

مروری بر روش های تأمین مالی مسکن  
در تجربه اقتصادهای توسعه یافته و در حال توسعه:  
درس هایی برای ایران

دکتر حسن درگاهی<sup>۱</sup>

**چکیده:**

تأمین مالی مسکن از اجزا اصلی نظام مسکن است. فقدان سیستم تأمین مالی کارای مسکن مانع حضور خانوارهای با درآمد کم و متوسط در بازارهای مسکن می شود. زیرا خرید مسکن برای اکثریت آحاد اقتصادی تنها با گسترش پرداخت هزینه های سنگین آن در طول زمان و با استفاده از ابزارهای تأمین مالی ممکن است. بنابراین در دسترس بودن تأمین مالی بلندمدت برای مسکن در طول زمان بسیار مهم است. در کنار روش های تأمین مالی بانک پایه، تقریباً تمام نوآوری های تأمین مالی رهنی در کشورهای با درآمد بالا اتفاق افتاده است. 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. بنابراین سؤال اساسی این است که چگونه می توان با توجه به تجربیات سایر کشورها، استراتژی های مناسب توسعه بازارهای رهنی در یک اقتصاد در حال توسعه را طراحی نمود. این مقاله با هدف بررسی مبانی نظری و تجربی سیستم های تأمین مالی مسکن، تلاش دارد تا به این سؤال پاسخ گوید.

**واژه های کلیدی:** بازار مسکن ایران، تأمین مالی مسکن، بازار رهنی

---

<sup>۱</sup> عضو هیأت علمی دانشکده علوم اقتصادی و سیاسی، دانشگاه شهید بهشتی. از همکاران تحقیق سرکار خانم امینه محمودزاده و آقایان نوید قدوسی، پویان خشابی و احسان شفیعی پور قدردانی می شود.

## مقدمه:

با در نظر گرفتن اهمیت فوق العاده مسکن در زندگی آحاد اقتصادی، باید به مساله تأمین مالی مسکن به عنوان اصلی ترین قید محدود کننده در فراهم سازی مسکن کافی برای جوامع، توجه ویژه ای داشت. مسکن در توسعه یافته ترین جوامع نیز به لحاظ اقتصادی، خریدی عمده، مهم و پرهزینه در دوره زندگی هر فرد است. آمارها نشان می دهد که مسکن به طور متوسط نیمی از دارایی خالص افراد را در کشورهای اروپایی تشکیل می دهد (آلن<sup>۱</sup>، ۲۰۰۴) همچنین تحقیقات اخیر، قیمت مسکن متعارف را به طور متوسط، از چهار برابر درآمد سالانه افراد در کشورهای توسعه یافته، تا هشت برابر در کشورهای در حال توسعه، برآورد می کند (بال<sup>۲</sup>، ۲۰۰۳). شواهد و مسائل فوق نشان می دهند که خرید مسکن برای اکثریت آحاد اقتصادی، تنها با گسترش پرداخت هزینه های سنگین آن در طول زمان و با استفاده از ابزارهای تأمین مالی ممکن است. بدیهی است که در غیاب یک بازار مالی مسکن یا عدم کارکرد مؤثر آن، خرید مسکن از استطاعت بسیاری از اقشار جامعه خارج است. دیگر روش های جایگزین فراهم سازی مسکن - از قبیل پرداخت یارانه ها و خانه سازی های دولتی - تجربه هایی ناپایدار و غیر مؤثر بوده است. در نتیجه، امروزه اهمیت بحث تأمین مالی مسکن و بازار مالی آن، بیش از پیش مشخص شده و در مورد بسیاری از کشور های جهان بویژه کشورهای در حال توسعه و در حال گذر تحقیقات مفصلی در این زمینه انجام شده است.

بنابراین سؤال اصلی آن است که چگونه توسعه و اصلاحات ابزارهای مالی، نهادی، قانونی، حقوقی و نظارتی بر کارایی سیستم تأمین مالی مسکن اثر می گذارد؟ کارایی تحت تأثیر توانمندی نظام مسکن (دولت، بانک ها و خانوارها) برای تصحیح به موقع قوانین و رفتارها قرار دارد. باید توجه داشت که نرخ رشد بالای وام های رهنی تنها در صورتی نشان دهنده یک روند مناسب است که ریسک نرخ بهره و نقدینگی مانده های زیاد به خوبی مدیریت شود. دولت باید سیاست های خود را از نظر امکان پذیر بودن تهیه منابع مالی ارزیابی کند زیرا یک برنامه کوتاه مدت آرمانی که در بلندمدت امکان پذیر نباشد ممکن است اختلال بیشتری ایجاد کند.

این مقاله در پنج بخش تنظیم شده است. **بخش اول** به معرفی سیستم های تأمین مالی مسکن می پردازد. در **بخش های دوم و سوم**، تحولات شکل گرفته در حوزه تأمین مالی مسکن کشورهای توسعه یافته و کشورهای در حال گذر بررسی و با تحلیل ابزارهای نوین تأمین مالی، علل موفقیت و یا

---

<sup>۱</sup> Allen

<sup>۲</sup> Ball

ناکامی این کشورها در این زمینه تبیین می‌شود. کشورهای درحال گذار از آن جهت انتخاب شده است که سیستم تأمین مالی مسکن آنها در مرحله انتقال به سمت استفاده از ابزارهای بازار محور بوده و در نتیجه تجربیات این کشورها می‌تواند درس‌های مفیدی برای ایران داشته باشد. در **بخش چهارم** تجربه چند کشور در مورد تأمین مالی مسکن در شرایط تورمی بالا بررسی خواهد شد. در **بخش پایانی** نیز بر اساس تجربه کشورهای دیگر در تأمین مالی مسکن، درس‌هایی برای اقتصاد ایران ارائه می‌گردد.

