



## Designing an Appropriate Model for Issuing General Murabaha Sukuk with Floating Rates

Mohammad Mahdi Fereydooni<sup>1</sup> , Sayyed Mohammad Aminzadeh<sup>2</sup>  
Dr. Hossein Meisamy<sup>3</sup> , Alireza Shirouyeh<sup>4</sup>

1. PhD Student, Financial Engineering, Imam Sadiq University, Tehran, Iran, and Researcher in Islamic Financial Studies at the Securities and Exchange Organization (Corresponding Author).

[mn.fereydooni@isu.ac.ir](mailto:mn.fereydooni@isu.ac.ir)

2. Assistant Professor, Department of Private Law, Tolou Mehr University, Qom, Iran, and Researcher in Islamic Financial Studies at the Securities and Exchange Organization.

[s.m.aminzadeh@gmail.com](mailto:s.m.aminzadeh@gmail.com)

3. Assistant Professor, Department of Islamic Law and Banking Studies, Monetary and Banking Research Institute of the Central Bank of the Islamic Republic of Iran, Tehran, Iran.

[h.meisamy@mbri.ac.ir](mailto:h.meisamy@mbri.ac.ir)

4. Master Degree in Islamic Studies and Financial Management, Imam Sadiq University, Tehran, Iran.

[alirezashirouyeh@isu.ac.ir](mailto:alirezashirouyeh@isu.ac.ir)

Received: 2024/04/29; Accepted: 2024/09/22

### Extended Abstract

**Introduction and Objectives:** Murabaha sukuk (*Sukuk al-murabaha*) is a type of Islamic financial instrument used by the government of the Islamic Republic of Iran for various financial purposes. According to the definition provided in the guideline of issuance on Murabaha, these sukuk serve as securities that represent ownership of debt acquired through a Murabaha contract. A key difference between general Murabaha and standard Murabaha is that, in general, Murabaha, the goods or services intended for purchase are not acquired in advance and are not facilitated by the financial institution.

The consistency of profit presents a significant challenge in evaluating general Murabaha, which reduces its appeal. In recent years, high inflation rates and fluctuations in interest rates have increased the demand for capital, making it unsuitable for available resources. Paying interest based on a market index (such as the interbank rate or inflation) can





Research Institute of  
Hawzah and University

## Economic Essays

Journal homepage: <https://iee.rihu.ac.ir/>



### Original Article

lead to inflated purchasing rates. In contrast, governments in other countries have adopted fixed-rate purchases to improve their performance and implement monetary policies.

**Research Method:** The goal of this article is to identify a suitable model for determining the yield rate in Murabaha transactions. To achieve the paper's objective, the study first identified parameters for evaluating suitable models through expert opinions and an analysis of international practices. The indicators identified included applicability for services, consumer goods, and capital goods; the potential for utilizing all funds generated from sukuk issuance; Shariah acceptability; and the ability to link returns with various indices. Based on these indicators, we evaluated our models.

This study utilizes library research to explore different flotation models for Murabaha sukuk, analyzing them from both Shariah and operational perspectives, and aligning them with established criteria. Two focus groups were formed to assess these models: the first concentrated on operational aspects, while the second focused on Shariah considerations.

**Results:** The proposed models for floating returns in Murabaha sukuk were categorized into four groups: models based on debt adjustment, models based on gradual transactions, excess interest payments in the form of gifts, and utilization of investment funds.

Considering the adjustment models, three specific approaches were designed and analyzed: adjustment within the contract, application of a discount method, and inflation compensation conditions. In these models, Investors' debt is adjusted based on the index.

Adjustment within the contract refers to modifying the price ratio in the Murabaha contract. While this method is operationally efficient, it has not received favorable evaluations from scholars. The discount solution is applicable in the Shar'ah perspective; however, significant increases in the index may hinder the ability to pay interest according to the capital reference index.

Scholars have noted that the inflation compensation condition has not been widely endorsed and has faced numerous challenges. Investigations indicated that our view supports pre-due compensation based on the principle of action and the necessity of post-due compensation. Furthermore, this approach allows for transactions only when the return exceeds inflation.

In the gradual transaction models, three distinct frameworks were identified: gradual *Murabahah*, Salaf and Murabaha, and Murabaha with guaranteed loans.

In the final profit model, the originator procures the necessary raw materials on behalf of the investors and sells them on credit, incorporating a predetermined profit margin. This model allows for bulk purchasing of materials, with pricing determined by prevailing inflation rates and daily interest rates in the secondary bond market, facilitating profit negotiations.

The Salaf and Murabaha model involves the originator acquiring all assets as a proxy from the original owners over multiple independent sukuk, subsequently selling the goods at specified intervals. The sale price in the second transaction is determined by a reference rate.

In the Murabaha with guaranteed loans model, the originator initially purchases all goods as a proxy from investors. These goods remain on loan with the buyer, who, at payment intervals, acquires a specified quantity at an agreed price through a Murabaha sale, with the remainder provided as a secured loan. Ultimately, the buyer gains full ownership of the product by the end of the contract.



Research Institute of  
Hawzah and University

## Economic Essays

Journal homepage: <https://iee.rihu.ac.ir/>



### Original Article

Although these models are Shariah-compliant, their practical implementation is fraught with complexities that hinder effective execution and monitoring.

The third model involves paying excess interest in the form of a gift. In this scenario, the originator collects funds, purchases desired goods and services and subsequently sells them on credit to themselves in a mutually beneficial transaction. The Murabaha rate for these goods is set at the base rate, with the originator committing to compensate investors for the difference between the Murabaha rate and the target index, in addition to regular Murabaha installments. Previously, the Shariah Committee of the Securities and Exchange Organization recognized the adjustment of contractors' debts to the government based on a specific index as a matter of good faith and legal obligation. Consequently, in inflation-proof Murabaha sukuk, excess interest may be disbursed to investors by legal obligations tied to the designated index. This model has been evaluated and found to pose no Shariah issues, meeting all efficiency criteria.

In the last model, after gathering funds from investors, the originator purchases goods and services on their behalf, selling them at a higher price. Part of the resources are utilized for Murabaha operations, while the remaining funds are invested in a managed fund. The Murabaha rate mirrors the base rate in floating sukuk, with the originator required to cover the difference between the Murabaha rate and the reference index during each payment period. Although this model does not present legal challenges, it suffers from the limitation of not securing all funds for the government upfront, alongside complications in its execution.

**Discussion and Conclusion:** Two focus groups were convened to identify the optimal model for interest rate flotation in government sukuk. The first group, which focused on implementation aspects, recognized the models of excess interest payments in the form of gifts and contract adjustments as suitable. However, the second group, which evaluated Shariah aspects, did not endorse the contract adjustment model. Ultimately, the method of paying excess interest as a gift was affirmed as an appropriate mechanism for floating interest rates.

**Keywords:** Islamic Securities, Floating Rate Bonds, Government Financing, Murabaha Bonds.

---

**Cite this article:** Mohammad Mahdi Fereydooni & Dr. Hossein Meisamy & Alireza Shirouyeh & Sayyed Mohammad Aminzadeh. (2024), "Designing an Appropriate Model for Issuing General Murabaha Sukuk with Floating Rates", Economic Essays, 21(42), 87-106.

---



## طراحی مدل مناسب انتشار اوراق مرابحه عام با نرخ شناور

محمد مهدی فریدونی<sup>۱</sup> ، سید محمد امین زاده<sup>۲</sup> ،  
حسین میثمی<sup>۳</sup> ، علیرضا شیرویه<sup>۴</sup>

۱. دانشجوی دکتری، مهندسی مالی، دانشگاه امام صادق (ع)، تهران، ایران و پژوهشگر مطالعات مالی اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار (نویسنده مسئول).

[mn.fereydooni@isu.ac.ir](mailto:mn.fereydooni@isu.ac.ir)

۲. استادیار گروه حقوق خصوصی، دانشگاه طلوع مهر، قم، ایران و پژوهشگر مطالعات مالی اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار.

[s.m.aminzadeh@gmail.com](mailto:s.m.aminzadeh@gmail.com)

۳. استادیار، گروه مطالعات حقوق و بانکداری اسلامی، پژوهشکده پولی و بانکی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، تهران، ایران.

[h.meisamy@mbri.ac.ir](mailto:h.meisamy@mbri.ac.ir)

۴. کارشناسی ارشد، معارف اسلامی و مدیریت مالی، دانشگاه امام صادق (ع)، تهران، ایران.

[alirezashirouyeh@isu.ac.ir](mailto:alirezashirouyeh@isu.ac.ir)

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۲/۱۰؛ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۰۷/۰۱

## چکیده گسترده

**مقدمه و اهداف:** اوراق مرابحه یکی از انواع اوراق بهادار اسلامی است. دولت جمهوری اسلامی ایران نیز جهت تأمین مالی خود از این اوراق استفاده می‌نماید. براساس تعریفی که در دستورالعمل انتشار اوراق مرابحه آمده است، اوراق مرابحه، اوراق بهادار با نام قابل نقل و انتقالی است که نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارنده آن در دارایی مالی (طلب) است که براساس قرارداد مرابحه حاصل شده است. تفاوت اصلی اوراق مرابحه عام با مرابحه عادی در آن است که کالاها یا خدماتی که بانی قصد خرید آن‌ها را دارد، از قبل تعیین نمی‌شود و از نهاد واسط نیز استفاده نمی‌شود. با بهره‌گیری از مطالعات کتابخانه‌ای انواع مدل‌های شناورسازی نرخ در اوراق مرابحه را بررسی کردیم و آن‌ها را از جنبه‌ی فقهی بررسی کردیم و از جنبه عملیاتی بر معیارهایی که پیش‌تر ذکر کردیم، تطبیق دادیم. در انتها جهت سنجش این مدل‌ها از دو گروه کانونی استفاده شد. گروه کانونی اول جهت سنجش جنبه‌های عملیاتی مدل‌ها و گروه دوم جهت سنجش فقهی مدل‌ها تشکیل شد و نتایج آن در مقاله منعکس شد. در این مقاله در پی آن هستیم که مدلی مناسب جهت شناورسازی نرخ بازدهی در اوراق مرابحه ارائه دهیم.

ثابت بودن نرخ سود یکی از چالش‌های جدی اوراق مرابحه عام است که موجب کاهش جذابیت آن شده است. در سال‌های اخیر و به دلیل تورم‌های بالا و نیز نوسانات در نرخ سود اوراق، ریسک خرید اوراق افزایش پیدا کرده است و در نتیجه، تقاضای مناسبی برای اوراق وجود ندارد. پرداخت سود بر مبنای یک شاخص (مانند نرخ سود بازار بین‌بانکی یا تورم) می‌تواند ریسک خرید این اوراق را کاهش دهد. در سایر کشورها دولت‌ها جهت بهبود تقاضا برای اوراق خود و اعمال سیاست‌های پولی خود از اوراق با نرخ شناور استفاده می‌کنند.

