

# امکان سنجی فقهی و مالی اوراق مشارکت مصون از تورم

سید عباس موسویان (دانشیار پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی)

مجتبی کاوند (دانشجوی دکتری مدیریت مالی دانشگاه امام صادق علیه السلام)

رضا میرزاخانی (دانشجوی دکتری فقه الاقتصاد دانشگاه امام صادق علیه السلام)

دی ماه ۱۳۹۴

# مقدمه

- رکود تورمی دهه ۱۹۷۰ میلادی به روشنی تأثیر ویران‌گر تورم روی سرمایه‌گذاری را نشان داد. در طول این دوره، خطر دارایی‌هائی که غیرمستقیم مصون از تورم بودند، آشکار شد. از این رو، در سال‌های اخیر توسعه اوراق مصون از تورم در دنیا گسترش یافته و این اوراق در بسیاری از پرتفوی‌ها وارد شده است.
- هدف اوراق مصون از تورم اطمینان از حفظ قدرت خرید از طریق مرتبط کردن بازدهی اوراق با تورم در طول دوره انتشار آن است. بنابراین، دو نوع پرداخت در این اوراق وجود دارد: نرخ بهره‌ای که در ابتدای دوره مشخص است و مبلغی بابت جبران زیان حاصل از کاهش قدرت خرید. در اوراق مصون از تورم، درآمد واقعی در طول دوره مشخص است ولی درآمد اسمی در آینده مشخص خواهد شد. از این‌رو، این اوراق یک فرصت آرمانی برای طیف گسترده‌ای از سرمایه‌گذاران برای مصون ماندن از تورم می‌باشد (Krämer, 2013: 2)

# مقدمه

- بالا بودن نرخ تورم طی سال‌های اخیر و عدم تعدیل نرخ سود انواع اوراق بهادار اسلامی، پیامدهای نامطلوبی را به همراه داشته است؛ عدم جذابیت اوراق برای سرمایه‌گذاری، تغییر هزینه‌های تأمین مالی برای بانی یا ناشر و عدم رعایت حقوق واقعی سرمایه‌گذاران از جمله اثرات عدم انعطاف نرخ سود اوراق است. معضلات مذکور برای اوراق با سررسید طولانی‌تر، بیشتر خواهد بود. از این‌رو، طراحی و انتشار انواع اوراق بهادار اسلامی با نرخ شناور می‌تواند از یک سو موجب کاهش فشار تأمین مالی از روی نظام بانکی شود و از سوی دیگر با جذاب شدن نرخ‌ها منجر به تشویق سرمایه‌گذاران برای خرید این اوراق، رونق بازار سرمایه و افزایش تأمین مالی در بازار اولیه از طریق انتشار انواع اوراق بهادار اسلامی شود. هم‌چنین شناور شدن نرخ‌ها متناسب با تورم به توسعه بیش از پیش بازار اوراق بهادار اسلامی در ایران کمک خواهد کرد.

# بیان مسئله

در ایران شورای پول و اعتبار هر سال با تعیین نرخ سود انواع سپرده‌ها و تسهیلات و اوراق مشارکت در قالب بسته‌ی سیاستی و نظارتی بانک مرکزی در عمل نرخ سود در نظام پولی کشور را به صورت دستوری تعیین می‌نماید. تعیین نرخ دستوری از یک سو و بالا بودن تورم در ایران منجر می‌شود در بسیاری از موارد نرخ بازدهی واقعی سرمایه‌گذاران با در نظر گرفتن نرخ تورم سالانه، کمتر از تورم باشد و در عمل آن‌ها با زیان مواجه شوند. با توجه به این مسئله انتشار ابزارهای مالی اسلامی با سود ثابت مانند اوراق اجاره و اوراق مرابحه برای سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران جذابیت ندارد زیرا ریسک سرمایه‌گذاری در این ابزارها بالاست و سرمایه‌گذار با سرمایه‌گذاری در این ابزارها در پاره‌ای از مواقع نمی‌تواند حتی تورم سالیانه را با نرخ بازدهی این اوراق پوشش دهد و از این رو در عمل آنان با زیان مواجه می‌شوند، آمارها نیز نشان می‌دهد با وجود تلاش‌های فراوان برای توسعه بازار اوراق بهادار اسلامی، این اوراق تاکنون نتوانسته است موفقیت لازم را در بازار سرمایه ایران بدست آورد، از سوی دیگر در شرایط انتظار کاهشی تورم ریسک انتشار این اوراق برای ناشران بالا است زیرا ممکن است ناشران بر اساس نرخ مشخص و ثابتی این اوراق را منتشر نمایند و در سال‌های آینده به جهت کاهش تورم با هزینه واقعی بالایی مواجه شوند.