## ۱- کارکردها و ریسک‌های مترتب بر تأمین مالی مسکن

با توجه به منابع تأمین مالی، عاملی که انواع سیستم‌های 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. در سیستم تأمین مالی خارجی منابع از طریق سیستم مالی تجهیز می‌شود. در کشورهای نوظهور تاکنون مدل شایع سیستم تأمین مالی مسکن روش تأمین مالی داخلی به کمک خانوارها بوده است. با این حال، این وضعیت به خاطر گسترش صنعت وام‌دهی رهنی به سرعت در حال تغییر است. معمولاً تأمین مالی داخلی، مکمل تأمین مالی خارجی محسوب می‌شود. در صورتی که مقدار زیادی از تأمین مالی مسکن جامعه از طریق منابع داخلی و پس انداز خانوارها باشد، اغلب نرخ رسمی مالکیت مسکن حداقل در خانوارهای شهری در مقایسه با روش تأمین مالی خارجی بسیار پایین تر است و سن مالکیت اولین مسکن نیز افزایش می‌یابد.

تقریباً در تمام جوامع، روش تأمین مالی خارجی مسکن به صورت تأمین مالی استقراری با اندازه‌ها و درجه‌های مختلف کارایی در دسترس است و از طریق نهادهای مالی مختلف مانند بانک‌ها، نهادهای مالی رهنی، نهادهای پس انداز و وام، وام‌دهندگان خرد، و تا اندازه‌ای از طریق بازارهای سرمایه، مثلاً به شکل اوراق بهادارسازی وام‌ها، صندوق‌های سرمایه گذاری املاک و مستغلات فراهم می‌شود. باید توجه داشت که واسطه‌های 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 می‌کنند، ایفا می‌نمایند و تأمین مالی مسکن را کارا تر می‌کنند.

مطابق تعریف یک سیستم تأمین مالی مسکن از واسطه‌های مالی رسمی (که می‌توانند وام‌دهی 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.<sup>۱</sup> مهمترین کارکرد سیستم‌های تأمین مالی مسکن عبارتند از: الف) تجهیز پس‌اندازها، ب) تخصیص وجوه سرمایه‌ای به سرمایه‌گذاری‌های مالی مولد، ج) انتقال و کاهش ریسک از طریق متراکم کردن و فراهم آوردن زمینه‌ای که ریسک به افرادی که به تحمل آن مشتاق‌ترند، منتقل شود. مهم آن است که روشی برای انجام کارها و مطمئن این کارکردها ایجاد شود.

### ۱-۱- تجهیز پس‌اندازها

لازم است که وجوه از پس‌اندازکنندگان نهایی با وعده بهره یا سود و یا حتی ارائه خدمات حساب جاری جمع‌آوری شود. این فرآیند می‌تواند توسط بنگاه مالی مانند بانک صورت پذیرد، که خود تأمین مالی را برای استفاده‌کننده نهایی فراهم می‌کند و یا به کمک یک نهاد واسطه‌ای دیگر مانند صندوق بازنشستگی انجام شود که وجوه را بین بنگاه‌های مالی مرتبط با استفاده‌کننده نهایی توزیع می‌کند.

### ۱-۲- تخصیص وجوه سرمایه‌ای به سرمایه‌گذاری‌های مالی مولد

بنگاه‌های مالی درگیر باید ارزیابی مشخصی از دریافت‌کننده وجوه داشته باشند (دریافت‌کنندگان می‌توانند سایر بنگاه‌های مالی و یا استفاده‌کنندگان نهایی مانند یک وام‌گیرنده یا شرکت‌های سهامی باشند) و بتوانند این سرمایه‌گذاری‌ها را نظارت و بازیافت کنند و تمام ریسک‌های مالی و خدمات اجرایی مربوط به دستیابی و سرمایه‌گذاری وجوه را مدیریت نمایند. ساده‌ترین فرم این نوع از واسطه‌گری‌های مالی آن‌هایی هستند که مستقیماً جریان پس‌انداز را به سمت کاربران نهایی هدایت می‌کنند. واسطه‌گری‌های پیچیده‌تر در بازار مانند بانک‌ها، نهادهای تأمین مالی رهنی در بازارهای اولیه و ثانویه، صندوق‌های سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات، شرکت‌های بیمه‌ای و صندوق‌های بازنشستگی، ماهیت و ریسک تعهد اولیه به سپرده‌گذاران را به گونه‌ای تغییر می‌دهند که برای پس‌اندازکنندگان اولیه و وام‌گیرندگان نهایی، انگیزه بیشتری ایجاد شود. به عنوان مثال، ممکن است بنگاه مالی وجوه را به عنوان بدهی‌های کوتاه مدت دریافت کند و در عوض وام‌های بلندمدت رهنی به افراد متقاضی وام اعطا کند که در مدت زمان طولانی بازپرداخت می‌شوند. ممکن است بنگاه، وام رهنی را تا زمان انقضاء نگه دارد و یا آن را به واسطه مالی دیگری در بازار ثانویه بفروشد. طی این عمل جریان نقدی با اوراق بهادار مختلف جابه‌جا می‌شود. رشد پس‌اندازهای جمع‌آوری شده در بسیاری از کشورها، سبب ایجاد نوآوری‌های مالی جدید

<sup>۱</sup> برای آشنایی با روند جهانی نظام تأمین مالی مسکن نگاه کنید به: (۲۰۰۷) Renaud, Green and Wachter (۱۹۹۶)

مانند اوراق بهادار مبتنی بر دارایی<sup>۱</sup> و همچنین استفاده از تأمین مالی ساختاریافته<sup>۲</sup> و محصولات مشتقه<sup>۳</sup> در بازارهای مالی شده است. این نوآوری‌ها به بازار رهنی مربوطند و سبب بهبود وضعیت مدیریت ریسک مالی شده و بازارهای مالی را کاراتر و در نتیجه تفاوت بهره وام‌گیرنده و پس‌اندازکننده را کاهش داده است. هر چه ابزارهایی که پس‌انداز را از پس‌اندازکننده به وام‌گیرندگان نهایی منتقل می‌کند، افزایش یابد و هر چه رقابت فعالان بازار زیاد شود، بازارهای تأمین مالی مسکن یک اقتصاد کاراتر خواهند بود.

