

پژوهشکده پولی و بانکی  
بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران



# طراحی اوراق بهادار اسلامی تورم‌پیوند در نظام مالی ایران

رسول خوانساری  
امیر حسین اعتصامی

MBRI -PN-94018

دی ۱۳۹۴

یادداشت سیاستی

[www.mbri.ac.ir](http://www.mbri.ac.ir)



پژوهشکده پولی و بانکی  
بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

پژوهشکده پولی و بانکی

بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

تهران: میدان آرژانتین، ابتدای بزرگراه آفریقا، پلاک ۱۰

کدپستی: ۱۵۱۴۹۴۷۱۱۱ صندوق پستی: ۷۹۴۹-۱۵۸۷۵

[www.mbri.ac.ir](http://www.mbri.ac.ir)

- دیدگاه و نظرات ارائه شده در این مقاله متعلق به نویسندگان بوده و لزوماً نظر پژوهشکده پولی و بانکی را منعکس نمی کند.
- کلیه حقوق مادی و معنوی این اثر متعلق به پژوهشکده پولی و بانکی می باشد، لیکن استفاده از نتایج این مقاله با ذکر منبع بلامانع است.



## طراحی اوراق بهادار اسلامی تورم‌پیوند در نظام مالی ایران

رسول خوانساری<sup>۱</sup>  
امیرحسین اعتصامی<sup>۲</sup>

### چکیده

امروزه در بازارهای مالی جهان، انواع اوراق بهادار با نرخ شناور (شناورها) با پیوند به شاخص‌های گوناگون و با اهداف متنوع دادوستد می‌شود. یکی از متداول‌ترین شناورها اوراق تورم‌پیوند (اوراقی مصون در مقابل افزایش سطح عمومی قیمت‌ها یا تورم) است که برای بسیاری از سرمایه‌گذاران راهکاری مؤثر برای بیمه‌شدن در برابر تورم به‌شمار می‌آید. به‌دلیل مشکلات و شبهات شرعی بیشتر اوراق بهادار متعارف و از جمله اوراق تورم‌پیوند، طراحی ابزارهای منطبق با شریعت ضروری است؛ ابزاری که بتواند در عین انطباق با اصول شریعت، نیازهای سرمایه‌گذاران و ناشران را برآورده سازد. هر یک از اوراق بهادار اسلامی یا صکوک بر اساس یک عقد پایه مانند مشارکت، اجاره، مرابحه، و ... یا ترکیبی از آنها طراحی می‌شود. پرسشی که در اینجا پیش می‌آید این است که کدام یک از انواع عقود قابلیت بیشتری برای استفاده در صکوک تورم‌پیوند دارد و از جهت معیارهای گوناگون مانند مشروع بودن، جذاب بودن، دامنه‌ی کاربرد، و ... مناسب‌تر است. در این یادداشت پس از معرفی و تبیین کارکرد اوراق تورم‌پیوند (یکی از گونه‌های اوراق با نرخ سود شناور) و بررسی مشکلات فقهی آن، قابلیت اوراق بهادار اسلامی به‌منظور طراحی به صورت تورم‌پیوند ارزیابی می‌شود و چهار نوع اوراق مشارکت، اجاره، مرابحه، و وکالت با یکدیگر مقایسه می‌گردد. طبق بررسی صورت‌گرفته، به‌جز اوراق مرابحه، سایر اوراق این قابلیت را دارد. اوراق وکالت، به‌دلیل انعطاف بیشتر در زمینه‌های سرمایه‌گذاری و وجود چالش‌های فقهی کمتر، بین این اوراق در اولویت است.

<sup>۱</sup> پژوهشگر گروه بانکداری اسلامی پژوهشکده‌ی پولی و بانکی و دانشجوی دکتری مدیریت مالی دانشگاه تهران. آدرس ایمیل: [r.khansari@mbri.ac.ir](mailto:r.khansari@mbri.ac.ir)  
<sup>۲</sup> دانشجوی دکتری مدیریت قراردادهای بین‌المللی نفت و گاز دانشگاه امام صادق (ع). آدرس ایمیل: [etesami.ah@seo.ir](mailto:etesami.ah@seo.ir)



## ■ مقدمه

مهار تورم همواره از اهداف اصلی سیاست‌گذار پولی در ایران بوده است و دستیابی به نرخ تورم تک‌رقمی پایدار از دغدغه‌های سیاست‌گذاران اقتصادی کشور به شمار می‌آید. کاهش ارزش پول بر اثر تورم باعث می‌شود اوراق با سرسید بلندمدت و نرخ سود ثابت، با افت کارایی روبه‌رو شود و در کشورهای با نرخ تورم زیاد از یک‌سو، به افزایش هزینه‌ی تأمین مالی برای ناشر و از سوی دیگر، به کاهش جذابیت اوراق برای سرمایه‌گذاران می‌انجامد. یکی از سازوکارهای مورد استفاده برای گره‌زدن بازده اوراق به نرخ تورم اوراق تورم‌پیوند است که در آن، امکان کسب بازده واقعی منطبق با تورم تحقق می‌یابد و در نتیجه، پوشش ریسک تورم وجود دارد.

در وضعیت کنونی اقتصاد کشور، استفاده از سیاست‌ها و ابزارهایی ضروری است که به پایداری نرخ تورم تک‌رقمی کمک کند و اوراق تورم‌پیوند یکی از این ابزارهاست که می‌تواند در استمرار نرخ تورم تک‌رقمی و نیز استقبال بیشتر سرمایه‌گذاران از اوراق بهادار منتشرشده نیز مفید واقع شود.

این یادداشت پس از معرفی و تبیین کارکرد اوراق تورم‌پیوند (یکی از گونه‌های اوراق با نرخ شناور<sup>۱</sup>) و بررسی مشکلات فقهی آن، قابلیت اوراق بهادار اسلامی را به‌منظور طراحی به‌صورت تورم‌پیوند بررسی می‌کند و چهار نوع اوراق مشارکت، اجاره، مرابحه، و وکالت را با یکدیگر مقایسه می‌نماید. منظور از تورم‌پیوند بودن در این یادداشت آن نیست که سود قطعی عقود اسلامی بر اساس تورم تعیین گردد، زیرا این مسئله از نظر تمام فقها دارای مشکل غرر و اکل مال به باطل است.

## ■ اوراق بهادار با نرخ شناور

اوراق بهادار با نرخ شناور که «شناورها»<sup>۲</sup> یا اوراق بهادار با نرخ متغیر نیز نامیده می‌شود، اوراقی است که سود یا کوپن آنها به صورت دوره‌ای و بر اساس یک نرخ مرجع پرداخت می‌شود (فیوزی، ۲۰۰۲)<sup>۳</sup>. شناورها اولین بار در خلال دوره‌ی نوسانات شدید نرخ بهره در اواخر دهه‌ی ۱۹۷۰ منتشر شد. شناورها ممکن است با هر معیاری مرتبط شود و پرداخت بهره‌ی آن بر اساس یک رابطه (فرمول) متغیر باشد. عموماً، کوپن پرداختی این اوراق برابر با نرخ بهره‌ی منعطف یا تغییر در یک شاخص معین در زمانی خاص تعریف شده است؛ از مهم‌ترین این شاخص‌ها، می‌توان به شاخص بهای کالاها و خدمات مصرفی<sup>۴</sup>، نرخ لایبور<sup>۵</sup>، و نرخ وجوه فدرال اشاره کرد. به اوراق قرضه‌ای که سودشان بر اساس نرخ تورم تعدیل می‌شود، اوراق قرضه‌ی تورم‌پیوند<sup>۶</sup> می‌گویند.

بسیاری از شناورها با نرخ «کف» یا «سقف» یا هر دو منتشر می‌شود. «سقف» بیشینه‌ی نرخ بهره‌ای است که ناشر باید بدون توجه به میزان افزایش نرخ مرجع بهره‌ی اوراق بپردازد. بنابراین، ناشر در قبال افزایش هزینه‌های بهره محافظت می‌شود. «کف» کمینه‌ی نرخ بهره‌ای است که اگر کوپن تعیین شده با نرخ مرجع پایین‌تر از آن هم باشد، ناشر باید آن را بپردازد. بنابراین، سرمایه‌گذاران در مقابل کاهش سود محافظت می‌شوند. نرخ بهره در شناورها ممکن است روزانه، هفتگی، ماهانه، فصلی، شش‌ماهه، و سالانه تجدید شود.

<sup>۱</sup> floating-rate securities

<sup>۲</sup> floats

<sup>۳</sup> Fabozzi, F. J. (2002). The handbook of financial instruments. Hoboken, N.J: Wiley (Frank J. Fabozzi series).

