



## سرمزادایی از وثایق تملیکی بانکها با استفاده از اوراق مرابحه تأمین نقدینگی همراه با اختیار

محمدنقی نظرپور<sup>۱</sup>

عباس دادجوی توکلی<sup>۲</sup>

### چکیده

این تحقیق با استفاده از روش توصیفی-تحلیلی راه کار جدیدی را برای ایجاد انتفاع از املاک تملیکی، برای نظام بانکی و تأمین مالی ارزان قیمت ارائه می کند. فرضیه اصلی تحقیق آن است که «می توان بر پایه اوراق مرابحه تأمین نقدینگی همراه با سایر ابزارهای مشتقه همچون اختیار، ابزاری مشروع و با ریسک بازدهی کنترل شده برای رهایی بانکها از انجماد انتفاع املاک تملیکی و تجهیز منابع مالی ارزان قیمت نسبت به حالت فعلی بازار پول طراحی کرد». با استفاده از این راه کار بانکها می توانند ارزش دارایی های یاد شده را بر اساس نرخ بازار (حاصل از کشف قیمت در بورس کالا و بر اساس طراحی شاخص قیمت مسکن) و با استفاده از اوراق مرابحه به فروش رسانده، ولی زمان تحویل کالا را حداکثر تا دو سال به تأخیر انداخته و از این طریق نقدینگی لازم را کسب نمایند؛ همچنین تا زمان تحویل کالا که اجاره تصرف در آن را در قرارداد خواهند داشت، از مزایای اجاره بها نیز بهره مند شوند. در زمان تحویل کالا، یا خود کالا به شرکت واسط داده می شود و شرکت آن را در بازار فروخته و مبالغ بین دارندگان اوراق توزیع می شود و یا با قراردادن دو حق اختیار (اختیار خرید با قیمت معین به بانک و اختیار فروش با قیمت معین به شرکت واسط به نمایندگی از دارندگان اوراق)، کیفیت تسویه نهایی مشخص می شود. از آنجا که الزامی در اعمال حق خرید و یا فروش به عنوان قرارداد دوم وجود ندارد، این معامله مرابحه به بیع العینة منجر نخواهد شد.

**واژه های کلیدی:** تأمین مالی بانک، اوراق مرابحه، املاک تملیکی.

**طبقه بندی JEL:** G12, G21, G81.

<sup>۱</sup> عضو هیات علمی، دانشگاه مفید؛ Nazarpur@mofidu.ac.ir

<sup>۲</sup> دانشجوی دکترای اقتصاد، دانشگاه مفید (نویسنده مسئول)؛ Fjsh18@yahoo.com

## مقدمه

در بررسی ویژگی‌های مطلوب بازارهای مالی، از شاخص‌های متعددی نظیر نقدشوندگی استفاده می‌شود. منظور از نقدشوندگی، قابلیت انتقال سریع و آسان حجم‌های متنابهی از دارایی‌ها، در قیمت‌های منعکس‌کننده ارزش جریان وجوه آتی دارایی‌ها می‌باشد. طی دو سال اخیر، نسبت بدهی بخش غیردولتی به بانک‌ها و مؤسسات اعتباری (بدون سود آتی) به‌عنوان جانشین متغیر تسهیلات به سپرده‌های بخش غیردولتی، از ۷۴ درصد در خرداد ماه سال ۱۳۹۴ به ۶۵ درصد در خرداد سال ۱۳۹۶ رسیده است. علت اصلی این مساله به غیر از کمبود سرمایه بانک‌ها و همچنین ریسک اعتباری مشتریان اعتباری در شرایط رکود فعلی اقتصاد، تداوم قفل‌شدگی دارایی‌های بانکی در سرمایه‌گذاری‌های انجام شده در بخش املاک و مستغلات (به‌عنوان یکی از مهمترین دارایی‌های سمی<sup>۱</sup> یا منجمد) و حجم قابل توجه وثایق تملیکی بانک‌ها می‌باشد.

آخرین اطلاعات منتشر شده از وضعیت ترازنامه ۱۶ بانک بوری در سال ۱۳۹۴ نشان می‌دهد که ارزش وثایق تملیک شده آن‌ها در حدود ۱۱/۱۷ هزار میلیارد تومان است. در واقع ارزش تملک وثایق تملیکی که می‌توان از آن به‌عنوان سرمایه‌گذاری‌های غیرارادی یاد کرد، ۱/۶ درصد کل دارایی‌ها را در برمی‌گیرد.

سم‌زدایی نظام بانکی از دارایی‌های تملیکی برای بازار پول و بازار مسکن، مزایایی چون افزایش قدرت وام‌دهی، افزایش سرمایه بانک و افزایش رقابت در قیمت‌گذاری مسکن را به نفع تقاضای مصرفی و رونق غیرقیمتی خواهد داشت (پوستین‌چی، ۱۳۹۲)

این تحقیق به دنبال پاسخ به این سوال است که آیا می‌توان از ابزارهای مالی نوین برای سم‌زدایی دارایی‌های تملیکی بانکی استفاده نمود؟ برای پاسخ به این سوال با استفاده از روش توصیفی-تحلیلی به بررسی این فرضیه می‌پردازیم که «اوراق مرابحه در ترکیب با حق اختیار»، قابلیت سم‌زدایی و ایجاد انتفاع املاک تملیکی را در اقتصاد افزایش می‌دهد و به‌همین علت سمی بودن از ویژگی‌های این نوع دارایی‌ها حذف می‌شود. نتایج نشان می‌دهد که در تمام حالت‌های ممکن، دارندگان اوراق بدون هیچ ریسکی نرخ سود ثابت قابل قبولی دریافت نموده و همچنین بانک‌ها نیز با کاهش هزینه تجهیز منابع مواجه می‌شوند.

<sup>1</sup> Toxic Assets

### پیشینه تحقیق

در سال‌های پیشین تحقیقات گوناگونی درخصوص سایر دارایی‌های سمی از جمله دارایی‌های غیرقابل وصول (غیرجاری) و بدهی‌های دولت ارائه شده است (موسویان، ۱۳۸۵ و بهمنی، ۱۳۸۶)، ولی بررسی‌های انجام شده نشان می‌دهد که هیچ یک از این تحقیق‌ها به ارائه یک مدل عملیاتی بر اساس عقود اسلامی و به‌منظور استفاده بهینه و کارا از املاک تملیکی بانک‌ها نپرداخته‌اند و عمدتاً تنها بر علل ایجاد چنین دارایی‌هایی بسنده نموده‌اند. در ادامه به برخی از این تحقیق‌ها (درخصوص سایر دارایی‌های سمی) اشاره می‌شود.

موسویان (۱۳۸۵) در مقاله‌ای تحت عنوان، بررسی راه‌کارهای حل مشکل تأخیر تأدیه در بانکداری بدون ربا، با مطالعه علل و عوامل تأخیر پرداخت و مطالعه آثار و پیامدهای اجتماعی و اقتصادی آن، معیارهایی را بیان و ضمن اشاره به راه‌حل بانکداری متعارف، نتیجه‌گیری نمود که راه‌کار جریمه تأخیر با شرایط فعلی، کارایی لازم برای پیشگیری از افزایش مطالبات را ندارد.

بهمنی (۱۳۸۶) در تحقیقی با عنوان، مدیریت مطالبات معوق، روش‌های وصول مطالبات را به دو دسته روش‌های بانکی و غیربانکی تقسیم و به مقایسه این دو روش پرداخته است. نتایج نشان می‌دهد که در روش‌های بانکی قدرت نمایش و ابتکار برای بانک‌ها بیشتر محفوظ است و بانک‌ها با ابزارهای مدیریتی و بخش‌نامه‌ای می‌توانند در وصول مطالبات خود در سطح بهتری عمل نمایند.

موسویان (۱۳۸۸) در تحقیقی با عنوان، صکوک مرابحه ابزار مالی مناسب برای بازار پول و سرمایه اسلامی، انواع اوراق بهادار مرابحه از منظر انطباق با موازین شرعی و معیارهای اقتصادی را بررسی نمود و در نهایت نشان داد که برخی از انواع آن‌ها از لحاظ فقه شیعه قابل انتشار در اقتصاد کشور نمی‌باشد.

برهانی (۱۳۸۹) در مقاله‌ای با عنوان، بررسی علل و عوامل ایجاد مطالبات معوق و راه‌کارهای کاهش آن، ابتدا به مساله اهمیت مطالبات معوق بانک‌ها اشاره نمود و در ادامه آثار مطالبات معوق، علل و عوامل ایجاد آن را در درون بانک و بیرون آن به‌طور کامل مورد بحث قرار داد و در پایان، راه‌کارهای کاهش مطالبات معوق را با توجه به تجربه بانک‌ها ارائه نمود.

شعبانی و جلالی (۱۳۹۰) در تحقیق خود تحت عنوان، دلایل گسترش مطالبات معوق در نظام بانکی ایران و بیان راه‌کارهایی برای اصلاح آن، پس از بررسی تجارب داخلی و خارجی و راه‌های مقابله با معضل مطالبات معوق و انجام پژوهش میدانی، بیش از سی عامل در ایجاد مطالبات معوق کشور را شناسایی و در نهایت بدین نتیجه رسیدند که در نظام بانکی ایران، نقش عوامل درون سازمانی در شکل‌گیری معوقات از عوامل برون سازمانی بیشتر است.

پوستین چی (۱۳۹۲) در مطالعه‌ای با عنوان، بررسی تأثیر رقابت در صنعت بانکداری بر مطالبات معوق بانک‌ها، با استفاده از مدل داده‌های تابلویی، متشکل از ۱۸ بانک فعال در دوره ۱۳۹۰-۱۳۸۴، نشان می‌دهد که بین رقابت در صنعت بانکداری و مطالبات معوق یک ارتباط معکوس وجود دارد. همچنین نسبت وام به دارایی، نسبت سوددهی به دارایی، کل دارایی و آزادی اقتصادی نیز تأثیر مستقیم و معنی‌داری بر این مطالبات دارند.

پاسبان و اسماعیلی (۱۳۹۲) در تحقیقی با عنوان، بررسی ماهیت فقهی و حقوقی ابزارهای مالی صکوک مرابحه و اجاره، ماهیت حقوقی این اوراق را مورد بررسی قرار داده و از عدم وجود موانع قانونی برای بهره‌برداری این اوراق در تأمین مالی یاد نموده‌اند.

موسویان (۱۳۹۲) در تحقیقی با عنوان، اوراق مرابحه کالا؛ ابزار مناسب برای بازار بین بانکی در بانکداری بدون ربا، تلاش نموده است ابزاری کارآمد، مبتنی بر اوراق مرابحه کالایی معرفی و امکان‌سنجی نماید. ساختار کلی این ابزار به گونه‌ای است که بانکی که دارای مازاد منابع نقدی است، با استفاده از قرارداد مرابحه کالایی، منابع خود را در اختیار بانکی که دچار کسری نقدینگی است، می‌گذارد و سپس با تبدیل مطالبات خود به اوراق مرابحه کالایی از بانکی که دچار کسری نقدینگی است، آن‌ها را در بازارهای مالی عرضه می‌کند. نتایج این تحقیق با استفاده از روش توصیفی و تحلیل محتوای متون فقه امامیه و متون مالی، به صورت کتابخانه‌ای، نشان می‌دهد که ابزار مرابحه کالایی و به تبع آن اوراق مرابحه کالایی، امکان انتشار در بازار بین بانکی را دارا می‌باشند.