### ۳-۱- انتقال و کاهش ریسک

در فرآیند واسطه‌گری مالی برخی از انواع ریسک اتفاق می‌افتد که در سیستم تأمین مالی داخلی دیده نمی‌شود. این گونه ریسک‌ها را می‌توان به شش دسته کلی تقسیم کرد:

ریسک نقدینگی: خطر آن که نیاز به پول، پیش از زمان بازپرداخت وام‌ها پیش بیاید.

ریسک نرخ بهره و ریسک بازپرداخت: خطر مرتبط با تغییرات شرایط بازار که می‌تواند بر جریان نقدی برنامه ریزی شده (واقعی یا اسمی) بین طرفین واسطه‌گری اثر بگذارد. این نوع ریسک، خطر تورم و نرخ ارز را نیز دربر دارد.

ریسک اعتبار: خطر آن که وام داده شده (اصل و فرع) طبق زمان بندی بازپرداخت نشود.

ریسک نمایندگی: خطر آن که انحراف نرخ‌های بهره یک واسطه مالی را مجبور کند به گونه‌ای متفاوت از آن چه که انتظار می‌رود رفتار کند، که سبب روی دادن کژمنشی می‌شود.

ریسک سیستماتیک: خطر آن که بحران یک نهاد در سیستم تأمین مالی به بقیه سیستم منتقل گردد.

ریسک سیاسی: خطر آن که تغییرات چارچوب قانونی و سیاسی حاکم بر محیط وام دادن اتفاق بیافتد، که می‌تواند سودآوری بنگاه‌های مالی را کاهش دهد.

هنگامی که این ریسک‌ها و نااطمینانی‌ها در مورد مصرف‌کنندگان یا بازارهای خاصی زیاد باشد، علاوه بر آن که موجب دلسرد ساختن افراد از وام گرفتن می‌شوند، بر وام‌دهندگان نیز مؤثر هستند زیرا ممکن است آن‌ها قادر به اندازه‌گیری قیمت ریسک و نااطمینانی نباشند. به عنوان مثال می‌توان از شرایطی صحبت کرد که فشار سیاسی برای ثابت کردن نرخ‌ها وجود داشته باشد و یا ارزش وثیقه‌ها به شدت نامعلوم باشد. دو روش پایه‌ای برای تخفیف دادن این ریسک‌ها و نااطمینانی‌ها وجود دارد. اول، فرد یا سازمان بتواند در مقابل انواع خاصی از زیان، خود را بیمه کند، در این حالت ریسک به شرکت دیگری منتقل شده‌است. دوم

---

<sup>۱</sup> asset-backed securities

<sup>۲</sup> structured finance

<sup>۳</sup> derivative products

آن که، یک سازمان می‌تواند اجزای مختلف ریسک‌های مالی و اعتباری عملیات را دسته بندی کرده و هر یک را به خریداران مختلف با ترجیحات ریسکی متفاوت و به نرخ‌های متفاوت عرضه کند. با وجودی که روش‌های مختلفی برای مدیریت هر یک از این انواع ریسک وجود دارد، مصون ماندن در مقابل برخی از آن‌ها بسیار مشکل است.

#### ۴-۱- مروری بر سیستم‌های تأمین مالی مسکن

مدل جامع پذیرفته شده‌ای برای سیستم‌های تأمین مالی وجود ندارد، سیستم مالی هر کشور حاصل شرایط خاص اقتصاد کلان، قوانین کلی بانکی، اندازه سیستم بانکی، مالیاتی، برنامه‌های یارانه‌ای و ساختار بازارهای مسکن است. این عوامل مسیر انتقال از سیستم مبتنی بر بانک را به سیستم مبتنی بر بازار سرمایه شکل می‌دهند. با توجه به مهم ترین منابع تأمین مالی، سیستم‌های تأمین مالی مسکن در چهار طبقه بندی به شرح زیر وجود دارند:

۱- سیستم تأمین مالی مسکن مبتنی بر سپرده شامل:

الف) سیستم مبتنی بر سپرده های رسمی و سیستم پس انداز قراردادی بانک‌های تجاری

ب) سیستم پس انداز قراردادی بانک‌های تخصصی مسکن

۲- نهادهای رهنی مبتنی بر بازار اوراق قرضه

۳- اوراق بهادارسازی وام‌ها

۴- بانک‌ها و صندوق‌های مسکن دولتی

با این حال نهادهای وام و سپرده، مانند بانک‌های تجاری و حتی نهادهای وام‌دهی خرد<sup>۱</sup> از دهه ۸۰ در تمام کشورهای در حال توسعه فعال شده‌اند. در حال حاضر مهم ترین نهادهای تأمین مالی مسکن اروپایی بانک‌های سپرده پذیر و نهادهای اعتباری رهنی هستند. روند موجود بین المللی سازی در بازارهای مالی، ریسک نرخ بهره و اهمیت حیاتی مدیریت ریسک دقیق در سیستم‌های تأمین مالی مسکن را خاطر نشان می‌سازد.