<sup>۴</sup> consumer price index (CPI)

<sup>۵</sup> London inter-bank offering rate (LIBOR)

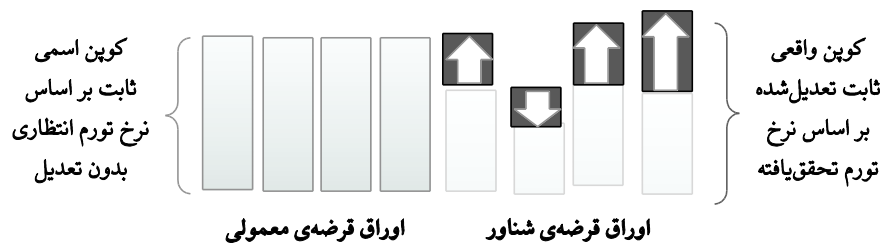
<sup>۶</sup> inflation-linked bonds



## ■ اوراق تورم‌پیوند در نظام مالی متعارف

بر مبنای فرهنگ واژه‌های مالی پالگریو<sup>۱</sup>، «اوراق بهادار تورم‌پیوند اوراقی است که بازده تضمین شده‌ای را بر اساس نرخ تورم تحقق‌یافته به سرمایه‌گذارانی پرداخت می‌کند که اوراق را تا پایان سررسید نگهداری می‌کنند» (بنکز، ۲۰۱۰)<sup>۲</sup>. در این نوع اوراق، نرخ بهره بر اساس شاخص تورم (معمولاً شاخص بهای مصرف‌کننده) تعدیل می‌شود. در بیشتر اوراق بهادار تورم‌پیوند مبلغ کوپن ثابت است و ارزش اسمی بر اساس تورم ثبت شده طی عمر اوراق تعدیل می‌شود (فبوزی، ۲۰۰۲).

برخلاف اوراق قرضه‌ی معمولی که در آن مبلغ کوپن اسمی ثابت به همراه ارزش اسمی در سررسید پرداخت می‌شود؛ در اوراق تورم‌پیوند، پرداخت بازده واقعی صرف‌نظر از تورم صورت می‌گیرد. برای تعدیل سود بر حسب تورم، دو راه وجود دارد. یک راه این است که کوپن‌های پرداختی بر حسب نرخ تورم تحقق‌یافته تعدیل شود و ارزش اسمی ثابت بماند (به شکل ۱ نگاه کنید)، و راه دیگر اینکه ارزش اسمی به‌طور مداوم بر حسب نرخ تورم تعدیل شود و در نتیجه‌ی آن، کوپن‌های پرداختی که درصدی از ارزش اسمی است، تعدیل گردد.



شکل ۱. مقایسه‌ی جریان‌های نقدی اوراق قرضه‌ی معمولی با اوراق قرضه‌ی شناور.

اوراق تورم‌پیوند در کشورهای مختلف با نام مخصوص خود و عموماً بر اساس شاخص بهای مصرف‌کننده منتشر می‌شود. برای مثال، این اوراق در آمریکا به نام اوراق خزانه‌ی مصون از تورم<sup>۳</sup> و در انگلستان به اوراق خزانه‌ی تورم‌پیوند<sup>۴</sup> معروف است.

در کشورهای صنعتی، اوراق تورم‌پیوند اولین بار به‌طور گسترده در سال ۱۹۸۱ در انگلستان منتشر شد. پس از آن، استرالیا (۱۹۸۵)، کانادا (۱۹۹۱)، سوئد (۱۹۹۴)، آمریکا (۱۹۹۷)، فرانسه (۱۹۹۸)، ایتالیا (۲۰۰۳)، ژاپن (۲۰۰۴)، و آلمان (۲۰۰۶) مهم‌ترین کشورهای بودند که اوراق قرضه‌ی تورم‌پیوند را منتشر کردند.<sup>۵</sup> در سال‌های اخیر، اوراق تورم‌پیوند در بازارهای نوظهور (به‌ویژه

<sup>۱</sup> The Palgrave Macmillan dictionary

<sup>۲</sup> Banks, E. (2010). The palgrave macmillan dictionary of finance, investment, and banking. Basingstoke [England], New York: Palgrave Macmillan.

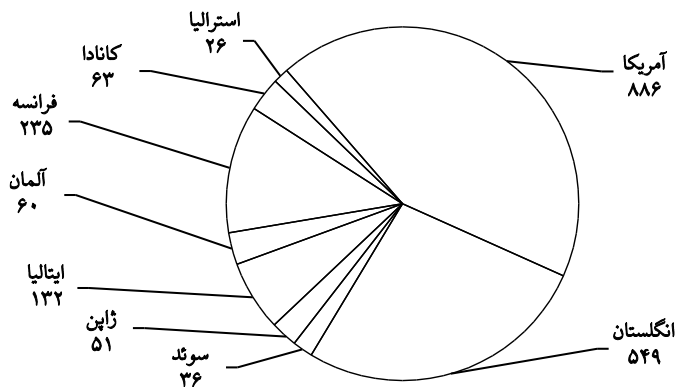
<sup>۳</sup> treasury inflation-protected securities (TIPS)

<sup>۴</sup> inflation-linked gilts (IL gilts)

<sup>۵</sup> اعداد داخل پرانتز سال انتشار اوراق را در هر کشور نشان می‌دهد.



برزیل، مکزیک، ترکیه، و آفریقای جنوبی) نیز در حال گسترش است. بیشترین سهم انتشار اوراق تورم پیوند مربوط به دولت‌هاست (کرامر، ۲۰۱۲)<sup>۱</sup>. شکل ۲، حجم انتشار اوراق قرضه‌ی دولتی تورم پیوند را تا آوریل ۲۰۱۲ به تفکیک کشورها نشان می‌دهد.



شکل ۲. حجم اوراق قرضه‌ی دولتی تورم پیوند تا آوریل ۲۰۱۲ (میلیارد دلار). منبع: کرامر (۲۰۱۲).

معمولاً، دو دلیل اصلی برای بی‌تمایلی برخی دولت‌ها به انتشار اوراق تورم پیوند مطرح می‌شود. اول اینکه، ممکن است انتشار انواع اوراق بهادار موجب تفکیک بازار و در نتیجه، کاهش نقدشوندگی و قابلیت معامله‌ی اوراق در بازار شود. البته، با وجود انتشار اوراق قرضه‌ی دولتی در سال‌های اخیر این استدلال جایگاهی ندارد. دلیل دوم بیشتر از جانب بانک‌های مرکزی مطرح شده است و بعضی کشورها مانند آلمان با این استدلال تا مدت‌ها از انتشار اوراق تورم پیوند خودداری کرده‌اند. بانک‌های مرکزی بیم دارند که با انتشار این نوع اوراق، بنگاه‌ها و دیگر فعالان بازار به نرخ‌های تورم زیاد عادت کنند و این امر به کاهش اعتبار سیاست‌های اقتصادی منجر شود (کرامر، ۲۰۱۲). در مقابل، چنین استدلال می‌شود که اوراق تورم پیوند موجب افزایش اعتبار بانک مرکزی و دولت می‌شود؛ زیرا با انتشار این اوراق، انگیزه‌ی دولت برای کاستن غیرمستقیم بدهی خود با افزایش تورم (مالیات تورمی) کاهش می‌یابد و نرخ‌های تورم بیشتر مزیتی برای دولت ندارد. از این رو، اوراق تورم پیوند – به‌ویژه در نرخ‌های تورم کم – می‌تواند راهکار مناسبی برای پایدارسازی نرخ تورم تکریمی تلقی شود. در جدول ۱، برخی از مهم‌ترین مزایای اوراق تورم پیوند به تفکیک ذی‌نفعان آمده است.

<sup>۱</sup> Krämer, W. (2012). An introduction to inflation-linked bonds. Lazard Asset Management. Retrieved from <http://www.lazardnet.com>



## جدول ۱

### مزایای اوراق قرضه‌ی تورم‌پیوند

| مزایا   | ذی‌نفعان      |
|---|---------------|
| داشتن یک دارایی بلندمدت با بازده واقعی<br>پوشش ریسک تورم<br>برنامه‌ریزی بازنشستگی<br>متنوع‌سازی سبد سرمایه‌گذاری  | سرمایه‌گذاران |
| حساسیت قیمتی کمتر نسبت به نرخ تورم در مقایسه با اوراق معمولی<br>داشتن مزیت نسبت به سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت (انتخاب بخش مورد نظر، هزینه‌ی معاملات کمتر، وجود سایر ریسک‌ها در دارایی‌های ثابت، و ...) |               |
| پوشش ریسک تورم<br>امکان انتشار اوراق بلندمدت بدون نگرانی از کاهش نرخ تورم<br>صرف ریسک <sup>۱</sup> کمتر در مقایسه با اوراق عادی (کاهش هزینه‌ی تأمین مالی)   | ناشران        |
| ابزار بالقوه در جهت تخمین انتظارات تورمی<br>افزایش اعتبار دولت و کاهش انگیزه‌ی دولت برای مالیات تورمی   | سیاست‌گذاران  |

یادداشت. منبع: شن (۱۹۹۵)<sup>۲</sup>، و هوبر (۲۰۱۳)<sup>۳</sup>.

### ■ بررسی فقهی اوراق تورم‌پیوند متعارف

پیش از بررسی فقهی اوراق تورم‌پیوند، باید به این نکته اشاره کرد که در منطق بانکداری اسلامی، باید سود عقود اسلامی از بخش حقیقی اقتصاد استخراج گردد. به‌طور مثال، اگر مبنا عقد شرکت است؛ باید سود پروژه محاسبه و به افراد پرداخت شود (بدون توجه به نرخ تورم). بنابراین، شاخص‌کردن<sup>۴</sup> سود به نرخ دیگر از دیدگاه فقهی محل تردید و اشکال است. البته در صورت نیاز به این امر، می‌توان با استفاده از روش‌هایی مانند سود علی‌الحساب، نرخ تورم را نیز در نظر گرفت.