**روش پژوهش:** در این راستا ابتدا با استفاده از نظرات خبرگان و مطالعه تجربه سایر کشورها، معیارهای ارزیابی مدل مناسب برای شناورسازی بازدهی اوراق مرابحه را استخراج کردیم. این معیارها عبارت بودند از: امکان استفاده برای خدمات، کالاهای مصرفی و کالاهای سرمایه‌ای، امکان استفاده از تمامی وجوه جمع‌آوری شده ناشی از انتشار اوراق، مقبولیت فقهی، امکان پیوند دادن بازده اوراق با شاخص‌های متفاوت.

**نتایج:** مدل‌های طراحی شده جهت شناورسازی بازده در اوراق مرابحه به چهار دسته تقسیم‌بندی شدند که عبارت بودند از: مدل‌های مبتنی بر تعدیل در بدی، مدل‌های مبتنی بر معامله تدریجی، پرداخت سود مازاد در قالب هدیه و استفاده از صندوق سرمایه‌گذاری.





## نوع مقاله: پژوهشی

در مدل‌های تعدیل در بدهی سه مدل طراحی و بررسی شد که عبارت بودند از: تعدیل در قرارداد، استفاده از راهکار تخفیف و شرط جبران تورم. در این مدل‌ها بدهی دولت به سرمایه‌گذاران تعدیل می‌شود و هر کدام از روش‌ها این مدل با روش متفاوتی اجرا می‌شود. تعدیل در قیمت قرداد به معنای تعدیل در قیمت نسبه در قرارداد مباحه است. این روش هر چند از لحاظ جنبه‌های عملیاتی مدلی کارآمد است اما به لحاظ فقهی مورد تأیید فقها نیست. راهکار تخفیف به لحاظ فقهی قابلیت اجرا دارد اما مشکل این است که اگر شاخص مرجع افزایش زیادی داشته باشد، دیگر امکان پرداخت سود به سرمایه‌گذار مبتنی بر شاخص مرجع وجود نخواهد داشت.

شرط جبران تورم نیز طبق بررسی فقهی مورد تأیید عموم فقها نیست و اشکالات متعددی بر آن وارد است با بررسی‌های انجام شده نظر مختار جایز نبودن جبران قبل از سررسید به مقتضای قاعده اقدام و لزوم جبران بعد از سررسید است. همچنین با این روش تنها می‌توان اوراق مباحه‌ای داشت که در آن بازدهی مبتنی بر تورم باشد.

در مدل‌های مبتنی بر معامله تدریجی سه مدل طراحی شدند که عبارت بودند از: مباحه تدریجی، سلف و مباحه و مباحه و عاریه مضمونه. مدل مباحه تدریجی بانی به وکالت از دارندگان اوراق اولیه مورد نیاز بانی را به صورت نقدی از تولیدکننده خریداری کرده و با در نظر گرفتن سود معین به بانی به صورت نسبه می‌فروشد. به جای آنکه همه مواد اولیه مورد نیاز را به صورت یکجا خریداری کند و به صورت یکجا به بانی بفروشد، می‌تواند در چند مرحله و با فواصل زمانی مشخصی (مثلاً هر شش ماه یکبار) در قالب چند عقد بیع، مواد اولیه مورد نیاز بانی را تهیه کند. در این صورت در هر مرحله متناسب با نرخ تورم و نرخ سود روز موجود در بازار ثانویه اوراق، ثمن معامله تعیین می‌شود و از این رو، سود اوراق مباحه متغیر خواهد شد.

در مدل سلف و مباحه بانی به وکالت از دارندگان اوراق ابتدا تمام دارایی مورد نیاز بانی در طول دوره انتشار را در چند عقد سلف مستقل خریداری می‌نماید و در فواصل زمانی تعیین شده کالا را به وی می‌فروشد. قیمت فروش کالا در بیع دوم متناسب با نرخ مرجع تعیین خواهد شد. در مدل مباحه عاریه مضمونه، بانی در ابتدا تمامی کالا را به وکالت از سرمایه‌گذاران خریداری می‌کند. این کالا به صورت عاریه نزد بانی باقی خواهد ماند. در مواعد پرداخت میزان مشخصی از کالای مدنظر را با قیمت مشخص به وکالت از سرمایه‌گذاران به صورت بیع مباحه تملیک می‌کند و بقیه را به صورت عاریه مضمونه در اختیار بانی می‌ماند. تا اینکه در انتهای قرارداد کل کالا به طور کامل به تملک بانی درآید. این مدل‌ها هر چند به لحاظ فقهی صحیح هستند اما پیچیدگی‌های زیادی در اجرا دارند که عملاً استفاده از آن و نظارت بر اجرای صحیح آن را با مشکل مواجه می‌کند.

مدل سوم، پرداخت سود مازاد در قالب هدیه بود. در این روش بانی در ابتدا وجوه را جمع‌آوری کرده و به وکالت از مردم، کالاها و خدمات مورد نظر خود را خریداری می‌نماید و سپس آنها را در قالب بیع مباحه به صورت نسبه به خود می‌فروشد. نرخ مباحه کالاها و خدمات در این اوراق نرخ پایه است و جهت پرداخت سود به سرمایه‌گذار بانی افزون بر پرداخت اقساط مباحه متعهد است که مابه‌التفاوت نرخ مباحه و شاخص مورد نظر را به سرمایه‌گذاران هدیه دهد. پیش‌تر کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار تعدیل افزایش بدهی پیمانکاران به دولت را در اسناد خزانه اسلامی براساس یک شاخص معین، در قالب حسن وفا و تکلیف قانونی صحیح دانسته بود. مطابق این مصوبه می‌توان در اوراق مباحه مصون از تورم نیز سود مازاد از باب حسن وفا و با تکلیف قانونی مطابق شاخص مورد نظر به سرمایه‌گذاران پرداخت شود. با بررسی این مدل سوم به نتیجه رسیدیم که این مدل به لحاظ فقهی با مشکلی مواجه نیست و همچنین تمامی معیارهایی که جهت کارایی را دارد.

در مدل آخربانی پس از جمع‌آوری وجوه از سرمایه‌گذاران به وکالت از آنها، با بخشی از وجوه کالاها و خدمات خود را خریداری کرده و با مبلغی بیشتر به خود می‌فروشد. بخشی از منابع را در عملیات مباحه به کار می‌گیرد و بخشی دیگر را در یک صندوق سرمایه‌گذاری می‌کند که تحت مدیریت بانی است. نرخ در عملیات مباحه همان نرخ پایه در اوراق شناور است. بانی موظف است در هر دوره پرداخت مابه‌التفاوت نرخ مباحه و شاخص مرجع را از صندوق خود پرداخت نماید. این مدل هر چند به لحاظ فقهی با مشکلی روبرو نیست، اما تمامی وجوه از همان ابتدا در اختیار دولت قرار نخواهد گرفت. همچنین اجرای این مدل با پیچیدگی همراه است.

**بحث و نتیجه‌گیری:** برای انتخاب بهترین مدل برای شناورسازی نرخ سود در اوراق مباحه عام دولتی از دو گروه کانونی استفاده شده است. در گروه کانونی اول که به منظور بررسی جنبه‌های اجرایی آن بود، مدل‌های پرداخت سود مازاد در قالب هدیه و تعدیل در قرارداد از جهت جنبه‌های



## نوع مقاله: پژوهشی

اجرائی مناسب تشخیص داده شد. در گروه کانونی دیگری که تشکیل داده شد، تعدیل در قرارداد از جنبه‌های فقهی تأیید نشد. در نهایت، روش پرداخت سود مازاد در قالب هدیه به‌عنوان مکانیسم مناسب شناورسازی نرخ سود تأیید شد. واژگان کلیدی: اوراق بهادار اسلامی، اوراق با نرخ شناور، تأمین مالی دولت، اوراق مرابحه.

استناد: محمدمهدی فریدونی، سیدمحمد امین‌زاده، حسین میثمی، علیرضا شیرویه (۱۴۰۳)، «طراحی مدل مناسب انتشار اوراق مرابحه عام با نرخ

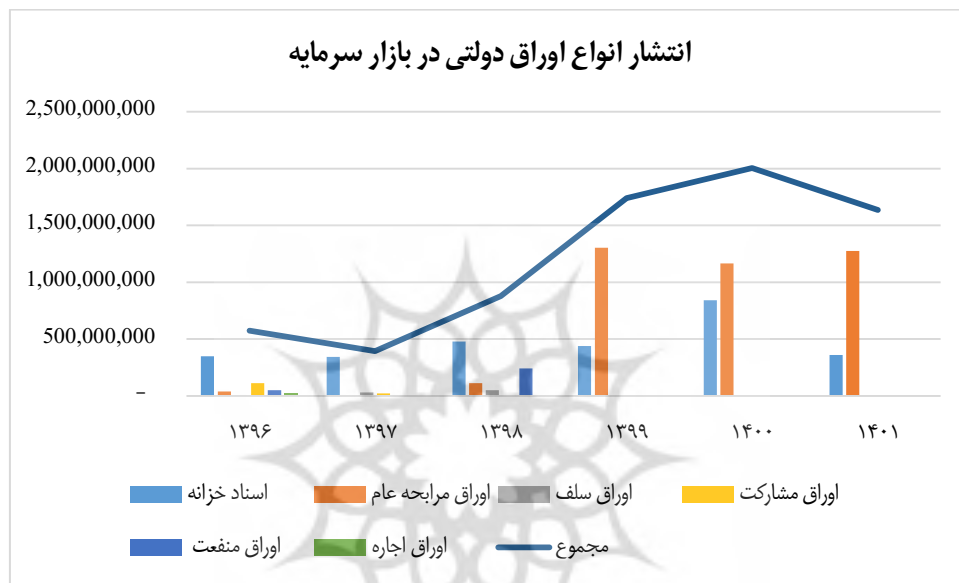
شناور»، مجله جستارهای اقتصادی، ۲۱(۴۲)، صص ۸۷-۱۰۶.



پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی

## ۱. مقدمه

در سال‌های اخیر باتوجه به تحریم‌های ظالمانه و کاهش درآمدهای نفتی دولت به صورت روزافزون به تأمین کسری بودجه از انتشار اوراق روی آورده است. انتشار اوراق بهادار آسیب‌های کمتری در سطح اقتصاد کلان دارد (مشکین،<sup>۱</sup> ۲۰۱۸). باتوجه به ربوی بودن اوراق قرضه دولت از اوراق بهادار اسلامی برای تأمین مالی نیازهای خود استفاده می‌نماید. در حال حاضر، دولت از دو نوع اوراق برای تأمین مالی خود استفاده می‌کند. از سال ۱۳۹۹ دولت تصمیم گرفت تأمین مالی خود از بازار سرمایه را در قالب اوراق مرابحه عام و اسناد خزانه اسلامی انجام دهد. اسناد خزانه اسلامی اوراق بدون کوپن و تنزیلی و با پرداخت ارزش اسمی در سررسید هستند؛ اما اوراق مرابحه عام اوراق کوپن‌دار هستند. در این اوراق سود در طی دوره و اصل در سررسید پرداخت می‌شود.