# بیان مسئله

با توجه به این چالش‌ها چنانچه ابزارهای مالی طراحی و منتشر شوند که نرخ بازدهی در آن‌ها متناسب با تورم به‌علاوه نرخ سود مشخصی باشد، انتظار می‌رود که با استقبال ناشران و سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه مواجه شود. یکی از ابزارهای مالی که با این هدف طراحی شده و در بسیاری از کشورها از جمله آمریکا منتشر می‌شود، اوراق مصون از تورم است. اوراق مصون از تورم یکی از پیچیده‌ترین دارایی‌ها محسوب می‌شود.



# پیشینه پژوهش

رودریگز و کانگ (۲۰۱۴) در مقاله‌ای با عنوان «چشم‌انداز ابزارهای مالی با درآمد ثابت: اوراق مصون از تورم» ضمن معرفی این ابزار مالی، عوامل مؤثر بر بازدهی این اوراق، مزیت‌ها، ریسک‌ها، چالش‌ها و عملکرد انتشار این اوراق در سال‌های انتشار آن را نشان داده است.

هوبر (۲۰۱۴) در مقاله «اوراق مصون از تورم» به معرفی اوراق مصون از تورم و ویژگی‌های آن پرداخته و راه‌هایی را به سرمایه‌گذاران جهت سرمایه‌گذاری در این اوراق پیشنهاد داده است.

گرامر (۲۰۱۳) در مقاله «مقدمه‌ای بر اوراق مصون از تورم» چرایی طراحی اوراق مصون از تورم، نحوه عملکرد آن، وضعیت انتشار آن در نقاط مختلف دنیا، جزئیات فنی، جنبه‌های ریاضی مالی این اوراق، و عملکرد تاریخی، ارزش‌گذاری و ریسک‌های آن را مورد بررسی قرار داده است.

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

# پیشینه پژوهش

هاموند (۲۰۰۲) در مقاله «شناخت و کاربرد اوراق مصون از تورم» ضمن معرفی اوراق مصون از تورم، رفتار این اوراق و آمار انتشار آن، کاربرد آن در پرتفوی را مورد بررسی قرار داده است.

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

همان‌گونه که ملاحظه می‌شود در پژوهش‌های ذکر شده جنبه‌های مختلف اوراق مصون از تورم تبیین شده است ولی بُعد طراحی مالی این ابزار براساس فقه امامیه و متناسب با قوانین و مقررات بازار سرمایه ایران، ریسک‌های این اوراق و قیمت گذاری آن در هیچ یک از این پژوهش‌ها دیده نمی‌شود. این پژوهش در صدد است این خلأ را پر نماید.

# تاریخچه انتشار اوراق مصون از تورم

## ۱. کشورهای صنعتی

در میان کشورهای صنعتی، اولین ناشر این اوراق در سال ۱۹۸۱ انگلیس بود.

در حال حاضر این اوراق در انگلیس، کانادا، استرالیا و آمریکا وجود دارد. از زمانی که دولت آمریکا اوراق مصون از تورم خزانهداری را در سال ۱۹۹۷ منتشر کرده است، بازار جهانی این اوراق شروع به شکل‌گیری کرد.

در منطقه اروپا کشورهایی مانند فرانسه در سال ۱۹۹۸، ایتالیا در سال ۲۰۰۳، یونان و آلمان در سال ۲۰۰۶ این اوراق را منتشر کرده‌اند. در فرانسه این اوراق بر اساس شاخص تورم فرانسه و شاخص تورم منطقه اروپا منتشر شده است.

ژاپن نیز به‌عنوان یکی از کشورهای عضو گروه هفت در سال ۲۰۰۴ این اوراق را منتشر کرده است. سوئد نیز یک ناشر تقریباً بزرگ این اوراق محسوب می‌شود که در سال ۱۹۹۴ آن را منتشر کرده است.



