

باسمه تعالی

**شناسایی و بررسی نظام تامین مالی مسکن
در جهان**



اردیبهشت ماه ۱۳۹۸

فهرست

- ۱) بیان مسئله و ضرورت پروژه ۳
- ۲) سوالات تحقیق ۴
- ۳) تعاریف مبنایی در نظام تامین مالی ۵
- ۴) کارکردهای بازار مالی ۸
- ۵) نظام تامین مالی مسکن و ابعاد آن ۱۲
- ۶) شیوه های مختلف تامین مالی مسکن در جهان ۱۷
- ۷) شاخص های پایش عملکرد بخش تامین مالی مسکن ۲۶
- ۸) الگوی کشورهای جهان در تامین مالی مسکن ۲۸

۱) بیان مسئله و ضرورت پروژه

وابستگی بیش از ۱۰۰ صنعت کشور به بخش مسکن به عنوان لوکوموتیو اقتصادی، سبب شده است تا ایجاد رونق ساخت و ساز در این بخش تأثیر بسزایی در رونق دیگر بخش‌های اقتصادی داشته باشد. همچنین مسکن یکی از کالاهایی است که نیاز اصلی خانوار بوده و در قانون اساسی نیز بر وظیفه دولت در تامین مسکن تأکید شده است.

در بازار مسکن، گرانی قیمت از یک طرف و عدم تطابق بین الگوی عرضه و تقاضا از طرف دیگر، تأمین مسکن را به خصوص برای گروه‌های کم درآمد بسیار مشکل ساخته است. به نحوی که نحوه توزیع سهم مالکیت مسکن و رشد اجاره نشینی نشانگر وضعیت نامناسب بازار برای تامین مسکن متناسب با نیاز خانوار است.

در این میان دو مولفه اصلی قیمت مسکن و درآمد خانوار نقش اساسی را ایفا می‌کنند. نظام تامین مالی مسکن بخش عمده ای است که فعالیت دولت‌ها در جهت بهبود آن برای دستیابی به مسکن بوده است. عدم ارائه الگویی جامع و موفق با لحاظ نمودن شرایط بازار مسکن موجب شده است تا نظام تامین مالی مسکن در ایران از وضعیت مناسبی برخوردار نباشد. ضروری است تا مطالعه جامعی روی تامین مالی مسکن انجام گیرد و موانع و راهکارهای مورد نیاز استخراج شود. زیرا:

- نظام تامین مالی مسکن به اندازه کافی توسعه نیافته و اندازه آن نسبت به نیازها محدود و کوچک است.
- بازار رهن به شدت کوچک و منقبض شده و نسبت ارزش بازار رهن به تولید ناخالص داخلی کشور کمتر از یک درصد است. این شاخص در کشورهای در حال توسعه و توسعه یافته بسیار بالاتر است.
- بازار سرمایه در نظام تامین مالی مسکن جایگاه با اهمیتی نداشته است.
- تامین مالی، به طور عمده بانک محور و مبتنی بر بازار کوتاه مدت پول است.
- بازپرداخت وام برای گروه‌های پایین درآمدی دشوار است.

(۲) سوالات تحقیق

در این پروژه قرار است به سوالات زیر پاسخ داده شود:

- تعاریف مبنایی در نظام تامین مالی به صورت مختصر بیان گردد.
- منظور از نظام تامین مالی مسکن چیست و چه ابعادی دارد؟
- شیوه های مختلف تامین مالی مسکن در جهان اعم از بازار رهن اولیه، بازار رهن ثانویه، صندوق ها و ... چیست؟
(هر کدام به اختصار توضیح داده شده و مزایا و معایب آن ذکر گردد)
- شاخص هایی که به منظور پایش عملکرد بخش تامین مالی مسکن استفاده می شوند، کدامند و هر کدام چه کاربردی دارند؟
- کشورهای موفق جهان جهت تامین مالی مسکن، از چه مدل هایی استفاده کردند؟ (بررسی ۳ کشور)

۳) تعاریف مبنایی در نظام تامین مالی

بازار مالی، اوراق بهادار، اوراق قرضه، بازار اولیه، بازار ثانویه و تامین مالی از عمده اصطلاح های تامین مالی هستند که در ادامه تعریف و ویژگی های هر یک ارائه خواهد شد.

بازار مالی! با تقسیم کل سیستم اقتصاد یک کشور به دو بخش واقعی و مالی، بخش مالی را می توان به عنوان زیرمجموعه ای از نظام اقتصادی تعریف کرد که در آن وجوه، اعتبارات و سرمایه در چارچوب قوانین و مقررات مشخص از طرف پس انداز کنندگان و صاحبان پول و سرمایه به طرف متقاضیان، جریان می یابد.

بازارهای مالی نیز بازارهایی هستند که در آنها دارایی های مالی مبادله می شوند. دارایی های مالی که بیشتر به عنوان اوراق بهادار منتشر می شوند مثل سهام (قسمتی از سرمایه شرکت سهامی که نمایانگر میزان مشارکت و تعهدات و منافع صاحب آن در شرکت سهامی است که در غالب ورقه سهم مبادله می شود) و اوراق قرضه هستند که ارزش آنها به ارزش تولیدات و خدمات ارائه شده توسط شرکتهای منتشر کننده آنها وابسته است. تفاوت دارایی های مالی با دارایی های واقعی در این است که دارایی های واقعی ماهیت فیزیکی دارند مانند اتومبیل، املاک و مستغلات و وسایل منزل ولی دارایی های مالی ممکن است ماهیت فیزیکی نداشته باشند.

اوراق بهادار: اوراق بهادار یک ابزار مالی قابل داد و ستد و مثلی (عوض دار) است که دارای ارزش مالی است. اوراق بهادار به طور کلی به صورت زیر دسته بندی می شوند:

- اوراق بدهی مانند سند بدهی بانک، اوراق قرضه و سهام قرضه
- اوراق حقوق صاحبان سهام مانند سهام عادی و ...
- ابزارهای مشتقه مثل، قرار دادهای آتی، اختیار معامله، پایاپای

¹ Financial market

شرکت یا بنگاهی که اوراق بهادار منتشر می‌کند، «منتشرکننده» نامیده می‌شود. ساختار قوانین کشورها، واجد شرایط بودن اوراق بهادار را تعیین می‌کنند. اوراق بهادار، می‌توانند به صورت گواهی صادر شوند، یا به‌طور عام‌تر بدون گواهی باشند و تنها در مدخلی الکترونیکی ثبت شده باشند. گواهی‌ها می‌توانند در وجه حامل باشند، به این معنا که حامل آن صاحب حقوق ورقه بهادار است، یا با نام باشند، که در این صورت تنها شخصی که اوراق به نام اوست صاحب حقوق است. اوراق بهادار شامل سهام شرکت‌ها یا صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، اوراق قرضه منتشره شده توسط شرکت‌ها یا واسطه‌های دولتی، سهام با اختیار معامله یا هرنوع اختیار معامله دیگر، واحدهای شراکت محدود و انواع مختلفی از ابزارهای رسمی سرمایه‌گذاری است که قابل معامله و تعویض باشند.

اوراق قرضه: اسنادی است که به موجب آن شرکت انتشاردهنده متعهد می‌شود مبالغ مشخصی (بهره سالانه) را در زمان‌هایی خاص به دارنده آن پرداخت کند و در زمان مشخص (سررسید) اصل مبلغ را باز پرداخت کند. دارنده اوراق به عنوان بستانکار حق دریافت اصل و بهره آن را دارد ولی هیچ مالکیتی در شرکت ندارد.

اوراق قرضه از اوراق بهادار است و طبق آن صادرکننده به خریدار بدهکار می‌شود. این سند دارای سررسید است و مبلغ آن در زمان سررسید به وسیله صادرکننده پرداخت می‌شود. این اوراق دارای کوپن بهره هستند و بهره آن‌ها در فواصل زمانی معینی توسط بانک که نمایندگی صدور اوراق را دارد، پرداخت می‌شود. از نظر سررسید، اوراق قرضه به سه دسته کوتاه مدّت، میان مدّت و بلندمدّت تقسیم می‌شوند. سررسید اوراق کوتاه مدّت بین یک تا پنج سال، سررسید اوراق میان مدّت بین پنج تا ده سال و سررسید اوراق بلند مدّت معمولاً بیش از ده سال است.

یکی از راههای سرمایه‌گذاری خرید دارایی‌های مالی است. مزیت خرید دارایی‌های مالی نسبت به خرید دارایی‌های واقعی از دیدگاه اقتصادی این است که دارایی واقعی کالای مصرفی است و وسیله پس‌انداز و سرمایه‌گذاری نیست. دوم اینکه خرید دارایی‌های واقعی و بلااستفاده نگه داشتن آنها به امید گرانتر شدن در آینده به معنای بلااستفاده نگه داشتن منابع کشور است و ارزش افزوده‌ای ایجاد نمی‌کند. مگر آنکه از آن استفاده شود. مثل اینکه شخصی اتومبیل و یا خانه‌ای بخرد و آن را اجاره دهد. چند نوع از دارایی‌های مالی عبارتند از: سپرده‌های سرمایه‌گذاری در بانکها، طرح‌های بازنشستگی که توسط صندوقهای

بازنشستگی ارائه می شود، انواع بیمه نامه های شرکتهای بیمه و در نهایت اوراق بهادار قابل داد و ستد در بورس اوراق بهادار که توسط کارگزاران خرید و فروش می شود.

در علم مالی، بازار های مالی این موارد را تسهیل می کند:

- افزایش سرمایه در بازارهای سرمایه
- انتقال ریسک در بازارهای مشتقات مالی
- کشف قیمت
- داد و ستدهای بین المللی با همکاری بازارهای مالی جهان
- انتقال نقدینگی در بازارهای پولی
- معاملات بین المللی در بازارهای ارز(بازار ارز بازار خرید و فروش و تبدیل ارزهای مختلف است. بازار ارز بزرگترین بازار مالی جهان است)
- و در کل، افرادی که نیازمند سرمایه هستند را به افرادی که تمایل به سرمایه گذاری دارند معرفی می کنند.