به‌منظور تأیید فقهی یک قرارداد، باید ضوابط عمومی و اختصاصی معاملات از دیدگاه شریعت در آن رعایت شده باشد. در اینجا به‌دلیل اهمیت دو معیار غرر و ربا، اوراق تورم‌پیوند با این دو معیار بررسی می‌شود.

از دیدگاه آیات، روایات، و اجماع فقها در تعریف ربا قید ثابت بودن وجود ندارد و گرفتن هر نوع زیاده‌ای در قرارداد قرض، ریاست؛ چه آن زیاده ثابت باشد و چه متغیر (موسویان و میسمی، ۱۳۹۳)<sup>۵</sup>. اوراق تورم‌پیوند سند قرض با بهره است. بنابراین، مشمول قرض همراه با زیاده می‌شود، هرچند زیاده آن به صورت متغیر یا شناور است. از این رو، معامله‌ی اولیه آنها ربوی و حرام است و معاملات مترتب بر آنها نیز با اسامی بیع یا حواله، ربوی و حرام است.

<sup>۱</sup> risk premium

<sup>۲</sup> Shen, P. (1995). Benefits and limitations of inflation indexed treasury bonds. *Economic Review*, Quarter III, 41-56.

<sup>۳</sup> Huber, S. (2013). Inflation-linked bonds: Preserving real purchasing power and diversifying risk, *Credit Suisse*.

<sup>۴</sup> indexing

<sup>۵</sup> موسویان، س. ع. و میسمی، ح. (۱۳۹۳). بانکداری اسلامی (۱): مبانی نظری-تجارب عملی. تهران: پژوهشکده‌ی پولی و بانکی.



به معامله‌ای غرری گفته می‌شود که در آن، نوعی از خدعه وجود داشته باشد. ملاک وجود غرر تشخیص عرف است، زیرا به دقت عقلی شاید معامله‌ای پیدا نشود که از تمام جهات اطلاعات کامل داشته و هیچ خطری در آن وجود نداشته باشد (موسویان و میسمی، ۱۳۹۳). با توجه به احتمال نوسان شدید نرخ تورم (به‌ویژه در وضعیت پرتلاطم اقتصادی) و پیوند نرخ سود اوراق به نرخ تورم، آینده‌ی اوراق تورم‌پیوند از جهت سود و ضرر مبهم است و معامله‌ی آن غرری است.

با توجه به این موارد، اوراق تورم‌پیوند متعارف مشکل فقهی دارد و استفاده از آن به صورت مرسوم مجاز نیست و در صورت نیاز به کارکرد این اوراق، باید ابزارهایی منطبق با شریعت اسلام طراحی شود که ضمن داشتن کارکرد اقتصادی لازم، از نظر فقهی نیز مشکلی نداشته باشد.

### ■ اوراق بهادار اسلامی تورم‌پیوند

اوراق بهادار اسلامی (صکوک) اوراقی با ارزش مالی یکسان و معامله‌شدنی در بازارهای مالی است که بر پایه‌ی یکی از قراردادهای مورد تأیید اسلام طراحی شده است و دارندگان اوراق - به صورت مشاع - مالک یک دارایی یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها و منافع حاصل از آن هستند (موسویان، ۱۳۹۱)<sup>۱</sup>. صکوک انواع گوناگونی دارد که در هر یک از آنها پیوند زدن نرخ سود به نرخ تورم یا هر شاخص دیگر قابل بررسی است. با توجه به اینکه در ایران تا کنون، تنها اوراق مشارکت، اجاره، و مراحه منتشر شده است؛ قابلیت این سه جهت گره زدن نرخ سود به نرخ تورم بررسی می‌شود. همچنین به دلیل ظرفیت گسترده‌ی اوراق وکالت در رفع نیازهای دولت و دستگاه‌های عمومی، این نوع صکوک نیز از جهت قابلیت برای تورم‌پیوند شدن در کنار سه نوع یادشده بررسی می‌گردد و در پایان، این چهار نوع صکوک برای تورم‌پیوند شدن اولویت‌بندی می‌شود.

با توجه به وجود آمار رسمی درباره‌ی نرخ تورم، به نظر می‌رسد منطقی‌ترین شاخص در تعدیل نرخ سود اوراقی مانند مشارکت و اجاره نرخ تورم یا شاخص بهای کالاها و خدمات مصرفی است زیرا دارایی پایه در آنها همبستگی زیادی با نرخ تورم دارد. ضمن اینکه با توجه به ماهیت اوراق بهادار اسلامی، ممکن است استفاده از نرخ تورم بخشی نیز ضرورت یابد. همچنین، باید توجه کرد که منظور از تورم‌پیوند بودن آن نیست که سود قطعی عقود اسلامی بر اساس نرخ تورم تعیین گردد. نکته‌ی دیگری که درباره‌ی اوراق تورم‌پیوند باید مدنظر قرار گیرد این است که اصولاً این اوراق در وضعیتی منتشر می‌شود که نرخ تورم خیلی زیاد نیست، زیرا در وضعیت تورمی شدید، ناشر انگیزه‌ای برای انتشار این‌گونه اوراق ندارد.

### اوراق مشارکت تورم‌پیوند

هرچند اوراق مشارکت از اوراق با نرخ بازده متغیر است، به دلیل اتخاذ سیاست‌های پولی، نرخ سود علی‌الحساب این اوراق تا کنون ثابت در نظر گرفته شده است. از سال ۱۳۸۴ تا کنون، ۲۲ مورد اوراق مشارکت با حجم ۳۷/۳ هزار میلیارد ریال با نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار انتشار یافته که غیر از دو مورد<sup>۲</sup> نرخ سود علی‌الحساب همه‌ی اوراق مشارکت و همچنین صکوک اجاره و مراحه ۲۰ درصد بوده است؛ در حالی که طبق آمار بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، نرخ تورم در سال‌های ۱۳۹۱ و ۱۳۹۲ و اوایل ۱۳۹۳ بیش از ۲۰ درصد اعلام شده است. رویه‌ی اجرایی انتشار این اوراق هم نشان می‌دهد در بیشتر موارد، علاوه بر ثابت بودن نرخ سود، این اوراق با نرخ سود علی‌الحساب و ارزش اسمی اوراق تسویه شده‌اند.

<sup>۱</sup> موسویان، س.ع. (۱۳۹۱). بازار سرمایه‌ی اسلامی (۱). تهران: سازمان انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه‌ی اسلامی.

<sup>۲</sup> در این دو مورد نرخ سود علی‌الحساب ۱۸ و ۱۹ درصد بوده است.





یکی از نتایج شناورکردن نرخ سود اوراق مشارکت آن است که جریانات خروجی سود متناسب با پیشرفت سودآوری پروژه است و در وضعی که پروژه پیشرفت چندانی ندارد یا وضعیت اقتصادی نامناسب است، جریانات نقدی کمتری از پروژه خارج می‌شود؛ درحالی‌که در وضعیت نامطلوب، تقسیم سود ثابت به کمبود نقدینگی پروژه یا ورشکستگی آن می‌انجامد. توزیع ریسک و کاهش نااطمینانی و توزیع عادلانه‌ی سود تا سررسید از مزایای اوراق مشارکت با نرخ سود شناور است.

اوراق مشارکت تورم‌پیوند (با نرخ سود مصون از تورم) اوراق مشارکتی است که در آن نرخ سود علی‌الحساب پرداختی بر اساس شاخص تورم مطابق با رابطه‌ی مشخصی تعدیل می‌شود. در سررسید اوراق، پروژه ارزشیابی می‌شود و مابه‌التفاوت ارزش اقتصادی روز پروژه از سودهای علی‌الحساب پرداخت شده طی دوره به‌عنوان بازده واقعی پروژه و اصل سرمایه‌ی اولیه به سرمایه‌گذاران پرداخت می‌شود. برای شناورکردن سود علی‌الحساب اوراق مشارکت، سه راهکار پیشنهاد شده است (کمیته‌ی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۹۳):<sup>۱</sup>