#### ۲- تجربه کشورهای توسعه یافته

---

<sup>۱</sup> micro-lending institutions

در بسیاری از کشورهای توسعه یافته، تأمین مالی مسکن به طور سنتی بر عهده صندوق‌های تغذیه شده توسط وام دهندگان محلی، و به طور نمونه مؤسسات سپرده‌گذاری قرار داشته است. با توسعه بازارهای مالی، تأمین مالی مسکن از سوی منابع متنوع‌تری مانند منابع بین‌المللی صورت می‌گیرد. در طی سه دهه گذشته، تأمین مالی مسکن در کشورهای توسعه یافته دچار تحولات اساسی شده است. عوامل مولد تحولات مسکن، دارای گستره جهانی بوده و در اثر نیروهای جهانی به وجود آمده‌اند. این عوامل شامل تکنولوژی جدید، تعدیل تنظیمات دولتی و حاکمیت اقتصاد بازار، و روند نزولی نرخ‌های بهره، تأثیرات بسیار مثبتی در زمینه خرید مسکن در این کشورها بر جای گذاشته است. از جمله می‌توان به این نکته اشاره کرد که در اروپا با وجود افزایش بسیار شتابان تر قیمت‌های مسکن نسبت به درآمدها، شاخص‌های استطاعت افراد در خرید مسکن در طول ۲۵ سال اخیر تغییری نکرده است. همچنین در اتصال بیشتر تأمین مالی مسکن به بازارهای مالی، روند نزولی نرخ‌های بهره در کشورهای توسعه یافته نقش مهمی داشته است. میانگین نرخ‌های بهره اسمی از ۱۵ درصد در سال ۱۹۸۰ به ۴/۴ درصد در سال ۲۰۰۴ کاهش یافته است. ادغام بازار تأمین مالی مسکن با بازارهای سرمایه به اشکال مختلف در کشورهای گوناگون، از نتایج تعدیل قوانین دولتی در این بازار به شمار می‌رود. کاهش بی‌سابقه هزینه تأمین مالی از بازار سرمایه، سبب حرکت به سمت تأمین مالی بازار محور شد. این روند، پیرو اصلاحات اساسی انجام شده در قوانین مربوط به این بخش، ساختار نهادها و بازارهای تأمین مالی مسکن و سایر بازارهای مالی این کشورها حاصل شده و منجر به گسترش فضای رقابتی گشته است. بسیاری از صاحب نظران، انجام اصلاحات در بازار مسکن را بدون اصلاح در بازار رهن ممکن نمی‌دانند. تغییرات مهم بازار رهنی کشورهای اروپایی بطور عمده شامل حذف مقررات تعیین سقف نرخ بهره، حذف قوانین مربوط به نحوه تخصیص و کنترل اعتبارات، رفع محدودیت‌های قانونی سابق در قراردادهای تأمین مالی مسکن و رفع تمامی موانع مربوط به ورود به بازار رهن می‌شود.<sup>۱</sup>

از عوامل مهم تغییر یافته در بازار رهنی کشورهای اروپایی، باید به روند تغییرات نسبت وام به دارایی<sup>۲</sup> اشاره نمود. بالا بودن این نسبت، این امکان را به وام گیرنده می‌دهد تا با گذاشتن همان ارزش وثیقه، مقدار بالاتری از وام را دریافت کرده و در نتیجه دوره طولانی‌تری برای بازپرداخت مبلغ وام تعیین گردد. شواهد متعدد در سطح بازار رهنی اروپا، نشان از افزایش این نسبت در سالهای اخیر می‌دهد. این موضوع

---

<sup>۱</sup> برای بررسی کارآمدی نظام تأمین مالی مسکن نگاه کنید به:

Mercer & Wyman (۲۰۰۳), Warnock, (۲۰۰۷)

<sup>۲</sup> LTV- Loan to Value

با تقریب خوبی می‌تواند به مفهوم دسترسی بیشتر و راحت تر افراد به وام‌های مسکن و رهن در این کشورها تفسیر گردد. همچنین نسبت مانده بدهی رهن به تولید ناخالص داخلی<sup>۱</sup> نیز - که از شاخص‌های رایج در بررسی کیفیت دسترسی به خدمات تأمین مالی مسکن است - در دهه‌های اخیر، افزایش قابل توجهی را در کشورهای اروپایی، نشان داده است (جدول ۱).

جدول ۱: نسبت وام به ارزش دارایی و مانده وام به GDP

نسبت وام به ارزش دارایی	بلژیک	دانمارک	فنلاند	فرانسه	آلمان	سوئد	اسپانیا	ژاپن	انگلستان
۸۳	۸۰	۷۵	۶۷	۶۷	۶۷	۷۷	۷۰	۸۰	۶۹
نسبت مانده وام به GDP	دانمارک	هلند	انگلستان	آلمان	سنگاپور	ژاپن	آمریکا	کانادا	ایران
۷۹	۸۲,۷	۶۱,۵	۵۴	۶۰,۲	۳۵,۷	۶۷,۴	۴۲,۹	۷	

با توجه به تحولات بخش تأمین مالی مسکن در کشورهای توسعه یافته، توجه به تجارب و مطالعه نحوه تغییرات کیفی و کمی استفاده دولت از ابزارهای مالی در بخش مسکن، ضروری به نظر می‌رسد. دولت‌ها، همواره از ابزارهای مالی مختلفی برای دخالت در بازار مسکن و بازارهای مالی مربوط به آن استفاده کرده‌اند. نقش سیاسی، اجتماعی خاص بخش مسکن و به تبع آن تأثیرات عمیق در ثروت و رفاه شهروندان از دلایل اصلی حضور دولت در بخش مسکن بوده است. در سه‌الی چهار دهه گذشته، سیاست‌های دولتی در حوزه مسکن تغییرات گسترده‌ای را در کشورهای توسعه یافته تجربه کرده است. دولت‌ها در این کشورها، با گذار از نقش مسئولیت‌پذیری و تأمین‌کننده اصلی مسکن، به سیاست‌گذاری در حوزه‌های نظارتی و توزیعی در خدمات مربوط به مسکن و نیز توجه ویژه به برخی از گروه‌های هدف پرداخته‌اند. می‌توان روند فوق را در کشورهای توسعه یافته (به ویژه پس از جنگ جهانی دوم) به صورت زیر خلاصه کرد (گیب و وایت هد،<sup>۲</sup> ۲۰۰۷):

- ابتدا، حضور دولت در بخش مسکن و دخالت گسترده آن برای ساخت و ساز و رفع کمبود مسکن
- توجه بیشتر دولت‌ها به نوسازی و بازسازی و افزایش کیفیت مسکن با تأکید بیشتر بر روی نظارت

<sup>۱</sup> Debt to GDP

<sup>۲</sup> K. Gibb & C. Whitehead



- گذار از نظام عمومی و دولتی و اعتماد روزافزون به بازار، کارایی تولید بازار در رفع کمبود مسکن و ارائه یارانه‌های هدفمند
  - حضور حداقلی دولت، تنها در حوزه حمایت از اقشار کم درآمد و توجه به استطاعت این افراد برای تهیه مسکن
- به عنوان جمع‌بندی باید گفت که نکته مشترکی که تقریباً در تمامی کشورهای توسعه یافته دیده می‌شود، عقب نشینی دولت از صحنه مسکن و مجال دادن به نیروهای بازار برای ایفای نقش در آن بوده است. با وجود این روند مشترک، تفاوت‌های مهمی در نحوه حمایت‌های دولتی در حوزه مسکن و ابزار-های مالی استفاده شده در آن‌ها، دیده می‌شود. در جستجوی علت این تفاوت‌ها، توجه به تفاسیر گوناگون از مفهوم نقش دولت در کشورهای توسعه یافته، بسیار راهگشا است.<sup>۱</sup>

