Interest Rate.

**JEL Classification:** G23

---

\* Professor of Jurisprudence, Islamic Research Institute For Culture And Thought, [samosavian@yahoo.com](mailto:samosavian@yahoo.com)

\*\* Assistant Professor, Faculty of Islamic Studies and Economy, Imam Sadiq University, [salehabadi@isu.ac.ir](mailto:salehabadi@isu.ac.ir)

\*\*\* Ph.D. Student of Financial Management, Imam Sadiq University, (Corresponding Author), [kavand@isu.ac.ir](mailto:kavand@isu.ac.ir)