- ۱- **سود علی‌الحساب شناور:** در این روش، سود علی‌الحساب که بر مبنای نرخ تورم به اضافه‌ی درصد مشخصی تعیین می‌شود، از طرف بانی یا ناشر به دارندگان اوراق قرض داده می‌شود تا در سررسید بر مبنای سود واقعی پروژه تسویه گردد. از آنجاکه، ماهیت سودهای علی‌الحساب پرداختی در اوراق مشارکت قرض است؛ ناشر می‌تواند هر مبلغی را به‌عنوان قرض به دارنده‌ی اوراق تملیک کند تا در سررسید تسویه‌ی نهایی و حقیقی سود صورت گیرد.
  - ۲- **استفاده از حق اختیار فروش:** در این روش ضمن عقد شرکت، ناشر این حق را به دارندگان اوراق می‌دهد که بتوانند سهم‌الشرکه‌ی خود را بر مبنای رابطه‌ی مشخصی (تورم به اضافه‌ی درصدی معین) به ناشر یا بازارگردان اوراق بفروشند.
  - ۳- **استفاده از حق اختیار فروش و حق اختیار خرید:** در این روش ضمن عقد شرکت، ناشر این حق را به دارندگان اوراق می‌دهد که بتوانند سهم‌الشرکه‌ی خود را به ناشر یا بازارگردان اوراق بفروشند، چنانکه دارندگان اوراق این حق را به ناشر می‌دهند که ناشر در سررسید مقرر، اختیار خرید اوراق را بر اساس رابطه‌ی مشخصی (تورم به اضافه‌ی درصدی معین) داشته باشد.
- در دو مورد دوم و سوم، چون قرارداد اختیار معامله یک اختیار معامله‌ی تبعی<sup>۲</sup> است؛ بهترین راهکار استفاده از شرط ضمن عقد لازم است. قرارداد اختیار خرید شرط ضمن عقد لازمی است که به‌موجب آن ناشر (در اینجا بانی) حق خرید مقدار معینی از اوراق مشارکت را در زمان معین و با قیمت مشخص با طرف دیگر قرارداد مصالحه می‌کند. همچنین، قرارداد اختیار فروش قراردادی است با عنوان شرط ضمن عقد لازم که به‌موجب آن خریدار حق فروش مقدار معینی اوراق مشارکت را در زمان معینی به ناشر آن دارد.
- در اوراق مشارکت، دارایی پایه در زمان انتشار وجود ندارد، بلکه پس از انتشار اوراق و طی مدت زمان معین ایجاد می‌شود. شناورسازی سود اوراق مشارکت با ماهیت اصلی قرارداد پایه‌ی آن نیز مطابقت دارد. همچنین، این اوراق از جهت پاسخ‌گویی به نیازهای گوناگون دولت و نهادهای عمومی ظرفیت مناسبی دارد.

<sup>۱</sup> کمیته‌ی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار. (۱۳۹۳). انتشار اوراق مشارکت با نرخ سود مصون از تورم، ۱۳۹۳/۱۰/۱۷، برگرفته از: <http://www.rdis.ir>

<sup>۲</sup> embedded option



## اوراق اجاره‌ی تورم‌پیوند

اوراق اجاره‌ی اوراق بهاداری است که بر اساس عقد اجاره منتشر می‌شود و نشان‌دهنده‌ی مالکیت مشاع دارندگان آن بر دارایی مبنای انتشار اوراق است که اجاره داده می‌شود (موسویان، ۱۳۹۱). تعیین نرخ اجاره‌بها تابعی از قیمت دارایی اجاره‌داده شده است که میان دو طرف توافق می‌شود. در وضعیت تورمی، قیمت بسیاری از دارایی‌های سرمایه‌ای اجاره‌شدنی مانند زمین، مسکن، و... با تورم همراه است. در حضور تحریم‌ها و افزایش نرخ ارز، دارایی‌های متأثر از نرخ ارز مانند هواپیما و کشتی نیز گران‌تر می‌شود. اگر مدت زمان اجاره طولانی باشد، از کارایی اوراق اجاره کاسته می‌شود؛ به این معنا که سرمایه‌گذاران در مدت اجاره می‌توانستند دارایی موضوع اجاره را به نرخ‌های بیشتری اجاره دهند.

بنابراین، شناسایی اجاره‌بهای پرداختی اوراق به جذابیت بیشتر اوراق و تأمین حداکثری حقوق سرمایه‌گذاران کمک می‌کند. در اوراق اجاره‌ی تورم‌پیوند، بانی که نقش مستأجر را دارد باید در زمان مشخص، نرخ‌های اجاره‌ی متفاوتی را به سرمایه‌گذاران (موجران) پرداخت کند. با این حال در قرارداد اجاره، عدم تعیین دقیق اجاره‌بها و شناور بودن آن - از دیدگاه فقهی - اشکال دارد. طبق مصوبه‌ی کمیته‌ی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، دو نوع اوراق اجاره‌ی تورم‌پیوند به شکل ذیل طراحی شده است (کمیته‌ی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۹۳):

**الف- اوراق اجاره‌ی عملیاتی با نرخ شناور<sup>۱</sup>:** در این روش، اوراق اجاره از چند عقد اجاره‌ی متوالی تشکیل می‌شود که ضمن قرارداد اجاره‌ی اول شرط شده است؛ یعنی زمان انتشار اوراق با انعقاد قرارداد اجاره‌ی دوره‌ی نخست نرخ اجاره‌بهای اولین عقد اجاره تعیین می‌شود که سررسید آن پایان یک دوره‌ی زمانی است. همچنین، ضمن این عقد اجاره شرط می‌شود دو طرف قرارداد (موجر و مستأجر) متعهدند عقد اجاره را تا سررسید اوراق در ابتدای هر دوره‌ی زمانی تجدید کنند. نرخ اجاره‌بهای هر عقد اجاره نرخ تورم دوره‌ی قبل به علاوه‌ی مقداری مشخص است.

**ب- اوراق اجاره به شرط تملیک با نرخ شناور:** در این روش نیز، اوراق اجاره از چند عقد اجاره‌ی متوالی تشکیل می‌شود که ضمن قرارداد اجاره‌ی اول شرط شده است؛ یعنی زمان انتشار اوراق با انعقاد قرارداد اجاره‌ی دوره‌ی نخست نرخ اجاره‌بهای اولین عقد اجاره تعیین می‌شود که سررسید آن یک دوره‌ی زمانی است. همچنین ضمن این عقد اجاره، شرط می‌شود دو طرف قرارداد (موجر و مستأجر) متعهدند عقد اجاره را تا سررسید اوراق در ابتدای هر دوره‌ی زمانی تجدید کنند. نرخ اجاره‌بهای هر عقد اجاره نرخ تورم دوره‌ی قبل به علاوه‌ی مقداری مشخص است. در این نوع اوراق، واسط (موجر) متعهد می‌شود در سررسید، عین مستأجره را در مقابل مبلغی معین به تملیک مستأجر (بانی) درآورد.

میان دو راهکار قرارداد اجاره‌ی اول شبهه‌ای ندارد؛ ولی پرسشی که مطرح می‌شود این است که چنین شرط ضمن عقدی درست است یا خیر؛ یعنی آیا می‌توان قرارداد اجاره‌ی دیگر را در ماه‌های بعدی ضمن اوراق اجاره‌ی اول شرط کرد؟ صحت این نوع شرط، به چگونگی اشتراط آن منوط است. چنانچه این شرط به صورت «شرط فعل» در ضمن معامله‌ی اوراق اول آمده باشد، صحیح است؛ ولی اگر به صورت «شرط نتیجه» تصریح شده باشد، صحیح نیست. زیرا اجاره و تملیک منفعت به سبب خاص نیاز دارد که در شرع و

<sup>۱</sup> به دلیل تأکید نویسندگان، در این نوشتار از اصطلاح «تورم‌پیوند» معادل «inflation-linked» استفاده شده است. ولی اوراق طراحی شده در کمیته‌ی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار با همان عناوین مطرح شده در مصوبات این کمیته آمده است.



قانون مشخص شده است و نمی‌توان بدون آن سبب خاص، نتیجه‌ی آن را ضمن عقدی شرط نمود (محقق داماد، ۱۴۰۶ ه.ق.و.ا).<sup>۱</sup> در اینجا، به نظر می‌رسد این شرط شرط فعل است؛ چون به این صورت شرط می‌شود که در صورت رضایت موجر (سرمایه‌گذاران) و عدم افراط و تفریط مستأجر، اجاره‌ی بعدی منعقد می‌گردد.

نکته‌ی دیگر درباره‌ی این دو راهکار احتمال وجود غرر است. مشخص است که در ارکان قرارداد اول اجاره و نیز اجاره‌های بعدی پس از انعقاد آنها جهالت وجود ندارد، ولی ممکن است در شرط ضمن عقد که برای انعقاد قراردادهای بعدی بسته می‌شود - به دلیل ابهام در نرخ تورم در ماه‌های بعد - شائبه‌ی غرر وجود داشته باشد. به نظر می‌رسد از آنجا که وابسته شدن به یک شاخص (مانند تورم) به طور کامل مبهم نیست و دارای ضابطه‌ی معین است، مسئله‌ی غرر در این اوراق جایگاهی ندارد. با این حال، غرری بودن این شرط در راهکار کمیته‌ی فقهی نیازمند بررسی فقهی دقیق‌تر است.

به لحاظ اقتصادی، می‌توان گفت به دلیل تعدد قراردادهای اجاره در این دو راهکار، احتمال افزایش هزینه‌ی عملیاتی در این اوراق وجود دارد و در نتیجه، امکان دارد هزینه‌ی تأمین مالی در آنها زیاد شود. البته، باید این نکته را نیز در نظر داشت که اوراق تورم‌پیوند (به دلیل پوشش ریسک تورم) نسبت به اوراق معمولی، صرف ریسک کمتری دارد و ممکن است هزینه‌ی تأمین مالی، در مقایسه با اوراق معمولی، افزایش زیادی نداشته باشد. به هر حال، لازم است ناشر هنگام انتشار این گونه اوراق این نکات را در قیمت‌گذاری در نظر بگیرد.