شاهچرا و طاهری (۱۳۹۳) در مطالعه‌ای تحت عنوان، تأثیر آستانه‌ای مطالبات معوق بر وام‌دهی بانک‌ها با بهره‌گیری از مدل پانل دیتای پویای آستانه‌ای، نشان دادند که رابطه بین مطالبات معوق و وام‌دهی بانک‌ها خطی نمی‌باشد و افزایش مطالبات معوق به کیفیت وام‌دهی بانک‌ها بستگی دارد و بانک‌ها برای کاهش مطالبات معوق باید کیفیت وام‌دهی، مدیریت ریسک و افزایش شفافیت در بانک را مورد توجه قرار دهند. همچنین نتایج تخمین گویای این مطلب می‌باشد که در روش آستانه‌ای تا قبل از حد آستانه، مطالبات معوق بر وام‌دهی اثر مثبت و بعد از حد آستانه افزایش مطالبات معوق منجر به کاهش در وام‌دهی بانک‌ها می‌شود.

مشایخ و نیکجه (۱۳۹۴) در تحقیقی تحت عنوان، توان ویژگی‌های بانک‌ها در تبیین نسبت مطالبات غیرجاری، توان متغیرهای خاص بانک‌ها در تبیین نسبت مطالبات غیرجاری را مورد بررسی قرار داده و از اطلاعات ۱۴ بانک خصوصی و دولتی (بانک‌های غیرتخصصی) برای سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲ استفاده نموده و رابطه میان نسبت ناکارایی، سودآوری (بازده حقوق صاحبان سهام)، اندازه، نسبت حقوق صاحبان سهام به دارایی، سپرده به دارایی، سرمایه‌گذاری‌ها و مشارکت‌ها به دارایی، درآمد‌های غیرتسهیلاتی به جمع درآمد و نسبت مطالبات غیرجاری را با استفاده از روش رگرسیون داده‌های پانلی مورد بررسی قرار داده‌اند. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که بین نسبت‌های ناکارایی، سرمایه‌گذاری‌ها و مشارکت‌ها به دارایی، درآمد‌های غیرتسهیلاتی به جمع درآمد و نسبت مطالبات غیرجاری، رابطه مثبت و معنی‌دار و میان اندازه و نسبت سپرده به دارایی و نسبت مطالبات غیرجاری، رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد.

میثمی، ندری و توکلین (۱۳۹۵) در مطالعه‌ای با عنوان، ارائه تسهیلات قاعده‌مند بانک مرکزی با استفاده از ابزارهای اسلامی، چارچوبی نوین برای سیاست‌گذاری در کریدور نرخ سود بازار بین بانکی، در مجموع شش ابزار اسلامی را برای راه‌اندازی کریدور نرخ سود در بازار بین بانکی کشور پیشنهاد داده‌اند (سه ابزار برای راه‌اندازی سقف و سه ابزار برای راه‌اندازی کف کریدور). به نظر می‌رسد استفاده از ابزارهای یاد شده می‌تواند به بانک مرکزی کشور برای طراحی کریدور نرخ سود و تقویت بازار بین بانکی منطبق با شریعت (بازار پول اسلامی) کمک شایانی کند. تشکیل کریدور یادشده نیز می‌تواند در کشف نرخ منابع در بازار پول و استفاده از آن برای سیاست‌گذاری پولی بانک مرکزی و علامت‌دهی به سایر بازارهای مالی، نقش مهمی داشته باشد.

شاهچرا (۱۳۹۵) در مقاله‌ای با عنوان، بررسی عوامل مؤثر بر کیفیت دارایی‌های بانکی در شبکه بانکی کشور ایران، به بررسی عوامل مؤثر بر کیفیت دارایی‌های بانکی کشور در دو بخش عوامل درون سازمانی و عوامل برون سازمانی پرداخته است. به منظور برآورد مدل انتخابی، متغیرهای کلان اقتصادی و داده‌های ترازنامه‌ای بیست و پنج بانک از شبکه بانکی کشور (بانک اقتصاد نوین، پارسیان، پاسارگاد، سامان، سرمایه، سینا، کارآفرین، انصار، ایران زمین، آینده، دی، شهر، مهر، پست بانک، سپه، ملی، صنعت و معدن، کشاورزی، مسکن، توسعه صادرات، توسعه تعاون، تجارت، رفاه کارگران، صادرات و ملت) از سال ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۴ به کار گرفته شده‌اند. در این تحقیق، تلاش بر آن بوده است تا ارتباط میان کیفیت دارایی و عوامل بانکی (نسبت سرمایه به دارایی، نسبت بازده دارایی‌ها، اندازه بانک، نسبت سپرده به دارایی، رشد وام و نسبت وام به دارایی) مورد بررسی قرار گیرد. علاوه بر این،

تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی (تورم و تولید ناخالص داخلی) بر کیفیت دارایی نیز مورد ارزیابی قرار گرفته است. در این تحقیق (با استفاده از یک الگوی اقتصادسنجی شش مرحله‌ای و تخمین‌زننده خطی گشتاورهای تعمیم‌یافته<sup>۱</sup>)، این نتیجه حاصل شده است که ارتباط معنی‌دار بین متغیرهای فوق‌الذکر (متغیرهای مستقل) و کیفیت دارایی در شبکه بانکی کشور وجود دارد.

موریس گلداستین و فلیپ تورنر<sup>۲</sup> (۱۹۹۶) در تحقیقی تحت عنوان، بحران‌های بانکی در اقتصادهای یکپارچه، ریشه‌ها و راه‌کارها در بانک تسویه بین‌المللی، به بررسی دلایل بحران‌های بانکی با بهره‌گیری از روش توصیفی-تحلیلی پرداخته و مهمترین شاخص آن‌ها را بالا بودن نسبت تسهیلات غیرجاری به مانده کل تسهیلات بیان نموده‌اند. آن‌ها مهمترین دلایل پیدایش مطالبات معوق<sup>۳</sup> را عواملی مانند بی‌ثباتی‌های اقتصاد کلان، وام‌دهی زیاد، فروپاشی قیمت‌های دارایی و نوسان‌های جریان‌های سرمایه‌ای، دخالت دولت و نبود کنترل بر وام‌دهی بیان می‌کنند.

محمد شفیق الاسلام و همکارانش<sup>۴</sup> (۲۰۰۵) در تحقیقی با عنوان، مطالبات معوق، علل، راه‌کارها و برخی آموزه‌ها، به بیان برخی از روش‌های بازبازی تسهیلات غیرجاری یا نیازمندی‌های مربوط به این فرآیند با بهره‌گیری از روش توصیفی-تحلیلی پرداخته‌اند. آن‌ها با بیان دلایل نکول، برخی از روش‌های بازبازی و مقابله با معوقات را پیشنهاد نموده‌اند.

برگر و همکاران<sup>۵</sup> (۲۰۰۸) در مطالعه‌ای با عنوان، علل مطالبات معوق در کشورهای توسعه یافته، با بررسی عملکرد ۸۲۳۵ بانک در ۲۳ کشور توسعه‌یافته، به این نتیجه دست یافتند که افزایش قدرت بازاری بانک‌ها کیفیت سید وام آن‌ها را بهبود بخشیده و مطالبات معوق آن‌ها را می‌کاهد. البته آن‌ها در بررسی‌های خود مطرح نمودند؛ درست است که با افزایش رقابت ریسک نکول وام‌ها افزوده شده است، اما این بانک‌ها در مجموع از ثبات بهتری برخوردارند. آن‌ها دلیل این امر را افزایش ذخایر بانک‌ها و استفاده از روش‌های تعدیل ریسک دانستند.

خمرج و پاشا<sup>۶</sup> (۲۰۱۰) در مقاله‌ای با عنوان، عوامل پیدایش مطالبات معوق کشور غنا، تلاش نمودند تا با کمک مدل داده‌های تابلویی برای دوره زمانی ۲۰۰۴-۱۹۹۴، عوامل تعیین‌کننده مطالبات معوق کشور غنا را تعیین نمایند. نتایج مطالعات آن‌ها منطبق با مبانی نظری و شواهد بین‌الملل به

<sup>1</sup> Generalized Method of Moments (GMM)

<sup>2</sup> Morris Goldstein & Philip Turner

<sup>3</sup> Non-Performing Loans

<sup>4</sup> Islam Mohammad Shofiqul et al.

<sup>5</sup> Burger et al.

<sup>6</sup> Khemraj & Pasha

این شرح است که نرخ ارز مؤثر حقیقی، تأثیر مثبت و معنی‌داری بر مطالبات معوق دارد و رشد اقتصادی به‌صورت معکوس مطالبات معوق را متأثر می‌سازد. آن‌ها همچنین دریافته‌اند بانک‌هایی که نرخ‌های بیشتری دریافت می‌کنند و وام‌های بیشتری پرداخت می‌کنند، مطالبات معوق بیشتری را نیز تجربه خواهند کرد.

کاسترو<sup>۱</sup> (۲۰۱۳) در مطالعه‌ای با عنوان، عوامل اقتصاد کلان ریسک اعتباری در نظام بانکی: مورد جی‌سی<sup>۲</sup>، به بررسی رابطه میان پیشرفت‌های اقتصاد کلان، ریسک اعتباری بانکی و عوامل مؤثر بر مطالبات معوق در کشورهای یونان، ایرلند، پرتغال، اسپانیا و ایتالیا پرداخت. یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد که شرایط بد متغیرهای کلان اقتصادی، نقش بسیار تعیین‌کننده‌ای در افزایش مطالبات معوق بانک‌ها در این کشورها دارد و همچنین تمام معیارهای سیاسی که می‌توانند برای ترویج رشد اقتصادی، اشتغال، بهره‌وری و رقابت به‌منظور کاهش بدهی‌های عمومی و خارجی در این کشورها اجرا شوند، برای ایجاد ثبات در اقتصاد خود بسیار ضروری هستند.

اکانایاک و عزیز<sup>۳</sup> (۲۰۱۵) در مطالعه‌ای با عنوان، عوامل غیرفعال در بانک‌های تجاری کشور سریلانکا برای دوره زمانی ۲۰۱۲-۱۹۹۹، نشان دادند که نسبت وام به دارایی اثر مثبت و رشد اعتبارات، تولید ناخالص داخلی و تورم اثر منفی بر مطالبات معوق بانک‌های سریلانکا دارند و بانک‌های بزرگتر دارای مطالبات معوق کمتری هستند.