۴) کارکردهای بازار مالی

مهمترین کارکرد بازارهای مالی شامل بازارهای پول، سرمایه و بیمه در اقتصاد ملی، تجهیز منابع پس اندازی و هدایت آن به سوی فعالیتهای مولد اقتصادی است، ضمن آنکه تعیین قیمت وجوه و سرمایه، انتشار و تحلیل اطلاعات و توزیع ریسک اقتصادی نیز اغلب در شمار کارکردهای این بازارهاست.

جذب و تجهیز پس اندازها و تخصیص بهینه منابع (انتقال وجوه بین واحدهای اقتصادی)

انتقال وجوه بین واحدهای اقتصادی نقش اساسی بخش مالی اقتصاد است. واحدهای اقتصادی به طور کلی شامل واحدهای دارای پس انداز و واحدهای سرمایه گذاری هستند. نقش بازارهای مالی این است که این دو گروه مزبور را به یکدیگر نزدیک کند و راهکاری فراهم نمایند که وجوه از واحدهای دارای مازاد پس انداز به واحدهای مواجه با کمبود منابع یا کسری پس انداز انتقال یابد. بدیهی است که تأثیر این نقل و انتقال وجوه فراهم آوردن امکانات سرمایه گذاری مولد است. بنابراین ملاحظه می شود که در صورت عدم وجود یا ضعف بازارهای مالی، امکان تحقق سرمایه گذاری های مولد در سطح وسیع وجود نخواهد داشت.

توزیع خطر و مدیریت ریسک

بازارهای مالی علاوه بر تخصیص سرمایه پولی، خطرات اقتصادی را نیز توزیع می کنند. در واقع ریسک اشتغال به فعالیتهای اقتصادی و سرمایه گذاری، از طریق ایجاد و توزیع اوراق بهادار از هم تفکیک و توزیع می شود. به عبارت دیگر بازارهای مالی (بازار پول و سرمایه) در ابعاد وسیع ریسک افرادی را که در فعالیتهای اقتصادی بزرگ و پرمخاطره اشتغال دارند به پس انداز کنندگان که حاضر به پذیرش ریسک یک بازده غیرمطمئن هستند، منتقل و بین آنها توزیع می کنند.

بازارهای مالی علاوه بر تفکیک ریسک اشتغال و سرمایه گذاری، افراد را قادر به ایجاد تنوع در سرمایه گذاری می کنند. ایجاد تنوع در سبد دارایی منجر به کاهش ریسک می شود. کل ریسک به این علت کاهش می یابد که زیان در بعضی از سرمایه گذاری ها توسط منافع ناشی از سایر سرمایه گذاری ها جبران می شود. بازارهای مالی همچنین ریسک عدم نقدشوندگی

را کاهش می‌دهند. نقدشوندگی به معنای سهولت تبدیل دارایی‌ها به قدرت خرید در قیمت‌های مورد توافق است. هزینه‌های مبادلاتی و عدم تقارن اطلاعاتی باعث کاهش نقدشوندگی شده و ریسک را افزایش می‌دهد. بازارهای مالی از طریق انتشار و تحلیل اطلاعات و تسهیل دادوستدها به کاهش ریسک عدم نقدشوندگی کمک می‌کنند.

طبقه بندی بازارهای مالی

بازارهای مالی بر پایه معیارهای متفاوتی قابل طبقه بندی هستند:

- طبقه بندی بر اساس نوع دارایی

- بازار سهام: در این بازار، سهام شرکت‌ها که نشانگر مالکیت دارنده آن در شرکت است، دادوستد می‌شود.
- بازار اوراق بدهی: بازاری است که در آن ابزارهای با درآمد ثابت (اوراق قرضه) دادوستد می‌شوند.
- بازار ابزارهای مشتق: بازاری است برای معاملات ابزارهایی مبتنی بر دارایی‌های مالی یا فیزیکی که از آن جمله می‌توان به اختیار معامله و قرارداد آتی اشاره کرد.

- طبقه بندی بر اساس مرحله عرضه اوراق بهادار

- بازار دست اول (اولیه): شرکت‌ها، مؤسسات و بنگاه‌های اقتصادی برای تأمین منابع مالی مورد نیاز خود به مبالغ هنگفتی نیاز دارند که اغلب این منابع را در مقابل واگذاری اوراق بهادار خود، به دست می‌آورند. واگذاری اوراق بهادار و تأمین اعتبار برای اولین بار در بازار دست اول انجام می‌شود. به عبارت دیگر در بازار دست اول، اوراق بهادار برای نخستین بار منتشر می‌شوند. براین اساس فروشنده اوراق بهادار در واقع همان ناشر اوراق بهادار است.
- بازار دست دوم (ثانویه): پس از عرضه اوراق بهادار در بازار اولیه و به منظور آن که این اوراق بتوانند مورد دادوستد قرار گیرند، به بازار دیگری نیاز است که به آن بازار ثانویه اوراق بهادار گفته می‌شود. در این بازار، اوراق قابلیت دادوستد پیدا می‌کنند. وجود بازار دست دوم، صرفاً به این دلیل است که قابلیت نقدشوندگی اوراق بهادار منتشر شده در بازار دست اول را افزایش دهد، ضمن این که شرایطی فراهم می‌آورد که قرض‌دهندگان و قرض‌گیرندگان در

صورت لزوم به آسانی بتوانند تصمیمات سرمایه‌گذاری خود را تغییر داده، به فروش اوراق بهادار خریداری شده یا خرید اوراق بهادار دیگر اقدام نمایند. دادوستد در بازار دست دوم به دفعات نامحدود انجام می‌شود و بنابراین با جابجا شدن مالکیت ابزارهای مالی قابل دادوستد در آن بازار، قدرت نقدشوندگی زیادی ایجاد می‌شود. در این حالت، از نقد شدن پیش از سررسید بدهی واحدهای متقاضی سرمایه یا ناشران اوراق بهادار جلوگیری می‌شود و در نتیجه ضربه‌های کمبود نقدینگی تأثیر محدودتری بر واحدهای سرمایه‌گذار خواهد داشت.

- طبقه بندی بر اساس سررسید تعهدات مالی

- بازار پول: بنا به تعریف، بازار پول بازاری برای دادوستد پول و دیگر دارایی‌های مالی جانشین نزدیک پول است که سررسید کمتر از یک سال دارند. همچنین می‌توان از بازار پول به عنوان بازار ابزارهای مالی کوتاه مدت با ویژگی اندک بودن ریسک عدم پرداخت، نقدشوندگی و ارزش اسمی زیاد نام برد. تمرکز فعالیت این بازار در استفاده از ابزارهایی است که به اشخاص و بنگاه‌های تجاری این امکان را می‌دهند که به سرعت نقدینگی خود را به میزان مطلوب درآورند.
- بازار سرمایه: برپایه طبقه بندی بازار مالی با نگرش به سررسید دارایی‌ها، بازار سرمایه به بازار دادوستد ابزارهای مالی با سررسید بیشتر از یک سال و دارایی‌های بدون سررسید اطلاق می‌شود. این بخش از بازار مالی نقش مهمتری در گردآوری منابع پس‌اندازی و تأمین نیازهای سرمایه‌گذاری واحدهای تولیدی دارد. بازار سرمایه نسبت به بازار پول بسیار گسترده‌تر است و از تنوع ابزاری بیشتری برخوردار است. از طرفی توسعه بازار مالی نیازمند توجه به عوامل زیر است:^۳

- زیر ساخت قانونی در ایجاد تنظیمات (قانون ورشکستگی، نظارت، اصول حاکمیت شرکتی و ...)

- زیر ساخت اطلاعاتی (شفاف سازی اطلاعات، قیمت گذاری، رتبه بندی و دسترسی عمومی به آمار و اطلاعات)

¹ Money market

² Capital market

- زیرساخت قیمت گذاری ریسک
- زیرساخت پرداخت و تسویه (استفاده از فناوری اطلاعات در تسویه و نقل و انتقال بانک)
- زیرساخت ثبات مالی (امنیت شبکه، توسعه دسترسی، آگاهی بخشی عمومی)

مدل جامع پذیرفته شده ای برای سیستم های تأمین مالی وجود ندارد، نظام مالی هر کشور حاصل شرایط خاص اقتصاد کلان (اقتصاد کلان به مطالعه شاخص های تجمعی مثل رشد تولید ناخالص داخلی، نرخ تورم، نرخ بیکاری، نرخ بازده بدون ریسک، نرخ ارز، قیمت نفت و... می پردازد.)، قوانین کلی بانکی، اندازه نظام بانکی (میزان دارایی ها، سهم هر بانک از بازار سپرده ها، میزان بهره وری، تعداد شعب، رشد و توسعه بکارگیری شیوه های مالی نوین بانکداری الکترونیک و ...)، نظام مالیاتی، برنامه های یارانه ای و ساختار بازار مسکن است. همچنین در نظام تامین مالی این عوامل مسیر انتقال از سیستم مبتنی بر بانک را به سیستم مبتنی بر بازار سرمایه شکل می دهند.

یکی از عوامل مهم و اصلی در رشد اقتصادی کشورهای در حال توسعه، تشکیل سرمایه به منظور تأمین مالی فعالیت های اقتصادی است. توسعه و بهینه سازی نظام تامین مالی کشور در دوران اقتصاد مقاومتی، موجب افزایش قدرت خرید اقشار کم درآمد، رونق کسب و کارها خواهد شد.

۵) نظام تامین مالی مسکن و ابعاد آن

تامین مالی مسکن یکی از نیازهای اساسی انسان در نظر گرفته می شود. سرمایه مورد نیاز برای خرید یا ساخت یک خانه به قدری بزرگ است که فقط تعداد کمی از اشخاص دارای درآمد بالا می توانند با پس اندازهای خود تامین کنند. بنابراین، نیاز و محدوده وسیعی برای توسعه تامین مالی (وام) برای مسکن وجود دارد.^۱ تامین مالی مسکن از وام رهنی گرفته شده است. وام رهنی قدیمی ترین حالت تامین مالی است. وامی که توسط اموال واقعی مانند خانه یا زمین تضمین می شود، وام رهنی نامیده می شود.^۲

به عبارت ساده، آن دست از اقدامات مالی که به قدرت خرید مسکن کمک می کند تامین مالی مسکن نامیده می شود. در اصطلاح فنی تامین مالی مسکن به معنی تامین مالی برای ایجاد خانه برای افراد، وام گیرندگان شرکت ها، سازندگان و موسسات برای ساخت پروژه های مسکونی بزرگ است.