نکته‌ی دیگر در مورد اوراق اجاره‌ی تورم‌پیوند لزوم موجود بودن دارایی پایه در زمان انتشار اوراق است که خود موجب محدود شدن زمینه‌های سرمایه‌گذاری در این گونه اوراق به‌ویژه برای دولت می‌شود.

**پ- اوراق اجاره به شرط تملیک تدریجی تورم‌پیوند:** این اوراق را می‌توان به این صورت طراحی کرد که ارزش مبیع در سررسید مشخص گردد. همچنین به همراه اجاره‌بهای پرداختی طی دوره، مبلغ مازادی به منظور بهای کالا گنجانده شود و در سررسید، مبالغ اقساط پرداخت شده بابت کالا از کل ثمن کسر گردد. نرخ بهای اقساطی کالا می‌تواند شناور تعیین شود. حاصل ضرب نرخ تورم در ارزش اسمی دارایی (یا ارزش اوراق) اقساط بهای کالا در نظر گرفته می‌شود. برای مثال، نرخ اقساط پرداختی اجاره‌بهای ۲۰ درصد به اضافه‌ی نرخ تورم ضرب در ارزش اسمی دارایی است. نرخ ۲۰ درصد همان نرخ اجاره‌بهای دارایی است و مقدار مازاد به‌عنوان ثمن مبیع محاسبه می‌گردد. در حقیقت، مبیع به صورت اقساطی دریافت می‌شود.

در این راهکار نیز همچنان، مشکل لزوم وجود دارایی پایه در زمان انتشار و محدود بودن زمینه‌های سرمایه‌گذاری وجود دارد.

## اوراق وکالت تورم‌پیوند

وکالت عقدی است که به موجب آن، یکی از دو طرف دیگری را - برای انجام امری - نایب خود قرار می‌دهد. وکالت می‌تواند به سه شکل خاص، عام، و مطلق باشد (موسویان، ۱۳۸۶)<sup>۲</sup> اوراق وکالت گواهی‌هایی است که یک طرف به منظور تأمین مالی جهت تملک یا سرمایه‌گذاری در دارایی‌ها، کالاها، یا خدمات شرعی منتشر می‌کند. این اوراق بیانگر مالکیت یا سهم دارندگان آنها در دارایی‌ها، کالاها، یا خدمات پایه‌ای این اوراق است. در مرحله‌ی بعد، این تملک‌ها یا سرمایه‌گذاری‌ها در اختیار یک وکیل قرار می‌گیرد تا آنها را

<sup>۱</sup> محقق داماد، س. م. (۱۴۰۶ ه.ق.و.ا). قواعد فقه. تهران: مرکز نشر علوم اسلامی.

<sup>۲</sup> موسویان، س. ع. (۱۳۸۶). فرهنگ اصطلاحات فقهی و حقوقی معاملات. تهران: پژوهشکده‌ی پولی و بانکی.



از طرف ناشر و دارندگان این اوراق مدیریت کند (حسین پور، کاوند، و موسویان، ۱۳۹۱)<sup>۱</sup> از آنجا که در اوراق وکالت، موضوع سرمایه‌گذاری متناسب با نوع وکالت تعریف می‌شود؛ گستره‌ی سرمایه‌گذاری اوراق ممکن است وسیع یا محدود باشد. این اوراق می‌تواند برای نهادهای دولتی بسیار سودمند باشد و به اهداف مختلف منتشر شود.

در الگوی اوراق وکالت تورم‌پیوند، دارنده‌ی اوراق پول را سرمایه‌گذاری می‌کند؛ بانی آن را تقاضا؛ و وکیل دارایی‌های پایه اوراق را مدیریت می‌کند. از آنجا که در اوراق وکالت، سرمایه‌گذاری‌های وکیل در موضوعات متنوع با بازده‌ها و سررسیدهای متفاوت است، ممکن است سودهای دوره‌ای تحقق‌یافته با نرخ تورم با شکاف همراه باشد. به‌منظور شناورکردن سود اوراق متناسب با نرخ تورم، می‌توان سود این اوراق را به‌صورت علی‌الحساب (مبتنی بر قرض) بر اساس تغییر نرخ تورم پرداخت کرد.

هنگام سررسید اوراق، بانی دارایی‌ها را از ناشر اوراق می‌خرد زیرا این امر باعث می‌شود ناشر گواهی را بازخرد کند و دارندگان اوراق بتوانند دوباره به اصل سرمایه‌گذاری خود دست یابند. ناشر اوراق در سررسید مبلغ دارایی فروخته شده را میان سرمایه‌گذاران تقسیم می‌کند و تسویه حساب نهایی را بر اساس سودهای علی‌الحساب پرداخت‌شده در دوره صورت می‌دهد.

## اوراق مرابحه‌ی تورم‌پیوند

اوراق مرابحه اوراق بهاداری است که دارندگان آن، به‌صورت مشاع، مالک دارایی مالی (دینی) هستند که بر اساس قرارداد مرابحه حاصل شده است (موسویان، ۱۳۹۱). در عقد بیع پس از فروش کالا، فروشنده مالک ثمن و خریدار مالک مثن می‌شود. از آنجا که مقدار ثمن پرداختی ثابت است و نمی‌تواند متغیر باشد، شناورکردن اقساط پرداختی به معلق شدن ثمن قرارداد و در نتیجه، بطلان آن منجر می‌شود. همچنین، ایجاد شرط ضمن عقدی که به شناورشدن ثمن مبیع بینجامد با اقتضای عقد بیع منافات دارد. بنابراین، طراحی الگوی اوراق مرابحه با نرخ شناور از نظر فقهی با چالش جدی روبه‌روست.

## ■ ابعاد فقهی اوراق بهادار اسلامی تورم‌پیوند

این بخش به بررسی برخی ابعاد فقهی اوراق بهادار اسلامی تورم‌پیوند اختصاص دارد.

### ضمانت اصل سرمایه در اوراق تورم‌پیوند

بنا بر نظر مشهور فقها، تضمین اصل سرمایه توسط شخص ثالث در تمام اوراق مالی بی‌اشکال است. بنابراین، در مورد اوراقی که دولت یا سایر نهادهای دولتی منتشر می‌کنند، نهادی غیردولتی مانند بانک‌ها و شرکت‌های بیمه‌ی خصوصی، شرکت‌های تأمین سرمایه‌ی مستقل از بخش‌های دولتی و غیره می‌توانند اصل ارزش اسمی اوراق دولتی را ضمانت کنند.

### ضمانت سود در اوراق تورم‌پیوند

بر مبنای نظر مشهور فقها، تضمین سود از نظر فقهی اشکال دارد؛ چون ضمانت به‌منظور جبران خسارت مطرح است و خسارت در مورد اصل مال است و کاهش سود خسارت محسوب نمی‌شود. در اوراق تورم‌پیوند، چون میزان سود از ابتدا مشخص نیست به‌لحاظ اجرایی نیز تضمین آن از قبل ممکن نیست، ولی می‌توان پرداخت سود تحقق‌یافته را تضمین کرد.

<sup>۱</sup> حسین پور، م، کاوند، م، و موسویان، س. ع. (۱۳۹۱). اوراق بهادار (صکوک) وکالت؛ ابزاری مناسب برای تأمین مالی صنعت پتروشیمی. فصلنامه‌ی علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، ۱۲(۴۷).



اوراق با نرخ سود شناور برای سرمایه‌گذارانی مناسب است که تحمل پذیرش ریسک‌های سیستماتیک اقتصاد را دارند. این ابزار روشی برای پوشش دادن سرمایه‌گذار در برابر یک نرخ خاص مانند تورم است. بنابراین، پوشش ریسک همیشه و لزوماً با سودآوری همراه نیست. همچنین به دلیل امکان بروز وضعیت تورم شدید و ایجاد انگیزه برای ضمانت این اوراق، می‌توان برای پرداخت سود سقف مشخصی را در نظر گرفت.

### غرر در اوراق تورم‌پیوند

از آنجاکه در زمان انتشار اوراق، میزان سود قطعی مشخص نیست و متناسب با یک رابطه‌ی معین تغییر می‌کند، ممکن است این شبهه ایجاد شود که آیا در این اوراق، مسئله‌ی غرر جریان دارد یا خیر. در تطبیق قاعده‌ی نفی غرر با اوراق تورم‌پیوند، می‌توان گفت در اوراق مشارکت تورم‌پیوند، چون بانی سود پرداختی را به صورت علی‌الحساب به دارندگان اوراق پرداخت می‌کند، می‌تواند هر مبلغی تعیین گردد و مشکل غرر در آن وجود ندارد.