همان‌گونه که در مطالعات صورت گرفته در داخل و خارج کشور مشاهده می‌شود، به‌صورت مستقیم به چالش‌های دارایی‌های تملیکی و سم‌زدایی از آن‌ها با استفاده از ابزارهای مالی نوین اشاره نشده است و عمده تمرکز بر مطالبات معوق می‌باشد. با توجه به آثار مثبت کاهش املاک تملیکی ناشی از عدم ایفای تعهدات تسهیلات‌گیرندگان، نظام بانکی می‌تواند راه‌کارهای مختلفی را طراحی و عملیاتی نماید که مطالعه حاضر می‌تواند نتایج معتبر و به‌واقع نزدیکتری ارائه نماید.

### مبانی نظری تحقیق

به‌طور کلی دارایی‌های سمی به آن دسته از دارایی‌ها گفته می‌شود که قابلیت نقدشوندگی آن‌ها از دست رفته و به‌دلیل نبود تقاضا، بازار ثانویه‌ای برای معامله آن‌ها نیز وجود ندارد و یا هیچ‌گونه

<sup>1</sup> Castro

<sup>2</sup> GIPSI

<sup>3</sup> Ekanayake & Azeez

منفعتی برای نظام بانکی ندارند. در چنین مواردی معمولاً بازاری برای خرید و فروش این دارایی‌ها موجود نبوده و نگهداری این نوع دارایی‌ها به معنای ضرر قطعی بانک تلقی می‌شود (شاهچرا، ۱۳۹۵).

اصطلاح دارایی سمی اولین بار در بحران مالی سال‌های ۲۰۰۸ وارد ادبیات اقتصادی شد (شاهچرا و طاهری، ۱۳۹۳). در آن زمان بسیاری از ابزارهای مالی مانند دارایی‌های رهنی، قابلیت نقدشوندگی خود را از دست دادند و دارندگان آن‌ها ضرر زیادی را متحمل شدند. وام‌های ریسکی و پرمخاطره بانک‌ها، یکی از مصادیق مهم دارایی‌های سمی هستند. پرداخت تسهیلات با ریسک بالا و یا پرداخت وام به شرکت‌ها بدون لحاظ توان بازپرداخت آن‌ها، از مصادیق دارایی‌های سمی در نظام بانکی هستند (لاریا، ۲۰۱۰). از سوی دیگر، اگر بخشی از منابع بانک‌ها به طریقی همچون بنگاهداری و پرداخت تسهیلات به زیرمجموعه‌ها و شرکت‌های تابعه حبس شود، تبدیل به پول سمی می‌شود. در واقع هر اقدامی که منجر به خروج بخشی از نقدینگی از چرخه اعتبار بانک‌ها شود، سبب شکل‌گیری دارایی سمی در ترازنامه بانک‌ها می‌شود. بنابراین، اعتبارات غیرقابل وصول و مطالبات معوق بانک‌ها را نیز می‌توان از مصادیق مهم دارایی‌های سمی بانک‌ها دانست.

بنابر آنچه گفته شد، دارایی سمی در ایران مفهومی گسترده‌تر از آنچه در بحران ۲۰۰۸ ایجاد شد، دارد. دارایی‌های سمی بانک‌های ایرانی تنها محدود به دارایی‌هایی که نقدشوندگی ندارند و یا ارزش واقعی آن‌ها کمتر از ارزش دفتری آن‌ها است نمی‌شوند، بلکه بخشی از منابع بانک‌ها که به راه‌های مختلف از چرخه اعتباردهی خارج شده‌اند نیز جز دارایی‌های سمی محسوب می‌شوند (شعبانی و جلالی، ۱۳۹۰). حجم بالا و گستردگی دارایی‌های سمی بانک‌ها سبب می‌شود تا سلامت آن‌ها مخدوش و ترازنامه آن‌ها دچار مشکلات زیادی شود. به‌طور کل می‌توان دارایی‌های سمی (منجمد) در نظام بانکداری ایران را به سه دسته تقسیم کرد (مشایخ و نیکجه ۱۳۹۴):

- ۱- دارایی‌های غیرقابل وصول و غیرجاری،
- ۲- بدهی‌های دولت،
- ۳- اموال غیرمالی، یعنی دارایی‌های بانک‌ها که در طول سال‌های گذشته به ملک و ساختمان، سهام و یا بنگاه تبدیل شده‌اند.

### روش‌های مرسوم در سم‌زدایی از دارایی‌های منجمد بانکی

بررسی تجربه کشورهای نظیر ژاپن، آمریکا و اعضای اتحادیه اروپا نشان می‌دهد که نخستین گام در حل مساله دارایی سمی، شناسایی دقیق دارایی‌های سمی در ترازنامه بانک‌ها است. در این



کشورها در سال‌های پس از بحران، نهاد نظارتی از طریق یک گروه متشکل از خبرگان حسابرسی، تصویر دقیقی از میزان دارایی‌های مسموم، ریسک ناشی از دارایی‌های مسموم و عوامل حس دارایی‌های بانکی را تهیه نموده است.

کشورهای توسعه‌یافته از راه‌حل مشترکی برای حل معضل دارایی‌های سمی استفاده می‌کنند. این راه‌حل شامل تقسیم دارایی‌های بانک‌ها به دو دسته سالم و معیوب و تشکیل یک «بانک بد» برای «مدیریت اموال معیوب» شبکه بانکی است. استفاده از این روش از سال ۱۹۸۸ یعنی زمانی که دارایی‌های سمی «ملون بانک»<sup>۱</sup> آمریکا به پیشنهاد مدیرعامل وقت این بانک و تایید فدرال رزرو به ترازنامه یک بانک جدید منتقل شد، به‌عنوان یکی از راه‌حل‌های مرسوم سم‌زدایی ترازنامه مورد استفاده قرار گرفت. این نهاد مدیریت دارایی به اشکال گوناگون در سال‌های پس از بحران در کشورهای نظیر اندونزی، بلژیک، فرانسه، آلمان، ایتالیا و آمریکا مورد استفاده قرار گرفته است. بر اساس اصول استفاده شده در تجربیات عبور از بحران بانکی و به‌منظور جلوگیری از ایجاد تضاد منافع در اجرای برنامه ترمیمی، لازم است تا بین سازوکار مدیریت دارایی مسموم و فعالیت بانک تمایز ایجاد شود. این روش جداسازی در اصطلاح بانک بد نامیده می‌شود و با استفاده از آن بین نهاد مدیریت دارایی مسموم و بانک عاری شده از دارایی مسموم، چه از لحاظ سازمانی و چه از لحاظ عملکردی مرز مشخصی ترسیم می‌شود. این ابزار مدیریت دارایی عمدتاً به دو روش مورد استفاده قرار می‌گیرد.

**راه‌حل نخست:** دارایی سمی بانک به نوعی از سوی دولت خریداری می‌شود، به این شکل که دارایی سمی از ترازنامه بانک به ترازنامه یک نهاد خاص یا یک «بانک بد» که تمام یا بخشی از مالکیت آن در اختیار دولت قرار دارد، منتقل می‌شود. در این فرایند بانک در ازای فروش دارایی خود، وجه نقد دریافت می‌کند یا اینکه ارزش دارایی به‌عنوان بدهی دولت در ترازنامه بانک قرار می‌گیرد.

**راه‌حل دوم:** نهاد خاص مانند نهاد واسط<sup>۲</sup>، برای خرید دارایی ناسالم بانکی اقدام به انتشار اوراق بدهی یا اوراق سهام می‌کند. اوراق منتشر شده از سوی نهاد واسط را دولت، سرمایه‌گذار خصوصی و بانک ذی‌نفع از فروش دارایی مسموم، خریداری می‌کند. در برخی موارد نیز دولت با تضمین اوراق منتشر شده، با کاهش ریسک خرید این اوراق، انگیزه خرید این اوراق را در بانک ذی‌نفع، سایر بانک‌ها و سرمایه‌گذاران خصوصی افزایش می‌دهد. در این روش دولت از طریق تضمین دارایی اقدام به اصلاح ماهیت دارایی سمی در ترازنامه بانکی می‌کند. به این ترتیب دارایی‌های سمی در ترازنامه

<sup>۱</sup> Melon Bank

<sup>۲</sup> SPV

بانک باقی می‌ماند، ولی تمام یا بخشی از زیان مورد انتظار ناشی از دارایی ناسالم تضمین می‌شود. بر مبنای این سازوکار و به پشتوانه دارایی‌های ناسالم، اوراق منتشر می‌شود و دولت یا بانک با خریداری، زیان احتمالی ناشی از دارایی معیوب را جذب و از انتقال آن به بازار و دارندگان اوراق جلوگیری می‌کنند (صداقت‌پرست و مأموری، ۱۳۹۶).

در سال‌های پس از بحران مالی اخیر، این دو روش به اشکال گوناگونی برای سم‌زدایی از شبکه بانکی مورد استفاده قرار گرفت. برای مثال در بانک ناپولی ایتالیا<sup>۱</sup>، پس از انتقال زیان ناشی از دارایی سمی به سهامداران، این بانک به دو بانک خوب و بد تقسیم شد. بانک بد از طریق «دریافت تسهیلات یارانه‌ای» از بانک مرکزی و با ضمانت وزارت خزانه‌داری ایتالیا، دارایی‌های سمی بانک ناپولی را خریداری کرد و بانک خوب یا بانک عاری از دارایی سمی، پس از یک سال به بخش خصوصی واگذار شد.

### جایگاه وثایق تملیکی در نظام بانکی ایران

آخرین اطلاعات منتشر شده از وضعیت سرمایه‌گذاری بانک‌ها نشان می‌دهد، چهار درصد از دارایی ۱۶ بانک بورسی به ارزش ۲۸/۵ هزار میلیارد تومان به بخش املاک و مستغلات اختصاص دارد. کل دارایی‌های ۱۶ بانک مورد بررسی نیز در حدود ۷۱۷ هزار میلیارد تومان گزارش شده است. البته اطلاعات گزارش شده که از سوی سایت کدال منتشر شده، مربوط به سال ۱۳۹۴ است. توزیع این دارایی‌ها نیز در دو قالب عمده سرمایه‌گذاری در املاک- مستغلات و تملک وثایق تملیکی بدهکاران بوده است. ارزش بخش نخست تقریباً ۱۷/۳ هزار میلیارد است و ارزش وثایق تملیک شده نیز ۱۱/۱۷ هزار میلیارد تومان عنوان شده است. در واقع ارزش سرمایه‌گذاری‌های ارادی ۱۶ بانک در بخش مستغلات معادل ۲/۴ درصد کل دارایی‌ها است و ارزش تملک وثایق تملیکی که می‌توان از آن به‌عنوان سرمایه‌گذاری‌های غیرارادی یاد کرد، ۱/۶ درصد کل دارایی‌ها را در برمی‌گیرد. ترکیب این دو موجب شده چهار درصد از دارایی‌های بانک درگیر بخش مستغلات باشد (حیدری، دهقان درست و صادق پور، ۱۳۹۵).