تامین مالی مسکن به طور کلی به صورت وام رهنی تهیه می شود، یعنی در مقابل ضمانت اموال غیر منقول زمین و ساختمان، ارائه می شود.^۳

تقاضا برای تامین مالی مسکن روز به روز در حال افزایش است؛ عواملی مانند رشد جمعیت، رشد اقتصادی، افزایش شهرنشینی، سرمایه ناکافی برای خرید و ساخت مسکن، تغییر در الگوی توزیع شغلی، افزایش سطح تحصیلات، تغییر سیاست های دولتی و غیره بر نیاز یا تقاضا برای تامین مالی مسکن تأثیر می گذارند.^۴

تامین مسکن مالی یک موضوع وسیع است و می تواند در قاره ها و مناطق و کشورها مفهوم متفاوتی داشته باشد. به عنوان مثال آنچه که درباره تامین مالی در کشورهای توسعه یافته فهمیده می شود می تواند با آنچه که در کشورهای در حال توسعه فهمیده می شود متفاوت باشد.^۵ اتحادیه بین المللی تامین مالی مسکن (IUHF) به عنوان یک سازمان شبکه ای چند ملیتی هیچ موضع رسمی درباره بهترین تعریف تامین مالی مسکن ندارد. با این حال نقل قول زیر را در ارتباط با تامین مالی مسکن

^۱Bhole L.M. (1999)

^۲HOUSING FINANCE IN INDIA

^۳Bhole L.M. (1999)

^۴ HOUSING FINANCE IN INDIA

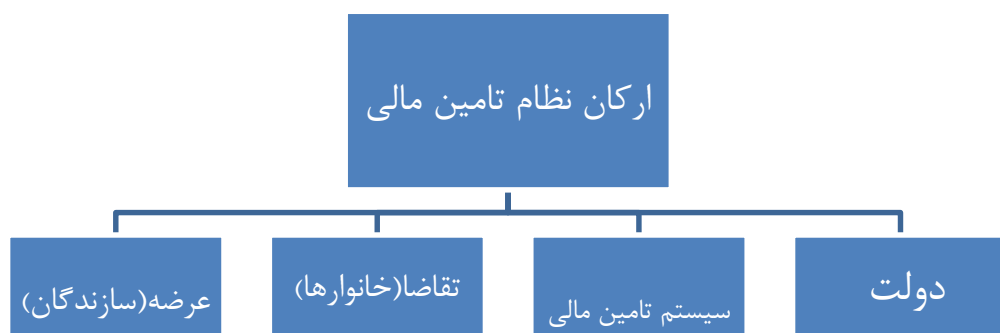
^۵ International Union Housing Finance

بیان می کند: تامین مالی مسکن موضوعات پیچیده و چند شاخه ای را کنار هم می آورد که دائماً تحت تاثیر ویژگی های محلی مانند محیط قانونی و فرهنگی آن کشور، آرایش اقتصادی، فضای حقوقی و نظارتی و سیستم سیاسی قرار دارد.^۱

علاوه بر این، مفاهیم و سیستم های تامین مالی مسکن در طول زمان در حال تکامل است. با نگاهی به تعاریف از اواسط دهه ۱۹۸۰، میتوان دریافت که تامین مالی مسکن در درجه اول از نظر مسکن، وام مسکن تعریف شده است:

هدف از سیستم مالی مسکن این است که وجوهی را تهیه کند که خریداران خانه نیاز به خرید خانه هایشان دارند. این یک هدف ساده است و تعداد راه هایی که می توان آن را به دست آورد، محدود است. با وجود این سادگی، در تعدادی از کشورها، عمدتاً به عنوان یک نتیجه از اقدام دولت، سیستم های مالی مسکن بسیار پیچیده ای توسعه یافته اند. با این حال، ویژگی اصلی هر یک از سیستمها، یعنی توانایی هدایت صندوق سرمایه گذاران به کسانی که خانه های خود را می گیرند، باید باقی بماند.^۲

عبارات بالا نمونه ای از تعاریف تامین مالی در نگاه کارشناسان خارج از کشور است. به طور کلی نظام تامین مالی مسکن^۴ رکن اصلی دارد:

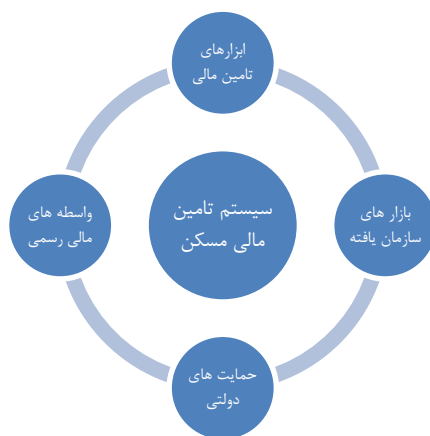


^۱ Loïc Chiquier and Michael Lea (2009)

^۲ مارک بولات، سیستم های مالی ملی مسکن - مطالعه مقایسه ای (۱۹۸۵)

که در آن فقدان سیستم تأمین مالی کارای مسکن مانع حضور خانوارهای با درآمد کم و متوسط در بازارهای مسکن است. در نگاه اقتصاد املاک و مستغلات دو گرایش اصلی وجود دارد: اقتصاد شهری و اقتصاد مالی. اولی شاخه ای از اقتصاد خرد است که به مطالعه و تحلیل شهرها می پردازد. دومی نیز شاخه ای از اقتصاد خرد است که به مطالعه بازار های مالی و صنعت خدمات مالی در بخش املاک و مستغلات می پردازد!

بازیگران بازار مسکن را می توان به دو بخش طرف تقاضا (خریدار) و طرف عرضه (ساخت و ساز) طبقه بندی کرد. در طرف تقاضا خانوارها، نهادهای مالی و دولت و در طرف عرضه انبوه سازان و پیمانکاران قرار دارند... تدوین نظام تأمین مالی مسکن باید با رعایت مقتضیات اقتصادی و مالی هر کشور صورت پذیرد. نظر به بانک محور بودن اقتصاد کشور، ترسیم این مهم باید با تمرکز بر بازار پول و نیز بهره گیری از توانمندی و ظرفیت بازار سرمایه و بیمه باشد.^۲ بسیاری از کشورهای توسعه یافته توانسته اند به کمک تاسیس نهاد ها و طراحی ابزار های مالی مربوط به بخش مسکن مشکل مسکن را بدون دخالت مستقیم دولت (البته با بهره گیری از حمایت های دولتی) تا حد قابل توجهی حل کنند. بر اساس یک تعریف کلی، یک سیستم تأمین مالی مسکن از واسطه های مالی رسمی (که می توانند وام دهی مبتنی بر وثیقه و یا بدون وثیقه داشته باشند و مالکیت آنها دولتی یا خصوصی باشد) و همچنین بازارهای مالی سازمان یافته با ابزارهای مختلف مربوط به تأمین مالی مسکن تشکیل شده است.



^۱ کتاب املاک و مستغلات؛ حسین عبده تبریزی

^۲ محمد هاشم بت شکن؛ مدیرعامل بانک مسکن

مهمترین کارکرد سیستمهای تأمین مالی مسکن عبارتند از:

الف) تجهیز پس اندازها

ب) تخصیص وجوه سرمایه ای به سرمایه گذاری های مالی مولد

ج) انتقال و کاهش ریسک از طریق متراکم کردن و فراهم آوردن زمینه ای که ریسک به افرادی که به تحمل آن مشتاق ترند، منتقل شود.

و مهم آن است که روشی برای انجام کارا و مطمئن این کارکردها ایجاد شود. از توصیه های مهم مبتنی بر تجربه کشورها آن است که به منظور ایجاد سیستم تأمین مالی کارا، دولت باید الزامات اساسی از جمله توسعه و اصلاحات ابزارهای مالی، نهادی، قانونی، حقوقی و نظارتی را در یک فرایند تدریجی منظم و منطقی فراهم نماید که در صورت فراهم نبودن آنها به عنوان پیش شرط، اقدامات و سیاستها را با شکست مواجه خواهد ساخت. در ایران منابع تأمین مالی بخش مسکن را بودجه دولت و نهادهای دولتی، تسهیلات بانکی، پس اندازهای شخصی و بازار غیررسمی تشکیل می دهند^۱.

همچنین چرخه های رکود و رونق مسکن، از ماهیت این بازار نشأت گرفته و غیرقابل اجتناب است. بنابراین در هدف گذاری تأمین مالی مسکن باید به این موضوع و همچنین وقفه زمانی بین شروع به ساخت تا آماده شدن برای عرضه توجه داشت^۲.

مهمترین عوامل تاثیرگذار بر تقاضای مسکن یا سرمایه گذاری برای خرید مسکن را می توان قیمت نسبی مسکن، انتظارات تغییر قیمت مسکن در آینده، درآمد ملی، نقدینگی و بازار اعتبارات مسکن، نرخ بازده دارایی های موجود در اقتصاد و جمعیت برشمرد. بخشی از نقدینگی وارد شده به بخش مسکن به انگیزه تقاضای سرمایه ای بوده است. با توجه به منابع تأمین مالی، عاملی که انواع سیاست های تأمین مالی مسکن را متمایز میسازد، داخلی یا خارجی بودن آنها است، در سیستم تأمین مالی داخلی منابع بیشتر از طریق خانوار یا واحد تجاری صاحب وام صورت میگیرد.

^۱ محمد هاشم بت شکن؛ مدیرعامل بانک مسکن

^۲ محمد کوثری کارشناس تحقیقات اقتصادی بانک خاورمیانه

عمده ناکارآمدی سیستم تامین مالی مسکن در ایران را می‌توان به شرح زیر برشمرد:

- بانک محور بودن و عدم بهره‌گیری از ابزارهای بازار سرمایه
- فقدان بازار یا ابزار لازم برای نقدشوندگی تسهیلات اعطایی
- نبود منحنی بازده (Yield Curve) برآمده از یک بازار متشکل ابزار استقرایی، برای تعیین نرخ سود درازمدت تسهیلات مسکن
- عدم انعطاف‌پذیری شرایط و مقدار تسهیلات متناسب با نیاز گروه‌های درآمدی متفاوت
- تخصیص نیافتن کارآمد اعتبارات به ساخت واحدهایی که منطبق بر نیاز متقاضیان مصرفی باشند.