### ۳- تجربه کشورهای درحال گذار<sup>۲</sup>

#### ۳-۱- بازار تأمین مالی مسکن

در کشورهای درحال گذار مقیاس بازار تأمین مالی مسکن کوچک ولی با روند فزاینده است. مانده وام مسکن این کشورها از متوسط کشورهای اروپایی کمتر است. نسبت وام مسکن به GDP در کشورهای EU۱۵ نزدیک به ۴۶ درصد در حالی که در کشورهای درحال گذار این رقم بین ۱ تا ۹ درصد و به طور متوسط زیر ۲۶ درصد است. مجارستان، استونی و قزاقستان رشد زیادی در وام دهی رهنی داشته‌اند در حالی که بقیه کشورها به وام‌دهی مبتنی بر سپرده توجه بیشتری کرده‌اند. وام دهی رهنی به خاطر کنترل ریسک بسیار به تأمین مالی از طریق بازار ثانویه وابسته است. این کشورها عموماً در میانه راه انتقال از وام دهی مبتنی بر سپرده به وام دهی مبتنی بر بازار (وام دهی رهنی) قرار دارند. بنابراین همان طور که انتظار می‌رود، ظهور سیستم تأمین مالی جدید در این کشورها کاملاً به تجدید ساختار بخش مالی (مثلاً خصوصی سازی و لغو سازمان‌های انحصاری) مربوط است. باید توجه داشت که پیش شرط توسعه تأمین مالی مسکن ایجاد ثبات در اقتصاد است. در طول ۵ سال ابتدایی انتقال، تلاش‌های اولیه برای معرفی ابزارهای رهنی و توسعه اعتبارات مانند ابزارهای وامی، بیمه رهنی و طرح‌های تضمین، به سبب فقدان

<sup>۱</sup> درباره دیدگاه‌های رایج در زمینه نقش دولت در تأمین مسکن در کشورهای اروپایی نگاه کنید به:

Boelhouwer and Van de Heijden, ۱۹۹۲, Papa (۱۹۹۲)

<sup>۲</sup> برای آشنایی بیشتر با تجربه کشورهای درحال گذار و درحال توسعه نگاه کنید به:

OECD (۲۰۰۵) Merrill and Kozłowski. (۲۰۰۱), Okpala (۱۹۹۴), Renaud (۱۹۹۶), Renaud, and Jaffee (۱۹۹۶), UN/ECE (۲۰۰۵), Stephens (۲۰۰۳)

محیط باثبات اقتصادی و انگیزه‌های مشخص برای بخش بانکداری خصوصی، ناموفق بودند. توضیح‌های متفاوتی برای سطح پایین تأمین مالی مسکن در این زمان وجود دارد که به هر دو طرف عرضه و تقاضا مربوط می‌شود. در طرف عرضه، استدلال می‌شد که بانک‌ها در مقایسه با تأمین مالی بخش مسکن. علاقه بیشتری به تأمین مالی قرض‌های دولت و شرکت‌ها (املاک و مستغلات تجاری) داشتند در طرف تقاضا نیز نرخ بهره بالا، درآمدهای حقیقی در حال کاهش و تورم بالا از اصلی‌ترین عوامل بودند (دیاموند، ۱۹۹۹). جهش اخیر بازار رهنی مسکن بیشتر در کشورهای CEE اتفاق افتاده است. در این کشورها بهترین علامت ثبات، کاهش تورم و نرخ بهره بود، که رشد بازار رهنی را ممکن ساخت. اگرچه حتی پس از تغییرات ساختاری، مانند آزادسازی سیستم مالی و خصوصی سازی بخش بانکی، سطح وام دهی رهنی تا انتهای دهه ۹۰ پایین باقی ماند با این وجود در چند سال گذشته، به خاطر تغییرات اقتصادی و همچنین طرح‌های یارانه ای جدید، حجم وام گیری افزایش یافته است و به هر حال، نشانه‌هایی در مورد پیشرفت این بازارها، با توجه به وام دهی رهنی مستقیم و تأمین مالی مبتنی بر وام رهنی وجود دارد. در تجربه کشورهای در حال گذار فعالان بازار را می‌توان به چهار گروه وام دهنده تقسیم کرد: (۱) بانک‌های تجاری، (۲) بانک‌های رهنی، (۳) مؤسسات سپرده ای (مؤسسات پس انداز قراردادی)، و (۴) صندوق‌های تأمین مالی ملی. در این رابطه چهار روند اصلی قابل استخراج است:

- بانک‌های تجاری در بازار وام مسکن غالب هستند.
- بانک‌های رهنی متخصص هنوز به عنوان بازیگران اصلی مطرح نشده اند با این حال به سرعت در حال رشد هستند.
- مؤسسات سپرده‌ای با رشد وام رهنی، در حال از دست دادن سهم بازار هستند.
- صندوق‌های مسکن ملی در برخی از کشورها، نقش پشتیبانی کننده را بر عهده دارند.