بررسی ترازنامه بانک‌های بورسی نشان می‌دهد که از ۱۱/۱۷ هزار میلیارد تومان دارایی‌های غیرمنقول تملک شده از محل وثایق تملیکی، بیشترین سهم متعلق به املاک مسکونی است. در واقع تا پایان سال ۹۴ بانک‌ها ناچار شده‌اند به‌جای تسهیلات پرداختی به مشتریان حدود ۷/۹ هزار میلیارد تومان در قالب املاک «مسکونی» به دارایی‌های خود اضافه کنند. صورت‌های مالی حکایت از این دارد که

<sup>1</sup> Napoli Banki

ارزش املاک تجاری و اداری تصرف شده بابت مطالبات پرداخته نشده بانک‌ها تا پایان سال ۹۴ نیز رقمی حدود ۵۰۰ میلیارد تومان بوده است. در این بخش زمین نیز سهم ۱/۳ هزار میلیارد تومانی دارد و سهم کارخانه نیز ۱/۵ هزار میلیارد تومان عنوان شده است.

بر اساس قانون خروج بانک‌ها از شرکت‌داری و ملک‌داری که از ابتدای سال ۹۴ برای اجرا به دولت ابلاغ شد<sup>۱</sup>، بانک‌ها ملزم شده‌اند هر سال ۳۳ درصد از اموال مازاد خود را که شامل املاک و مستغلات و به‌خصوص وثایق تملیکی است، واگذار کنند. بر اساس این قانون باید پس از گذشت سه سال، میزان دارایی‌های غیرمنقول بانک‌ها اعم از زمین، مستغلات، سرقفلی و سهام در شرکت‌های دیگر در سطح ۴۰ درصد سرمایه آن‌ها محدود بماند و از آن فراتر نرود که در انتهای سال ۱۳۹۵ در حدود ۶۵ درصد برآورد می‌شود. در صورت تخلف، بانک‌ها مشمول مالیات ۲۸ درصدی روی عواید حاصل از این دارایی‌ها خواهند شد. این عواید بر اساس اختلاف بین ارزش این دارایی‌ها در ابتدای سال و پایان سال برآورد می‌شود. قابل ذکر است که بانک‌ها حاضر نیستند دارایی‌های تملیکی خود را با شناسایی زیان در صورت‌های مالی به فروش برسانند و همچنین با قیمت‌های مدنظر بانک‌ها، خریدار چندانی برای این دارایی‌ها در حال حاضر وجود ندارد و دولت نیز منابع کافی برای خرید این اموال از بانک‌ها و کاهش تنگنای نقدینگی را ندارد.

از طرف دیگر به دلیل بالا بودن حجم سرمایه لازم برای خرید املاک (به‌عنوان یک دارایی سرمایه‌ای که عمدتاً نسبت به سایر دارایی‌ها نقدشوندگی پایین‌تری دارد)، در شرایطی که عطش نقدینگی در بازار بیشتر باشد، این مهم خود را بیشتر نشان داده و خریداران و سرمایه‌گذاران صرف، ریسک نقدینگی بالاتری انتظار دارند.

همچنین از آنجایی که بانک‌ها این املاک را با هدف فروش تصاحب می‌کنند، اجاره دادن آن مسائل و مشکلاتی برای فروش به‌همراه می‌آورد. ضمن آنکه هزینه‌های نگهداری و حقوقی مترتب بر اجاره‌داری این املاک، هزینه‌ها و ریسک‌های عملیاتی خاص خود را به همراه دارد. از سوی دیگر بازدهی نقدی اجاره املاک مسکونی و اداری پایین بوده (بنابر محاسبات، بر اساس اطلاعات دریافتی از برخی بانک‌های خصوصی حدوداً سالانه ۷/۲ درصد)، به‌گونه‌ای که در بسیاری موارد با توجه به مشکلات اجاره‌داری، سرمایه‌گذار از عرضه دارایی خود به بازار اجاره صرف‌نظر می‌کند.

<sup>۱</sup> دستورالعمل نحوه محاسبه نسبت خالص دارایی‌های ثابت مؤسسات اعتباری.

با توجه به موارد فوق‌الذکر، پیش‌بینی سازوکارهای کارا برای کاهش منابع منجمد و یا ایجاد انتفاع از آن‌ها و همچنین پیشگیری از ورود منابع جدید ضروری است.

### اقدامات انجام شده برای رهایی از املاک توقیفی

در سال ۱۳۹۵ برخی از بانک‌ها در پایان دادن به «ملاکی» و شروع «پاکسازی» ملکی، بیش از آنکه از سر «رفع تکلیف» باشد، با هدف کسب فرصت از شرایط فعلی بازار مسکن، وارد عمل شدند. مزایده املاک دو بانک بزرگ در دوره پسا رکود مسکن، به لحاظ «حجم انبوه عرضه»، «سطح قیمت‌های پایه» و همچنین «سبد متنوع املاک»، جزو عرضه‌های کم‌سابقه محسوب می‌شد. در این دو مزایده، یک هزار باب ملک با کاربری‌های آپارتمان مسکونی، زمین مسکونی، اداری و تجاری، ملک صنعتی، ساختمان نیمه‌کاره، مغازه، دفترکار، سرقفلی، اراضی باغی، خانه ویلایی و در نهایت مراکز تجاری به متقاضیان خرید عرضه شد که ارزش اولیه کل این املاک بر اساس «قیمت پایه» تعیین و حدود ۹۰۰ میلیارد تومان برآورد شد. جزئیات مزایده‌ها نشان می‌دهد که بانک‌های عرضه‌کننده، برای جذب سریع خریدار و فروش سریع املاک خود، دو امتیاز شامل «پرداخت غیرنقد» و «تقسیم بلندمدت» برای متقاضیان قائل شده‌اند. همچنین سطح قیمت پایه در گروه واحدهای مسکونی، فاصله چندانی با ارزش روز املاک مشابه ندارد، اما قیمت پایه املاک غیرمسکونی به‌خصوص زمین‌های مترای بزرگ، به‌صورت جزئی اما محسوس، «مناسب» تعیین شده بود.

در دو مزایده اخیر، بخش قابل‌توجهی از زمین‌ها و املاک مسکونی به‌صورت ۲۰ تا ۳۰ درصد نقد و مابقی در اقساط متوسط ۳۶ ماهه عرضه شد. بهای قیمت غیرنقدی ۱۲ درصد بیش از قیمت نقد تعیین گردید، ولی متأسفانه استقبال مناسبی صورت نگرفت و به‌نظر می‌رسد ابداع ابزارهای مالی نوین در این امر گره‌گشا باشد.

### طراحی ابزارهای جایگزین اسلامی برای سم‌زدایی از دارایی‌های تملیکی

#### بیع نقد و اجاره به‌شرط تملیک اسناد دارایی‌های تملیکی بانک‌ها

با استفاده از ظرفیت عقود اسلامی می‌توان انواع روش‌ها را برای ارائه تسهیلات قاعده‌مند توسط بانک مرکزی به بانک‌ها طراحی کرد (نظیف و عبدالقادر، ۲۰۰۴). نکته‌ای که وجود دارد آن است که تسهیلات قاعده‌مند، اساساً عملیاتی در بازار پولی کوتاه‌مدت بوده و به‌طور عمده در سررسیدهای شبانه، سه روزه، هفتگی، ماهانه و به‌ندرت سالانه به وقوع می‌پیوندد. همچنین این تسهیلات لازم است

حداقل ریسک و نرخ سود قطعی و از پیش تعیین شده داشته باشد. به نظر می‌رسد که می‌توان از ظرفیت دارایی‌های تملیکی برای جبران کمبود نقدینگی نظام بانکی بهره برد.

در این شیوه بانک مرکزی اعلام می‌کند که بانک‌های نیازمند به منابع می‌توانند مجموعه‌ای از اسناد دارایی‌های غیرمنقول (مثل ساختمان‌های تملیکی) را به صورت یک مجموعه درآورند و به این بانک به صورت نقد بفروشند و هم زمان (با نرخی که این بانک تعیین می‌کند) اجاره به شرط تملیک نمایند. به عنوان مثال، می‌توان فرض کرد یک بانک تجاری به طور موقت دارای کسری منابع شده و قصد اضافه برداشت از منابع بانک مرکزی (به میزان ۱۰۰۰ میلیارد تومان برای یک ماه) را دارد. در این شرایط بانک مرکزی اعلام می‌دارد که این تسهیلات با نرخ ۲۴ درصد (ماهانه ۲ درصد) و در برابر دریافت اسناد ساختمان‌های تملیکی، قابل ارائه است. در ادامه بانک تجاری مجموعه‌ای از اسناد ساختمان‌های تملیکی خود را به صورت یک مجموعه درآورده و به صورت نقد به بانک مرکزی می‌فروشد و همزمان اجاره به شرط تملیک می‌نماید (میثمی، ندری و توکلیان، ۱۳۹۵). همچنین نرخ اجاره دارایی توسط بانک مرکزی به طور ماهانه ۲ درصد تعیین می‌شود که می‌توان از این روش با عنوان «بیع نقد و اجاره مجدد اسناد دارایی‌های تملیکی بانک‌ها» یاد نمود.

عقد اجاره تمدید قرارداد با نرخ‌های بیشتر (به لحاظ شرعی) صحیح است. برای مثال فرض کنید بانک تجاری در سررسید، امکان بازگرداندن منابع بانک مرکزی را ندارد. اگر بانک مرکزی به هر دلیل با تمدید موافق نباشد، اسناد دارایی‌هایی که در اختیار دارد را به فروش می‌رساند و به منابع خود دست می‌یابد و اگر با تمدید موافق باشد، دارایی‌ها را با نرخ‌های اجاره جدید (مثلاً ۳ درصد) به بانک تجاری اجاره می‌دهد (ببندزایل و جابلکی<sup>۱</sup>، ۲۰۱۱).

مشکل این رویکرد در افزایش پایه پولی و در نتیجه نقدینگی کشور است. همچنین در صورت عادی شدن چنین روالی، بانک‌ها به تداوم ناکارایی در اعتبارسنجی برای ارائه تسهیلات ادامه داده و مطمئن به این مساله می‌باشند که بانک مرکزی همیشه نقش «آخرین وام‌دهنده» را ایفا می‌کند.

#### اوراق اجاره تأمین نقدینگی به شرط تملیک

در این نوع از اوراق اجاره، بانی (در اینجا بانک) با ارائه طرح توجیهی اقدام به انتخاب شرکت واسط می‌کند. شرکت واسط با انتشار اوراق و با جمع‌آوری پول از سرمایه‌گذاران، به وکالت از طرف

<sup>1</sup> Bindseil & Jablecki

آنان یکی از دارایی‌های فیزیکی بانی (در اینجا املاک تملیکی) را به صورت نقد خریداری می‌کند، سپس به شرط تملیک دوباره به بانی واگذار می‌نماید. سود این اوراق در سررسیدهای مشخص به صورت اجاره‌بهای دارایی تعهد شده توسط بانی، از طریق شرکت تأمین سرمایه به دارندگان اوراق پرداخت می‌شود. دارندگان اوراق قبل از سررسید، می‌توانند اوراق خود را در بازار ثانوی به فروش برسانند. نهاد واسط در پایان قرارداد اجاره، دارایی را به تملیک مستأجر درمی‌آورد. بر این اساس در این اوراق، دارایی مجدداً به واسطه شرط ضمن عقد به تملک بانک درآمده و این موضوع عمدتاً برای دارایی‌هایی است که بانک تمایل به حفظ و نگهداری آن دارد. املاک تملیکی عمدتاً جزء سرمایه‌گذاری‌های غیرارادی بانک‌ها بوده و بانک‌ها علاقه چندانی به تملک آن ندارند و بنابراین بر اساس الگوی ارائه شده در این تحقیق، بانک اجباری (شرطی) برای تصرف مجدد آن ندارد.