۶) شیوه های مختلف تامین مالی مسکن در جهان

تقریباً در تمام جوامع، روش تامین مالی خارجی مسکن به صورت تامین مالی استقراری با اندازه ها و درجه های مختلف کارایی در دسترس است و از طریق نهادهای مالی مختلف مانند بانک ها، نهادهای مالی رهنی، نهادهای پس انداز و وام دهندگان خرد تا اندازه ای از طریق بازارهای سرمایه، مثلاً به شکل اوراق بهادارسازی وامها، صندوق های سرمایه گذاری املاک و مستغلات فراهم می شود. باید توجه داشت که واسطه های مالی نقش مهمی در انتقال وجوه از پس اندازکنندگان خرد به کسانی که از این وجوه برای خرید یا تولید کالای بادوام از جمله مسکن، استفاده می کنند، ایفا می نمایند و تامین مالی مسکن را کاراتر می کنند.

امروزه نظام تامین مالی مسکن در جهان منقسم به بازار اولیه و بازار ثانویه با انبوهی از موسسات مالی می باشد که محصولات متنوع وامی و رهنی در این بازارها متناسب با وضعیت نقدینگی خانوارها ارائه می گردد. مهمترین و پرکاربردترین ابزار تامین مالی مسکن در کشورهایی با ساختار و نظام مالی پیشرفته، اوراق رهنی است. در کشورهای با ساختار و نظام مالی پیشرفته تقریباً تمام املاک و مستغلات توسط اوراق رهنی تامین مالی می شوند و کمتر کسی است که با این ابزار مالی آشنا نباشد. با تامین مالی از طریق اوراق رهنی، خریدار مسکن مقدار کمی از مبلغ را پرداخت و مابقی هزینه مسکن را با یک وام (قرض رهنی) تامین می کند.^۱

روش های تامین مالی املاک و مستغلات^۲

۱) ابزارهای کلاسیک: طرف عرضه (سهام، سرمایه شخصی، وام بانکی، اوراق مشارکت، اوراق صکوک)، طرف تقاضا (پس انداز خانوار، تسهیلات بانکی)

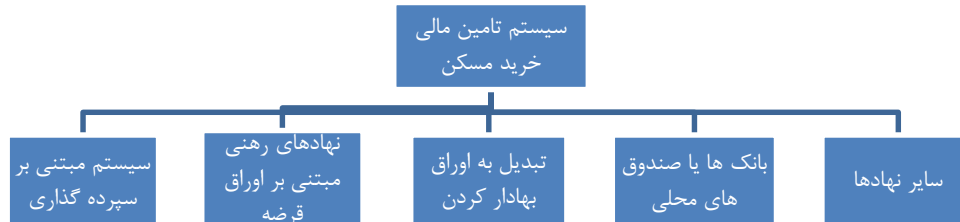
۲) ابزارهای نوین: طرف عرضه (صندوق زمین و ساختمان، حساب امانی، صندوق فروش متری)، طرف تقاضا (بازار اولیه رهن، بازار ثانویه رهن، مشارکت زمانی)

^۱ مقاله تامین مالی مسکن از طریق اوراق رهنی

^۲ حسین عبده تبریزی

چارت کلی تامین مالی مسکن^۱

با توجه به مهم‌ترین منابع تامین مالی، نظام‌های تامین مالی مسکن به چهار روش زیر طبقه‌بندی می‌شوند:



۱- نظام تامین مالی مسکن مبتنی بر سپرده

الف) سیستم مبتنی بر سپرده های رسمی و سیستم پس انداز قراردادی بانک های تجاری (به نوعی از بانک یا موسسه مالی اطلاق می‌شود، که وظیفه فراهم کردن خدماتی مانند پذیرش سپرده‌ها، دادن وام‌های تجاری و سرمایه‌گذاری مستقیم را برعهده دارد).

ب) سیستم پس انداز قراردادی بانک های تخصصی مسکن

۲- نهادهای رهنی مبتنی بر بازار اوراق قرضه: (اوراق قرضه با پشتوانه رهنی)

در آمریکا این اوراق توسط موسسات دولتی یا موسسات مورد حمایت دولت، مانند فنی می^۳ و فردی مک^۲ منتشر می‌شوند. در واقع این موسسات این اوراق را به پشتوانه مجموعه‌ای از وام‌های مسکن (که ممکن است این وام‌ها را خود داده باشند، یا

^۱ سجاد سیاح (تامین مالی در آلمان)

^۲ Mortgage-backed securities (MBS)

^۳ FNMA

^۴ Freddie Mac

آن‌ها را از دیگر بانک‌ها خریده باشند) که در ترازنامه خود دارند، منتشر می‌کنند (فرایند تبدیل وام به اوراق قرضه) و پس از فروش آن‌ها به سرمایه‌گذاران، وجوه حاصله را مجدداً وارد چرخه پرداخت وام مسکن می‌کنند. در واقع با این اقدام، وجوه لازم جهت پرداخت به متقاضیان وام مسکن، فراهم می‌گردد. از مزایای خرید این اوراق، بازگشت بخشی از اصل و فرع آن، در پایان هر ماه می‌باشد، در حالی که در سایر اوراق قرضه اصل مبلغ فقط در سررسید قابل دریافت است.^۱

۳- اوراق بهادارسازی وام‌ها:

اصطلاح تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی‌ها در مفهوم وسیع آن، فرایندی است که طی آن یک رابطه مالی مبتنی بر قرارداد، به یک دادوستد (معامله) تبدیل می‌شود.

به طور کلی بازار رهن یکی از ابزارهای تامین مالی مسکن است که محصول اصلی آن “وام رهنی” می‌باشد. وام رهنی، تسهیلاتی است که در ازای وثیقه گذاشتن سند املاک مسکونی یا غیر مسکونی غیرمنقول به وام گیرنده پرداخت می‌شود و این وثیقه تا پایان دوره بازپرداخت نزد بانک باقی می‌ماند.

بازار رهن به دو بازار اولیه و ثانویه تقسیم می‌شود. بازار اولیه رهن همان جایی است که در آن وام واقعی برای متقاضی فراهم می‌شود و اکثر مردم با آن آشنایی دارند. در بازار اولیه رهن سند ملک را به وثیقه گذاشته میشود و وام رهنی دریافت میشود. اما بانک از سندها و وثیقه‌های در اختیار خود، استفاده خاصی برای تجهیز منابع مالی نمی‌کند.

با مصرف شدن منابع اولیه وام رهنی یا در اصطلاح اشباع بازار اولیه رهن، بانک برای تامین منابع جهت پرداخت بیشتر وام رهنی، وارد بازار رهن ثانویه می‌شود.

در این مدل، بانک (یا شرکت خدمات دهنده بانکی) طلب خود از وام گیرندگان را نقداً به فروش می‌گذارد. بدین صورت که به پشتوانه وثیقه‌های در اختیار خود اوراق بهاداری را منتشر می‌کند که معادل مبلغ طلب بانک بابت تسهیلات پرداخت شده است و این اوراق را در بورس به فروش می‌گذارد. با فروش این اوراق - که اوراق رهن ثانویه نامیده می‌شوند - مبالغی که قرار بود به صورت اقساط ظرف چند سال به بانک بازپرداخت شود، با درصدی کمتر اما نقداً در اختیار بانک قرار می‌گیرد.

^۱ ویکی پدیا

لذا بانک به جای اینکه برای پرداخت تسهیلات جدید منتظر بازگشت اقساط تسهیلات گیرندگان قبلی بماند، می‌تواند منابع خود را فوراً تجهیز نموده و به مشتریان جدید تسهیلات دهد. در واقع بانک با این روش، طلب خود را به قیمتی پایین‌تر تنزیل و تسویه می‌کند. در مقابل، اقساط پرداختی تسهیلات گیرندگان به خریداران اوراق رهن ثانویه تعلق می‌گیرد.

با توجه به اینکه در رهن ثانویه طلب بانک به خریدار اوراق منتقل می‌شود، مساله تضمین بازپرداخت اقساط از سوی وام گیرندگان اهمیت مضاعفی می‌یابد. به همین منظور مقوله اعتبار سنجی مشتری، بیمه وام و وصول اقساط در این مدل حائز اهمیت فراوان است.

همچنین حجم بازار اولیه رهن و میزان تقاضا برای دریافت وام رهنی باید به حدی باشد که هزینه‌های ایجاد ساختار رهن ثانویه را توجیه نماید. همان‌گونه که ذکر شد رهن ثانویه، مرحله بعد از بلوغ و اشباع رهن اولیه است؛ مرحله‌ای که به اعتقاد کارشناسان بانکی هنوز در ایران اتفاق نیفتاده و حرکت به سمت رهن ثانویه در این زمان بیشتر اقدامی نمایشی خواهد بود.