نمودار ۱: انتشار اوراق بهادار اسلامی دولتی (منبع: داده‌های سازمان بورس و اوراق بهادار)

یکی از ابزارهای مالی که امروزه در دنیا به‌ویژه در کشورهای با تورم بالا استقبال شده، اوراق مصون از تورم<sup>۲</sup> 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. در این اوراق درآمد واقعی حاصل از خرید اوراق مشخص است؛ اما درآمد اسمی آن مشخص نیست (کرامر،<sup>۳</sup> ۲۰۱۳، ص ۲). در ایران از سال ۱۳۶۳ به بعد نرخ سود تسهیلات بانکی و همچنین، نرخ سود سپرده‌ها و انواع اوراق بهادار اسلامی (صکوک) همواره به صورت شبه دستوری توسط شورای پول و اعتبار تعیین شده و متولیان نیز ملزم به رعایت سقف‌های تعیین شده بوده‌اند.

در اوراق دولتی نیز نرخ سود می‌تواند حداکثر نرخ مصوب شورای پول و اعتبار باشد و از آنجا که نرخ سود در طول دوره اوراق ثابت بوده و عمر اوراق چند ساله است، سرمایه‌گذاران در مقایسه با سپرده بانکی با ریسک نرخ سود بیشتری مواجه هستند؛ زیرا با افزایش سررسید، دیرش<sup>۴</sup> (دیرش شاخصی جهت ارزیابی حساسیت قیمت اوراق به تغییرات نرخ بهره است (رزا و شیخ،<sup>۵</sup> ۲۰۲۳)) اوراق افزایش پیدا کرده و در نتیجه، در صورت تغییر نرخ سود، دارنده اوراق با زیان بیشتر مواجه خواهد شد (ساندرز،<sup>۶</sup> ۲۰۱۷). بزرگ‌ترین خریدار اوراق مرابحه عام دولتی در بازار سرمایه صندوق‌ها هستند. ثابت بودن نرخ سود در اوراق مرابحه عام دولتی به کاهش جذابیت اوراق دولتی برای صندوق‌ها منجر شده است؛

1. Mishkin  
 2. Inflation-Protected Security  
 3. Kramer  
 4. Duration  
 5. Roza & Sheikh  
 6. Saunders

زیرا با افزایش نرخ سود در بازار، بازده دارایی‌ها در این صندوق‌ها به نسبت بازار کاهش پیدا کرده و در نتیجه، منابع مالی از صندوق خارج خواهد شد. در سال‌های اخیر و با نوسانات نرخ سود، مدیران صندوق‌ها برای خرید اوراق دولتی خواستار شناورسازی نرخ سود آن هستند. باتوجه به تحریم ربا در شریعت اسلام، دولت جمهوری اسلامی ایران به جای اوراق خزانه از اوراق بهادار اسلامی برای تأمین مالی خود استفاده می‌کند. دولت تاکنون از انواع مختلفی از اوراق بهادار مانند اسناد خزانه اسلامی، اوراق مشارکت، اجاره، منفعت، سلف و مریحه برای تأمین مالی خود استفاده کرده است (توحیدی و همکاران، ۱۴۰۲)؛ اما از سال ۱۳۹۹ صرفاً از دو نوع اوراق اسناد خزانه اسلامی و اوراق مریحه عام بهره می‌برد. اسناد خزانه اسلامی به بدهکاران دولت (اعم از پیمانکاران، بانک‌ها و...) داده می‌شود و اوراق مریحه عام برای تأمین مالی مخارج آتی دولت استفاده می‌شود.

بر اساس تعریفی که در دستورالعمل انتشار اوراق مریحه آمده است، اوراق مریحه، اوراق بهادار با نام قابل نقل و انتقالی است که نشان‌دهنده مالکیت مشاع دارنده آن در دارایی مالی (طلب) است که بر اساس قرارداد مریحه حاصل شده است (هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۴۰۲). تفاوت اصلی اوراق مریحه عام با مریحه عادی در آن است که کالاها یا خدماتی که بانی قصد خرید آن‌ها را دارد، از قبل تعیین نمی‌شود و از نهاد واسطه نیز استفاده نمی‌شود (هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۴۰۲).

یکی از چالش‌های مهم شناورسازی نرخ سود در اوراق مریحه عام، سازوکار فقهی آن است. در بین انواع ابزارهای مالی اسلامی (صکوک) ابزارهای با درآمد مقطوع و ثابت با چالش بیشتری برای شناورسازی نرخ سود مواجه‌اند؛ زیرا نرخ سود این نوع اوراق در ابتدای انتشار اوراق به طور مقطوع و معین برای طول دوره آن اوراق تعیین شده و قابل تغییر نیست. در این مقاله به طور خاص بر اوراق مریحه متمرکز می‌شویم و با بررسی الگوهای مختلف، بهترین مدل برای شناورسازی اوراق مریحه را ارائه خواهیم نمود.

## ۲. پیشینه پژوهش

از آنجاکه این مقاله در رابطه با سازوکارهای انتشار اوراق مریحه مصون از تورم است، ابتدا به پیشینه ادبیات موجود در رابطه با اوراق مصون از تورم پرداخته و سپس به پژوهش‌های انجام‌شده در زمینه اوراق مریحه مصون از تورم اشاره خواهد شد. برخی از مقالات خارجی به بررسی جنبه‌های مختلفی از انتشار اوراق مصون از تورم پرداخته‌اند. رودریگز و کانگ<sup>۱</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، چالش‌ها، ریسک‌ها و عملکردهای این اوراق در سال‌های انتشار آن را بررسی کرده‌اند. هوبر<sup>۲</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 برای سرمایه‌گذاری در این اوراق پیشنهاد داده است. دامیکو، کیم و وی<sup>۳</sup> (۲۰۱۸) در پژوهشی بیان کردند که اوراق مصون از تورم به عنوان اوراق قرضه واقعی بدون ریسک تصور می‌شدند؛ اما در این مقاله با استفاده از مدل‌های ساختاری بدون آربیتراژ نشان داده می‌شود که اوراق مصون از تورم در طول بحران مالی ۲۰۰۸-۲۰۰۷ زمانی که برای نخستین بار منتشر شد، بازدهی واقعی بیشتری نسبت به اوراق قرضه بدون ریسک فراهم آورد.

برخی از مقالات داخلی نیز به بررسی جنبه‌های فقهی انتشار اوراق مریحه مصون از تورم پرداخته‌اند؛ خوانساری و اعتصامی (۱۳۹۴) در پژوهشی با عنوان «طراحی اوراق بهادار اسلامی تورم پیوند در نظام مالی ایران»، پس از معرفی و تبیین کارکرد اوراق مصون از تورم و بررسی مشکلات فقهی آن، قابلیت اوراق بهادار اسلامی به منظور طراحی به صورت تورم پیوند را ارزیابی کرده و چهار نوع اوراق مشارکت، اجاره، مریحه و وکالت را با یکدیگر مقایسه کرده‌اند. نتیجه این پژوهش نشان می‌دهد به جز اوراق مریحه، دیگر 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.

توحیدی و اعتصامی (۱۳۹۵) در مقاله‌ای با عنوان «امکان‌سنجی فقهی انتشار اوراق اجاره، مریحه و مشارکت مصون از تورم در بازار

1. Rodriguez & Kung

2. Huber

3. d'Amico, Kim & Wei



سرمایه ایران»، ضمن تبیین کارکردهای اوراق مصون از تورم به تجزیه و تحلیل فقهی اوراق مصون از تورم پرداخته‌اند. در این مقاله برای شناورسازی اوراق مرابحه از الگوی جدید ترکیبی سلف - مرابحه استفاده می‌شود. همچنین، در مقاله دیگری میثمی و همکاران (۱۳۹۹) به بررسی راهکارهای شناورسازی نرخ سود تسهیلات و سپرده‌ها می‌پردازند. یافته‌های مقاله نشان می‌دهد در عقود مبادله‌ای با استفاده از دو راهکار شرعی تخفیف و استفاده از قراردادهای مکرر انجام شود.

برخی دیگر از مقالات داخلی به بررسی اقتصادی اوراق مصون از تورم پرداخته‌اند. نکویی و همکاران (۱۴۰۱) در مقاله‌ای با عنوان «واکاوی مزایا و معایب اوراق مصون از تورم پایه شناور در مقابل اوراق نرخ شناور با تأکید بر انتشار این اوراق توسط دولت» به تحلیل مزایا و معایب انتشار اوراق برای دولت پرداخته‌اند. نتیجه این تحقیق نشان می‌دهد آثار اقتصادی اوراق مصون از تورم پایه شناور در مقابل اوراق نرخ شناور بسیار تفاوت دارد و با توجه به وضعیت کنونی اقتصادی کشور ناظر به نرخ تورم بالا و متغیر، اوراق مصون از تورم پایه شناور توصیه می‌کنند. تاکنون مقاله‌ای در رابطه با سازوکار مناسب برای اوراق مرابحه مصون از تورم برای دولت منتشر نشده است. در این مقاله ابتدا سازوکارهای اوراق مرابحه عام بررسی و راهکار مناسب مبتنی بر نظر خبرگان ارائه می‌شود.

### ۳. روش تحقیق

این مقاله در پی ارائه مدلی مناسب برای شناورسازی نرخ سود در اوراق مرابحه عام است. در این پژوهش ابتدا با استفاده از روش گروه کانونی ویژگی‌های مدل مطلوب اوراق مرابحه عام با نرخ شناور استخراج شد. گروه کانونی یک شیوه کیفی است که برای ایجاد تعامل بین اعضای گروه طراحی شده است تا انگیزه‌های بحث عمیق‌تر را فراهم نموده و جنبه‌های جدید بحث آشکار شود. یکی از ویژگی‌های مهم گروه کانونی تبادل نگرش‌ها و ایده‌هاست (دباغی و ملک، ۱۳۸۹). در این پژوهش از دو گروه کانونی استفاده شده است. در گروه کانونی نخست، جنبه‌های اجرایی هر یک از مدل‌ها ارزیابی شد. در جدول زیر مشخصات جمعیت‌شناختی افراد گروه کانونی ارائه شده است.

جدول ۱: گروه کانونی اجرایی

ردیف	سمت	جنسیت
۱	رئیس اداره مدیریت تقدینگی و بازاریابی اوراق بهادار اسلامی	مرد
۲	دبیر کارگروه فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار	مرد
۳	مدیر پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار	مرد
۴	عضو هیئت‌مدیره گروه راهبران اقتصادی آرمان و عضو هیئت‌علمی دانشگاه امام صادق (ع)	مرد
۵	کارشناس پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار	مرد
۶	دبیر شورای فقهی بانک مرکزی	مرد

در گروه کانونی دوم مدل‌ها با بهره‌گیری از خبرگان فقهی تجزیه و تحلیل شدند که در جدول ۲ مشخصات گروه کانونی فقهی تشریح شده است.