# تاریخچه انتشار اوراق مصون از تورم

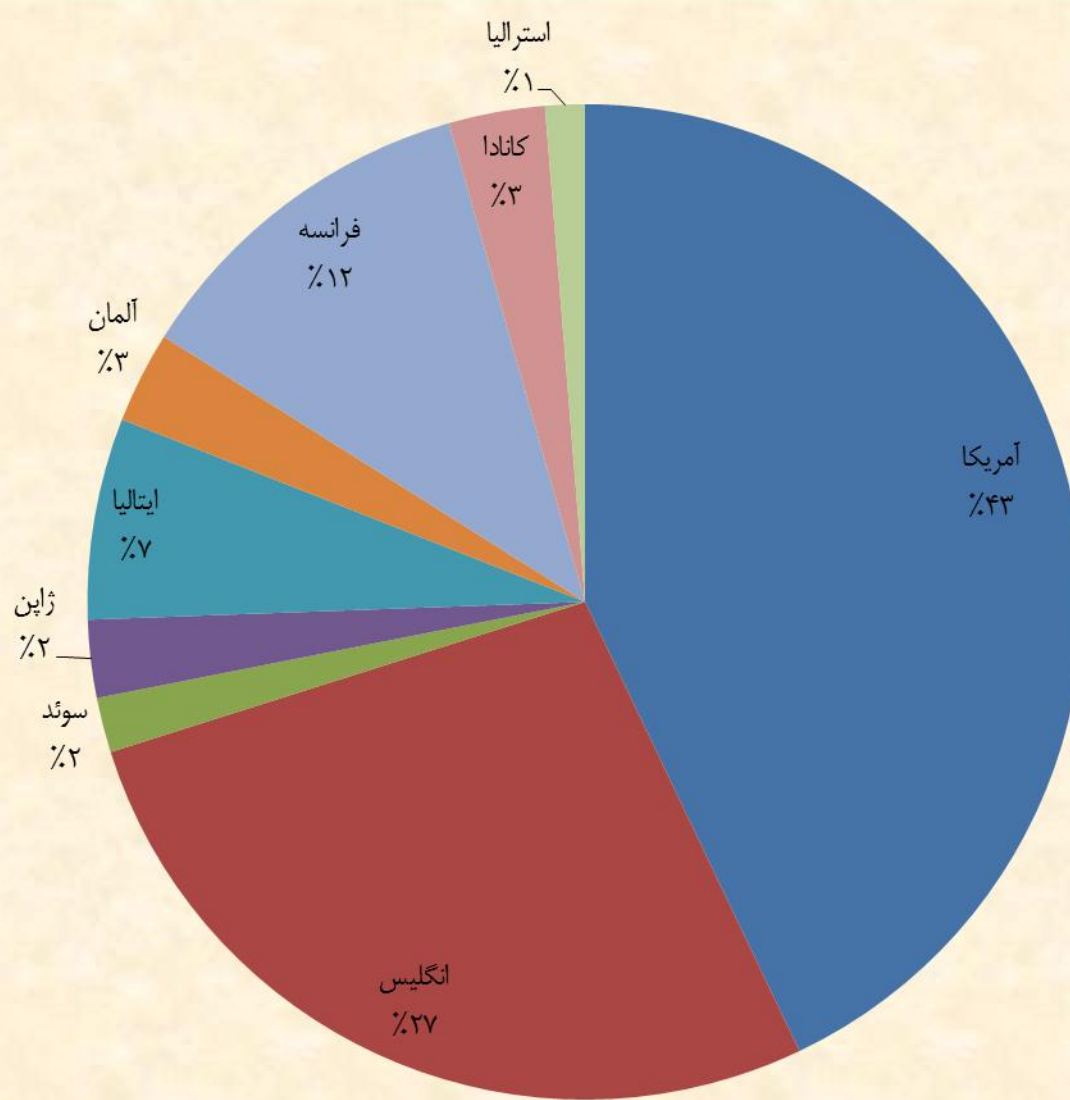
## ۲. اقتصادهای نوظهور

در سال‌های اخیر بازار این اوراق در بازارهای نوظهور به‌ویژه در برزیل، مکزیک، ترکیه و آفریقای جنوبی به‌شدت رشد کرده است.