باید توجه داشت که بانک‌های تجاری مهم ترین فراهم آورندگان وام مسکن در کشورهای در حال گذار هستند. اگرچه در نتیجه اصلاحات بانکی (به ویژه خصوصی سازی)، انحصار پیشین بانک‌های پس انداز دولتی از بین رفت ولی با این حال، در اغلب موارد این بانک‌ها موفق شدند که به نوعی نقش رهبری را در بازار به دست آورند. زیرا اگرچه رقابت موتور اصلی پیشرفت شد اما به خاطر آن که بانک‌های خصوصی جدید (اغلب با مالکان خارجی) بازار رهنی را ریسکی‌ترین بخش بانکداری در نظر می‌گرفتند، به تأخیر افتاد. سرانجام، محیط امن اقتصاد کلان و شرایط قابل پیش بینی قانونی، بازار رهنی را به عنوان کسب و کاری سودده مطرح کرد و شرایط رقابت را فراهم آورد. در حال حاضر، لهستان، مجارستان، جمهوری چک و جمهوری اسلواکی، قزاقستان و جمهوری لتونی بازار اوراق قرضه رهنی دارند، با این

حال اندازه این بازارها بسیار کوچک است. مانده منتشر شده اوراق قرضه رهنی منطقه کمتر از ۶ درصد تولید ناخالص داخلی است. که در مقایسه با EU۱۵ (۱۶/۵ درصد در سال ۲۰۰۳) مقدار کوچکی است. با این حال طی سال‌های اخیر بازار اوراق قرضه رهنی در بسیاری از کشورها به سرعت رشد کرده است. در مجارستان، جمهوری چک و جمهوری اسلواکی حدود ۶۰ تا ۷۰ درصد وام‌های رهنی به عنوان دارایی پوششی اوراق قرضه رهنی به کار رفته‌اند که نزدیک به سطح ۶۵ درصد کشور سوئد است، با این حال این نرخ در لهستان، جمهوری لتونی و قزاقستان زیر ۴ درصد است. در لهستان، تأمین مالی از طریق بازار ثانویه هنوز فراگیر نشده است و انتشار اوراق قرضه رهنی تنها ۱ درصد اوراق قرضه تجاری را تشکیل می‌دهد. از جمله عوامل مؤثر بر غیرفعال بودن این بازار می‌توان به مواردی چون (۱) فرآیند پیچیده ایجاد سبد وام رهنی (فرآیند ادغام) برای انتشار اوراق قرضه رهنی؛ (۲) محدودیت‌های سرمایه‌گذاری برای سرمایه‌گذاران و (۳) فرآیندهای زمان بر ثبت زمین و رهن، اشاره کرد.

کشورهای درحال گذار دارای بازار اوراق قرضه رهنی، به جز قزاقستان، از دستورات UCITS (استانداردهای حداقل اوراق قرضه رهنی) پیروی می‌کنند. در نتیجه، تنظیمات قانونی و سیستم‌های اوراق قرضه رهنی بسیار شبیه کشورهای EU است. سیستم قزاقستان بر مبنای فانیما در آمریکا، انجمن وام و پس انداز آلمان و کagamاس مالزی مدل شده که معادل سیستم کشورهای پیشرفته است. سیستم اصلی به صورت زیر استخراج شده است:

- اوراق قرضه به صورت قانونی محافظت شده هستند؛
- سیستم ثبت دارایی‌های پوششی پایه گذاری شده است؛
- محدودیت LTV برای تأمین وجه از طریق اوراق قرضه رهنی مشخص شده است؛
- تأمین وجه اضافی علاوه بر اوراق قرضه پوشش داده شده (جانشین وثیقه) محدود است؛
- حق ورشکستگی برای اعتبار دهندگان اوراق قرضه محفوظ است.

مدیریت ریسک از عوامل اساسی توضیح دهنده بازار رهنی در کشورهای در حال گذار است. چارچوب قانونی و مقرراتی قابل پیش بینی و با ثبات، در مدیریت ریسک بسیار مهم است. با این حال لازم است مؤسسات مالی خود در توسعه روش‌های مدیریت ریسک فعال باشند. ریسک‌های بالا، به نرخ بهره بسیار بالا و غیر قابل دسترس و همچنین بازار رهنی بسیار محدود می‌انجامد. به هر حال، روش‌های مختلفی که کشورها برای مدیریت ریسک انتخاب کرده‌اند، بسیار مهم است. در همه کشورهای مورد مطالعه (به جز اسلونی)، قابلیت اعتماد سیستم ثبت و اسناد کشور بالا ارزیابی شده است. با توجه به فرآیند تصرف وثیقه ملکی علیه وام گیرندگانی که کوتاهی کرده‌اند، ترکیب قابل توجهی از فرآیندهای داخل و خارج

دادگاه به عنوان عملیات معمول وجود دارد. از سوی دیگر نوسانات قیمت مسکن، از عوامل مهم عدم بازپرداخت بدهی است. بنابراین سیستم مورد اعتماد ارزش‌گذاری قیمت مسکن می‌تواند به عنوان یک کالای عمومی مهم برای بخش مالی تلقی شود. در فقدان اطلاعات عمومی، بانک‌ها بطور مجزا مجبور به توسعه خدمات ارزشیابی و پایگاه داده‌های خودشان هستند. در هر صورت نرخ بهره بالا نتیجه طبیعی ریسک زیاد است. حاشیه سود ۶ تا ۷ درصد تفاوت بین نرخ بهره وام و هزینه دیون، در این منطقه دیده می‌شود که در مقایسه با استانداردهای غربی بسیار زیاد است.