در اوراق اجاره به شرط تملیک تدریجی تورم‌پیوند، مبالغ هر دوره شامل مبلغ اجاره‌بها به علاوه‌ی بخشی از ثمن مبیع است که در پایان هر دوره تعیین می‌شود. از آنجاکه در ابتدای انتشار بر پرداخت بخشی از ثمن در هر دوره توافق می‌شود؛ به نظر می‌رسد این اوراق نیز مشکل غرر ندارد. سرانجام در اوراق وکالت تورم‌پیوند نیز، چون سود پرداختی به صورت علی‌الحساب توسط بانی به دارندگان اوراق پرداخت می‌شود، می‌تواند هر مبلغی تعیین گردد و مشکل غرر در آن وجود ندارد.

البته، قاعده‌ی لاغرر در اوراق بهادار تورم‌پیوند نیازمند بررسی و تعمق بیشتری است و باید ابعاد آن با دقت بیشتری واکاوی شود.

### ضرر در اوراق تورم‌پیوند

اگر به لحاظ اقتصادی ثابت شود اوراق تورم‌پیوند باعث بروز آسیب‌های اقتصادی در جامعه می‌شود، بر اساس قاعده‌ی لا ضرر باطل است. ولی به نظر می‌رسد افزایش نرخ تورم بر اثر انتشار این نوع اوراق در هیچ اقتصادی به صورت قطعی اثبات نشده است و اتفاقاً همان‌طور که در ابتدای بحث اشاره شد، این اوراق می‌تواند به‌ویژه در وضعیت تورم کم، ابزار کنترل تورم تلقی شود. از این رو، نمی‌توان گفت که این اوراق موجب نهادینه‌شدن تورم در جامعه می‌شود و بنابراین با توجه به تجربه‌ی سایر کشورها در به‌کارگیری آن می‌توان گفت استفاده از این اوراق با در نظر گرفتن وضعیت مناسب برای انتشار آن به ضرر نمی‌انجامد.

### ■ مقایسه‌ی اوراق تورم‌پیوند

با توجه به آنچه گفته شد، انواع اوراق بهادار اسلامی تورم‌پیوند مطابق شاخص‌های مختلف در جدول ۲ مقایسه شده است.

جدول ۲

#### مقایسه‌ی اوراق بهادار اسلامی تورم‌پیوند

| رتبه‌بندی | تطابق با موازین شرعی | پاسخ‌گویی به نیازهای دولت و نهادهای دولتی | انعطاف در موضوع سرمایه‌گذاری | تناسب شناورسازی سود با ماهیت اصلی قرارداد پایه | وجود دارایی پایه در زمان انتشار | نوع اوراق |
|-----------|----------------------|---|------------------------------|--|---------------------------------|-----------|
| ۲         | متوسط                | زیاد                                      | متوسط                        | بله  | خیر                             | مشارکت    |
| ۳         | متوسط                | متوسط                                     | کم                           | خیر  | بله                             | اجاره     |
| ۱         | زیاد                 | بسیار زیاد                                | زیاد                         | بله  | خیر                             | وکالت     |
| -         | ندارد                | کم  | کم                           | خیر  | بله                             | مراجه     |



از انواع اوراق، اوراق وکالت قابلیت بیشتری برای طراحی به صورت تورم‌پیوند دارد و می‌تواند برای پاسخ‌گویی به انواع نیازهای دولت و نهادهای دولتی و حتی دستگاه‌های غیردولتی استفاده شود. چون در این نوع اوراق نیازی به دارایی پایه در زمان انتشار نیست و به‌منظور ایجاد یک دارایی انتشار می‌یابد، برای نهادهایی مناسب است که دارایی پایه‌ی زیادی برای انتقال ندارند یا با مشکل انتقال دارایی مواجهند. همچنین، وجوه حاصل از انتشار این اوراق را می‌توان در زمینه‌های گوناگون سرمایه‌گذاری کرد و از این جهت، به اوراق مشارکت - که به یک پروژه و طرح خاص محدود است - ارجحیت دارد.

### ■ جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

اوراق تورم‌پیوند متعارف یکی از ابزارهای مالی مناسب برای تأمین مالی و اجرای سیاست‌های پولی و مالی است و استفاده از آن، به‌ویژه در وضعیت تورم کم، به تثبیت نرخ تورم تک‌رقمی کمک می‌کند. با توجه به عدم انطباق اوراق تورم‌پیوند متعارف با اصول شریعت اسلام و ضرورت بهره‌مندی از مزایای این نوع اوراق، طراحی اوراق بهادار اسلامی تورم‌پیوند در این مسیر راهگشاست.

در این نوشتار، چهار نوع صکوک مشارکت، اجاره، وکالت، و مرابحه از جهت قابلیت برای انتشار به صورت تورم‌پیوند بررسی و مشخص شد به‌جز اوراق مرابحه، سایر اوراق این قابلیت را دارد. در این میان، اوراق وکالت (به‌دلیل انعطاف بیشتر در زمینه‌های سرمایه‌گذاری و چالش‌های فقهی کمتر) اولویت بیشتری دارد.

بر اساس مباحث این یادداشت، دولت در صورت استفاده از اوراق تورم‌پیوند اسلامی - به‌دلیل جذب سرمایه‌گذاران بیشتر - می‌تواند بخشی از مخارج خود را از طریق این اوراق تأمین مالی کند و در نتیجه، نیاز کمتری به مراجعه به بانک مرکزی و افزایش پایه‌ی پولی پیدا می‌کند. همچنین، استفاده از این ابزار موجب افزایش انگیزه‌ی دولت و سیاست‌گذار پولی جهت حفظ نرخ تورم تک‌رقمی و توجه به انتظارات تورمی در جامعه می‌شود. از سوی دیگر، استفاده‌ی گسترده از اوراق تورم‌پیوند به توسعه‌ی بازارهای مالی و تعمیق آن در کشور کمک می‌کند که از اهداف مورد توجه سیاست‌گذاران پولی و مالی است.

برخی موضوعات فقهی مانند غرری بودن اوراق تورم‌پیوند نیازمند بررسی و واکاوی عمیق‌تر است. بررسی ابعاد گوناگون اقتصادی و مالی اوراق تورم‌پیوند (مانند مدیریت ریسک، هزینه‌ی تأمین مالی، هزینه‌های معاملاتی، آثار در متغیرهای کلان اقتصادی، و ...) از موضوعاتی است که پیشنهاد می‌شود پژوهشگران علاقه‌مند به این حوزه مورد توجه قرار دهند.