علاوه بر این، چندین ناشر خصوصی که به‌طور عمده بانک‌ها و صندوق‌های بازنشستگی هستند، نیز این اوراق را منتشر کرده‌اند.

در آوریل ۲۰۱۲، حجم بازار جهانی اوراق مصون از تورم دولتی تقریباً ۲ تریلیون دلار بود. آمریکا با ۸۶۶ میلیارد دلار بزرگترین ناشر و به دنبال آن انگلیس با ۵۴۹ میلیارد دلار، فرانسه با ۲۳۵ میلیارد دلار، ایتالیا با ۱۳۲ میلیارد دلار در رده‌های بعدی هستند.

آلمان دیرتر وارد این بازار شده و در اخیراً ۶۰ میلیارد دلار از این اوراق منتشر کرده است.



نمودار بازار جهانی اوراق مصون از تورم در آوریل ۲۰۱۲

# تعریف اوراق مصون از تورم

اوراق مصون از تورم، اوراق بهاداری است که با تورم مرتبط می‌شود تا از سرمایه‌گذاران در برابر تأثیرات منفی تورم حمایت کند. این اوراق از آنجائی که به پشتوانه دولت آمریکا منتشر می‌شود و ارزش اسمی آن با تورم (بر اساس شاخص قیمت مصرف‌کننده) افزایش می‌یابد، ریسک سرمایه‌گذاری در آن بسیار کم است. نرخ بهره در این اوراق ثابت است و به صورت فصلانه (هر سه ماه یکبار) پرداخت می‌شود. اوراق مصون از تورم را می‌توان به طور مستقیم از دولت و از طریق سامانه اداره خزانهداری آمریکا و در مبالغ ۱۰۰ دلاری خریداری کرد. حداقل مبلغ مورد نیاز برای سرمایه‌گذاری در این اوراق ۱۰۰ دلار و سررسید آن ۵، ۱۰ و ۳۰ ساله است.

اوراق مصون از تورم نوعی دارایی مالی است که دارای پیچیدگی‌های خاص است. این اوراق از آنچه سرمایه‌گذاران فکر می‌کنند پیچیده‌تر هستند زیرا بازدهی آن‌ها به دو عامل تغییرات نرخ بهره واقعی و تغییرات در انتظارات تورمی وابسته است، به علاوه، پیش‌بینی دقیق دو متغیر نرخ بهره و تورم بسیار دشوار است.

# ارزش اسمی اوراق مصون از تورم

ارزش اسمی اوراق مصون از تورم بر اساس تغییرات تورم به طرف بالا یا پایین تعدیل می‌شود. در آمریکا برای سنجۀ تورم، بخش خزانه‌داری دولت از تغییرات شاخص قیمت مصرف‌کننده شهری یا «شاخص قیمت مصرف‌کننده تعدیل شده غیرفصلی» برای تمام مصرف‌کنندگان شهری استفاده می‌کند. این سنجۀ توسط خزانه‌داری انتخاب شده است زیرا معروف‌ترین و مقبول‌ترین سنجۀ اندازه‌گیری تورم می‌باشد.

# پرداخت کوپن اوراق مصون از تورم

کوپن اولیه اوراق مصون از تورم بر اساس نرخ بهره واقعی است. نرخ بهره اسمی شامل دو بخش است:

۱. نرخ بهره واقعی که عبارت است از هزینه استفاده از پول برای یک دوره زمانی.

۲. انتظارات تورمی که عبارت است از تصور بازار از تورم آینده.

به دلیل آن که اوراق مصون از تورم ویژگی تعدیل تورم را دارد، کوپن اولیه آن بر مبنای نرخ بهره واقعی بازار در زمان انتشار است. این نرخ تقریباً همیشه کمتر از نرخ بهره اسمی است.



# تعدیل تورم در اوراق مصون از تورم

مثال فرضی زیر نشان می‌دهد که ویژگی تعدیل تورم اوراق در طول یک دوره تورمی چگونه است:

✓ ارزش اسمی اوراق مصون از تورم منتشره: ۱۰۰۰ دلار

✓ نرخ کوپن: ۳/۵ درصد

✓ نرخ تورم سالانه: ۲/۲ درصد

افزایش ارزش اسمی: در طول سال، ارزش اسمی اوراق مصون از تورم به ۱۰۲۲ دلار افزایش می‌یابد ( $۱۰۰۰ \times ۲/۲\%$  دلار).