در کشورهای درحال توسعه علی‌رغم نیاز تأمین مالی مسکن به بازارهای سرمایه، موانع زیادی برای توسعه اوراق بهادار رهنی وجود دارد. عواملی مانند آزادسازی بخش مالی و همچنین الزامات قانونی، نهادی، نظارتی در توسعه بازارهای اولیه و ثانویه رهنی پیشرفته بسیار مؤثر هستند. با وجود تلاشهای فراوان، اوراق بهادار رهنی در مقیاس گسترده در کشورهای نوظهور مورد استفاده قرار نگرفته است. زیرا فراهم آوردن زیرساختهای انتشار این اوراق، زمان بر و هزینه بر است. به علاوه پیش شرط‌هایی نیز درباره بازار اولیه وجود دارد. انتشار اوراق بهادار رهنی در کشورهایی که بازار رهنی اولیه توسعه نیافته و ضعیفی دارند، ممکن به نظر نمی‌رسد. لازم است حداقلی از استانداردهای سازگی در ابزارهای رهنی صورت بگیرد. هر چند تأمین مالی از طریق بازار سرمایه میتواند انگیزه خوبی برای ارتقاء این استانداردها باشد، ولی حداقلی از توسعه بازار پیش از معرفی ابزارهای جدید الزامی است. حتی در کشورهایی که بازار اولیه تقریباً توسعه یافته‌ای دارند، موفقیت اوراق بهادار رهنی با مشکلاتی مواجه بوده است. لازم است ابزاری که استفاده میشود با استانداردها و شرایط سرمایه‌گذاران و چارچوب‌های قانونی آن کشور هماهنگ باشد. لازم است نیاز به تأمین مالی از طریق بازار سرمایه و تقاضای سرمایه‌گذاران برای اوراق بهادار رهنی از قبل ایجاد شده باشد. دولت تنها می‌تواند در نقش تسهیل‌کننده، موانع انتشار و سرمایه‌گذاری را بردارد و چارچوبهای لازم قانونی مربوط را توانمند سازد. در برخی از کشورها نهادهایی شبیه به سازمان‌های تحت حمایت دولت در آمریکا شروع به کار کرده

اند که در بهترین شرایط اثرگذاری متوسطی داشته اند. سیاست گذاران باید از ریسک های بالقوه حضور این نهادها برای سیستم آگاه باشند.

۳-۱- انواع اوراق رهنی مسکن^۱

اوراق رهنی منتشر شده را بر اساس ماهیت وام در یک طبقه بندی کلی می توان به چهار دسته تقسیم نمود:

۳-۱-۱) اوراق منازل مسکونی تک واحدی: خانه هایی که در آن یک تا چهار خانوار سکونت می یابند.

۳-۱-۲) اوراق منازل مسکونی چند واحدی مانند مجتمع های مسکونی، آپارتمان ها، شهرکها و....

۳-۱-۳) اوراق رهنی واحدهای تجاری که برای ساختمان هایی که با هدف کسب و کار خریداری می گردند استفاده می شود.

۳-۱-۴) اوراق رهنی کشاورزی (برای تامین مالی خرید مزارع، ...)

۳-۲- ریسک های فرآیند ایجاد اوراق رهنی^۲

اوراق بهاداری که فرآیند پذیره نویسی یا تکمیل فرم درخواست وام را طی می نمایند تا تاریخ ورود به بازار و زمان اجرای قرارداد، اوراق در جریان انتشار نامیده می شوند. ریسک این اوراق به فرآیند ایجاد آن مربوط می شود که شامل ریسک قیمت و ریسک انصراف است.

۳-۲-۱) ریسک قیمت

اگر نرخ بهره اوراق رهنی افزایش یابد، اثر معکوس بر روی ارزش اوراق در جریان انتشار خواهد داشت. اگر نرخ اوراق رهنی افزایش یابد و ایجاد کننده اوراق، تعهدی برای اوراق با نرخ پایین تر داده باشد، وی باید اوراق را به ارزشی پایین تر از ارزش وجهی که به صاحب خانه قرض می دهد، ارایه کند.

۳-۲-۲) ریسک انصراف

^۱ محمد هاشم بت شکن؛ مدیرعامل بانک مسکن

^۲ محمد هاشم بت شکن؛ مدیرعامل بانک مسکن

ریسک دیگر ناشی از این موضوع است که متقاضی وام یا کسی که تعهدنامه را منتشر کرده انصراف دهد و معامله تکمیل نگردد. دلیل اصلی که یک وام گیرنده بالقوه ممکن است تعهدنامه را باطل کند و یا فرم درخواست را پس بگیرد این است که نرخ اوراق آن قدر سقوط می کند که از نظر اقتصادی جستجوی گزینه های دیگر تامین مالی توجیه پیدا می کند. این ریسک نتیجه اختیاری است که ایجاد کننده اوراق به درخواست کنندگان وام برای بستن قرارداد می دهد که در نتیجه آن هیچ اجباری برای بستن قرارداد وجود ندارد. انتشاردهندگان اوراق چندین گزینه برای مصون ساختن خود در مقابل این ریسک دارند. آنها می توانند تعهد یا قولی از سازمان یا آژانس های دیگر برای انتقال بدهی به آنها بگیرند. این تعهد دقیقاً مشابه یک قرارداد آتیه است. ایجاد کننده اوراق توافق می کند که اوراق رهنی را در تاریخی از آینده به گروهی دیگر تحویل دهد و طرف دیگر قرارداد توافق می کند که اوراق را در تاریخ و با قیمتی از پیش تعیین شده خریداری کند. حال اگر نرخ و ارزش اوراق رهنی سقوط کند و وام گیرندگان بالقوه موافقت نامه های خود را باطل کنند، ایجاد کننده اوراق رهنی تعهد کرده است که اوراق را با نرخ مشخصی تحویل دهد، بنابراین وی نتوانسته به تعهد خود عمل کند در نتیجه متضرر می گردد.

۳-۳- ریسک های سرمایه گذاری در اوراق رهنی

سرمایه گذاران اصلی بر روی وام های اوراق رهنی، موسسات اعتباری و بانکی و بانکهای تجاری می باشند. صندوق های بازنشستگی و شرکت های بیمه عمر نیز سرمایه گذاری های کمی را بر روی این وام ها انجام می دهند. چهار نوع ریسک برای سرمایه گذاران این اوراق وجود دارد.

۳-۳-۱) ریسک اعتباری

ریسک از دست دادن توان پرداخت بدهی توسط صاحبخانه (وام گیرنده) می باشد. نسبت های PTI و LTV ^۱ کمک می کنند تا این ریسک حداقل گردد.

۳-۳-۲) ریسک نقدشوندگی

^۱ نسبت مبلغ قسط پرداختی بابت رهن به درآمد

^۲ نسبت وام به ارزش دارایی

زمانی که بازار ثانویه برای همه وامها وجود دارد، حقیقت این است که قیمت خرید و فروش این اوراق با سایر ابزارهای بدهی مقایسه می شود. با توجه به بزرگ بودن و تقسیم ناپذیر بودن وام، اوراق رهنی نقد شوندگی کمتری دارند که این نیز در قیمت بازار اوراق تاثیر می گذارد.

۳-۳-۳ ریسک قیمت

به علت این که اوراق رهنی، ابزار بدهی و از نوع بلند مدت آن محسوب می شوند (یکی از بلندمدت ترین آنها)، قیمت آن بر خلاف جهت نرخ بهره بازار حرکت می کند.

۳-۴-۴- فواید بازار ثانویه رهن

- فراهم آوردن نقدینگی
- قیمت یابی
- کاهش هزینه معاملات

۴- بانکها و صندوقهای مسکن دولتی (صندوق تأمین مالی زمین و ساختمان)

صندوق زمین و ساختمان یکی از انواع صندوق پروژه تأمین مالی جهت ساخت و به بهره برداری رساندن پروژه های ساختمانی است که با مجوز سازمان بورس و بر اساس قانون توسعه نهادهای مالی جدید تأسیس شده اند. این صندوقها دارای شخصیت حقوقی مستقل بوده و باهدف جذب منابع مالی برای انواع پروژههای ساختمانی تشکیل شده اند. این صندوقها می توانند به عنوان راه جدید در کنار وام به سازندگان مسکن در تأمین منابع مالی کمک کند و افزایش ظرفیت تولید و انبوه سازی را در این بخش به همراه داشته باشند. این نحوه تأمین مالی از یک سو باعث افزایش ساخت و ساز و پاسخگویی به تقاضای موجود بوده و از سوی دیگر سبب می شود تا چرخه اقتصادی مشاغل مرتبط نیز فعال تر شود.

همچنین افزایش ساخت و ساز موجب حفظ قیمت و حفظ قدرت خرید می شود. در حقیقت صندوقهای سرمایه گذاری علاوه بر هدف اصلی خود فواید دیگری را نیز به همراه دارند. هدف صندوق زمین و ساختمان جمع آوری وجوه مالی از سرمایه گذاران

بوده که از طریق آن پروژه‌های ساختمانی را ساخته و سپس به فروش می‌رساند، در نهایت با تقسیم سود کسب شده از این فروش بین سرمایه‌گذاران، به کار خود پایان می‌دهد. همان‌طور که ذکر شد این صندوق علاوه بر تأمین مالی اولیه و سود رسانی به سرمایه‌گذاران، در بخش‌های مرتبط دیگر نیز مؤثر بوده و حفظ قدرت خرید و پاسخ به تقاضا از دیگر فواید آن بشمار می‌آید.

برای اینکه صندوق زمین و ساختمان شروع به فعالیت کند ابتدا باید طرح توجیهی ساخت را تهیه کرده و ارکان آن را نیز مشخص کنند، سپس با دریافت مجوز تأسیس از سازمان بورس و ثبت صندوق در مرجع ثبت شرکت‌ها به دنبال مجوز فعالیت از سازمان بورس باشد. بعد از انجام این مراحل می‌تواند صندوق را تأسیس کرده و به جذب سرمایه و تأمین منابع مالی بپردازد که در اصطلاح به آن فروش واحدهای سرمایه‌گذاری گویند. در ادامه نیز به ساخت پروژه و فروش واحدهای مسکونی می‌پردازد و در نهایت سود مدنظر را بین سرمایه‌گذاران تقسیم می‌کند.

هدف صندوق زمین و ساختمان جمع‌آوری وجوه مالی از سرمایه‌گذاران بوده که از طریق آن پروژه‌های ساختمانی را ساخته و سپس به فروش می‌رساند، در نهایت با تقسیم سود کسب شده از این فروش بین سرمایه‌گذاران، به کار خود پایان می‌دهد. برای اینکه صندوق زمین و ساختمان شروع به فعالیت کند ابتدا باید طرح توجیهی ساخت را تهیه کرده و ارکان آن را نیز مشخص کنند.