### فهرست گزارش‌های پژوهشی

| عنوان   | کد گزارش      | نویسنده / نویسندگان  |
|---|---------------|--|
| <b>۱۳۹۴</b>   |               |  |
| شمول مالی در ایران: مقایسه‌ای بر اساس معیارهای پایه‌ای گروه ۲۰  | MBRI-PN-94017 | مجید عینیان  |
| نقد و بررسی پیش‌نویس طرح قانون عملیات بانکی بدون ربا  | MBRI-SR-94016 |  |
| تحلیل سازوکار تعدیل نسبت کفایت سرمایه در دوره‌های رکود و رونق   | MBRI-PN-94015 | زهرا خوشنود، مرضیه اسفندیاری   |
| نقش اوراق بهادار اسلامی در تامین کسری بودجه دولتی   | MBRI-PP-94014 | وهاب قلیچ  |
| حکمرانی شرکتی در نظام‌های بانکی منتخب و نقش بانک‌های مرکزی  | MBRI-RR-94013 | مهرداد سپه‌وند، حمید قنبری، امین جعفری، لیلا محرابی                                      |
| طراحی ابزارهای اسلامی جهت ارائه تسهیلات قاعده‌مند توسط بانک مرکزی                                     | MBRI-PN-94012 | حسین میسمی، حسین توکلیان   |
| صورت عملکرد سپرده‌های سرمایه‌گذاری: ارتقای پاسخگویی در مدل کسب و کار بانکداری بدون ربا، همگرا با IFRS | MBRI-PP-94011 | احمد بدری  |
| قواعد مالی و هدف‌گذاری توری   | MBRI-PN-94010 | ژاله زارعی   |
| عملیات بازار باز در بانکداری مرکزی نوین و تحلیل آن از منظر فقهی                                       | MBRI-RR-94009 | حسین میسمی   |
| عوامل موثر بر تحقق سیاست‌های کلی اقتصاد مقاومتی در نظام بانکی   | MBRI-PN-94008 | وهاب قلیچ و رسول خوانساری  |
| ناخنثایی عملیات بازار باز   | MBRI-WP-94007 | پیر پائولو بنینو، سالواتور نیستیکو   |
| برآورد ارزش خدمات خانگی کشور با تأکید بر خدمات زنان خانه‌دار  | MBRI-RR-94006 | ابوالفضل خاوری نژاد  |
| افق زمانی گذار به تورم تک رقمی پایدار در سایه سیاست پولی و ارزی                                       | MBRI-PN-94005 | حمید زمان‌زاده   |
| برگزیدگان حوزه‌های مختلف بانکداری مرکزی در سال ۲۰۱۴   | MBRI-TR-94004 | ژاله زارعی و ایلناز ابراهیمی   |
| نظام‌های ارزی: دسته بندی، شناسایی و آثار اقتصادی  | MBRI-RP-94003 | علی بهادر  |
| قدرت قانونی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران  | MBRI-WP-94002 | زهرا خوشنود، پی‌یر ای. بولتز   |
| معرفی یک شاخص شرایط پولی جدید برای اقتصاد ایران   | MBRI-WP-94001 | مریم همتی  |
| <b>۱۳۹۳</b>   |               |  |
| عوامل موثر بر بهره‌مندی از وام و شکل‌گیری تقاضا برای وام در خانوارهای شهری                            | MBRI-RR-93042 | فرهاد نیلی و مرضیه اسفندیاری   |
| ساختار هزینه‌های بنگاه‌ها و تقاضا برای منابع مالی   | MBRI-PN-93041 | فرهاد نیلی و امینه محمودزاده   |
| رتبه‌بندی موسسات مالی اسلامی برتر جهان در سال ۲۰۱۴  | MBRI-TR-93040 | لیلا محرابی  |
| تحلیل پویایی‌های تورم و رشد اقتصادی در ایران  | MBRI-PN-93039 | سیدعلی مدنی زاده، هومن کرمی، سعید بیات   |
| بررسی آمار و اطلاعات حوزه تأمین مالی  | MBRI-PN-93038 | مجید عینیان، امینه محمودزاده   |
| ارزیابی ساختار ترازنامه و واسطه‌گری مالی شبکه بانکی کشور  | MBRI-PN-93037 | مهشید شاهچرا و ماندانا طاهری   |
| چارچوبی برای اصلاح سیاستگذاری پولی در ایران   | MBRI-PP-93036 | سید احمدرضا جلالی نائینی و محمدمین نادریان   |
| قواعد مالی و پیاده‌سازی آن در ایران   | MBRI-PP-93035 | ژاله زارعی   |
| گزارش ادواری «چشم‌انداز کوتاه‌مدت اقتصاد کلان ایران» دی ماه ۱۳۹۳                                      | MBRI-PR-93034 | حمید زمان زاده   |
| گزارش ماهانه پیش‌بینی تورم، دی ماه ۱۳۹۳   | MBRI-PR-93033 | سیدعلی مدنی زاده، سعید بیات، هومن کرمی   |
| رهنگاشت بانکداری مرکزی ایران در افق میان‌مدت  | MBRI-PP-93032 | حمید زمان‌زاده، مریم همتی و حسین توکلیان   |
| تجربه شیلی، ترکیه و برزیل در بازنگری چارچوب سیاست پولی  | MBRI-PN-93031 | ایلناز ابراهیمی  |
| تنگنای اعتباری از شواهد خرد تا پیامدهای کلان  | MBRI-PP-93030 | فرهاد نیلی و امینه محمودزاده   |
| صکوک بیع دین به عنوان ابزار سیاست پولی  | MBRI-PN-93029 | حسین میسمی   |
| رکود تورمی و راهکارهای خروج   | MBRI-PP-93028 | محمدحسین رحمتی و سیدعلی مدنی‌زاده  |
| رکودتورمی در ایران: نظم‌های آماری و عوامل آن  | MBRI-PP-93027 | محمدحسین رحمتی، سیدعلی مدنی‌زاده، فاطمه نجفی   |
| مدیریت نرخ ارز تحت نظام ارزی خزنده در کریدور  | MBRI-PP-93026 | حمید زمان زاده، علی بهادر، حسین باستانزاد، حسین توکلیان                                  |
| مطالبات غیر جاری یا دارایی‌های مسموم بانک‌ها  | MBRI-PP-93025 | فرهاد نیلی و امینه محمودزاده   |
| گزارش ادواری «چشم‌انداز کوتاه‌مدت اقتصاد کلان ایران» (آبان‌ماه ۱۳۹۳)                                  | MBRI-PR-93024 | حمید زمان زاده   |
| گزارش فصلی متغیرهای اقتصاد کلان (تابستان ۱۳۹۳)  | MBRI-PR-93023 | دکتر سیدعلی مدنی زاده، دکتر رامین مجاب، سجاد ابراهیمی، سعید بیات، مجید عینیان، هومن کرمی |
| گزارش ماهانه پیش‌بینی تورم (آبان‌ماه ۱۳۹۳)  | MBRI-PR-93022 | دکتر سیدعلی مدنی زاده، سعید بیات، هومن کرمی  |





پژوهشکده پولی و بانکی  
بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

| عنوان   | کد گزارش      | نویسنده / نویسندگان                          |
|---|---------------|--|
| گزارش فصلی تولید صنعتی ایران (تابستان ۱۳۹۳)   | MBRI-PR-93021 | سجاد ابراهیمی                                |
| شکست بازار اعتبارات   | MBRI-PP-93020 | فرهاد نیلی و امینه محمودزاده                 |
| سیستم حسابهای ادغام شده محیط زیستی و اقتصادی ایران (حساب اقماری محیط زیست ایران (SEEAIRAN))                               | MBRI-RR-93019 | ابوالفضل خاوری نژاد                          |
| بررسی اثرات دور اول و دوم تحولات اقتصاد کلان بر ترازنامه بانکها   | MBRI-PN-93018 | هادی حیدری                                   |
| گواهی سپرده مدت‌دار سرمایه‌گذاری خاص: کاستی‌ها و راه‌حل‌ها  | MBRI-PN-93017 | رسول خوانساری، ماندانا طاهری، حمید زمان‌زاده |
| پیش‌بینی تورم ایران با استفاده از منحنی فیلیپس  | MBRI-WP-93016 | سید مهدی برکچیان، سعید بیات، هومن کرمی       |
| چرخه‌های تجاری و اعتباری  | MBRI-PP-93015 | فرهاد نیلی و امینه محمودزاده                 |
| ارتباط پول و قیمت: با تمرکز بر اجزای شاخص قیمت مصرف‌کننده   | MBRI-PP-93014 | رامین مجاب                                   |
| ارزیابی پویایی صنعت بانکداری ایران با تأکید بر رقابت‌پذیری  | MBRI-PN-93013 | اعظم احمدیان                                 |
| هدف‌گذاری تورم؛ لزوم اعمال و پیش‌شرط‌های اساسی  | MBRI-PN-93012 | ایلناز ابراهیمی                              |
| ضرورت بازسازی چارچوب ارتباطی بانک مرکزی   | MBRI-PP-93011 | مریم همتی                                    |
| کنترل اثرات ناپایداری و شکست ساختاری تورم با مدل‌های غیرخطی و زمان‌متغیر  | MBRI-WP-93010 | سید مهدی برکچیان، سعید بیات، هومن کرمی       |
| راهکاری در جهت تقویت رعایت اصول شریعت در قراردادهای بانکی   | MBRI-PN-93009 | وهاب قلیچ و فرشته ملاکریمی                   |
| ارزیابی سرمایه بانک‌ها بر اساس استانداردهای بین‌المللی  | MBRI-PN-93008 | زهرآ خوشنود و مرضیه اسفندیاری                |
| پیش‌بینی تورم ایران با استفاده از عوامل مشترک اجزای شاخص قیمت کالاها و خدمات  | MBRI-WP-93007 | سید مهدی برکچیان، سعید بیات، هومن کرمی       |
| وضعیت صنایع در دوره‌های رونق و رکود   | MBRI-PN-93006 | مجید عینیان                                  |
| ارزیابی وضعیت مطالبات غیرجاری در نظام بانکی ایران و مقایسه آن با سایر کشورها  | MBRI-PN-93005 | لیلا محرابی                                  |
| معرفی روش‌های تأمین مالی اسلامی در کشورهای مختلف  | MBRI-PN-93004 | لیلا محرابی                                  |
| سپر سرمایه مخالف چرخه سندی از جمله اسناد توافق‌نامه سرمایه‌بال سه   | MBRI-PP-93003 | زهرآ خوشنود                                  |
| آسیب‌شناسی بازار بین‌بانکی ریالی در ایران با تأکید بر ابعاد فقهی  | MBRI-PP-93002 | رسول خوانساری                                |
| اثر پسماند جانشینی پول در ایران   | MBRI-RR-93001 | سامان قادری                                  |
| <b>۱۳۹۲</b>   |               |  |
| ضرورت بازسازی چارچوب ارتباطی بانک مرکزی   | MBRI-9228     | مریم همتی                                    |
| استقلال بانک مرکزی؛ گام نخست در پیشبرد اهداف سیاست‌گذاری پولی   | MBRI-9227     | مریم همتی                                    |
| تأثیر نوسانات متغیرهای کلان اقتصادی بر مطالبات غیرجاری بخش بانکی؛ رهیافت اقتصادسنجی                                       | MBRI-9226     | حامد عادل نیک                                |
| اثرات پویای حجم کل بدهی‌ها بر بخش واقعی اقتصاد ایران (۱۳۶۰-۱۳۹۰) و ارزیابی آن به عنوان سازوکار هشداردهنده وقوع بحران مالی | MBRI-9225     | احمدعلی رضایی                                |
| ارزیابی عملکرد بانک‌ها در سید دارایی، بدهی، سود و زیان در سال‌های ۱۳۹۱-۱۳۹۲   | MBRI-9224     | اعظم احمدیان                                 |
| تحلیل سهم از بازار بانک‌ها (۱۳۹۰-۱۳۹۱)  | MBRI-9223     | اعظم احمدیان                                 |
| ارزیابی شاخص‌های سلامت بانکی، در بانک‌های ایران (۱۳۹۰-۱۳۹۱)   | MBRI-9222     | اعظم احمدیان                                 |
| تجربه بانک‌های توسعه‌یافته در بحران اقتصادی جهان و تحولات پس‌انداز و سرمایه‌گذاری در اقتصاد جهانی                         | MBRI-9221     | لیلا محرابی                                  |
| وضعیت آماری موسسات مالی اسلامی برتر در جهان (با تأکید بر نقش بانک‌های ایرانی)   | MBRI-9220     | وهاب قلیچ، لیلا محرابی                       |
| پایداری تورم و عوامل موثر بر آن در اقتصاد ایران   | MBRI-9219     | حجت تقی‌لو                                   |
| مالیات تورمی در ترازوی عدالت  | MBRI-9217     | دکتر محمداسماعیل توسلی و وهاب قلیچ           |
| مدیریت ثروت اسلامی  | MBRI-9216     | رسول خوانساری، رضا یارمحمدی                  |
| بررسی دیدگاه‌های فقهی پیرامون مسأله جبران کاهش ارزش پول   | MBRI-9215     | فرشته ملاکریمی                               |
| تحلیل عاملی نسبت‌های مالی بنگاه‌های صنعتی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران  | MBRI-9214     | ماندانا طاهری، فرهاد نیلی                    |
| صکوک کوتاه‌مدت و کاربردهای آن در بانکداری و مالی اسلامی   | MBRI-9213     | رسول خوانساری، حسین میسمی، لیلا محرابی       |
| جعبه ابزار پیش‌بینی تورم در اقتصاد ایران  | MBRI-9212     | سید مهدی برکچیان، سعید بیات، هومن کرمی       |
| محاسبه سود قطعی سپرده‌گذاران در بانکداری بدون ربا   | MBRI-9211     | حسین میسمی                                   |
| ارزیابی عملکرد صنعت بانکداری در ایران (مقایسه سال‌های ۱۳۸۹ و ۱۳۹۰)  | MBRI-9210     | اعظم احمدیان                                 |
| نگاهی به چارچوب قانونی، نهادی و نظارتی ورشکستگی بانک  | MBRI-9209     | حمید قنبری                                   |
| تحلیل شاخص‌های عملکرد شبکه بانکی در تأمین مالی تولید  | MBRI-9208     | اعظم احمدیان                                 |
| بسترهای تشکیل منطقه بهینه پولی بین کشورهای سازمان همکاری اقتصادی (اگو)  | MBRI-9207     | مصعب عبدالهی آرائی                           |