افزایش پرداخت کوپن: پرداخت کوپن سرمایه‌گذار از ۳۵ دلار سالیانه ( $۱۰۰۰ \times ۳/۵\%$  دلار) به ۷۷/۳۵ دلار سالیانه ( $۱۰۲۲ \times ۳/۵\%$  دلار) افزایش می‌یابد.

# تعدیل تورم در اوراق مصون از تورم (ادامه)

پرداخت کوپن	نرخ کوپن	اصل اوراق در پایان	تعدیل اصل	سال اصل اوراق در ابتدا نرخ تورم	
۷۷/۳۵ دلار	۳/۵٪	۱۰۲۲ دلار	۲۲ دلار	۱۰۰۰ دلار ۲/۲٪	۱
۷۷/۳۵ دلار	۳/۵٪	۱۰۲۲ دلار	۰ دلار	۱۰۲۲ دلار ۰٪	۲
۶۳/۳۵ دلار	۳/۵٪	۱۰۱۸ دلار	-۴/۰۹ دلار	۱۰۲۲ دلار -۰/۴٪	۳

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

# عوامل عملکردی اوراق مصون از تورم

بازدهی اوراق مصون از تورم متأثر از دو عامل است:

تغییرات در نرخ بهره واقعی و

تغییرات در تورم.

دانستن اثر متقابل این دو عامل مهم است زیرا کمک می کند که این اوراق در محیطی که

نرخ بهره رو به افزایش است، چگونه عمل می کند.

همانند تمامی اوراق قرضه ها، قیمت اوراق مصون از تورم نیز متأثر از تغییرات نرخ بهره

است. افزایش نرخ بهره منجر به کاهش قیمت اوراق مصون از تورم می شود.

همچنین، تورم بر روی عملکرد تأثیر دارد. تورم مثبت برای اوراق مصون از تورم خوب

است در حالی که تورم منفی بد است

# عوامل عملکردی اوراق مصون از تورم (ادامه)

بهترین حالت برای اوراق مصون از تورم کاهش نرخ بهره واقعی و افزایش تورم غیرمنتظره است. بدترین حالت نیز عکس مورد قبل است یعنی افزایش نرخ بهره واقعی و کاهش تورم.

نتیجه دو حالت دیگر نامعلوم است و به تأثیر نسبی هر یک از عوامل روی قیمت اوراق بستگی دارد.

# تفاوت اوراق مصون از تورم با اوراق قرضه عادی

اوراق مصون از تورم از جهات ذیل با اوراق قرضه عادی خزانه‌داری آمریکا متفاوت است

❖ مبلغ اسمی اوراق قرضه با توجه به تورم تعدیل می‌شود.

❖ نرخ کوپن بر اساس نرخ بهره واقعی ثابت می‌شود.

❖ پرداخت کوپن با تغییرات تورم تعدیل می‌شود.



# مزیت های اوراق مصون از تورم

- ❖ ریسک اعتباری پایین
- ❖ پوشش تورم با نوسانات پایین
- ❖ تنوع بخشی

# ریسک های اوراق مصون از تورم

- ❖ تورم
- ❖ نوسان تورم
- ❖ انقباض قیمت ها
- ❖ ریسک نرخ بهره

# تاریخچه اوراق مشارکت

❖ نخستین اوراق بهادار اسلامی یا صکوک در ایران اوراق مشارکت است که اولین مقررات ناظر بر انتشار در سال ۱۳۷۳ به تصویب شورای پول و اعتبار بانک مرکزی رسید و جایگزین مقررات مربوط به اوراق قرضه گردید (موسویان و سروش، ۱۳۹۰: ۳۱) سپس در همان سال شهرداری تهران در جایگاه ناشر، نخستین اوراق مشارکت را به میزان ۲۵۰ میلیارد ریال، جهت اجرای طرح نواب منتشر نمود (اداره اعتبارات بانک مرکزی، ۷۳) آنگاه در سال ۱۳۷۶ قانون دائمی نحوه انتشار اوراق مشارکت به تصویب مجلس رسید.