## ۲-۳- سیاست مسکن و یارانه‌های بخش مسکن

بررسی نقش دولت در دگرگونی سیستم تأمین مالی مسکن بسیار مهم است. دو عامل می‌تواند تفاوت میان کشورهای مختلف را توضیح دهد: الف) نقش قانون‌گذاری دولت و ب) یارانه‌های تأمین مالی مسکن. تکامل تدریجی سیستم تأمین مالی کشورهای در حال گذار به شرایط اقتصاد کلان وابسته بوده است. بدون محیط باثبات اقتصاد کلان، پس انداز بخش خصوصی نمی‌تواند به سمت تأمین مالی مسکن سوق داده شود، و هیچ سیستم تأمین مالی نیز امکان استفاده از وجوه عمومی به صورت گسترده را ندارد (رناد<sup>۱</sup>، ۱۹۹۶). آمیختن وام مسکن و یارانه مسکن به عنوان یکی از مهم‌ترین موضوعات برای توسعه سیستم تأمین مالی مسکن در کشورهای در حال گذار مطرح شده است. یارانه‌های مسکن در مرکز بحث‌های سیاسی قرار دارد. برخی معتقدند که این نوع یارانه باید تنها به نیازمندترین گروه‌ها اختصاص یافته و به عنوان بخشی از شبکه تأمین اجتماعی به کار رود، زیرا هر دخالت در سیستم تأمین مالی مسکن سبب اختلال شده و هزینه عمومی بسیار زیادی دارد. در مقابل این نظر عقیده دیگری وجود دارد که یارانه‌های مسکن را بخش لازم سیستم تأمین مالی مسکن دانسته و نقش یارانه‌ها را در توسعه این سیستم غیر قابل اجتناب می‌دانند. براساس این نظریه خانواده‌های مرفه هم باید در میدان یارانه‌ها قرار گیرند تا اثر ضریب سرمایه‌گذاری مسکن بر کل اقتصاد حداکثر شود. مقاله اصلی دیاموند<sup>۲</sup> در این زمینه عملکرد یارانه‌ها در کشورهای در حال گذار را ارائه می‌دهد. یکی از نتایج اصلی این مطالعه آن است که نقش یارانه‌ها را تنها باید در زمینه‌ای که اجرا شده‌اند، در نظر گرفت و هیچ یارانه خوب (کارا) و یا بد

---

<sup>۱</sup> Renaud

<sup>۲</sup> Diamond

(غیرکارا) وجود ندارد<sup>۱</sup>. دخالت دولت از طریق نقش قانون‌گذاری نیز عامل مهمی در شکل دادن سیستم تأمین مالی مسکن بوده است و حتی گاهی از توسعه بازار رهنی جلوگیری کرده است (باکلی و ون اردر<sup>۲</sup>، ۲۰۰۵). دولت‌ها حتی بدون اثرگذاری مستقیم، و تنها از طریق ایجاد محیط قانونی مناسب برای سیستم تأمین مالی مسکن، نقش مهمی داشته‌اند. به هر حال، نهادهای دولتی حتی در نبود یارانه مستقیم معمولاً تضمین‌های ضمنی ارایه می‌دهند که می‌تواند سبب توسعه بازار شود. مثالی از اثرگذاری قوی دولت در بازار رهنی قزاقستان است که یک آژانس تضمین شده توسط دولت در توسعه بازار رهنی شرکت داشت. این آژانس از طریق خرید وام از بانک‌های منتشرکننده، حدود ۱۰ درصد بازار را در اختیار داشت. دولت به عنوان تضمین ضمنی برای اوراق قرضه فروخته شده برای تأمین مالی خریدهای رهنی، معافیت مالیاتی در نظر گرفت. بنابراین منابع ارزان تر (یارانه داده شده توسط دولت) برای بانک‌هایی که همکاری نمی‌کردند انگیزه ایجاد کرد تا به خاطر کاهش هزینه‌هایشان مشارکت کنند<sup>۳</sup>. شواهد تجربی نشان می‌دهد که دولت‌ها معمولاً برای ایجاد وام‌دهی رهنی برای خانوارهای با درآمد متوسط و پایین تلاش کرده‌اند. نکته مهم آنکه این برنامه‌ها بدون توسعه عمومی نهادهای بخش رهنی برای خانوارهای با درآمد بالا با شکست مواجه شده‌اند. در رومانی، برنامه nhm برای خانوارهای با درآمد متوسط اثر محدودی داشته است، زیرا آزادسازی بازار رهنی برای گروه‌های با درآمد بالا وجود نداشته است. مقایسه سیاست مسکن در اروپای مرکزی و برخی از کشورهای EU نشان می‌دهد<sup>۴</sup> که به جز جمهوری لتونی و قزاقستان، بسیاری از سیاست‌های مسکن به یارانه‌های دولت مربوط می‌شود. بطور کلی سیاست مسکن کشورهای درحال گذار را می‌توان به چهار دسته تقسیم کرد: (۱) حمایت‌های دولت برای مالکیت مسکن؛ (۲) حمایت‌های دولت برای مسکن اجاره‌ای؛ (۳) مالیات امتیازی مسکن؛ و (۴) توسعه شهری و سایر سیاست‌های اجتماعی.

---

<sup>۱</sup> مثالی از مباحثات در این زمینه، معمای کمک‌های بلاعوض نقدی در مقابل یارانه نرخ بهره است. در کل، هر دو مزایا و معایبی دارند و به تعادل رساندن آن‌ها بدون در نظر داشتن محیط اقتصادی و اجتماعی که قرار است در آن مورد استفاده قرار گیرند، غیر ممکن است.

<sup>۲</sup> Buckley and Van Order

<sup>۳</sup> برای آشنایی بیشتر نگاه کنید به:

Hegedüs. and Struyk (۲۰۰۵)

<sup>۴</sup> همان منبع

## ۴- مروری بر عملکرد تأمین مالی مسکن در شرایط تورمی

انتخاب سیاست‌ها و ابزارهای مورد استفاده در نظام تأمین مالی مسکن بایستی با توجه به شرایط حاکم بر اقتصاد ملی صورت گیرد. یکی از مسائل مهم اقتصاد ایران وجود تورم مزمن است. این نوع تورم در طول دوره‌های طولانی ادامه یافته و به نوعی در اقتصاد نهادینه می‌گردد. تورم مزمن به لحاظ ایجاد اختلال در بخش‌های مختلف اقتصادی، بدترین شکل تورم به حساب می‌آید. تورم، در هر قرارداد مالی بلندمدت و از جمله وام‌های مسکن ایجاد اختلال می‌کند. از خصوصیات مهم و تأثیرگذار تورم‌های بالا بر بازار تأمین مالی مسکن، رشد مستمر نرخ‌های بهره به همراه ماهیت نوسانی و ریسک بالای نرخ رهن است. علیرغم موفقیت قراردادهای رهنی سنتی در شرایط ثبات سطح عمومی قیمت‌ها، وجود تورم‌های بالا سبب ناکارآمدی روش‌ها و ابزارهای مذکور می‌گردد. در اقتصادهای متورم، به منظور برون رفت از چنین شرایطی، ابزارهای جدید تأمین مالی مسکن به کار گرفته شده است که اساس طراحی آن‌ها تأمین همزمان خواسته‌های وام‌دهندگان و وام‌گیرندگان است. هر یک از این ابزارها با درجات مختلفی از موفقیت مواجه شده است. تجربه کشورهای دیگر در تأمین مالی مسکن در شرایط تورمی می‌تواند برای اقتصاد ایران مفید باشد.<sup>۱</sup>