جدول ۲: گروه کانونی فقهی

ردیف	سمت	جنسیت
۱	دبیر کارگروه فقهی سازمان بورس	مرد
۲	عضو کارگروه فقهی سازمان بورس	مرد
۳	عضو کارگروه فقهی سازمان بورس	مرد
۴	عضو شورای فقهی بانک مرکزی	مرد

### ۳. معیارهای ارزیابی انواع مدل‌های شناورسازی نرخ سود در اوراق بهادار اسلامی

با توجه به نیاز وزارت اقتصادی و امور دارایی در انتشار اوراق مرابحه که نرخ آن با شاخص‌های متفاوتی تعدیل شود، تعدد معیارهای زیر

جهت ارزیابی مدل مناسب در انتشار اوراق مرابحه با نرخ شناور ارائه می‌شود.

۱. امکان استفاده برای خدمات، کالاهای مصرفی و کالاهای سرمایه‌ای: از آنجاکه دولت این اوراق را در مصارف متعددی مانند خرید خدمات (به‌عنوان مثال دولت به نمایندگی از مردم خدمات پیمانکار را خریداری می‌کند و به خود به قیمتی بالاتر به صورت نسیه به فروش می‌رساند)، خرید کالاهای مصرفی (مانند خرید تضمینی گندم) و همچنین، کالاهای سرمایه‌ای (مانند وسایل نقلیه) به کار می‌گیرد، اوراق مدل موردنظر باید به‌گونه‌ای باشد که تمامی مصارف دولت را پاسخگو باشد؛

۲. امکان استفاده از تمامی وجوه جمع‌آوری شده ناشی از انتشار اوراق: بانی (دولت) پس از انتشار اوراق باید بتواند به تمامی وجوه جمع‌آوری شده تسلط پیدا کند؛

۳. مقبولیت فقهی: مدل موردنظر باید با فتاوی مشهور فقهای شیعه هماهنگ باشد تا امکان استفاده در سطح ملی را داشته باشد. هرچند که در این مقاله به این نتیجه رسیدیم که تعدادی از مدل‌ها فاقد اشکال هستند، اما مدل‌هایی که از نظر عموم صحت فقهی ندارند، کنار گذاشته شدند؛

۴. سهولت در اجرا: مدل موردنظر باید به‌گونه‌ای باشد که با استفاده از زیرساخت‌های موجود امکان تحقق داشته باشد؛

۵. امکان پیوند دادن بازده اوراق با شاخص‌های متفاوت: دولت باید بتواند اوراق مرابحه خود را براساس شاخص‌های متفاوتی مانند نرخ تورم اعلامی بانک مرکزی، نرخ سود بازار بین‌بانکی یا نرخ سود مصوب شورای پول و اعتبار تعدیل نماید. همچنین، در صورتی که شاخص مرجع افزایش یا کاهش جدی داشته باشد، مدل یادشده بتواند مبتنی بر آن بازدهی سرمایه‌گذار را تغییر دهد.

#### ۴. بررسی فقهی شرط مجهول

در مدل‌هایی که در ادامه ارائه خواهد شد، یکی از شبهات جدی که در مدل تخفیف در اقساط پرداختی و پرداخت سود مازاد در قالب هبه مطرح می‌شود، استفاده از شرط مجهول در قرارداد است. یکی از شروط صحت آن است که مجهول نباشد؛ به‌گونه‌ای که جهل به بیع سرایت کند و آن را غرری نماید. امام خمینی رحمته‌الله معلومیت عرفی را برای نفی غرر کافی می‌داند (۱۴۲۱، ص ۴۹۹). بررسی نظرات فقها در این باره نشان می‌دهد، وحدت نظر نیست و در این مورد اختلاف نظر وجود دارد. به‌طورکلی، محقق اصفهانی معتقد است دلیل نفی غرر، فی نفسه شامل شرط نمی‌شود (۱۴۱۹، ج ۵، ص ۱۶۴-۱۶۶). ایشان معتقدند: در صورتی که شرط بیانگر وصف بیع باشد، در این صورت شرط مجهول باطل است؛ اما اگر شرط بیانگر یک التزام باشد، در این صورت شرط مجهول صحیح خواهد بود (همان، ص ۱۶۶-۱۶۷). صاحب مکاسب می‌نویسد: «شرط ششم: اینکه شرط مجهول نباشد؛ به‌نحوی که موجب ایجاد غرر در عقد بیع شود»<sup>۱</sup> (انصاری، ۱۴۰۶، ج ۶، ص ۵۱). به‌دیگرسخن، در صورتی که شرط مجهول باطل است که منجر به جهل در ثمن و مثن شود (وحید خراسانی، ۱۳۹۰، ج ۳، ص ۵۳ و امام خمینی، ۱۴۲۱، ج ۵، ص ۲۹۷). صاحب جواهر در صورتی که این شرط را صحیح می‌داند که اگر جهل به شرط باعث جهالت ثمن و مثن شود، معامله مطلقاً باطل است؛ چه رفع جهل امکان‌پذیر باشد؛ چه نباشد. اما اگر جهل مزبور به عوضین سرایت نکند، چنانچه رفع جهل امکان‌پذیر باشد، شرط صحیح است (نجفی، بی‌تا، ج ۲۳، ص ۲۰۲). در هر دوی مدل‌های شرط تخفیف در اقساط پرداختی و شرط پرداخت سود مازاد در قالب هدیه، ثمن و مثن مشخص است و شرط عوضین معامله را مخدوش نخواهد کرد. در نتیجه این دو شرط به‌لحاظ فقهی صحیح خواهند بود.

#### ۵. انواع مدل‌های شناورسازی نرخ سود در اوراق مرابحه

از آنجاکه اوراق مرابحه براساس عقد مرابحه طراحی شده و مرابحه نیز از اقسام عقد بیع است، ضروری است شرایطی رعایت شود که برای صحت بیع مطرح شده است. یکی از شرایط صحت عقد بیع معین بودن موضوع معامله است. افزون‌براین، در ماده ۲۱۶ قانون مدنی ایران به شرط دیگری اشاره شده که عبارت است از مبهم نبودن مورد معامله. در توضیح این شرط باید به ماده ۳۴۲ همین قانون توجه نمود که گفته است: «مقدار و جنس و وصف مبیع باید معلوم باشد...». بنابراین، می‌توان شروط مربوط به مورد معامله (اعم از مبیع و ثمن) را در دو شرط

۱. الشرط السادس: أن لا يكون الشرط مجهولاً جهالةً توجب الغرر في البيع

خلاصه کرد:

۱. معین باشد؛

۲. معلوم باشد.

معلوم در مقابل مجهول است و معین در مقابل مردد. جهل به اوصاف و مقدار و جنس برمی گردد و تردید به عدم تعیین مورد در بین دو یا چند مورد مختلف.

مرابحه متشکل از دو بیع نقد و نسیه است. در اوراق مرابحه عام دولت، دولت ابتدا با انتشار اوراق منابع را از سرمایه گذاران جمع آوری می نماید و سپس به وکالت از دارندگان اوراق کالاها و خدمات مورد نیاز خود را خریداری کرده و به قیمتی بالاتر به صورت نسیه به خود می فروشد. از آنجاکه در معاملات با نرخ شناور قیمت قطعی مشخص نمی شود، عدم تعیین قیمت قطعی سبب غرر خواهد شد (رمضانی و همکاران، ۲۰۲۳<sup>۱</sup>، ص ۷۲۹). سؤال اصلی آن است که در اوراق مرابحه با چه سازوکاری می توان بازدهی سرمایه گذاران را شناور نمود. پیش تر کمیته فقهی سازمان بورس راهکاری جهت شناورسازی نرخ در اوراق اجاره ارائه کرده بود. رویکرد کمیته فقهی در رابطه با اوراق با نرخ شناور با رویکردی که در اقتصاد متعارف وجود دارد، از جهات مختلفی متفاوت است. در واقع، در رویکرد کمیته فقهی سازمان بورس، نرخ کوپن شناور است؛ اما در اوراق مصون از تورم متعارف نرخ کوپن ثابت است؛ بلکه ارزش پایه اوراق متناسب با تورم تغییر پیدا می کند (نکویی و همکاران، ۱۴۰۱، ص ۷۰).

در برخی کشورهای اسلامی اوراق بهادار با نرخ سود شناور طراحی و اجرا شده است. برای نمونه، می توان به صکوک سادار کشور عربستان در سال ۲۰۱۳ اشاره کرد. نرخ کوپن آن براساس نرخ بهره بین بانکی عربستان به اضافه ۰/۹۵ درصد است (موسویان و همکاران، ۱۳۹۶). شورای مشورتی فقهی مالزی نرخ اجاره شناور را به تصویب رسانده است. براساس این، نرخ اجاره با روشی منضبط از پیش تعیین می شود تا غرری نشود (شورای فقهی مالزی ۲۰۰۳<sup>۲</sup>، ص ۱۰). مطابق مصوبه کمیته فقهی مالزی در اوراق اجاره امکان تعیین نرخ اجاره بها به صورت شناور وجود دارد به شرطی که نرخ اولین اجاره بها معین باشد و نرخ های آتی اجاره بها به توافق هر دو طرف برسد. تعیین نرخ شناور اجاره بها بر مبنای نرخ بین بانکی کوالالامپور<sup>۳</sup> یا نرخ بین بانکی لندن<sup>۴</sup> تعیین می شود. همچنین، در عقود معاوضی (مانند مرابحه و استصناع) می توان از سازوکار ابراء استفاده نمود. بانی باید نرخ سود شناور اوراق را مشخص نماید و فرمول ابراء را مشخص نماید (مصوبات کمیته فقهی بورس و اوراق بهادار مالزی، ۲۰۲۳، ص ۱۱۷). ابراء در قراردادهای بیع به ثمن آجل، مرابحه و مساومه به معنای چشم پوشی از میزانی از بدهی است که باید در زمان مشخصی پرداخت شود (شهیمی و همکاران، ۲۰۲۲<sup>۵</sup>). در ادامه، به انواع سازکارهای شناورسازی بازدهی در اوراق مرابحه پرداخته می شود.

#### ۵-۱. تعدیل بدهی

در این قسمت به روش هایی اشاره می شود که مطابق آن میزان بدهی بانی به سرمایه گذاران براساس یک سازوکار مشخص تعدیل می شود. در این مدل، وجوه ناشی از انتشار اوراق در ابتدا در اختیار بانی قرار می گیرد. بانی هر موقع که بخواهد، می تواند وجوه را برای خرید کالاها و خدمات به کار گیرد. برای شناورسازی نرخ سود اوراق از طریق تعدیل بدهی می توان از دو الگو که عبارت اند از تعدیل در قیمت نسیه و استفاده از راهکار تخفیف بهره برد. در ادامه به تفصیل به این دو راهکار پرداخته می شود.

#### ۵-۱-۱. تعدیل در قیمت نسیه

همان طور که بیان شد، علم به مقدار و اوصاف ثمن از جمله شرایط صحت عقد بیع بوده و جهل به ثمن موجب بطلان معامله شمرده شده

1. Ramadani, et al.  
 2. Shariah Advisory Council (SAC) of the Securities Commission Malaysia (SC)  
 3. Kuala Lumpur Interbank Offered Rate (KLIBOR)  
 4. London Interbank Offered Rate (LIBOR)  
 5. Shahimi, et al.