# تعریف اوراق مشارکت

- ❖ براساس قانون، اوراق مشارکت، اوراق بهادار با نام یا بی‌نامی است که به قیمت اسمی مشخص برای مدت معین منتشر می‌شود و به سرمایه‌گذارانی که قصد مشارکت در اجرای طرح‌های موضوع انتشار اوراق را دارند، واگذار می‌گردد
- ❖ بنابراین اوراق مشارکت در گروه ابزارهای مالی انتفاعی با درآمد متغیر قرار دارد و می‌توان از آن برای تأمین مالی انواع پروژه‌هایی که امکان طراحی آنها بر اساس عقد مشارکت وجود دارد استفاده کرد. از این رو است که در قانون، انتشار این ابزار برای دولت را تنها برای طرح‌های عمرانی انتفاعی مجاز دانسته است

# مدل‌های اوراق مشارکت مصون از تورم

## ❖ اوراق مشارکت با سود علی‌الحساب شناور

- در این مدل، سود علی‌الحساب اوراق مشارکت که بر مبنای نرخ تورم به اضافه درصد مشخص تعیین می‌شود، از طرف بانی یا ناشر به دارندگان اوراق به عنوان قرض پرداخت می‌شود تا در سررسید بر مبنای سود واقعی پروژه تسویه حساب گردد. تنها تفاوت این مدل با اوراق مشارکت عادی این است که سود علی‌الحساب این اوراق طبق توافق شرکا (بانی و صاحبان اوراق) متغیر و تابعی از نرخ تورم است.
- مطابق اصل حاکمیت اراده و آزادی قراردادها، متعاقدين می‌توانند شرطی در قرارداد خود پیش‌بینی نمایند که به موجب آن تحت شرایط معینی، متن قرارداد و شرایط مندرج در آن مورد تعدیل واقع شود که این امر به تعدیل قراردادی مشهور است.



# مدل‌های اوراق مشارکت مصون از تورم

## ❖ اوراق مشارکت مصون از تورم دارای حق اختیار فروش

- در این مدل ضمن عقد شرکت، ناشر به دارندگان اوراق مشارکت این حق را می‌دهد که افزون بر دریافت سود علی‌الحساب دوره‌ای به صورت تابعی از تورم، چه در مقاطع دوره‌ای پرداخت سود علی‌الحساب و چه در سررسید نهایی، بتوانند سهم شرکت خود را، که عبارتست از ارزش اسمی اوراق به اضافه سود اوراق که بر اساس فرمول مشخصی (تورم به اضافه درصد معین) تعیین گردیده را به ناشر یا بازارگردان اوراق بفروشند.
- اختیار معامله، قراردادی است که طبق آن خریدار اختیار، با پرداخت وجهی به فروشنده اختیار، حق خرید یا فروش دارایی مشخصی را با قیمت معین، در آینده به دست می‌آورد، بدون این که متعهد به چنین خرید یا فروشی باشد.
- اختیار معامله در این اوراق، نه به عنوان یک عقد مستقل بلکه به عنوان شرطی در ضمن عقد شرکت لحاظ می‌شود.

# مدل‌های اوراق مشارکت مصون از تورم

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

- در این مدل نیز ناشر افزو بر پرداخت سود علی‌الحساب مبتنی بر تورم به صورت قرض، ضمن عقد شرکت، به دارندگان اوراق مشارکت این حق را می‌دهد که چه در مقاطع دوره‌ای پرداخت سود علی‌الحساب و چه در سررسید نهایی، بتوانند سهم شرکت را، که عبارتست از ارزش اسمی اوراق به اضافه سود اوراق که بر اساس فرمول مشخصی (تورم به اضافه درصد معین) تعیین گردیده را به ناشر یا بازارگردان اوراق بفروشند، کما اینکه خریداران اوراق به ناشر این حق را می‌دهند که ناشر (در صورت مجاز بودن به خرید) در سررسید مقرر اختیار خرید اوراق بر اساس فرمول مشخصی (تورم به اضافه درصد معین) را داشته باشد.
- با توجه به ماهیت قرارداد اختیار معامله که قرارداد جدیدی است در صورت رعایت ضوابط عمومی قراردادها مانند ممنوعیت اکل مال به باطل، ممنوعیت ضرر، ممنوعیت غرر و ممنوعیت ربا، می‌تواند قرارداد صحیحی باشد. و با توجه به اینکه در قراردادهای اختیار معامله (اختیار خرید و اختیار فروش) این ضوابط رعایت می‌شود این معاملات محکوم به صحت خواهند بود.