### اوراق مرابحه، راه‌کاری برای نقدینه نمودن وثایق تملیکی بانک‌ها

#### مرابحه

در این بخش به معرفی مرابحه و اوراق مرابحه به عنوان ابزار اصلی در الگوی پیشنهادی خواهیم پرداخت. یکی از انواع قرارداد فروش، بیع مرابحه است که از زمان‌های قدیم بین مردم رایج بوده است و مقصود از آن، بیعی است که فروشنده قیمت تمام‌شده کالا اعم از قیمت خرید، هزینه‌های حمل و نقل، نگهداری و سایر هزینه‌های مرتبط را به اطلاع مشتری می‌رساند، سپس تقاضای مبلغ یا درصدی اضافی به عنوان سود می‌کند. برای مثال، اعلام می‌کند که این کالا را به هزار تومان خریده و حاضر است که به هزار و صد تومان یا با ده درصد سود به مشتری بفروشد. بیع مرابحه می‌تواند به صورت نقد یا نسیه منعقد شود و در صورتی که نسیه باشد، به طور معمول، نرخ سود آن بیشتر است.

#### تعریف اوراق مرابحه

مدتی است که برخی از متفکران مسلمان با استفاده از ویژگی‌های بیع مرابحه، اقدام به طراحی اوراق بهاداری به نام اوراق بهادار یا صکوک مرابحه کرده‌اند و در برخی کشورهای اسلامی مانند مالزی و ایران<sup>۱</sup>، به عنوان اوراق بهادار اسلامی به مرحله اجرا نیز رسیده است و در این تحقیق برای تأمین نقدینگی از آن الگوسازی به عمل آمده است.

<sup>۱</sup> اوراق مرابحه شرکت صنعتی بوتان در سال ۱۳۹۵

اوراق مرابحه اوراق بهاداری است که دارندگان آن‌ها پس از خرید کالا و فروش آن به بانی به صورت مشاع، مالک دارایی مالی (دینی) هستند که بر اساس قرارداد مرابحه حاصل شده است. این اوراق بازدهی ثابت داشته و قابل فروش در بازار ثانوی می‌باشد (فراهانی‌فرد، ۱۳۸۸ و موسویان، ۱۳۸۸).

### ارکان اوراق مرابحه

در انتشار اوراق مرابحه، عناصر حقیقی و حقوقی متعددی حضور دارند. در این بخش با استفاده از مصوبه کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار که به تأیید شورای بورس نیز رسیده است، مهمترین عناصر آن معرفی می‌شوند.

- ۱- **بانی:** هر شخص حقوقی مانند دولت و مؤسسه وابسته به دولت، شهرداری یا بنگاه خصوصی است که انتشار اوراق با هدف تأمین مالی وی صورت می‌گیرد.
- ۲- **ناشر (واسطه):** هر شخص حقوقی که اوراق بهادار را منتشر می‌کند و واسطه یک مؤسسه مالی است که توسط بانی برای انجام یک پروژه خاص انتخاب یا تأسیس می‌شود.
- ۳- **سرمایه‌گذاران (دارندگان اوراق):** اشخاص حقوقی یا حقیقی هستند که با خرید اوراق بهادار، بانی را تأمین مالی می‌کنند.
- ۴- **امین:** شخص حقوقی مورد تأیید سازمان بورس و اوراق بهادار است که بر کل روند انتشار اوراق بهادار نظارت دارد و تمامی نقل و انتقالات مالی با اجازه وی صورت می‌گیرد.
- ۵- **شرکت تأمین سرمایه:** شرکتی است که به‌عنوان واسطه بین ناشر و سرمایه‌گذاران فعالیت می‌نماید.
- ۶- **مؤسسه رتبه‌بندی:** شرکتی است که با گرفتن مجوز از سازمان بورس به تعیین رتبه اعتباری اوراق اقدام می‌کند (موسویان، ۱۳۸۶).

### مدل عملیاتی اوراق مرابحه تأمین نقدینگی

یکی از انواع اوراق مرابحه، اوراق مرابحه تأمین نقدینگی (بیع‌العینه) می‌باشد. در سال ۱۹۹۲ میلادی، بخش خصوصی در اقتصاد مالزی نوعی اوراق بهادار منتشر کرد که مبتنی بر بیع‌العینه یا بازخرید دارایی فروخته شده است. در این روش، مؤسسه ناشر اوراق، دارایی‌های دولت، سازمان‌ها و بنگاه‌های اقتصادی را به صورت نقد خریده و پولش را می‌دهد، سپس با قیمتی بالاتر و به صورت نسبی مدت‌دار به خود آن‌ها می‌فروشد و در مقابل، از آن‌ها اسناد مالی با مبالغ و سررسیدهای معین دریافت می‌کند.

مؤسسه ناشر می‌تواند منتظر بماند و سررسید مبلغ اسمی اسناد را از خریداران دریافت کند، همچنین می‌تواند در بازار ثانوی آن‌ها را بفروشد (تنزیل کند) (پاسبان و اسماعیلی، ۱۳۹۲).

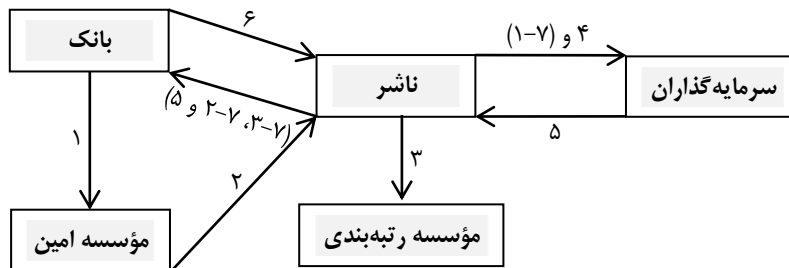
وجود این قبیل مؤسسات مالی و اوراق مرابحه بازخرید دارایی‌ها، این امکان را فراهم می‌کند که از یک طرف دولت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی که با کمبود نقدینگی مواجه شده‌اند، بتوانند از طریق فروش نقدی و بازخرید نسبه دارایی‌های خود به نقدینگی مورد نظر دست یابند و از طرف دیگر، مؤسسات مالی و به تبع آن‌ها صاحبان وجوه مازاد، از طریق خرید و فروش این اوراق به سود معینی برسند. البته در بحث و بررسی فقهی این اوراق باید گفت چنین معاملاتی مبتنی بر بیع‌العینه، محل اشکال است. برای مثال، فرض کنید که یک شرکت هواپیمایی نیازمند ۱۰۰ میلیارد ریال نقدینگی است. این شرکت اقدام به تأسیس یک مؤسسه واسط می‌کند. واسط از طریق انتشار اوراق مرابحه، ۱۰۰ میلیارد ریال از مردم جمع کرده و یکی از دارایی‌های شرکت هواپیمایی را خریداری می‌کند (برای مثال، یکی از هواپیماهای شرکت را به ارزش ۱۰۰ میلیارد ریال خریداری می‌کند)، سپس همان دارایی را به قیمت ۱۲۰ میلیارد ریال به صورت نسبه یک ساله به شرکت هواپیمایی می‌فروشد و شرکت هواپیمایی متعهد می‌شود (شرط می‌شود) که آن مبلغ را در سررسید از طریق شرکت تأمین سرمایه به صاحبان اوراق بپردازد (موسویان، ۱۳۸۹).

### مدل عملیاتی اوراق مرابحه تأمین نقدینگی بانک‌ها همراه با اعطای اختیار از طریق املاک تملیکی

مدل ارائه شده در بسیاری از جهات شبیه به مدل عملیاتی قبل (اوراق مرابحه تأمین نقدینگی) می‌باشد، تنها تفاوت آن ایجاد حق اختیار به جای الزام برای بازخرید دارایی است، بدین معنی که اختیار فروش و واگذاری حق اختیار خرید، جایگزین الزام شرط فروش دوباره به فروشنده شده است. در این بخش به ارائه الگوی استفاده از اوراق مرابحه می‌پردازیم.



نمودار ۱: مدل عملیاتی اوراق مرابحه تأمین نقدینگی بانک‌ها همراه با اعطای اختیار از طریق املاک تملیکی



- ۱- پس از کشف قیمت دارایی (املاک) از طریق بورس کالا<sup>۱</sup>، بانک طرح فروش مرابحه دارایی پایه را شناسایی کرده و با تنظیم امیدنامه مربوطه، به امین معتبری مراجعه کرده، تقاضای انتخاب مؤسسه واسط (ناشر) مناسب برای اجرای طرح را می‌دهد. بانی با تأسیس مؤسسه واسط، پیشنهاد خود مبنی بر فروش نسبه دو ساله (برای مثال) دارایی خاص به قیمت مشخص را اعلام می‌دارد.
- ۲- واسط با انتخاب مؤسسه امین مورد تأیید سازمان بورس و اوراق بهادار، نظارت طرح را از او می‌خواهد و مؤسسه امین با نظارت از ابتدا تا انتهای طرح موافقت می‌کند. مؤسسه امین با مطالعه امیدنامه و با هماهنگی بانی موافقت خود مبنی بر نظارت و کنترل ناشر، در به‌کارگیری وجوه مطابق امیدنامه برای خرید مرابحه دارایی از بانی و دفاع از حقوق دارندگان اوراق را اعلام می‌دارد.
- ۳- مؤسسه واسط (ناشر) جزئیات برنامه عملیاتی امیدنامه طرح خرید مرابحه دارایی را بررسی کرده، موافقت خود برای اجرای طرح را اعلام می‌کند و امیدنامه را برای رتبه‌بندی در اختیار مؤسسه رتبه‌بندی معتبر قرار می‌دهد و مؤسسه رتبه‌بندی اعتبار، با بررسی امیدنامه، اعتبار بانی و طرح خرید مرابحه دارایی را برآورد می‌کند و بر اساس آن میزان ریسک اوراق مرابحه را تعیین می‌کند.

<sup>۱</sup> قابل ذکر است طراحی این شاخص هم‌اکنون در دستور کار بورس کالا و اتحادیه مشاوران املاک قرار دارد (دنیای اقتصاد، تاریخ چاپ: ۱۳۹۵/۰۹/۰۷). معرفی و طراحی شاخص مسکن به کمک سامانه معاملات اتحادیه املاک، می‌تواند بازار مسکن را شفاف کند و به مردم و سرمایه‌گذاران هم علامت‌ها و سیگنال‌های درستی از روند فعلی و آینده بازار مسکن ارائه دهد. زیرا مسکن یک کالای غیرهمگن بوده و ارائه آن در بورس کالا امکان‌پذیر نیست، اما بورس کالا در حوزه قیمت‌گذاری می‌تواند شاخص قیمت منطقه‌ای و شهری برای مسکن تعیین کند تا متوسط قیمت مسکن در نقاط مختلف شهر برای مردم شفاف و روشن شود و از طرفی برای قیمت‌گذاری ابزارهای مالی نوین مربوط به بازار مسکن، کمک شایانی نماید.