صندوق تأمین مالی پروژه یا صندوق پروژه از دیگر صندوق‌های تأمین مالی هستند که در حوزه تأمین منابع مالی برای یک پروژه خاص فعالیت می‌کنند. این صندوق‌ها به صورت تخصصی و علمی طرح‌های اقتصادی گوناگون را مورد بررسی قرار می‌دهند. صندوق‌های پروژه بر اساس اساسنامه ابتدا با عنوان یک شرکت سهامی خاص به نام شرکت پروژه شروع به فعالیت می‌کنند و بعد از اینکه پروژه مدنظر تکمیل شد آن را به عنوان یک شرکت سهامی عام در بورس و یا خارج از بورس ارائه می‌دهند. پس از ساخت پروژه و عرضه سهام شرکت فعالیت صندوق پایان می‌یابد و سرمایه‌گذاران ابتدایی که منابع مالی پروژه را تأمین کرده‌اند به عنوان سهام‌دار به نسبت میزان سرمایه‌گذاری در سهام شرکت شریک می‌شوند.

شرکت مینا در ایران یکی از شرکت‌هایی بود که فعالیت خود را این‌گونه آغاز کرده و در حال فعالیت است. همان‌طور که گفته شد این صندوق‌ها بر اساس طرح توجیهی که مجمع صندوق تصویب کرده‌اند جذب سرمایه می‌کنند و پس از ساخت و بهره‌برداری، سرمایه‌گذاران را جز سهامداران سهام شرکت می‌کنند.

مراحل فعالیت صندوق پروژه برای تأسیس تا حدودی شبیه به صندوق زمین و ساختمان است بدین صورت که ابتدا باید طرح توجیهی و ارکان آن مشخص و تهیه شود. در گام بعدی باید مجوز تأسیس از سازمان بورس اخذ شود و بعد از آن نیز صندوق نزد مرجع ثبت شرکت‌ها ثبت شود. در مرحله بعدی باید مجوز فعالیت از سازمان بورس دریافت شود و بعد از آن تأسیس صندوق صورت پذیرد. بعد از تأسیس صندوق باید منابع مالی تأمین شود که از طریق فروش واحدهای سرمایه‌گذاری این امر امکان‌پذیر است. حال باید تأسیس شرکت پروژه انجام شود و مراحل اجرای پروژه از محل صندوق مشخص می‌شود. بعد از انجام و پایان پروژه، شرکت پروژه به شرکت سهامی عام تبدیل شده و در نهایت تصفیه یا تبدیل صندوق صورت می‌پذیرد.

در صندوق پروژه باید مجوز تأسیس از سازمان بورس اخذ شود و بعد از آن نیز صندوق نزد مرجع ثبت شرکت‌ها ثبت شود. در مرحله بعدی باید مجوز فعالیت از سازمان بورس دریافت شود و بعد از آن تأسیس صندوق صورت پذیرد، بعد از تأسیس صندوق باید منابع مالی تأمین شود که از طریق فروش واحدهای سرمایه‌گذاری این امر امکان‌پذیر است.

۴-۱- مزایای صندوق زمین و ساختمان

- تأمین مالی برای مالکان زمین که منابع لازم برای ساخت ندارند
- فراهم نمودن امکان پس انداز تدریجی برای سرمایه‌گذاران با هر مقدار سرمایه‌گذاری و استفاده از منابع رشد بخش مسکن و ساختمان
- امکان تکمیل پروژه‌های نیمه تمام با تبدیل آنها به صندوق زمین و ساختمان و ورود شرکای جدید به صندوق در قالب افزایش سرمایه صندوق زمین و ساختمان

۷) شاخص های پایش عملکرد بخش تامین مالی مسکن

برای هر سیستم تامین مالی مسکن شاخص های اصلی برای بررسی آن وجود دارند. نسبت مانده اعتبارات به GDP، سهم هزینه مسکن از بودجه خانوار، نسبت وام به ارزش دارایی، سهم بالای مبلغ اقساط تسهیلات و برآورد سهم هر یک از روش های تامین مالی را میتوان جزو آنها به شمار آورد.

نسبت مانده اعتبارات به GDP

این شاخص نشان دهنده اندازه نظام تامین مالی است. در مقایسه با سایر کشورهای در حال توسعه، ایران به رغم برخورداری از سرانه تولید ناخالص داخلی بالا یکی از کوچک ترین نظام های تامین مالی مسکن را دارد. بطوری که مانده اعتبارات مسکن به تولید ناخالص داخلی کمتر از ۷ درصد است. در حالی که این نسبت در کشورهای توسعه یافته به طور متوسط معادل ۴۰ درصد و کشورهای در حال توسعه نیز بین ۱۰ تا ۴۰ درصد برآورد می شود. سهم ارزش افزوده بخش مسکن و ساختمان از تولید ناخالص داخلی بین ۵/۴ تا ۵/۵ درصد در نوسان بوده است. بیشترین سهم مربوط به سال ۱۳۸۷ می باشد.

سهم هزینه مسکن از بودجه خانوار

به منظور بررسی تقاضا مسکن، هزینه مسکن به صورت درصدی از کل درآمد خانوار نشان داده می شود. بر اساس استاندارد تعریف شده توسط دپارتمان مسکن و عمران شهری ایالات متحده، مسکن زمانی دست یافتنی تلقی می شود که برای اجاره آن بیش از ۲۵ درصد درآمد یا برای بازپرداخت اقساط وام های رهنی بیش از ۳۰ درصد درآمد ناخالص شخص هزینه نشود.

سهم هزینه مسکن از بودجه خانوار (درصد)

شرح	۱۳۶۵	۱۳۷۵	۱۳۸۵	۱۳۹۰	۱۳۹۲	۱۳۹۳	۱۳۹۴	۱۳۹۵	۱۳۹۶
سهم هزینه مسکن	۲۴	۲۶	۲۴	۲۸	۳۲,۴	۳۳,۴	۳۵	۳۵,۵	۳۵,۵

مأخذ: گزارش بررسی بودجه خانوار، بانک مرکزی

نسبت وام به ارزش دارایی یا مسکن (LTV)

این شاخص بیانگر قدرت و اثربخشی تامین مالی است. نسبت وام به ارزش، عبارت است از مبلغ وام، به ارزش بازاری ارزیابی شده دارایی. پایین بودن این نسبت، به مفهوم پایین بودن مبلغ وام در مقایسه با ارزش وثیقه است.

بدلیل تورم مستغلات و افزایش قیمت مسکن شاخص نسبت وام به ارزش بسیار پایین است. اگرچه این مسئله ریسک اعتباری بانک ها را کاهش می دهد، اما موجب از بین رفتن اصلی ترین کارکرد یک نظام تأمین مالی کارا، که همان تبدیل تقاضای افراد قادر به خرید مسکن به تقاضای مؤثر است، می شود.

بر اساس تورم و درآمد جامعه، قدرت خرید مردم در ایران در پایان سال ۹۶ تقریباً ۴۰ درصد و در پایان سال ۹۷ به ۱۷ درصد رسیده است. بنابراین باید برای افزایش قدرت خرید مردم این نسبت افزایش پیدا کند تا به قدرت خرید مردم کمک کند. توان بازپرداخت وام های مسکن باید بگونه ای باشد تا اقشار متوسط و کم درآمد نیز بتوانند در کنار داشتن مسکن، هزینه های زندگی خود را تامین کنند. هر چه مدت اقساط وام بیشتر و بهره آن کمتر باشد توان مردم برای بازپرداخت آن بیشتر است و نشان دهنده کارایی تسهیلات مسکن خواهد بود.

برآورد سهم هر یک از ابزار های تامین مالی

برآورد حجم منابع مالی مورد نیاز توسط ابزارهای تامین مالی و سهم هر یک از منابع تامین مالی برآورد تامین مالی مورد نیاز در سال های آتی بسیار کار مهمی در اقتصاد کلان است. برای نشان دادن حجم منابع مالی مورد نیاز تامین مسکن برای سالهای آینده، در یک محاسبه ساده فرض کنید که به دنبال اخذ سیاستی باشیم که نرخ مالکیت منزل مسکونی را در حد فعلی حفظ کند. با در دست داشتن درصد مالکیت واحدهای مسکونی به تفکیک گروه های مختلف سنی، و با پیش بینی جمعیت کشور به تفکیک گروه های سنی تا سال ۱۴۰۵ به کمک نتایج سرشماری عمومی نفوس و مسکن در سال ۱۳۸۵، و با توجه به مساحت متوسط زیربنای مسکونی موجود برای هر خانوار، می توان میزان سرمایه گذاری لازم برای حفظ وضع موجود را تعیین کرد. پس از تعیین مقدار منابع مورد نیاز میتوان برای تهیه آن تصمیم گیری کرد. به عنوان مثال اگر مقدار منابع بیش از توان بانک ها باشد میتوان از بازارهای رهنی ثانویه برای جبران آن استفاده کرد.

۸) الگوی کشورهای جهان در تامین مالی مسکن

سیستم تامین مالی در کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه شباهت ها و تفاوت های جزیی با یکدیگر دارد. در ادامه نگاهی مختصر به سیستم تامین مالی در سه کشور آلمان، آمریکا و مالزی انداخته خواهد شد.

مروری بر سیستم تامین مالی مسکن در آلمان^۱

سیستم تامین مالی خرید مسکن در آلمان، هم بوسیله بانک های تجاری از محل سپرده ها و هم بوسیله اوراق قرضه رهنی بطور مستقیم در بازار سرمایه طراحی و تدوین شده است که البته محدودیت های سختی جهت اطمینان از باز پرداخت وام در نظر گرفته شده است تا ریسک نرخ بهره بانک را محدود کند. هر دو سیستم در انگلیس و آلمان وجود دارد ولی جالب توجه است که نرخ تملک مسکن در انگلیس ۶۸ درصد ولیکن در آلمان ۴۰ درصد است. مدل سوم عبارت از تبدیل به اوراق بهادار کردن از طریق اوراق بهادار به پشتوانه وام رهنی تجمعی است. همانطور که کره و استرالیا تبعیت می کنند. سیستم اوراق قرضه پوششی آلمان^۲ ریسک را بین سرمایه گذار و قرض گیرنده بطور یکسان توزیع نمی کند. وامهای رهنی در آلمان طولانی مدت بوده ولی ریسک بازار کمتری نسبت به MBS های امریکایی برای سرمایه گذاران تحمیل می کنند. چرا که وام گیرندگان بطور موثری از بازپرداخت زود هنگام وام های رهنی خود منع شده اند. وامهای رهنی در آلمان، که بوسیله اوراق قرضه پوششی تامین مالی شده اند، از ابزار و ساز و کارهای تضمین کننده تا حد امکان استفاده شده و در نتیجه ریسک اعتباری کمی دارند. در مقابل وام گیرندگان، در عمل با چنان جریمه های پیش پرداخت مواجه می شوند که ممکن است بخواهند مجدداً تامین مالی نمایند و یا حتی خانه های خود را بفروشند. ولی در عوض مطمئن شوند که پرداخت های آنها در طول دوره زمانی بلند مدت ثابت خواهد بود.