# بازار اولی و ثانوی اوراق مشارکت مصون از تورم

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

# بررسی قاعده ممنوعیت غرر در اوراق مشارکت مصون از تورم

## شبهه :

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

# بررسی قاعده ممنوعیت غرر در اوراق مشارکت مصون از تورم

## پاسخ:

- اولاً؛ از آن جایی که غرر اصطلاحی شرعی نیست بلکه دارای مفهوم عرفی است. پس اگر در نوع خاصی از معاملات، ثمن در حین انعقاد عقد به صورت مبلغ، معین نشده باشد، اما ضابطه تعیین آن مورد توافق طرفین است، بایستی به این سؤال پاسخ داده شود که چنین معامله‌ای از دید عرف مصداق غرر است یا خیر، و در صورت منفی بودن پاسخ، می‌توان حکم به صحّت آن معامله داد.
- ثانياً؛ فقیهان امامیه در مورد واژه غرر در حدیث نبوی «نهی النبی عن بیع الغرر» اختلاف نظر دارند. برای کلمه غرر، در کتاب‌های لغت و کلام فقها، معانی فراوانی آمده است ولی آنچه بیشتر با حدیث «نهی النبی عن بیع الغرر» تناسب دارد، دو معنای خدعه و خطر است. هر چند در کتاب‌های لغت غرر به معنای جهل نیامده اما به هریک از این دو معنای مذکور که باشد، می‌تواند مجهول بودن مورد معامله را نیز در برگیرد



# بررسی قاعده ممنوعیت غرر در اوراق مشارکت مصون از تورم

## پاسخ:

- ثالثاً؛ اگر غرر به معنای جهل هم اخذ شود، در اوراق مشارکت مصون از تورم، سود علی‌الحساب و قیمت سهم‌الشرکه در سررسید، به‌طور کلی مجهول نیست، بلکه طرفین به‌جای تعیین قطعی و نهایی قیمت سهم‌الشرکه در سررسید، هنگام تشکیل عقد، به یک توافق در مورد آن می‌رسند و معیاری را برای تعیین قیمت سهم‌الشرکه در آینده ارائه می‌دهند. به عبارت دیگر، می‌توان مشخص کردن فرمول و سازوکار تعیین قیمت سهم‌الشرکه را نیز از مصادیق تعیین قیمت سهم‌الشرکه دانست.
- رابعاً؛ در مورد اوراق مشارکت مصون از تورم می‌توان گفت گرچه شرط ضمن عقد شرکت دارای قدری ابهام است، اما هیچ‌یک از ارکان اصلی قرارداد در زمان انجام آن مجهول نیست یعنی نه سود اوراق در زمان پرداخت سود و نه قیمت اوراق زمان انجام معامله مجهول نیستند به این بیان که سود علی‌الحساب به صورت مرتب تحت عنوان قرض به صاحبان ورق داده می‌شود تا در سررسید نهایی با سود تحقق یافته که در سررسید کاملاً مشخص است تسویه شود

# بررسی قاعده لاضرر در اوراق مشارکت مصون از تورم

## شبهه :

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

# بررسی قاعده لاضرر در اوراق مشارکت مصون از تورم

## پاسخ:

- در معاملات مدّت دار مانند اوراق مشارکت آنچه باعث ضرر و زیان و احتمال حدوث نزاع می شود، تعیین قیمتی ثابت در زمان انعقاد عقد است نه تعیین قیمت شناوری که سبب حفظ ارزش معاملاتی دارایی در طولانی مدّت می شود؛ چرا که تعیین قیمت ثابت در حین عقد، احتمال عدم تناسب ارزش دارایی را در درازمدت تغییر داده و خطر ضرر را بیشتر می کند و به تبع آن احتمال وقوع نزاع و اختلاف نیز افزایش می یابد؛ درحالی که، تعیین ارزش شناور برای دارایی، احتمال ضرر را کمتر می کند و در نتیجه احتمال وقوع اختلاف نیز کم می شود.

**با تشکر از شکیبائی شما**