- ۴- واسط بعد از کسب مجوز از سازمان بورس و اوراق بهادار، اقدام به انتشار اوراق مرابحه به ارزش اسمی معادل قیمت فعلی دارایی (املاک تملیکی) می‌کند، سپس آن‌ها را به قیمت تنزیلی از طریق شرکت تأمین سرمایه به مردم واگذار می‌کند.
- ۵- ناشر از راه شرکت تأمین سرمایه، وجوه سرمایه‌گذاران مالی را جمع‌آوری می‌کند.
- ۶- ناشر زیر نظر مؤسسه امین با پرداخت وجوه، دارایی مورد نظر را از بانی، پیش‌خرید می‌کند و نقدینگی جمع‌آوری شده را به بانک می‌دهد.
- ۷- ناشر در سررسید مرابحه، زیر نظر مؤسسه امین می‌تواند اقدام به موارد زیر نماید:
- ۱-۷) در صورتی که دارندگان اوراق قصد تصرف دارایی را در سررسید داشته باشند، می‌توانند با مراجعه به ناشر نسبت به تملیک ملک اقدام نمایند.
- ۲-۷) در صورتی که دارندگان اوراق اختیار فروش داشته باشند، در صورت کاهش قیمت دارایی، واسط (ناشر) زیر نظر مؤسسه امین، دارایی را منطبق بر حق اختیار فروش به صورت نقد به بانک فروخته، قیمت آن را دریافت و به دارندگان اوراق می‌دهد و املاک در تصرف بانک قرار می‌گیرد.
- ۳-۷) در صورتی که بانک حق خرید داشته باشد، در صورت افزایش قیمت دارایی، واسط (ناشر) زیر نظر مؤسسه امین، دارایی را منطبق بر حق اختیار خرید به صورت نقد برای بانک مجدداً بازخرید نموده، قیمت آن را دریافت می‌کند و به دارندگان اوراق می‌دهد و املاک در تصرف بانک قرار می‌گیرد.

### تجزیه و تحلیل الگوی پیشنهاد شده

همان‌طور که گفته شد بنابر تعاریف، منظور از دارایی سمی به‌طور کلی دارایی‌هایی است که قابلیت نقدشوندگی آن‌ها از دست رفته و به دلیل نبود تقاضا، بازار ثانویه‌ای برای معامله آن‌ها نیز وجود ندارد و یا منفعتی برای دارنده آن ایجاد نمی‌کنند.

در بحران مالی سال ۲۰۰۸، در شیوه‌ای که فدرال رزرو آمریکا و بانک مرکزی انگلیس از آن بهره‌جسته‌اند، بانک مرکزی با افزایش اعتبار بانک‌ها اقدام به خرید دارایی‌های سمی (اوراق عموماً دولتی) در اختیار بانک‌ها و مؤسسات غیربانکی (مانند صندوق‌های بازنشستگی و شرکت‌های بیمه) نمود. این کار علاوه بر آنکه پایه پولی را افزایش می‌دهد، از طریق افتتاح حساب برای دارندگان خصوصی اوراق موجب رشد همزمان نقدینگی نیز می‌شود. اما در الگوی ذکر شده در این تحقیق مهم آن است که می‌توان با استفاده از این ابزار، از یک دارایی که در حال افزایش هزینه و کاهش سوددهی است،

درآمد و منفعت کسب نمود. با ارائه الگوی پیشنهادی، منافع حاصل از املاک تملیکی مورد توجه قرار می‌گیرد و شدیداً در هزینه تجهیز منابع برای بانک‌ها اثر مثبت دارند.

همچنین دارندگان اوراق (سرمایه‌گذاران) با خرید این اوراق، می‌توانند بازده ثابت بدون ریسک کسب نمایند و مختارند در صورت کاهش ارزش دارایی (ساختمان) آن را به بانک بفروشند و حتی در صورت افزایش قیمت علاوه بر بازده ثابت، از منافع افزایش قیمت (هر چند اندک) بهره‌مند شوند.

در این تحقیق برای اوراق ترکیبی مرابحه سه حالت در نظر گرفته شده است. در این حالات البته نرخ بازده قابل تعیینی برای دارندگان این اوراق قابل محاسبه است که این نرخ بازده از نرخ بازده مزایده‌هایی که به روش معمول بانک‌ها بر روی این‌گونه اموال و املاک اعمال می‌کنند (برای خریداران)، بیشتر و جذاب‌تر است، زیرا وجود حتی یک درصد نرخ سود بالاتر به فروش هر چه سریعتر این دارایی‌ها کمک می‌نماید. همچنین با عرضه این اوراق و فروش آن، این ذهنیت برای مردم ایجاد می‌شود که بازار مسکن دچار عرضه بیش از حد و یک‌باره نخواهد شد، زیرا فروش یک‌باره املاک منجر به تداوم رکود و ایجاد حباب منفی در قیمت‌ها خواهد شد و بازار مسکن را هر چه بیشتر با سرمایه‌گذاری منفی مواجه خواهد نمود (بخش مسکن یکی از بخش‌های حیاتی و پراشتغال کشور می‌باشد). از سویی در برخی موارد نوعی از سپرده‌ها در شبکه بانکی وجود دارند (مانند سپرده‌های بانک مسکن) که به دلیل ماهیت و اهمیت آن، نرخ سود بالاتری پرداخت می‌نمایند و این در راستای توسعه بخش خاصی از اقتصاد در نظر گرفته می‌شود.

### مدیریت ریسک اوراق مرابحه

همان‌طور که ذکر شد این تحقیق به دنبال ارائه الگویی بر اساس منافع چند جانبه برای تمام ذی‌نفعان آن می‌باشد، به‌گونه‌ای که بخشی از دارایی‌های سمی بانک‌ها (املاک تملیکی) را منفعت‌ساز نموده و از طرف دیگر بازدهی ایده‌آل برای دارندگان اوراق را در نظر داشته و از فروش گسترده املاک و ایجاد رکود قیمتی در بازار مسکن جلوگیری می‌نماید. اما در سررسید اوراق مرابحه منتشره ممکن است قیمت ملک نوسان زیادی داشته باشد. اگر قیمت املاک روند نزولی به خود بگیرد، این موضوع می‌تواند ریسک بالایی برای دارندگان اوراق به همراه داشته باشد.

بنابراین می‌توان به دو صورت به سررسید اوراق نگریست. حالتی که دارنده اوراق در سررسید، مالک نهایی ساختمان بوده و یا حالتی که با ارائه ابزارهای مشتقه «مالکیت» ساختمان در سررسید،

در اختیار «بانک» قرار گیرد و دارنده اوراق تنها از بازدهی مناسب اوراق بهره‌مند شود. فروض اصلی این تحقیق به شرح زیر است:

۱- فرض شود قیمت هر متر مربع یکی از واحدهای تملیکی بانک «الف» در سال ۱۳۹۶ در حدود ۱۰ میلیون تومان باشد (بر اساس کشف قیمت از طریق بورس کالا). بانک الف می‌تواند با انتشار اوراق مرابحه برای تحویل املاک در سال ۱۳۹۸ و تنزیل ارزش دارایی برای دو سال، بابت هر متر مربع از محل انتشار اوراق، ۷/۳ میلیون تومان نقدینگی جمع‌آوری نماید (نرخ تنزیل در حدود ۱۷ درصد سالانه در نظر گرفته شده است).

۲- محاسبات<sup>۱</sup> نشان می‌دهد در تهران به ازای هر ۱۰ میلیون تومان قیمت مسکن بابت هر متر مربع، بانک می‌تواند درآمد اجاره‌ای ماهیانه ۳۸ هزار تومان اخذ نماید و با فرض افزایش درآمد ۷ درصدی ناشی از اجاره بها در سال دوم، بانک الف بابت ۲۴ ماه، درآمد اجاره‌ای (برای دو سال)، ۹۴۰ هزار تومان حاصل می‌نماید.

۳- در ضمن فرض می‌شود با وجود تداوم رکود حاکم بر بازار مسکن، قیمت هر متر مربع هر ساله ۵ درصد افزایش می‌یابد. با این فرض قیمت هر متر مربع در انتهای سال دوم، در حدود ۱۱ میلیون تومان خواهد بود (در اقتصاد ایران طی سی سال اخیر به جز سه سال، همواره روند قیمت مسکن افزایشی بوده است. آن هم در شرایطی این امر رخ داده است که سال ما قبل آن‌ها یک جهش بزرگ در قیمت مسکن رخ داده است، مانند سال‌های ۱۳۸۷ و ۱۳۹۳).

با این فروض حالات زیر امکان‌پذیر است (حالت سوم الگوی پیشنهادی تحقیق). قابل ذکر است هزینه تجهیز منابع برای بانک‌ها و منافع دارندگان اوراق در این بخش با استفاده از روش نرخ بازدهی داخلی و با استفاده از نرم‌افزار اکسل محاسبه شده است.

### حالت اول: دارنده اوراق در سررسید تمایل به فروش دارایی دارد.

در این حالت در سررسید منطبق با قرارداد مرابحه، دارنده اوراق مالک دارایی (املاک تملیکی) می‌شود، ولی قصد فروش دارایی را در بازار دارد. بنابراین واسط (ناشر) به نمایندگی از وی، وجوه حاصل از فروش دارایی را که به‌طور معمول بالاتر از قیمت مرابحه آن است (فرض کنیم که در هر سال ۵ درصد بر قیمت مسکن افزوده شود)، پس از کسر حق‌الوکاله، از راه بانک یا شرکت تأمین سرمایه به دارندگان اوراق می‌پردازد.

<sup>۱</sup> بر اساس شاخص قیمت اجاره در شهر تهران، انتشار مرکز آمار ایران

**بازدهی دارنده اوراق:** در این حالت، با فرض رشد قیمت دو ساله، بازدهی در حدود  $41/3$  درصد خواهد بود (مابه‌التفاوت  $11$  و  $7/3$  میلیون تومان قیمت هر متر مربع مسکن).  
**هزینه تأمین مالی برای بانک:** با کسب درآمد اجاره‌ای  $0/94$  میلیون تومان طی دو سال، هزینه تمام شده پول برای بانک الف، تنها  $20/5$  درصد برای دو سال خواهد بود.

### حالت دوم: دارنده اوراق در سررسید تمایل به حفظ دارایی دارد.

در سررسید منطبق با قرارداد مرابحه دارنده اوراق، مالک دارایی بوده و دارایی را به‌صورت فیزیکی به دارندگان اوراق «ملک» تحویل می‌دهد و او نیز قصد فروش دارایی را ندارد.  
**بازدهی دارنده اوراق:** در این حالت، با فرض رشد قیمت دو ساله دارایی، بازدهی برای دارندگان اوراق در حدود  $31/6$  درصد خواهد بود (مابه‌التفاوت  $10$  و  $7/3$  میلیون تومان قیمت هر متر مربع مسکن).  
**هزینه تأمین مالی برای بانک:** با کسب درآمد اجاره‌ای  $0/94$  میلیون تومان طی دو سال، هزینه تمام شده برای بانک الف، تنها  $20/5$  درصد برای دو سال خواهد بود.