است؛ اما این شرط در دیدگاه بعضی فقها محل مناقشه است. برخی از فقها لزوم چنین شرطی را نپذیرفته‌اند. صاحب حدائق الناضره مجهول بودن ثمن را موجب بطلان بیع نمی‌داند (البحرانی، بی تا، ص ۴۶۰-۴۶۲). همچنین، محقق خویی در باب اجاره راجع به معلوم بودن عوض معامله معتقد است: بعد از آنکه ادله غرر مورد قبول واقع نشد، دلیلی بر لزوم معلوم بودن عوض معامله وجود ندارد (۱۳۸۰، ج ۳۰، ص ۳۰).

به نظر می‌رسد اگر مجهول و نامعین بودن ثمن در هنگام تشکیل قرارداد باعث غرر نشود، علتی بر بطلان چنین معامله‌ای وجود ندارد. در مورد غرر از آنجایی که حقیقت شرعی درباره غرر اثبات نشده است، غرر را نمی‌توان اصطلاحی شرعی دانست؛ بلکه مفهوم عرفی دارد (مراغی، ۱۴۱۷، ج ۲، ص ۳۲۰) و اگر ثابت شود که مفهوم غرر در عرف تغییر یافته است، به دنبال آن، حکم نیز تغییر خواهد یافت (موسویان، ۱۳۹۱، ص ۱۵۲). تعدیل توافقی قرارداد، نوعی شرط ضمن عقد است که شرط یادشده حاوی نوعی تعلیق است. با وجود این اقوال به نظر می‌رسد اصل لزوم معلوم بودن ثمن، امری مسلم و خدشه‌ناپذیر نیست به‌ویژه در جایی که طرفین عقد، معیار و ضابطه‌ای را برای تعیین ثمن قرار می‌دهند که عرفاً قابل اتکا بوده و مورد قبول جامعه قرار گرفته است؛ اما به‌رحال نظر غالب و مشهور آن است که ثمن معامله در هنگام انعقاد عقد باید به‌طور مقطوع و بدون تردید و ابهام مشخص باشد.

### ۵-۱-۲. تخفیف در اقساط پرداختی

در این روش، دارندگان اوراق (سرمایه‌گذاران) برای پرداخت ثمن معامله (که عبارت است از اصل و سود اوراق) به بانی تخفیف می‌دهند. توضیح آنکه بانی پس از خرید نقدی دارایی، به نمایندگی از دارندگان اوراق، دارایی خریداری شده را به‌صورت نسبی به بانی می‌فروشد و در این قرارداد (بیع نسبی) ثمن معامله را بیش از عرف موجود تعیین کرده و با لحاظ حداکثر سودی که انتظار می‌رود در طول دوره انتشار اوراق رخ دهد، ربح معامله را در نظر می‌گیرد. همچنین، در ضمن عقد نسبی مرابحه‌ای به‌صورت شرط ضمن عقد توافق می‌کنند که دارندگان اوراق در بازه‌های زمانی مشخصی (مثلاً در ابتدای هر سال) براساس ضابطه مشخصی (مثلاً متناسب با نرخ تورم اعلامی بانک مرکزی) به بانی برای پرداخت اقساط ثمن معامله، تخفیف دهد.

برای نمونه، بانی کالایی به وکالت از سرمایه‌گذاران خریده و با نرخ ۵۰ درصد سالانه (که بسیار بالاتر از نرخ بازار است) به خود به‌صورت مرابحه نسبی می‌فروشد؛ اما در امیدنامه اوراق نرخ اوراق به‌اندازه نرخ پایه (۱۰ درصد سالانه) به‌علاوه نرخ شاخص مرجع (مانند نرخ سود در بازار بین‌بانکی) قید می‌شود. در هر دوره پرداخت این نرخ محاسبه شده و چنانچه از نرخ ۵۰ درصد سالانه کمتر شود، دارندگان اوراق به بانی در ثمن معامله تخفیف می‌دهند. شرط تخفیف در اقساط پرداختی هر چند شرطی مجهول است، اما این ابهام خللی به ثمن یا مثن وارد نمی‌کند؛ زیرا ثمن به‌طور مقطوع و معین تعیین شده است و تخفیف موجب کم یا زیاد شدن ثمن نمی‌شود. در واقع، بانی به وکالت از دارندگان اوراق کالای مبنای قرارداد را با نرخ سود ۳۵ درصد به‌صورت قطعی به بانی می‌فروشد و ثمن معامله کاملاً روشن و مشخص است. آنچه در این فرض تا حدودی نامعین است، مقدار تخفیف است که ارتباطی با ارکان معامله ندارد. ضمن اینکه، مقدار تخفیف هم کاملاً مجهول نیست و براساس ضابطه‌ای که در عقد معین شده، مشخص می‌شود. در این سازوکار در صورتی که شاخص مرجع افزایش زیادی داشته باشد، به‌نحوی که حتی میزان نرخ مرابحه بیشتر شود، دیگر امکان پرداخت سود به سرمایه‌گذار مبتنی بر شاخص مرجع وجود نخواهد داشت.

### ۵-۱-۳. شرط جبران تورم

در این مدل بانی پس از جمع‌آوری پول از سرمایه‌گذاران به وکالت از آنها تمام وجوه را به وکالت از سرمایه‌گذاران در خرید کالاها و خدمات به‌کار می‌گیرد و سپس به خود به مبلغی بالاتر به‌صورت نسبی می‌فروشد. در این حالت بانی به سرمایه‌گذاران به میزان مبلغ بیع نسبی مدیون است. در این مدل دینی که بانی نسبت به سرمایه‌گذاران دارد، براساس تورم تعدیل می‌شود. نظرات فقها در رابطه با جبران کاهش ارزش پول را به سه دسته می‌توان تقسیم کرد:

۱. صحت جبران کاهش ارزش پول به‌طور مطلق: برخی معتقدند: ماهیت پول مثلی نیست و صرفاً یک مال اعتباری است که نشان‌دهنده

قدرت خرید است. در نتیجه، جبران تورم ربا نخواهد بود (موسوی بجنوردی، ۱۳۷۵، ص ۳). از سوی دیگر، قاعده نفی ضرر ایجاب می‌کند که کاهش ارزش پول برای قرض‌دهنده جبران شود (موسوی‌راد و موسوی‌راد، ۱۴۰۳، ص ۲۵۸). هر چند تعدادی از مراجع تقلید دیدگاه یادشده را پذیرفته‌اند، ولی این دیدگاه با نظر برخی از مراجع حاضر ناسازگاری دارد (یوسفی، ۱۳۸۱، ص ۲۲۱). واضح است دیدگاهی می‌تواند در بازار سرمایه اجرا شود که با نظرهای عمده مراجع سازگاری داشته باشد. مبانی فقهی این دیدگاه نیز به صورت جدی قابل نقد است؛ زیرا تقریباً عمده فقها پول اعتباری را مالی مثلی در نظر می‌گیرند (یوسفی، ۱۳۸۱، ص ۲۴۰).

۲. جایز نبودن جبران کاهش ارزش پول به طور مطلق: برخی پژوهشگران معتقدند: جبران کاهش ارزش پول به طور کلی مردود است. این دسته از محققان عمدتاً به تعریف مثلی استناد می‌کنند و پول را مثلی می‌دانند. از سوی دیگر، فقها اتفاق نظر دارند که «ضمان کالای مثلی به مثل است». بر اساس این، چون پول اعتباری عصر جدید نیز از منظر فقهی کالای مثلی و ضمان آن نیز صرفاً به مثل است، پرداخت هر نوع مازادی به دلیل کاهش ارزش پول و ایجاد تورم نادرست است و مصداق ربای قرضی به شمار می‌آید (حائری، ۱۳۶۹، ص ۱۵). در پاسخ باید گفت: تفاوتی بین پول درهم و دینار با پول اعتباری عصر حاضر از برای پول بودن وجود ندارد؛ از این رو اگر قرار باشد قدرت خرید پول اعتباری مقوم مثلیت آن محسوب شود، این مطلب درباره پول درهم و دینار نیز باید صادق باشد؛ در حالی که طی تاریخ، تغییرات عمومی قیمت‌ها درباره درهم و دینار هم اتفاق افتاده است؛ اما هیچ فقهی به جبران کاهش ارزش پول در پول‌های درهم و دینار اشاره‌ای نمی‌کند. بر اساس این، در پول‌های اعتباری نیز قدرت خرید عنصر اصلی مثلیت به شمار نمی‌آید (نظری و همکاران، ۱۳۷۴، ص ۷۷).

در نقد دیدگاه باید گفت: مثلی و قیمی (که در کتب فقهی در ذیل بحث ضمان بحث می‌شود) مفاهیمی عرفی و انتزاعی‌اند و توسط شارع وضع نشده‌اند. بنابراین، برای درک ماهیت آنها در هر زمان، باید به عرف مراجعه کرد. در ثانی، هر چند پول رایج در عصر ائمه (درهم و دینار) هم با تغییر (افزایش یا کاهش) ارزش مواجه بودند، میزان این تغییرات با تورم‌های پول اعتباری قابل مقایسه نیست. برای مثال، برخی منابع نقل می‌کنند در زمان ابویوسف، از علمای اهل سنت در قرن دوم هجری قمری ارزش پول در مقایسه با صدر اسلام ۱۵ درصد کاهش یافته بود (بانک توسعه اسلامی، ۱۴۱۶، ص ۹۴ و یوسفی، ۱۳۸۱، ص ۲۲۴). مسلماً این میزان کاهش ارزش پول طی نزدیک به دو دهه، با تغییرات قابل توجه پول‌های اعتباری عصر جدید قابل مقایسه نیست. بر اساس این، بی‌توجهی فقها به تغییرات ارزش درهم و دینار نمی‌تواند دلیلی بر جایز بودن یا نبودن جبران کاهش ارزش پول اعتباری محسوب شود.

۳. ضرورت تفصیل بین تورم شدید، متوسط، و خفیف: برخی پژوهشگران معتقدند: در بحث جبران کاهش ارزش پول لازم است بین سه حالت تورم شدید، متوسط، و خفیف تفکیک کرد و هر یک به دلایل مختلف احکام متفاوتی دارد. اگر تورم شدید باشد، به گونه‌ای که عرف عام در مقابل آن در قراردادهای مدت‌دار از خود واکنش قابل ملاحظه‌ای نشان دهد، جبران کاهش ارزش پول لازم و واجب است و از مصادیق ربا به شمار نمی‌رود. اگر تورم خفیف باشد، به طوری که عرف عام در مقابل آن در قراردادهای مدت‌دار هیچ‌گونه واکنش قابل ملاحظه‌ای نشان ندهد، جبران کاهش ارزش پول جایز نیست. سرانجام، اگر تورم متوسط باشد؛ به طوری که نوع واکنش عرف عام در مواجهه با آن قابل تشخیص نباشد، در این حالت جبران کاهش ارزش پول الزامی نیست و مصالحه بین طرفین، طریق احتیاط است. دلیلی که در این باره ارائه می‌شود آن است که ادای دین مفهومی عرفی است؛ یعنی اگر تورم به صورت شدید اتفاق بیفتد، صرف پرداخت مبلغ اسمی توسط مدیون منجر به بری‌الذمه شدن وی از منظر عرف نخواهد شد؛ بلکه عرف بازگرداندن ارزش حقیقی و قدرت خرید پول را منجر به بری‌الذمه شدن در نظر می‌گیرد (یوسفی، ۱۳۸۱، ص ۲۸۷). در نقد این دیدگاه باید گفت: اولاً، سنجش مشخصی برای تشخیص سطح مختلف تورم وجود ندارد و ثانیاً می‌توان شواهدی از عرف پیدا کرد که مخالف این دیدگاه است و در صورت تورم‌های بالا نیز با پرداخت اصل شخص را بری‌الذمه می‌داند.