ابزارها و نهادهای مالی مسکن در آلمان: مهمترین ابزار تامین مالی برای خرید ملک در آلمان، وام های رهنی است.

این نوع وام ها در بانک های معمولی و نیز بانکهای رهنی موجود است. بازار رهن معمولاً از دو بازار اولیه و ثانویه تشکیل می شود. ساختار بازار اولیه رهن، عامل اصلی توسعه بازار رهن ثانویه بوده است. در واقع ساختار بازار ثانویه رهن را باید مرحله ای

^۱ سجاد سیاح (تامین مالی در آلمان)

^۲ German covered bond system

از تکامل و توسعه بازار اولیه رهن دانست. وام رهنی، وامی است که در برابر وثیقه گذاری اموال غیرمنقول به متقاضی پرداخت شده و متضمن قراردادی بین وام دهنده و وام گیرنده است؛ که به موجب آن، دارایی فرد مذکور تا اتمام و بازپرداخت اصل و فرع وام، در گروهی وام دهنده می باشد. در بازار اولیه رهن، وام اصلی برای متقاضی فراهم شده و در بازار ثانویه رهن، نقدینگی از طریق خرید اشکال مختلف بسته های رهنی و صدور وثایق رهنی، وارد بازار اولیه می گردد. در بازار ثانویه، فرد وام دهنده (دارنده وام اصلی) نقش فروشنده و سرمایه گذار نقش خریدار را خواهد داشت.

عاملان اصلی این بازار، بانک های تجاری، بانکهای رهنی، صندوق های بازنشستگی، موسسات بیمه ای، شرکت های سرمایه گذار، موسسات پس انداز و سایر افراد حقیقی و حقوقی هستند که در چهار گروه اصلی تحت عنوان ناشر رهن، خدمات دهندگان رهن، بیمه کنندگان رهن و سرمایه گذاران رهن طبقه بندی می شوند. از بین موسسات مذکور، خدمات دهندگان رهن، موسساتی هستند که بخش عمده ای از انتشار و خلق رهن را انجام میدهند و درآمدهای حاصل از خلق رهن شامل کارمزد و سود ناشی از فروش رهن با قیمت های بالاتر را بدست می آورند.

مهمترین ابزارها و محصولات که در بازار رهن وجود دارند، عبارتند از:

الف) رهن با بازپرداخت یکسان: در این حالت، شخص وام گیرنده، اصل و فرع وام را در اقساط مساوی طی زمان بندی معینی پرداخت می کند، بطوری که کل وام در انتهای دوره مستهلک می شود.

ب) رهن باز پرداخت تدریجی: در این نوع رهن، مبلغ قسط در دوره های اولیه کمتر از روش اقساط مساوی و در دوره های پایانی بیشتر از روش مذکور می باشد. این شیوه به دلیل افزایش درآمد خانوار، طی سالهای آتی، فشار کمتری بر بودجه و درآمد خانوار وارد می نماید.

ج) رهن با نرخ قابل تعدیل: در این روش، رهن با یک نرخ پایین شروع و طی دوره های معینی بر اساس برخی شاخص ها از جمله نرخ لایبور تعدیل می شود.

د) رهن ترکیبی: آن نوع رهن ترکیبی از وام با نرخ ثابت و رهن با نرخ قابل تعدیل (ARM) است.

ه) رهن های بالونی (Balloon Mortgage): این نوع وام رهنی، دارای نرخ ثابت بوده و دوره زمانی آن ۳۰ سال می باشد. منتها وام گیرنده در پایان ۵ یا ۷ سال اول، می باید مانده اصل وام را یکجا بپردازد. این گونه رهنها به دلیل نرخ پایین تر از انواع دیگر رهن های سی ساله، مورد استقبال قرار می گیرد.

و) وام رهنی دو مرحله ای: این نوع رهن، مشابه وام رهنی بالونی است منتها دارای ساختار دو مرحله ای است. این وام ها دارای نرخ ثابت برای دوره های اول و پس از آن مجددا تنظیم می شود.

ز) رهن های با نرخ کاهشی (Rate Reduction Mortgage): در این نوع رهن، به وام گیرنده اختیار داده می شود که در شرایط کاهش نرخ بهره، بتواند وام بلندمدت با نرخ ثابت را که قبلا دریافت نموده است، تامین مالی مجدد نموده و تبدیل نماید. ح) رهن های معکوس: این نوع محصولات رهنی برای صاحبخانه های بزرگسال که می خواهند از طریق تبدیل دارایی خود به نقد، استقراض نمایند، طراحی شده است. در این حالت دارایی به صورت رهن حکمی (نه رهن حقوقی)، در وثیقه رهن گیرنده قرار می گیرد. بنابراین در قالب این نوع رهن، ملک از نظر حقوقی به مالکیت رهن گیرنده در نمی آید، مگر با حکم دادگاه. رهنهای معکوس، با نرخ قابل تعدیل معمولا به متقاضیانی تعلق می گیرد که دارای مالکیت کامل، مانده بدهی خیلی پایین و حداقل ۶۲ سال سن داشته باشند. حداکثر مبلغ رهن بستگی به سن وام گیرنده، ارزش دارایی و نرخ بهره دارد.

ط) رهن زیر ممتاز: این گونه رهنها برای متقاضیانی است که به دلیل مشکلات در بازپرداخت بدهی، قادر به مدیریت بدهی و تامین مالی خود نمی باشند و لذا رتبه اعتباری آنها کاهش یافته است. (مشکلاتی از قبیل از دست دادن شغل)

ی) وام های رهنی جایگزین: بطور سنتی برای دریافت وام های رهنی، وام گیرنده باید قادر باشد حداقل ۲۰ درصد ارزش رهن را بپردازد. در خصوص افرادی که دارای کیفیت و رتبه اعتباری بالایی هستند، این امکان وجود دارد که از رهن های با نسبت بالای وام به ارزش دارایی، که تا ۱۰۰ درصد ارزش رهن را پوشش می دهند، برخوردار می باشد. در مقابل متقاضیانی هستند که به دلیل خویش فرما بودن، امکان ارایه مدارک کافی برای تایید درآمد خود را ندارند؛ لذا اینگونه متقاضیان از وام های با پوشش زیر ۸۰ درصد و عمدتا تا ۶۰ درصد ارزش رهن استفاده می نمایند. به اینگونه محصولات رهنی که بر اساس درجه اعتباری افراد، دارای پوشش بالاتر از حد معمول و یا پایین تر از حد متعارف هستند، وام های رهنی جایگزین گفته می شود.

بطور کلی از بین انواع مختلف وام های رهنی، آن دسته از وام های رهنی که نرخ بهره آنها معمولاً برای چندین سال متوالی بصورت ثابت تعیین می شود، دوره عمر بین ۱۰ تا ۲۰ ساله و نوع وام رهنی ترکیبی بیشترین رونق را دارد. هزینه نرخ بهره وام های رهنی در آلمان معمولاً حداکثر ۱ درصد بیشتر از نرخ بهره رایج بانک مرکزی است. هزینه ها و کارمزد مدیریتی تا سقف ۱ درصد مبلغ وام در نظر گرفته می شود.

طرح های قرارداد پس انداز: با توجه به اینکه خرید خانه از محل پس انداز معمولی ترین روش خانوارها، برای خرید خانه محسوب می شود، لذا یکی دیگر از روش های تامین منابع مالی مسکن، ارائه انواع طرح های قرارداد پس انداز توسط سیستم تامین مالی مسکن است. در طرح پس انداز، فرد می تواند در قبال پس انداز خود، سود و منفعتی دریافت نموده و در عوض در پایان طرح، وام دریافت نماید. ارائه وام با نرخ بهره پایین تر و عمر طولانی تر از عوامل موفقیت آمیز بودن این نوع طرح ها می باشد. این تجربه ای است که در اقتصاد ایران وجود دارد و استقبال از وام های با نرخ بهره پایین و طولانی مدت همواره وجود داشته است.

ابزارهای ترکیبی: وام خرید خانه، برخی اوقات با محصولات بیمه عمر ترکیب می شود. خریدار خانه بهره وام مسکن را در طی مدت دیرش^۱ وام بطور کامل پرداخت می کند و همزمان به صندوق بیمه عمر نیز پرداخت انجام می دهد. در پایان دوره مبلغ گردآوری شده توسط بیمه عمر، صرف بازپرداخت وام بصورت کامل می شود. از مهمترین مزایای آن برای فرد سرمایه گذار در املاک، قابل قبول بودن هزینه های آن جزو هزینه های مالیاتی است. از معایب آن می توان به این نکته مهم اشاره کرد که خریدار خانه در معرض ریسک بیشتری با توجه به تاثیر تغییرات نرخ بهره بر ارزش کل وام در طی دوره عمر وام قرار می گیرد. محصولات بیمه اغلب به موفقیت بازار سرمایه بستگی دارد. البته نکته بدیهی که در اینجا باید بدان اشاره کرد، آن است که مشاوران مالی بدلیل اینکه معمولاً حق مشاوره بالایی در این موارد دریافت می کنند، لذا ممکن است حتی اگر دریافت چنین محصولی به نفع مشتری نباشد، همچنان محصول فوق را توصیه نمایند.

^۱ سنجهای برای اندازه گیری حساسیت قیمت نسبت به تغییر در نرخ بهره اوراق قرضه یا هر گونه ابزار مالی دیگر با درآمد ثابت است که به صورت سال نشان داده می شود.