### حالت سوم: استفاده از ابزار اختیار در سررسید

در الگوی سوم از ابزار مشتقه «اختیار» استفاده می‌کنیم. اختیار معامله، قراردادی است که به خریدار آن، اختیار (و نه اجبار) خرید یا فروش یک دارایی معین را در قیمت تعیین شده تا (یا راس) یک زمان مشخص اعطا می‌کند. از سوی دیگر فروشنده اختیار معامله اجبار دارد که تا پیش از انقضای مهلت آن، هر زمان که خریدار تمایل به اجرای قرارداد داشت، مفاد قرارداد را اجرا کرده و دارایی معین شده را در قیمت تعیین شده معامله کند. اوراق اختیار معامله از نظر نوع قرارداد بر دو نوع کلی اختیار خرید<sup>۱</sup> و اختیار فروش<sup>۲</sup> تعریف شده‌اند.

**قرارداد اختیار خرید:** اختیار خرید به دارنده این حق را می‌دهد که در صورت تمایل بتواند دارایی پایه را که در واقع همان مورد معامله است، در سررسید از طرف دیگر طلب کند.

**قرارداد اختیار فروش:** اختیار فروش به دارنده این حق را می‌دهد که در صورت تمایل بتواند دارایی پایه را در سررسید به طرف دیگر عرضه کند.

<sup>1</sup> Call

<sup>2</sup> Put

قیمتی را که دارنده اختیار معامله می‌تواند دارایی پایه را خریداری کند و یا بفروشد، قیمت اعمال<sup>۱</sup> و قیمتی را که به ازای خرید یا فروش اختیار معامله پرداخت یا دریافت می‌شود، قیمت اختیار معامله<sup>۲</sup> می‌گویند. همچنین به آخرین روزی که یک اختیار معامله می‌تواند اعمال شود، تاریخ انقضاء<sup>۳</sup> و به مبلغی که به‌عنوان وجه التزام از طرف مقابل اخذ می‌شود، اعتبار یا وثیقه می‌گویند. اختیار معامله‌هایی که در طول مدت اختیار معامله هر لحظه قابل اعمال است را اختیار معاملات آمریکایی<sup>۴</sup> و اختیار معامله‌هایی که صرفاً در زمان سررسید قابل اعمال باشد، اختیار معاملات اروپایی<sup>۵</sup> و به اختیار معامله‌ای که زمان اجرای آن محدود است، اختیار معامله آتلانتیکی<sup>۶</sup> می‌گویند. اختیار معامله‌ها هم در بازارهای بورسی و هم در بازارهای خارج از بورس<sup>۷</sup> معامله می‌شوند. در معاملات اختیار، خریدار صرفاً مبلغی را که بابت قیمت اختیار پرداخته، به‌عنوان زیان از دست می‌دهد. در واقع زیان محدود به مبلغ حق اختیار است، در حالی که سود تابع تغییرات قیمت دارایی پایه در بازار است. سود فروشنده نیز محدود به مبلغی است که بابت امتیاز دریافت کرده و زیان او تابع تغییرات قیمت دارایی پایه در بازار است. آنچه اهمیت دارد؛ اینکه خریدار اختیار در مقابل پرداخت قیمت اختیار، مطلقاً مالک دارایی پایه نمی‌شود، بلکه تنها چیزی که به‌دست می‌آورد حق انجام معامله است.

در ادامه به ارائه راه حل سوم می‌پردازیم، زیرا به‌گونه‌ای دیگر نیز می‌توان اوراق مرابحه را به یک ورقه بدون ریسک تبدیل کرد. این مهم با ترکیب واگذاری اختیار خرید (از سوی دارنده اوراق به بانک در صورت افزایشی بودن قیمت مسکن) و تحصیل اختیار فروش (از سوی بانک به دارنده اوراق در صورت کاهشی بودن قیمت مسکن)، با قیمت متفاوت و زمان سررسید یکسان حاصل می‌شود. برای مثال، فرض کنید در سررسید قیمت هر متر مربع از ساختمان یک میلیون تومان کاهش یابد و در حدود ۹ میلیون تومان شود، اما دارنده اوراق مرابحه، حق اختیار فروش به قیمت ۹/۹ تومان به بانک را داشته باشد و همچنین به ازای هر ده میلیون تومان، ۲ درصد (دویست هزار تومان) برای اخذ حق اختیار فروش پرداخت می‌کند. در این حالت بازدهی اوراق در سطح معینی حفظ خواهد شد و دارنده اوراق بازدهی ۲۸ درصد به ازای دو سال، در صورت اعمال حق اختیار فروش در سطح ۹/۹ میلیون

<sup>1</sup> Exercise Price

<sup>2</sup> Option Price

<sup>3</sup> Expiration Data

<sup>4</sup> American Option

<sup>5</sup> European Option

<sup>6</sup> Atlantic Option

<sup>7</sup> Over the Counter (otc)

تومان به ازای هر متر مربع را کسب خواهد نمود (مابه‌التفاوت ۹/۹ و ۷/۵ میلیون تومان) و همچنین با کسب درآمد اجاره‌ای ۰/۹۴ میلیون تومان طی دو سال، هزینه تجهیز منابع برای بانک الف تنها ۱۷ درصد برای دو سال خواهد بود. همچنین فرض کنید در سررسید قیمت هر متر مربع از ساختمان یک میلیون تومان افزایش یابد و در حدود ۱۱ میلیون تومان شود و بانک حق اختیار خرید به قیمت ۱۰/۵ میلیون تومان از دارنده حواله داشته باشد. همچنین به ازای هر ده میلیون تومان، ۲ درصد (دویست هزار تومان) برای اخذ حق اختیار خرید پرداخت می‌کند.

این رویکرد دو مزیت مهم خواهد داشت:

۱- بازدهی ثابت در حدود ۴۰ درصد نصیب دارنده اوراق خواهد شد (مابه‌التفاوت ۱۰/۵ و ۷/۱ میلیون تومان) که البته می‌توان برای کسب بازدهی کمتر به دارندگان، عدد کمتری در واگذاری حق اختیار خرید برای بانک‌ها در نظر گرفت (به‌عنوان مثال، ۱۰/۱).

۲- در صورت افزایشی بودن قیمت مسکن و ساختمان بانک از مزایای این افزایش قیمت (به‌عنوان مثال، ۵۰۰ هزار تومان به ازای هر متر، مابه‌التفاوت ۱۰/۵ و ۱۱ میلیون تومان)، در کنار کسب درآمد اجاره‌ای بهره برده و هزینه تأمین مالی اولیه به شدت کاهش می‌یابد و به ۱۸ درصد خواهد رسید.

### آسیب‌شناسی الگو

سخن‌گرافی نیست اگر ادعا کنیم، بزرگترین نقش مثبت بازار ابزارهای نوین مالی اعم از اختیار معامله، برطرف ساختن دغدغه‌های نوسانات قیمتی و اصطلاحاً ریسک بازار تولیدکنندگان و کارآفرینانی است که به‌طور عمده خریدار این نهاده‌ها برای استفاده در چرخه تولیدشان هستند، به‌گونه‌ای که کارآفرینان ریسک‌های قیمتی را در این بازارها پوشش داده و توجه خود را به تخصص اصلی خود و مدیریت ریسک‌های کسب و کار معطوف نمایند. با این وجود نیاز مبرم کارآفرینان کشور به چنین ابزارهای مالی، این ابزارها و بازارها شکل نگرفته‌اند و نتوانسته‌اند به آن‌ها خدمت‌رسانی نمایند.

ابزارهای مالی مورد اشاره در این تحقیق، نیازمند ایجاد بازارهای مالی کارا و شفاف هستند که در آن بازیگران بازار به‌گونه‌ای در کنار یکدیگر به ایفای نقش بپردازند که عملکرد مورد انتظار از ابزارهای مالی برآورده شود. بازارهای مالی کشور (علی‌الخصوص بورس کالا) فاصله قابل توجهی با یک بازار آزاد ایده‌ال دارند و در مقطع فعلی قیمت‌گذاری، معرفی و طراحی شاخص مسکن به کمک سامانه معاملات اتحادیه املاک، می‌تواند بازار مسکن را شفاف کرده و به مردم و سرمایه‌گذاران هم علامت‌های درستی از روند فعلی و آینده بازار مسکن ارائه دهد. از سویی بسترهای لازم برای طراحی

شاخص قیمت مسکن در بورس کالای ایران وجود دارد و بر اساس مذاکرات انجام شده، به‌زودی این شاخص برای نشان‌دادن میانگین قیمت مسکن در بورس کالا طراحی می‌شود و با اعمال نظام قیمت‌گذاری ساختمان بر اساس شاخص‌های بورس کالا، بانک‌ها می‌توانند از طریق بورس کالا املاک مازاد یا اموال غیرمنقول خود را عرضه کنند. پیشنهاد این تحقیق آن است که با همکاری و محوریت اتحادیه املاک، شاخص‌های قیمت مسکن طراحی شود و بعد از دریافت مجوز شرعی از کمیته فقهی سازمان بورس، اوراق آتی و یا اختیار شاخص‌های قیمت مسکن روی تابلوی بورس کالا قابل معامله شود.

همچنین رویکرد دولتی در مدیریت بورس‌های کالا، عملاً مانع از آن شده که فعالان اصلی بازارهای کالا که سال‌ها پیش از ایجاد بورس‌های متمرکز پاسخ‌گوی نیازهای مشتریان خود بوده‌اند، انگیزه‌ای برای ورود به این بورس‌ها داشته باشند؛ چه اینکه این بورس‌ها به خودی خود در بازار کالا ارزش افزوده بالایی برای اقتصاد نداشته و عمده مزیت آن برای دولت باشد که بتواند از طریق آن شفافیت معاملات را بالا ببرد، در حالی که ارزش آن‌چنانی برای معامله‌گران واقعی کالا در بازارهای غیررسمی و غیرمتمرکز، خلق نمی‌کند. عمده خلق ارزش این بازارها در این است که از یک طرف امکان مدیریت ریسک برای کارآفرینان و تولیدکنندگان فراهم می‌آورد و از طرفی، سرمایه‌گذاران حرفه‌ای که صرفاً می‌خواهند از طریق سفته‌بازی اقدام به معامله با سطح اهرمی بالا و هزینه معاملاتی پایین نمایند، این امکان را به آن‌ها می‌دهد، در حالی که عمده تمرکز بورس کالای کشور به‌جای مشتقات، متمرکز بر بازارهای فیزیکی شده است.

همچنین تغییر رویکرد در بورس کالا نیز یکی از ملزومات توسعه این ابزارها است. با این وجود مادامی که بازارهای پایه این اوراق مشتقه، بازاری کارا و آزاد نباشد، عملاً سرمایه‌گذاران حرفه‌ای کمتری حاضر خواهند شد، وارد بازاری شوند که دولت می‌تواند اختلال‌های متعدد و غیرقابل پیش‌بینی در آن داشته باشند.