۴. جایز نبودن جبران قبل از سررسید به مقتضای قاعده اقدام و لزوم جبران بعد از سررسید دیدگاه منتخب این پژوهش آن است که قبل از سررسید به دلیل اقدام شخص (بنابر قاعده اقدام)<sup>۱</sup>، نیازی به جبران کاهش ارزش پول نیست و الزامی کردن انجام این کار، می‌تواند با چالش ربا مواجه شود؛ اما پس از سررسید، به دلیل از بین رفتن اقدام و ضرر دیدن شخص از

۱. قاعده اقدام، که از آن به قاعده «اقدام به زیان» نیز تعبیر شده است، بیان می‌کند هرگاه شخصی با علم و آگاهی، عملی انجام دهد که سبب ایجاد زیان توسط دیگران به او شود، واردکننده زیان (که شخص دیگری است) مسئول خسارت نخواهد بود (محقق داماد، ۱۳۸۱، ص ۲۲۱؛ بهرامی احمدی، ۱۳۹۰، ص ۹۳).

کاهش ارزش پول، (بنابر قاعده ممنوعیت ضرر)<sup>۱</sup> لازم است کاهش ارزش پول جبران شود. از منظر تحلیل فقهی، اگرچه قاعده ممنوعیت ضرر بر ادله احکام حکومت دارد، قاعده اقدام بر قاعده ممنوعیت ضرر حاکم است (بهرامی احمدی، ۱۳۹۰، ص ۹۳). در نتیجه، بنابر نظر مختار نمی توان از این سازوکار در شناورسازی نرخ استفاده کرد.

#### ۲-۵. معامله تدریجی

در این نوع مدل‌ها در ابتدا مجموع کالاهایی مشخص می شود که بانی قصد خرید آن را دارد؛ اما مراحله به تدریج و با نرخ‌های متفاوتی انجام می شود تا بتوان بازده اوراق مراحله را با شاخص مورد نظر پیوند داد. این مدل‌ها شامل مراحله تدریجی، سلف و مراحله، مراحله و عاریه مضمونه و مراحله هستند که در ادامه به بررسی آنها پرداخته می شود.

#### ۱-۲-۵. مراحله تدریجی

در این اوراق ابتدا بانی به وکالت از دارندگان اوراق مواد اولیه مورد نیاز بانی را به صورت نقدی از تولیدکننده خریداری کرده و با در نظر گرفتن سود معین به بانی به صورت نسیه می فروشد. به جای آنکه همه مواد اولیه مورد نیاز را به صورت یکجا خریداری کند و به صورت یکجا به بانی بفروشد، می تواند در چند مرحله و با فواصل زمانی مشخصی (مثلاً هر شش ماه یک بار) در قالب چند عقد بیع، مواد اولیه مورد نیاز بانی را تهیه کند. در این صورت در هر مرحله متناسب با نرخ تورم و نرخ سود روز موجود در بازار ثانویه اوراق، ثمن معامله تعیین می شود و از این رو، سود اوراق مراحله متغیر خواهد شد. همچنین، برای پوشش ریسک نکول طرفین از قراردادهای بعدی می توان ضمن هر قرارداد شرط انعقاد بیع بعدی را درج نمود.

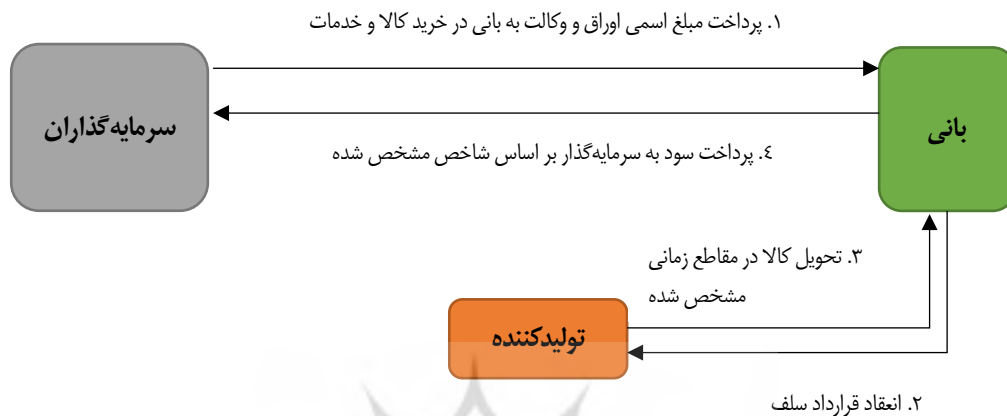
از مدل مراحله تدریجی می توان برای مصارف گوناگون دولت استفاده کرد؛ اما نکته ای که جذابیت اوراق را برای بانی کاهش می دهد آن است که بانی (دولت) نمی تواند از تمامی وجوه جمع آوری شده استفاده نماید؛ بلکه به مرور زمان و متناسب با پرداخت‌های دوره ای می تواند مراحله انجام دهد. به دیگر سخن، برای پرداخت سود به دارندگان اوراق در هر دوره، اول بانی به میزان مبلغی که باید پرداخت کند، مراحله انجام می دهد. از آنجاکه در اوراق مراحله عام دولت اصل مبلغ را در سررسید پرداخت خواهد کرد، بانی مجبور است بخش عمده ای از خریدهای خود را در انتهای سررسید اوراق انجام دهد که با توجه به سررسید بلندمدت اوراق مراحله و تورم‌های بالا در کشور در عمل، استفاده از این مدل توجیه اقتصادی نخواهد داشت. افزون بر این، بانی در این مدل به تمامی کالاها از ابتدا دست پیدا نمی کند؛ بلکه با مرور زمان و انجام مراحله کالاها را دریافت خواهد نمود.

#### ۲-۲-۵. سلف و مراحله

پیش تر بیان شد که در راهکار بیع تدریجی، بیع اول که بین بانی به وکالت از دارندگان اوراق و تولیدکننده منعقد می شود، در چند مرحله صورت می گیرد. بدیهی است در این حالت به دلیل تورم، ریسک نوسان قیمت برای سرمایه‌گذاران وجود دارد و می تواند بازدهی نهایی اوراق را تحت الشعاع قرار دهد. برای پوشش این ریسک گفته شده است می توان بیع اول را در قالب چند عقد سلف مجزا انجام داد؛ به گونه ای که تحویل دارایی در چند مرحله (متناسب با آنچه که با بانی توافق شده است) انجام شود. در این حالت بانی به وکالت از دارندگان اوراق ابتدا تمام دارایی مورد نیاز بانی در طول دوره انتشار را در چند عقد سلف مستقل خریداری می نماید و در فواصل زمانی تعیین شده کالا را به وی می فروشد. قیمت فروش کالا در بیع دوم متناسب با نرخ مرجع تعیین خواهد شد. (توحیدی و اعتصامی، ۱۳۹۵، ص ۱۱۳). از این روش در جایی استفاده می شود که دارایی مورد نیاز قابل تجزیه بوده و به صورت یکجا مورد نیاز نباشد. همچنین، لازم است برای جلوگیری از ریسک عدم انعقاد قرارداد بانی در نوبت‌های آتی، در ضمن قرارداد انعقاد دیگر قراردادهای مقرر شده شرط شود (همان، ص ۱۱۴).

۱. منظور از قاعده لاضرر آن است که در اسلام تنها آن دسته از معاملات مورد تأیید است که اصل معامله، اطلاق، یا شرایط آن موجب ضرر یا ضرار فرد دیگر یا جامعه در زمان حال یا آینده نشود. از این رو، ضرری بودن معامله به ابطال آن می انجامد (عراقی، ۱۴۱۸، ص ۳۱).

برای مثال، اگر بانی در یک سال نیاز به ۱۲ تن سنگ آهن داشته باشد، بانی پس از جمع آوری وجوه، به وکالت از سرمایه‌گذاران ۱۲ قرارداد سلف مجزا با تولیدکننده منعقد می‌کند که زمان تحویل هر کدام از قراردادها در ابتدای هر یک از ماه‌های سال خواهد بود و قیمت خرید از تولیدکننده و در نتیجه فروش مرابحه‌ای به بانی در ابتدای هر ماه مشخص می‌شود. بانی نیز سود بیع دوم را مبتنی بر یک شاخص معین می‌کند و به صورت نقد کالا را از جانب سرمایه‌گذاران به خود می‌فروشد. این فرآیند در شکل زیر نمایش داده شده است؛

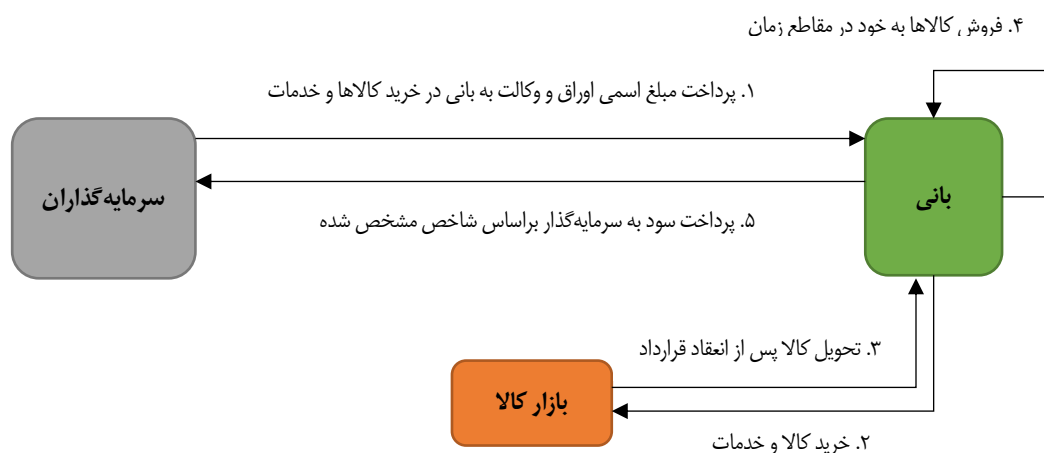


شکل ۱: قرارداد مرابحه و سلف

### ۵-۲-۳. مرابحه عاریه مضمونه

چنانچه دارایی مدنظر بانی غیرقابل تجزیه بوده یا به صورت یکجا مورد نیاز باشد می‌توان از روش ترکیب مرابحه و عاریه مضمونه استفاده کرد. منظور از عاریه مضمونه این است که معیر با مستعیر شرط می‌کند که چنانچه در طول استفاده مستعیر از دارایی، مال مورد استفاده به هر دلیلی ناقص یا تلف شد، جبران آن برعهده مستعیر است و او نمی‌تواند به ید امانی خود استناد کرده و از بار مسئولیت شانه خالی کند. برای مثال، فرض کنید اوراق مرابحه چهارساله‌ای منتشر شده است. بانی در ابتدا تمامی کالا را به وکالت از سرمایه‌گذاران خریداری می‌کند. این کالا به صورت عاریه نزد بانی باقی خواهد ماند. در مواعد پرداخت میزان مشخصی از کالای مدنظر را با قیمت مشخص به وکالت از سرمایه‌گذاران به صورت بیع مرابحه تملیک می‌کند و بقیه را به صورت عاریه مضمونه در اختیار بانی می‌ماند. تا اینکه در انتهای قرارداد کل کالا به طور کامل به تملک بانی درآید. همچنین، با توجه به مضمونه بودن عاریه، در صورت تلف یا نقصان کالا قبل از تملک کامل، بانی ضامن خواهد بود.