دفترچه قرارداد ساختمانی: این قرارداد پس انداز، برای پس انداز کننده، پس انداز مبلغ معینی را در دروه خاصی در حساب ساختمانی وی ذخیره می نماید. در پایان دوره پس انداز کننده، متقاضی دریافت کننده وام انجمن ساختمانی خواهد بود. این وام مزایای ذیل را به دنبال دارد: نرخ بهره پایین و مصونیت از نوسانات نرخ بهره در بازارهای سرمایه.

صندوق سرمایه گذاری املاک و مستغلات: صندوق های سرمایه گذاری املاک و مستغلات، مهمترین ابزار سرمایه گذاری غیر مستقیم در املاک و مستغلات کشور آلمان است. در واقع صندوق های سرمایه گذاری املاک و مستغلات در آلمان از معدود نهادهای مالی دنیاست که توانسته بود طی ۵۰ سال گذشته، عملکرد موفق آمیزی داشته باشد. اما چرا شکل غالب حقوقی این صندوق ها بصورت صندوق با سرمایه متغیر بوده است؟ به نظر می رسد دلیل عمده شکل غالب حقوقی این صندوق ها را می توان در نوع طراحی ساختاری و چارچوب قانونی خاص آن یافت. اجازه بدهید ابتدا نگاهی به طراحی و ساختار قانونی این صندوق ها بیندازیم. از زمان تصویب قانون شرکت های سرمایه گذاری ۱۹۶۹، مقام ناظر ضوابط خاصی را در رابطه با محدود کردن ریسک بحران نقدینگی این صندوق ها با توجه به تعهدات این صندوق ها مبنی بر باز خرید روزانه واحدهای سرمایه گذاری صندوق در نظر گرفت. از مهمترین ضوابط می توان به الزام صندوق ها مبنی بر نگهداری حداقل ۵ درصد تا سقف ۵۰ درصد از دارایی های صندوق بصورت وجه نقد اشاره داشت. تحقیقات نشان می دهد که تا سال ۲۰۰۵ و اوایل ۲۰۰۶، صندوق های مزبور بین ۲۵ تا ۴۹ درصد از دارایی های خود را بصورت وجه نقد و اوراق قرضه نگهداری نموده اند. بعلاوه این صندوق ها می توانستند تا سقف ۵۰ درصد ارزش املاک و مستغلات صندوق از قدرت اهرمی استفاده نمایند. همچنین این صندوق ها می توانند در مواقعی که جریان نقد خروجی صندوق بالاست، باز خرید واحدهای صندوق های سرمایه گذاری را به مدت دو سال به تعویق بیندازند. ولی از سال ۱۹۵۹ تا سال ۲۰۰۵ صندوق ها از این اختیار خود استفاده نکرده بودند. یکی از دلایل آن به هزینه ۵ درصدی کارمزد خرید واحدهای سرمایه گذاری صندوق برمی گردد. هر چند که این کارمزد در وهله اول به منظور پوشش هزینه های انتشار تعیین شده بود ولی در عین حال مانع موثری برای کاهش جذابیت دفعات ورود و خروج و در نتیجه کاهش و از بین بردن فرصت های آربیتراژی بود. این نوع چیدمان باعث می شد، برای اینکه سرمایه گذار بتواند به باز دهی مثبت دست یابد، علی القاعده بطور متوسط باید یک سال واحد صندوق را نگه می داشت. نکته مهم دیگر که تا حدودی مختص صندوق های سرمایه گذاری املاک و مستغلات آلمانی بود، به نوع فراگرد ارزشگذاری دارایی های این نوع صندوق ها بر می گشت. در حالی که ارزش دارایی های سایر صندوق ها بر اساس ارزش

بازار تعیین می شود، ارزش دارایی های این نوع صندوق ها، عمدتاً بر اساس نظر کارشناسی خبرگان ملک و مستغلات تعیین می شود. بر مبنای قانون شرکت های سرمایه گذاری، دارایی های صندوق ها هنگام خرید یا فروش باید توسط گروهی از کارشناسان خبره مستقل مورد ارزیابی قرار گیرد. ضمن اینکه کل پرتفوی (به مجموعه یا سبدی از دارایی های مالی پرتفوی گفته می شود) صندوق هر ۱۲ ماه یکبار بصورت کلی مورد ارزیابی قرار می گیرد. بنابراین ارزیابی مایملک صندوقها در مواقع زمانی خاصی با توجه به سال مالی صندوق صورت می گیرد. این فرایند باعث تغییر قیمت باز خرید واحدهای صندوق بصورت پلکانی می شود. و در نتیجه قیمت باز خرید واحدها روند همواری خواهد داشت. البته روش های ارزشگذاری دیگری نیز برای هر چه بیشتر هموار کردن قیمت واحدهای صندوق ها در نظر گرفته می شود.

مروری بر سیستم تامین مالی مسکن در آمریکا^۱

مؤسسات مورد حمایت دولت^۲، نهاد های مالی هستند که با تصویب کنگره آمریکا و به منظور ارائه خدمات مالی تشکیل می شوند. کارکرد اصلی این قبیل نهاد ها، ارتقای اعتبار بخش های هدفگذاری شده در اقتصاد است. بخش کشاورزی، آموزش و تامین مالی مسکن معمولاً از بخش های اقتصادی هستند که مورد حمایت دولت قرار میگیرند. جینی مای، فانی مای و فردی مک سه نهاد اصلی در حوزه مسکن آمریکا هستند.

نهاد های مزبور هنوز جزئی از دولت آمریکا محسوب شده و اوراق رهنی تضمین شده توسط این نهاد های دولتی دارای ته اطمینان کامل و به عبارتی اعتبار دولت آمریکا می باشد. بنابراین، همانند اوراق خزانه به نظر می رسد که اوراق بهادار با پشتوانه اوراق رهنی جینی مای، ریسک اعتباری نداشته باشد.

فانی مای: این شرکت به منظور تسهیل بازار رهن ثانویه ایجاد شد. کنگره آمریکا به عنوان بخشی از سیاست های بهبود اقتصاد در دوره رکود بزرگ، با ایجاد موسسه ملی رهن فدرال (FNMA)، نخستین شرکت دولتی را به منظور ایجاد نقدینگی لازم برای بازار مسکن و ایجاد بازار ثانویه تاسیس نمود. این شرکت در سال ۱۹۶۸ به دو نهاد مجزا شامل موسسه ملی رهن دولتی جینی مای که اقشار پایین درآمدی را حمایت میکند و شرکت خصوصی فانی مای تقسیم گردید. در سال ۱۹۶۸ خصوصی

^۱ محمد هاشم بت شکن؛ مدیرعامل بانک مسکن

^۲ GSE

شد و در بورس نیویورک عرضه شد. بدلیل دارا بودن یک خط تضمین اعتباری از خزانه دولت آمریکا، عامه مردم این شرکت را شرکتی با حمایت کامل دولت میدانند. موسسه فانی می با خرید مجموعه وام های رهنی از بانک ها و موسسات اعتباری، اقدام به ایجاد اوراق بهادار با پشتوانه وام رهنی میکند. بدلیل تضمین اوراق توسط موسسه، موسسه مالی که اوراق بهادار با پشتوانه وام رهنی دریافت میکند، میتواند آنها در بازارهای سرمایه بفروشد یا در پرتفوی خود نگهداری کند.

جینی مای: موسسه ای با مالکیت دولتی است که دو وظیفه اصلی شامل تصدی طرح های مربوط به اوراق بهادار با پشتوانه وام های رهنی و تضمین سرمایه گذاری در بخش اوراق بهادار با پشتوانه وام های رهنی را برعهده دارد. البته این موسسه در انجام دو وظیفه خود فقط از آن دسته از وام های رهنی تجمیع شده ای حمایت که ریسک اعتباری آنها بوسیله یکی از سه نهاد دولتی یعنی اداره مسکن آمریکا (FHA)، اداره امور سربازان پیشین (VA) و اداره مسکن کشاورزان (FMHA) تضمین شده باشد.

فردی مک: این موسسه در سال ۱۹۷۰ با هدف ایجاد نقدینگی، ثبات و توانایی مالی در بازار مسکن آمریکا تاسیس شد. فردی مک دارای وظایف مشابهفانی می است با این تفاوت که تبدیل وام های رهنی به اوراق بهادار در موسسه فردی مک بوسیله موسسات بانکی و اعتباری صورت میگیرد.

باید توجه داشت که بازار ثانویه رهنی، شامل نهادهایی است که به خرید و فروش سبدي از وام های رهنی و اوراق بهادار مرتبط با وام های رهنی اقدام می کنند. در نتیجه فردی مک با به طور مستقیم با مالکان خانه در ارتباط نیست.

مروری بر سیستم تامین مالی مسکن در مالزی^۱

شرکت رهن مالزی^۲مسئول توسعه بازار ثانویه در این کشور است. این شرکت در سال ۱۹۸۶ در نتیجه تعامل و همکاری بانک مرکزی، نهاد های مالی و مشاوران مالی خارجی ایجاد شد و در ابتدا از حمایت های مالی دولتی برای تسهیل و تشویق خانه دار شدن و مشارکت در توسعه بازار ثانویه بهره مند بود. این شرکت وام های مسکونی را از موسساتی که در سطح بازار اولیه اعطا شده بودند خریداری کرده و از طریق انتشار اسناد کوتاه مدت، تامین مالی میکرد. در واقع وام های رهنی را به اوراق

^۱ محمد هاشم بت شکن؛ مدیرعامل بانک مسکن

^۲ Cagamas

بهادار تبدیل می‌کرد. بدین ترتیب تطبیق سررسید وام دهندگان اولیه که وام‌هایی با بازپرداخت دوره‌های طولانی ۳۰ ساله داشتند را با تامین مالی آنها از طریق اوراق عمدتاً با سررسید زیر یک سال موجب میشد. بدین ترتیب ریسک نرخ بهره نهفته از بین میرفت و اوراق بدهی، بویژه اوراق با درآمد ثابت منتشره توسط شرکت به عنوان سرمایه‌گذاری جایگزین در بازار مطرح شد.

شرکت چهار نوع ورقه بدهی برای تامین مالی وام‌های رهنی خریداری شده منتشر میکند که شامل اوراق قرضه با نرخ ثابت، اوراق قرضه با نرخ متغیر، اسناد کوتاه مدت به کسر و اوراق قرضه مضاربه است.