### بحث و نتیجه‌گیری

همان‌طور که در تحقیق اشاره شد، بانک‌ها در بازار مالی ایران به‌دلیل نقایص بازار سرمایه و ناچیز بودن جذب سرمایه‌های خارجی، از نقش کلیدی در تجهیز سپرده‌ها و حرکت به سمت مصارف سرمایه‌گذاری برخوردار هستند، به‌حدی که هرگونه نقصان در ساختار این بخش و ناکارآمدی عملکرد آن، زمینه‌های بروز اختلال در سایر بخش‌ها را نیز فراهم می‌آورد. املاک تملیکی به‌عنوان یکی از



دارایی‌های سمی (که نه خاصیت نقدشوندگی در بازار رکودی فعلی دارد و نه خاصیت انتفاع مناسب)، یکی از معضلات بزرگ نظام بانکی می‌باشد که در این تحقیق برای آن راه‌کاری طراحی شد. با توجه به جدید بودن ایده‌های این تحقیق، ممکن است اجرای آن‌ها مشکل به‌نظر برسد، در این رابطه پیشنهاد می‌شود شیوه‌های مذکور در ابتدا در حجم‌های محدود مورد استفاده قرار گرفته و همراه با آزمون و خطا به تدریج توسعه یابد.

به‌طور یقین اولین باری که این شیوه‌ها مورد استفاده قرار می‌گیرد، برای بانک‌ها هزینه‌هایی ایجاد خواهد نمود و ممکن است انجام آن‌ها زمان‌بر باشد. اما در طول زمان با آشنایی ذی‌نفعان با این شیوه‌ها، می‌توان به تدریج سرعت عملیات را افزایش و هزینه‌های آن‌ها را کاهش داد. با این وجود، بررسی‌های این تحقیق نشان از آن است که:

۱- استفاده از اوراق مرابحه به‌عنوان راه‌کار عملیاتی کسب انتفاع از دارایی‌های سمی مورد بررسی قرار گرفته است. استفاده گسترده از اوراق مرابحه می‌تواند راه‌کار عملیاتی و حلقه مفقوده در اجرای عقود شرعی در عرصه عملیاتی در نظر گرفته شود. با استفاده از این ابزار مالی، هم دارندگان اوراق به بازدهی مناسبی می‌رسند و هم بانک‌ها که از کمبود منابع مالی رنج می‌برند، می‌توانند از تنگنای اعتباری خارج شده و همچنان در رشد و توسعه اقتصاد کشور، به ایفای نقش حیاتی خود بپردازند.

۲- بعد از معرفی مبسوط اوراق مرابحه و کاربردهای آن، ابزارهای مشتقه برای پوشش ریسک‌های این اوراق ارائه و ابزار مشتقه اختیار به جای شرط جایگزین شد (اوراق مرابحه تأمین نقدینگی همراه با اختیار).

۳- سه حالت ممکن برای این اوراق ترکیبی طراحی شد که:

الف- در حالت اول فرض می‌شود در سررسید منطبق با قرارداد مرابحه، دارنده اوراق مالک دارایی شده و واسط (ناشر)، وجوه حاصل از فروش دارایی را که به‌طور معمول بالاتر از قیمت مرابحه آن است، پس از کسر حق‌الوکاله از راه بانک یا شرکت تأمین سرمایه به دارندگان اوراق می‌پردازد.

ب- در حالت دوم فرض می‌شود که در سررسید منطبق با قرارداد مرابحه، دارنده اوراق مالک دارایی بوده و دارایی را به‌صورت فیزیکی به دارندگان اوراق «ملک» تحویل می‌دهد و او نیز قصد فروش دارایی را ندارد.

ج- در حالت سوم از ابزار مشتقه «اختیار» استفاده نمودیم. چنانچه در سررسید قیمت هر متر مربع از ساختمان کاهش یافته باشد، به دارنده اوراق حق اختیار فروش دارایی به بانک داده شده و در

صورتی که املاک با افزایش قیمت همراه شود، بانک با اخذ حق اختیار خرید، مالک مجدد دارایی می‌شود.  
در همه حالات بانک از مزایای تأمین مالی ارزان قیمت نسبت به حالت فعلی بازار برخوردار شده و دارندگان اوراق نیز از بازدهی مناسب برخوردار می‌شوند.



## منابع و مأخذ

### الف. فارسی

- برهانی، حمید (۱۳۸۹): *بررسی علل و عوامل ایجاد مطالبات معوق و راه‌کارهای کاهش آن*، مجموعه مقالات همایش بانکداری اسلامی، بیست و یکمین همایش، مؤسسه عالی آموزش بانکداری ایران، تهران.
- بهمنی، محمود (۱۳۸۶): *مدیریت مطالبات معوق*، مجموعه مقالات همایش بانکداری اسلامی، هجدهمین کنفرانس، مؤسسه عالی آموزش بانکداری ایران، تهران.
- پاسبان و اسماعیلی (۱۳۹۲): *بررسی ماهیت فقهی و حقوقی ابزارهای مالی صکوک مرابحه و اجاره*، نشریه علمی- پژوهشی فقه و حقوق اسلامی، سال سوم، شماره ششم.
- پوستین چی (۱۳۹۲): *بررسی تأثیر رقابت در صنعت بانکداری بر مطالبات معوق بانک‌ها*، مجله اقتصادی - دوره ۱۳، شماره ۷ و ۸.
- شاهچرا و طاهری (۱۳۹۳): *تأثیر آستان‌های مطالبات معوق بر وام‌دهی بانک‌ها*، بیست و نهمین نشست هفتگی اقتصاد کلان در سال ۱۳۹۳، پژوهشکده پولی و بانکی.
- شاهچرا (۱۳۹۵): *بررسی عوامل مؤثر بر کیفیت دارایی‌های بانکی در شبکه بانکی کشور ایران*، فصل‌نامه سیاست‌گذاری پیشرفت اقتصادی دانشگاه الزهرا شماره ۱۲.
- شعبانی، احمد و جلالی، عبدالحسین (۱۳۹۰): *دلایل گسترش مطالبات معوق در نظام بانکی ایران و بیان راه‌کارهایی برای اصلاح آن*، فصل‌نامه علمی- پژوهشی برنامه ریزی و بودجه، شماره چهارم.

- حیدری، دهقان درست و صادق پور (۱۳۹۵): **ضریب بهینه ارزش وثایق ملکی و بهترین زمان فروش املاک تملیکی**، اولین کنفرانس بین المللی حسابداری و مدیریت ورنوآوری کسب و کار.
- صداقت‌پرست الدار و مأموری پانته‌آ (۱۳۹۶): **راهبردی به‌منظور توسعه بازاری برای مطالبات غیرجاری در ایتالیا**، فصل‌نامه روند، سال بیست و چهارم، شماره ۷۷، بهار ۱۳۹۶.
- فراهانی‌فرد، سعید (۱۳۸۸): **صکوک مرابحه ابزاری مناسب برای تأمین مالی و پوشش ریسک**؛ فصل‌نامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، ش ۳۳.
- مشایخ و نیکجه (۱۳۹۴): **توان ویژگی‌های بانک‌ها در تبیین نسبت مطالبات غیرجاری**، فصل‌نامه سیاست‌گذاری پیشرفت اقتصادی دانشگاه الزهرا شماره ۶.
- موسویان، سیدعباس (۱۳۸۵): **بررسی راه‌کارهای حل مشکل تأخیر تأدیه در بانکداری بدون ربا**، مجله فقه و حقوق، شماره هشت.
- موسویان، سیدعباس (۱۳۸۶): **ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)**؛ تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.
- موسویان، سیدعباس (۱۳۸۸): **صکوک مرابحه ابزار مالی مناسب برای بازار پول و سرمایه اسلامی**، دو فصل‌نامه علمی - پژوهشی جستارهای اقتصادی شماره یازدهم.
- موسویان، سیدعباس (۱۳۸۸): **مهندسی مالی عقود در بانکداری اسلامی**، فصل‌نامه علمی و پژوهشی اقتصاد اسلامی. سال نهم، شماره سی و پنج.
- موسویان، سیدعباس (۱۳۸۹): **اوراق مرابحه، ابزاری برای تأمین مالی پروژه‌های بالادستی صنعت نفت**؛ فصل‌نامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، شماره دهم.

موسویان، سیدعباس (۱۳۹۲): *اوراق مرابحه کالا*، ابزار مناسب برای بازار بین بانکی در بانکداری بدون‌ریا، دو فصل‌نامه علمی - پژوهشی تحقیقات مالی اسلامی شماره ۵.

میثمی؛ ندی و توکلین (۱۳۹۵): *ارائه تسهیلات قاعده‌مند بانک مرکزی با استفاده از ابزارهای اسلامی*، چارچوبی نوین جهت سیاست‌گذاری در کریدور نرخ سود بازار بین بانکی، دو فصل‌نامه علمی - پژوهشی جستارهای اقتصادی شماره ۲۶.

#### ب. انگلیسی

Bindseil, U. (2014): *Monetary Policy Operations and the Financial System*, London: Oxford University Press.

Bindseil, U. and Jablecki, J. (2011): *The optimal width of the central bank standing facilities corridor and banks' day-to-day liquidity management*, ECB Working Paper, No. 1350

Berger, A. N., Klapper, L. F. & R. Turk-Ariss (2008): *Bank Competition and Financial Stability*, Finance Services Reserve, PP. 118-99.

Courtimann, P. and Winkler, B. (2013): *The ECB's non-standard monetary policy measures: the role of institutional factors and financial structure*, ECB Working Paper Series, No. 1528.

Castro, Vítor (2013): *Macroeconomic determinants of the credit risk in the banking system: The case of the GIPSI*, Economic Modeling, 31, 672-683.

Ekanayake E.M.N.N and Azeez A.A (2015): *Determinants of Non-Performing Loans in Licensed Commercial Banks: Evidence from Sri Lanka*, Asian Economic and Financial Review, 2015, 5(6):868-882

Goldstein, Morris and Turner, Philip, Banking (1996): *Crises in Emerging Economies: Origins and Policy Option*, Economic Papers No.46. Basle Switzerland: Bank for International Settlements

Islam Mohammad Shofigul Shil, Nikhil Chandra and Mannan, M.D.Abdul (2005): *Non performing Loans-it Causes, Consequences and Some Learning*. Published in: Stamford journal of Business Studies, No.2:pp.100-116.

Khemraj, T., & Pasha, S. (2009): *The determinants of non-performing loans: an econometric case study of Guyana*.

Laryea, (2010): *Approaches to Corporate Debt Restructuring in the Wake of Financial Crises* (Washington: International Monetary Fund).

Salman Syed Ali, (2005): *Islamic Capital Market Products: Developments and Challenges*, Jeddah, Islamic Research and Training Institute, Occasional Paper No. 9.

Nathif J.Adam and Abdulkader Thomas, (2004): *Islamic Bonds: Your guide to issuing, structuring and investing in Sukuk*, Euro money Books, London.