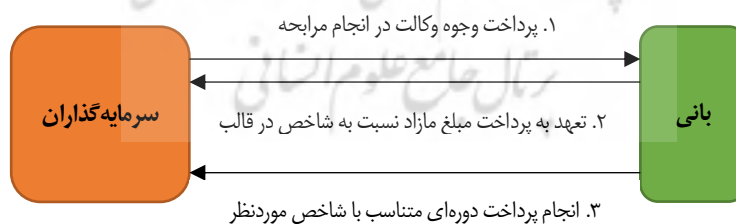
اشکالی که به نظر می‌رسد این است که اولاً، با گذشت زمان، کالا مستهلک شده و قیمت اولیه خود را از دست می‌دهد (البته در این صورت از نظر فقهی مانعی برای توافق بر قیمت اولیه وجود ندارد. توضیح آنکه، اگرچه در این حالت کالا مستهلک شده و از قیمت واقعی آن کاسته شده است، اما طرفین می‌توانند بر قیمتی مشخص صرف نظر از قیمت بازاری کالا توافق نمایند) و ثانیاً، چنانچه در زمان عاریه، کالا تلف یا ناقص شود، آنچه را که مستعیر ضامن است، قیمت روز کالا خواهد بود که معمولاً متفاوت از قیمت اولیه کالا است. نکته دیگر اینکه، این روش برای کالاهایی کاربرد خواهد داشت که ماندگاری دارد. در نتیجه، دولت نمی‌تواند از این سازوکار برای خرید خدمات و کالاهای مصرفی استفاده نماید؛ حال آنکه بخش مهمی از نیاز دولت به چنین نیازهایی (مانند خرید گندم از کشاورز) اختصاص دارد.



شکل ۲: مدل مرابحه عاریه مضمونه

## ۳-۵. پرداخت سود مازاد در قالب هبه

در این روش بانی در ابتدا وجوه را جمع‌آوری کرده و به وکالت از مردم، کالاها و خدمات موردنظر خود را خریداری می‌نماید و سپس آنها را در قالب بیع مرابحه به صورت نسبی به خود می‌فروشد. نرخ مرابحه کالاها و خدمات در این اوراق نرخ پایه است و جهت پرداخت سود به سرمایه‌گذار بانی افزون بر پرداخت اقساط مرابحه متعهد است که مابه‌التفاوت نرخ مرابحه و شاخص موردنظر را به سرمایه‌گذاران هدیه دهد. برای مثال، بانی اوراق مرابحه‌ای با نرخ شناور متناسب با نرخ سود بازار بین‌بانکی و با پرداخت سود به صورت سالانه منتشر می‌نماید. در ابتدا، بانی کالاها و خدمات را به وکالت از سرمایه‌گذاران خریداری کرده و با نرخ ۱۰ درصد سالانه به خود می‌فروشد. در صورتی که در انتهای سال اول، نرخ سود در بازار بانکی ۲۸ درصد باشد، در این سال بانی متعهد است که ۱۸ درصد مابه‌التفاوت را به سرمایه‌گذاران هدیه دهد. اینکه آیا چنین تعهدی منجر به غرری شدن معامله یا جهل به ثمن می‌شود یا خیر، مورد اختلاف است که پیش‌تر به آن اشاره شد. به نظر نویسندگان شرط هبه در ضمن عقد بیع مرابحه، ارتباطی با ثمن نداشته و جهل به آن موجب سرایت به ثمن نخواهد شد.



شکل ۳: مدل پرداخت سود مازاد در قالب هبه

یکی دیگر از شبهات فقهی که ممکن است در رابطه با صحت این مدل مطرح شود، شبهه استفاده از حیل رباست. در واقع، در این حالت ما شک داریم شرط هبه مازاد قرارداد را ربوی می‌کند یا خیر. در پاسخ این شبهه باید گفت: به نظر تمامی فقها در صورت شک در رابطه با صحت خود عقد، اصل صحت جاری می‌شود (آهنگران، ۱۳۹۷، ص ۳۲).

افزون‌براین می‌توان در این قرارداد از هبه یک‌طرفه استفاده کرد که در این حالت هبه شرط ضمنی نخواهد بود؛ بلکه دولت مبتنی بر تکلیف قانونی خود موظف است که بدهی سرمایه‌گذاران را با شاخصی تعدیل نماید. در این حالت، در امیدنامه اوراق یادشده پرداخت سود مازاد شرط نخواهد شد. گفتنی است، پیش‌تر کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار تعدیل افزایش بدهی پیمانکاران به دولت را در اسناد خزانه

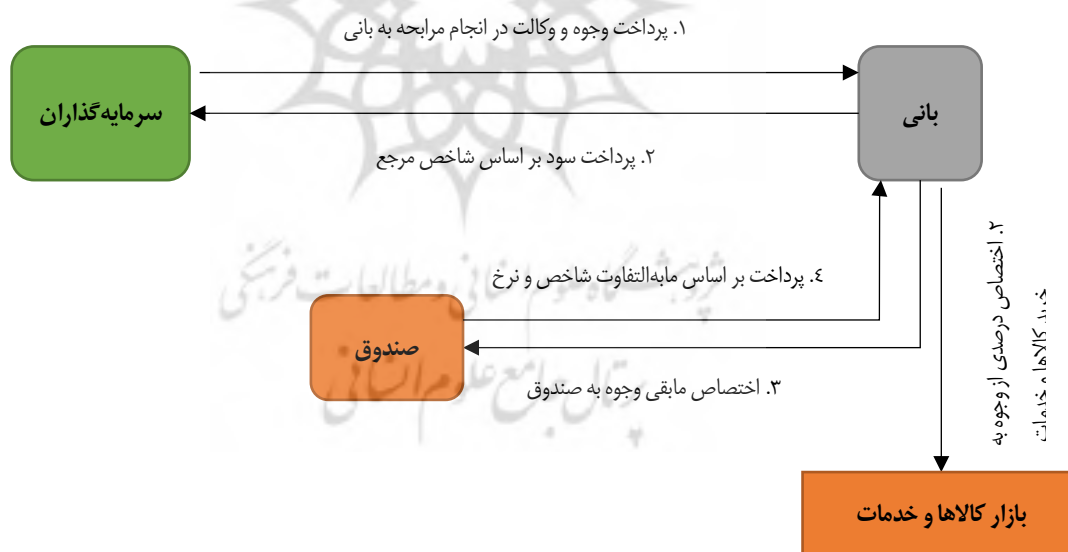


اسلامی براساس یک شاخص معین، در قالب حسن وفا و تکلیف قانونی صحیح دانسته بود (کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۴۰۰، ص ۲۰۵). در نتیجه مطابق این مصوبه می توان در اوراق مرابحه مصون از تورم نیز سود مازاد از باب حسن وفا و با تکلیف قانونی مطابق شاخص موردنظر به سرمایه گذاران پرداخت شود.

#### ۴-۵. استفاده از صندوق سرمایه گذاری برای بازپرداخت متناسب با شاخص

در این مدل بانی پس از جمع آوری وجوه از سرمایه گذاران به وکالت از آنها، با بخشی از وجوه کالاها و خدمات خود را خریداری کرده و با مبلغی بیشتر به خود می فروشد. بخشی از منابع را در عملیات مرابحه به کار می گیرد و بخشی دیگر را در یک صندوق سرمایه گذاری می کند که تحت مدیریت بانی است. نرخ در عملیات مرابحه همان نرخ پایه در اوراق شناور است. بانی موظف است در هر دوره پرداخت مابه التفاوت نرخ مرابحه و شاخص مرجع را از صندوق خود پرداخت نماید.

برای مثال، ۸۰ درصد منابع جمع آوری شده در مرابحه به کار گرفته شده و ۲۰ درصد توسط دولت در یک صندوق سرمایه گذاری می شود. پرداخت بازده در این صندوق متناسب با شاخص مبنا خواهد بود. چنانچه در طی دوره بر مبنای شاخص بانی ملزم بشود که مبالغ بیشتر به سرمایه گذاران پرداخت کند، منابع موردنیاز از این صندوق برداشت و به سرمایه گذاران پرداخت می شود. همچنین، در صورتی که منابع صندوق برای بازپرداخت کافی نباشد، دولت متعهد است از منابع خود مبلغ مازاد را برای دارنده اوراق جبران نماید. در انتهای دوره اوراق چنانچه صندوق همچنان دارایی داشت، بانی می تواند دارایی ها را فروخته و وجوه حاصل را برداشت نماید. پیش از این کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار بازپرداخت سود را با یک ضابطه مشخص در رسید برگ قابل معامله پذیرفته است.<sup>۱</sup>



شکل ۴: مدل استفاده از صندوق سرمایه گذاری

در این سازوکار هرچند می توان بازده اوراق را با یک شاخص متناسب نمود، اما مشکل اینجاست که تمامی وجوه در اختیار بانی قرار نمی گیرد؛ زیرا بانی موظف است بخشی از منابع جمع آوری شده را در صندوق خود قرار دهد. همچنین، مدیریت صندوق هزینه های خود را بر هزینه های انتشار اوراق اضافه خواهد کرد.

### ۶. انتخاب مدل مناسب شناورسازی نرخ سود در اوراق مرابحه

با توجه به تحلیل‌های انجام‌شده در بخش‌های قبل، ارزیابی مدل‌های گفته‌شده براساس معیارهای پیش‌گفته بدین صورت است:

جدول ۳: ارزیابی مدل‌های شناورسازی بازدهی در اوراق مرابحه

ردیف	امکان پیوند دادن بازده اوراق با شاخص‌های متفاوت	سهولت در اجرا	امکان استفاده از تمامی وجوه	امکان استفاده برای انواع مصارف	مدل‌های شناورسازی نرخ سود در اوراق مرابحه عام دولت
۴	۱	۱	۱	۱	تعدیل در قرارداد
۳	۰	۱	۱	۱	استفاده از راهکار تخفیف
۳	۰	۱	۱	۱	شرط جبران تورم
۳	۱	۰	۰	۱	مرابحه تدریجی
۳	۱	۰	۰	۱	سلف و مرابحه
۳	۱	۰	۱	۰	مرابحه و عاریه مضمونه
۴	۱	۱	۱	۱	پرداخت سود مازاد در قالب هدیه
۳	۱	۰	۰	۱	استفاده از صندوق سرمایه‌گذاری

بر اساس جدول ۳ راهکارهای تعدیل در قرارداد و پرداخت سود مازاد در قالب هدیه تمامی الزامات شناورسازی نرخ را دارند. شیوه تعدیل در قرارداد مطلوبیت فقهی ندارد. در نتیجه، با توجه به بررسی فقهی، که در این مقاله انجام شد، پرداخت سود مازاد در قالب هدیه شیوه مناسبی برای شناورسازی نرخ در اوراق مرابحه خواهد بود؛ اما از آنجاکه مدل تعدیل در قرارداد پذیرش فقهی ندارد، پرداخت سود مازاد در قالب هدیه مدل منتخب برای شناورسازی نرخ سود در اوراق مرابحه است.