پژوهشکده پولی و بانکی  
بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

| عنوان  | کد گزارش  | نویسنده / نویسندگان                             |
|--|-----------|---|
| حاکمیت شرکتی، نظارت و مقررات احتیاطی در موسسات مالی اسلامی: گزارش پنجمین روز مدرسه زمستانه بانکداری اسلامی | MBRI-9206 | حسین میسمی                                      |
| استانداردهای حسابداری و حسابرسی در موسسات مالی اسلامی: گزارش چهارمین روز مدرسه زمستانه بانکداری اسلامی     | MBRI-9205 | وهاب قلیچ                                       |
| مدیریت دارایی و بدهی در بانکهای اسلامی: گزارش سومین روز مدرسه زمستانه بانکداری اسلامی                      | MBRI-9204 | لیلا محرابی                                     |
| مدیریت ریسک در بانکهای اسلامی: گزارش دومین روز مدرسه زمستانه بانکداری اسلامی                               | MBRI-9203 | رسول خوانساری                                   |
| اصول و مقررات شرعی در معاملات و تأمین مالی: گزارش اولین روز مدرسه زمستانه بانکداری اسلامی                  | MBRI-9202 | فرشته ملاکریمی                                  |
| نورم و جبران کاهش ارزش پول از دیدگاه اسلامی: گزارش هفتمین جلسه نقد پژوهشهای بانکداری و مالی اسلامی         | MBRI-9201 | حسین میسمی                                      |
| <b>۱۳۹۱</b>  |           |   |
| پولی کردن کسری بودجه از منظر اقتصاد اسلامی: گزارش ششمین جلسه نقد پژوهشهای بانکداری و مالی اسلامی           | MBRI-9111 | حسین میسمی                                      |
| مجموعه روایات (بخش اول)  | MBRI-9110 | فرشته ملاکریمی                                  |
| بررسی فقهی و حقوقی وثایق بانکی   | MBRI-9109 | فرشته ملاکریمی                                  |
| عوامل مؤثر بر استفاده خانوارهای شهری از انواع خدمات مالی   | MBRI-9108 | فرهاد نیلی و مرضیه اسفندیاری                    |
| ضرورت معرفی رهنمود جدیدی در مدیریت ریسک نقدینگی با توجه به تحولات سیستم مالی در ایران                      | MBRI-9107 | زهره خوشنود                                     |
| ساختار بانکداری اسلامی در کشورهای اسلامی: نمونه موردی کشور مالزی   | MBRI-9106 | لیلا محرابی                                     |
| مفهوم‌شناسی ربا و بهره   | MBRI-9105 | حسین میسمی                                      |
| تورق چیست؟   | MBRI-9104 | وهاب قلیچ                                       |
| چشم‌انداز اقتصاد اسلامی بر بحران مالی جهانی  | MBRI-9103 | لیلا محرابی                                     |
| وضعیت بانکداری اسلامی در کشورهای منطقه MENA  | MBRI-9102 | لیلا محرابی                                     |
| بحران یورو؛ ریشه‌های پیدایش و سناریوهای آینده  | MBRI-9101 | ایلناز ابراهیمی                                 |
| <b>۱۳۹۰</b>  |           |   |
| عملیات بازار باز در چارچوب بانکداری بدون ربا (تابستان ۱۳۹۰)  | MBRI-9008 | حسین قضاوی، حسین بازمحمدی                       |
| کتاب‌شناسی اقتصاد ریاضی (پاییز ۱۳۹۰)   | MBRI-9007 | فرهاد نیلی                                      |
| برآورد قدرت بازاری در شبکه بانکهای دولتی ایران (بهار ۱۳۹۰)   | MBRI-9006 | سید صفدر حسینی                                  |
| جنبه‌های اساسی تغییر واحد پول ملی: تجربه ونزوئلا (تابستان ۱۳۹۰)  | MBRI-9005 | ابوالفضل اکرمی، پیمان قربانی                    |
| اصول اساسی اثربخشی نظام‌های بیمه سپرده (تابستان ۱۳۹۰)  | MBRI-9004 | حسین معصومی، محمد روشن‌دل                       |
| ساز و کارهای تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط (بهار ۱۳۹۰)  | MBRI-9003 | زهره سلطانی، زهره خوشنود، طاهره اکبری آلاشتی    |
| بانکداری اخلاقی در جهان (بهار ۱۳۹۰)  | MBRI-9002 | وهاب قلیچ                                       |
| مالیات تورمی دلار (بهار ۱۳۹۰)  | MBRI-9001 | حسین قضاوی                                      |
| <b>۱۳۸۹</b>  |           |   |
| بورس اوراق بهادار در ایران و برخی کشورهای منتخب  | MBRI-8911 | علی حسن‌زاده، اعظم احمدیان                      |
| قانون بانک مرکزی فدراسیون روسیه  | MBRI-8910 | امیر حسین امین آزاد، حسین معصومی                |
| سیاست‌های پولی و قیمت نفت  | MBRI-8909 | مهدی منجمی                                      |
| مدیریت نقدینگی و جوجه نقد صندوق شعب با استفاده از مدل انتشار   | MBRI-8908 | هادی حیدری، زهرا زواریان، ایمان نوربخش          |
| مصوبه تشکیل مراکز خدمات سرمایه‌گذاری استانی  | MBRI-8907 | لیلا محرابی                                     |
| بررسی برنامه پنجم توسعه کشور   | MBRI-8906 | مهندسید شاهچرا                                  |
| آیین‌نامه اجرایی حمایت از صادرکنندگان خدمات فنی و مهندسی   | MBRI-8905 | طاهره اکبری آلاشتی                              |
| اثر خارجی بحران‌های مالی آمریکا و انگلستان بر دیگر نقاط جهان   | MBRI-8904 | ترانگ بوی، تامیم بابومی، مترجم: سوفی بیگلری     |
| نقش یوان در موفقیت تجاری چین   | MBRI-8903 | پرستو شجری                                      |
| ادوار تجاری و آزمون علیت گرنجر   | MBRI-8902 | مجید صامتی، سعید دانی کریم زاده، لیلا نیلفروشان |
| امکان‌سنجی فقهی-اقتصادی استفاده از نهاد وقف در تأمین مالی خرد اسلامی                                       | MBRI-8901 | حسین میسمی، محسن عبدالهی، مهدی قائمی‌اصل        |



پژوهشکده پولی و بانکی

بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

تهران: میدان آرژانتین، ابتدای بزرگراه آفریقا، پلاک ۱۰  
کدپستی: ۱۵۱۴۹۴۷۱۱۱ صندوق پستی: ۷۹۴۹-۱۵۸۷۵

[www.mbri.ac.ir](http://www.mbri.ac.ir)