### ۷. نتیجه‌گیری

انتشار اوراق بهادار، کم‌آسیب‌ترین شیوه تأمین مالی کسری بودجه است. دولت جمهوری اسلامی ایران برای تأمین مالی خود از اسناد خزانه اسلامی و اوراق مرابحه عام استفاده می‌نماید. اوراق مرابحه، اوراق کوپن‌دار هستند و نرخ کوپن مطابق نرخ شورای پول و اعتبار است. ثابت بودن نرخ کوپن در اوراق مرابحه در کنار سررسید طولانی‌مدت آن، سرمایه‌گذاران را با دو ریسک تغییرات نرخ سود و نرخ تورم مواجه می‌کند. انتشار اوراق مرابحه با نرخ سود شناور بر مبنای شاخص تورم یا شاخص نرخ سود می‌تواند سرمایه‌گذاران را از این دو ریسک مصون نماید. در این مقاله به بررسی سازوکار فقهی شناورسازی نرخ سود پرداخته شده است. مدل‌های شناورسازی نرخ سود در این مقاله به چهار مدل کلی تعدیل در بدهی، معامله تدریجی، پرداخت مازاد سود در قالب هدیه و استفاده از صندوق سرمایه‌گذاری تقسیم‌بندی شده‌اند. برای انتخاب بهترین مدل برای شناورسازی نرخ سود در اوراق مرابحه عام دولتی از دو گروه کانونی استفاده شده است. در گروه کانونی اول که به‌منظور بررسی جنبه‌های اجرایی آن بود، مدل‌های پرداخت سود مازاد در قالب هدیه و تعدیل در قرارداد از جهت جنبه‌های اجرایی مناسب تشخیص داده شد. در گروه کانونی دیگری که تشکیل داده شد، تعدیل در قرارداد از جنبه‌های فقهی تأیید نشد. در نهایت، روش پرداخت سود مازاد در قالب هدیه به‌عنوان مکانیسم مناسب شناورسازی نرخ سود تأیید شد.

## منابع

۱. انصاری، مرتضی بن محمد امین (۱۴۰۶). کتاب المكاسب. ج ۶، قم: مجمع الفکر الاسلامی.
۲. آهنگران، محمدرسول (۱۳۹۷). «بازپژوهی مستندات فقهی اصل صحت در قراردادها با هدف تعیین محدوده آن در ماده ۲۲۳ قانون مدنی». دوفصلنامه علمی دانش حقوق مدنی، ۱۷(۱)، ۲۱-۳۴.
۳. بانک توسعه اسلامی (۱۴۱۶). حکم المحكمة الشرعية الاتحادية الباكستانية بشأن الفائدة. جده: بانک توسعه اسلامی.
۴. البحرانی، الشیخ یوسف (بی تا). الحدائق الناضرة فی أحكام العترة الطاهرة. قم: مؤسسة النشر الاسلامی التابعة لجماعة المدرسين.
۵. بهرامی احمدی، حمید (۱۳۹۰). قواعد فقه. چاپ دوم، تهران: انتشارات دانشگاه امام صادق (علیه السلام).
۶. توحیدی، محمد؛ فریدونی، محمدمهدی؛ افقهی، سیدمحمد و محمد ربانی (۱۴۰۲). «آسیب شناسی اوراق دولتی در بازار سرمایه و ارائه راهکارهای سیاستی». فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۱۶(۶۳)، ۱۶۱-۱۸۰.
۷. توحیدی، محمد و سید امیرحسین اعتصامی (۱۳۹۵). «امکان سنجی فقهی انتشار اوراق اجاره، مرابحه و مشارکت مصون از تورم در بازار سرمایه ایران». جستارهای اقتصادی ایران، ۱۳(۲۶)، ۸۹-۱۲۲.
۸. حائری، سید کاظم (۱۳۶۹). «الاوراق المالية الاعتبارية». مجموعه مقالات دومین مجمع بررسی های اقتصاد اسلامی، مشهد: مجمع بررسی های اسلامی.
۹. خمینی، روح الله (۱۴۲۱). کتاب البیع. ج ۵، قم: مؤسسه تنظیم و نشر آثار امام خمینی (علیه السلام).
۱۰. خوانساری، رسول و امیرحسین اعتصامی (۱۳۹۴). طراحی اوراق بهادار اسلامی تورم پیوند در نظام مالی ایران. تهران: پژوهشکده پولی و بانکی، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
۱۱. خویی، سیدابوالقاسم (۱۳۸۰). المستند فی شرح العروه الوثقی. ج ۳۰. قم: مؤسسه احیاء آثار امام خویی.
۱۲. دباغی، آزاده و امیرمهدی ملک (۱۳۸۹). «ارائه روشی برای ارزیابی و رتبه بندی چشم انداز سازمان ها با استفاده از روش پژوهش آمیخته». مدیریت صنعتی، ۲(۴)، ۷۴-۵۷.
۱۳. عراقی، ضیاء (۱۴۱۸). قاعده لاضرر. قم: انتشارات دفتر تبلیغات اسلامی حوزه علمیه قم.
۱۴. کمیته فقهی سازمان بورس (۱۴۰۰). مصوبات کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار. چاپ اول، تهران: انتشارات بورس.
۱۵. محقق داماد، سیدمصطفی (۱۳۸۱). قواعد فقه. تهران: مرکز نشر علوم اسلامی.
۱۶. مراغی، سید عبدالفتاح (۱۴۱۷). العناوین الفقهية. قم: مؤسسة النشر الإسلامی التابعة لجماعة المدرسين.
۱۷. مقصودی، مجتبی؛ اسلامی بیدگلی، سعید و امیررضا خطیر (۱۴۰۱). «بررسی نقش دولت در توسعه بازار سرمایه ایران (۱۳۸۴ تا ۱۳۹۶ هـ.ش)». فصلنامه بورس و اوراق بهادار، ۱۵(۵۷)، ۴۶۱-۴۹۴.
۱۸. موسوی بجنوردی، سیدحسن (۱۴۱۹). القواعد الفقهية. ج ۳. قم: نشر الهادی.
۱۹. موسوی بجنوردی، سیدمحمد (۱۳۷۵). نقش اسکناس در نظام حقوقی اسلام. در کتاب: پول در نگاه اقتصاد و فقه. تهران: انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
۲۰. موسویان سیدعباس (۱۳۹۱). بازار سرمایه اسلامی (۱). تهران: سازمان انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و انتشارات اسلامی.
۲۱. موسویان، سیدعباس؛ صالح آبادی، علی و مجتبی کاوند (۱۳۹۶). «امکان سنجی فقهی اوراق مشارکت مصون از تورم». نشریه علمی تحقیقات مالی اسلامی، ۶(۲)، ۱۰۱-۱۳۲.
۲۲. موسوی راد، سیدحسین و سیدجابر موسوی راد (۱۴۰۳). «ضرورت جبران کاهش ارزش پول در صورت اشتراط در عقد قرض». آموزه های فقه مدنی. ۱۶(۲۹)، ۲۷۴-۲۵۳.
۲۳. میثمی، حسین؛ بیات، سعید و هومن کریمی (۱۳۹۹). «شناورسازی نرخ های سود در بانکداری بدون ربا: سازوکاری جهت تقویت مکانیسم انتقال پولی». اقتصاد اسلامی، ۲۰(۸۰)، ۲۱۶-۱۸۹.

۲۴. نجفی، محمدحسن بن باقر (بی تا). جواهر الکلام (ط. القديمة). ج ۴۳. بیروت: دار إحياء التراث العربی.
۲۵. نظری، حسن؛ میرجلیلی، سیدحسین و پرویز داوودی (۱۳۷۴). پول در اقتصاد اسلامی. تهران: دفتر همکاری حوزه و دانشگاه.
۲۶. نکویی، وحید؛ سلمانی، یونس و مجید کریمی (۱۴۰۱). «واکاوی مزایا و معایب اوراق مصون از تورم پایه شناور در مقابل اوراق نرخ شناور با تأکید بر انتشار این اوراق توسط دولت». نشریه بورس و اوراق بهادار، ۱۵ (۵۸)، ۴۱-۶۰.
۲۷. وحیدخراسانی، حسین و سیدابوالقاسم خویی (۱۳۹۰). کتاب منهاج الصالحین، ج ۳. قم: مدرسة الإمام باقرالعلوم (علیه السلام).
۲۸. هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار (۱۴۰۲). دستورالعمل انتشار اوراق مرابحه.
۲۹. یوسفی، احمدعلی (۱۳۸۱). ربا و تورم. تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
30. d'Amico, S., Kim, D. H., & Wei, M. (2018). Tips from TIPS: the informational content of Treasury Inflation-Protected Security prices. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 53(1), 395-436.
31. Huber, S. (2014). *Inflation-Linked Bonds; Preserving Real Purchasing Power and Diversifying Risk*, Trends, Credit Suisse Asset Management.
32. Kramer, W. (2013). An Introduction to Inflation-Linked Bonds, Lazard Asst Management LLC.
33. Mishkin, F. S., & Eakins, S. G. (2018). *Financial Markets and Institutions*. Harlow: Pearson Education.
34. Ramadani, F., Mubarak, J., & Supriyanto, T. (2023). Analysis of Murabahah Fiqh with a Floating Rate: Overseas Analysis Study. *International Journal of Management, Economics and Social Sciences (IJEMBIS)*, 3(3), 728-734.
35. Rodriguez, T. & Kung W-C. (2014). *Fixed Income Perspective: Treasury Inflation Protected Securities*, Nuveen Asset Management, LLC.
36. Roza, & Pyaru, Shaikh (2023). Duration in the Bond Market and Application. *Applied Economics and Policy Studies*, doi: 10.1007/978-981-19-7826-5\_40.
37. Saunders A. & Cornett M. M. (2017). *Financial institutions management : a risk management approach* (9th ed.). McGraw-Hill Education. February 10 2024
38. Shahimi, N. A., Asni, F., Ramle, M. R., & Hasbulah, M. H. (2022). Development of Sukuk Mudarabah in Malaysia: A Literature. *Social Sciences*, 12(11), 3055-3072.
39. Shariah Advisory Council (SAC) of the Securities Commission Malaysia (SC) (2023), Resolutions of the Shariah Advisory Council of the Securities Commission Malaysia.