### ۱-۴- تورم و تقاضای اعتبارات بخش مسکن

در شرایط تورمی، نرخ‌های بهره به منظور حفظ ارزش و قدرت خرید منابع مالی و ایجاد جذابیت برای سرمایه‌گذاران افزایش یافته و هزینه تأمین مالی مسکن بیشتر می‌شود. از سوی دیگر عایدی سرمایه ناشی از افزایش قیمت مسکن، عاملی است که هزینه‌های خرید مسکن را کاهش می‌دهد. عامل دیگری که تقاضای مسکن را متأثر می‌سازد، رشد و نوسان نرخ‌های اعمال شده در قراردادهای رهنی است. نرخ‌های بهره فزاینده و پرنوسان سبب انحراف مسیر زمانی بازپرداخت وام‌های رهنی شده و از جذابیت سرمایه‌گذاری در مسکن می‌کاهد. خانوارها در سال‌های اولیه بازپرداخت وام رهنی، مجبور به پرداخت سهم قابل توجهی از درآمد خود بابت اقساط دوره‌ای بوده و لذا با فشارهای قابل توجهی بر بودجه خود مواجه می‌گردند. به تدریج سهم مبلغ واقعی اقساط در درآمد خانوار کاهش یافته و در سال‌های پایانی، این رقم به مقدار ناچیزی تنزل می‌یابد. کاهش در نسبت مورد بحث با در نظر گرفتن افزایش مقدار واقعی درآمد، شدیدتر نیز خواهد بود. کاهش ارزش واقعی اقساط پرداختی در طول زمان، اثر تضعیف<sup>۲</sup> نام

<sup>۱</sup> نگاه کنید به: (Lee and Bernstein (۱۹۹۶)، (Erol and Patel (۲۰۰۴)

<sup>۲</sup> Tilting Effect

دارد. بدیهی است. علاوه بر اثر فوق، عدم قطعیت ناشی از نوسان نرخ تورم، ریسک خانوارها را افزایش داده و آن‌ها را با نااطمینانی قابل توجهی در نرخ‌های بهره، مبلغ اقساط وام و سهم آن از درآمد خانوار مواجه می‌سازد. یک افزایش ناگهانی در نرخ تورم و به تبع آن نرخ بهره می‌تواند به بروز یک بحران مالی در سطح خانوار منجر گردد. توجه به توانایی بالقوه گسترش بحران تا سطوح کلان اقتصادی به دلیل گستردگی استفاده از تسهیلات مسکن، حساسیت موضوع را بیش از پیش آشکار می‌سازد. در کشورهای مختلف، راهکارهایی مانند اعمال سقف برای نرخ رهن، ارائه یارانه به خانوارها و طراحی مجدد وام‌های رهنی برای دستیابی به جریان یکنواخت بازپرداخت به منظور حل مشکل تقاضای اعتبارات مسکن مورد استفاده قرار گرفته‌اند. در عمل، هیچ یک از روش‌های فوق دارای اثربخشی مناسب و کافی نبوده و سیاست‌گذاران را متوجه طراحی و ابداع روش‌ها و ابزارهای جدید و متفاوتی برای تأمین مالی مسکن ساخته است.

## ۲-۴- تورم و عرضه اعتبارات بخش مسکن

یکی از مهم‌ترین مشکلات و موانع موجود در طرف عرضه اعتبارات مسکن، تأمین منابع مالی وام‌های رهنی بلندمدت از سپرده‌های کوتاه‌مدت است. اعطای تسهیلات بلندمدت از محل منابع کوتاه‌مدت، عملیات بانک‌ها را به فعالیتی ریسکی تبدیل می‌کند. در این میان، وجود تورم در محیط اقتصاد کلان، به مشکلات موجود دامن زده و بانک‌ها و مؤسسات مالی را در معرض ریسک ورشکستگی قرار می‌دهد. در شرایط ثبات نسبی قیمت‌ها، عدم توازن پرتفوی مؤسسات مالی مشکل چندانی به بار نمی‌آورد؛ لیکن، این مؤسسات در مقابل شرایط تورمی به شدت آسیب پذیر باقی می‌مانند. مواجهه با یک شوک تورمی، بانک‌ها را در جذب سپرده‌های جدید برای تأمین مالی تعهدات بلندمدت خود ناتوان گذاشته و آن‌ها را با کمبود منابع مالی مواجه می‌سازد. در برخی کشورها، روش‌هایی مانند تأمین مالی وام‌های رهنی متداول توسط اوراق قرضه رهنی. اعمال نرخ‌های رهن متغیر روی وام‌های رهنی عرضه شده از محل سپرده‌های کوتاه مدت. همچنین تعدیل مجدد نرخ وام‌های رهنی تأمین شده از محل اعتبارات میان مدت در پایان دوره سپرده‌گذاری. برای مقابله با مشکل مورد بحث به کار گرفته شده است.

## ۳-۴- تورم و رهن با نرخ متغیر مبتنی بر شاخص دوگانه

به دنبال اثبات عدم کارایی ابزارهای سنتی تأمین مالی مسکن و ناتوانی آن‌ها در ایجاد همزمان جذابیت برای وام‌دهنده و وام‌گیرنده، روش‌های جدیدی در تخصیص اعتبارات مسکن مورد استفاده قرار

گرفت. اساس شکل گیری تمامی ابزارهای مدرن، ایده‌ای جدید مبنی بر استفاده از دو نرخ متفاوت برای محاسبه مقدار باقی‌مانده و مبالغ پرداختی در هر دوره بوده است. این نوع رهن تحت عنوان رهن با شاخص دوگانه شناخته شده است.<sup>۱</sup> نرخ مورد استفاده در محاسبه مقدار باقی‌مانده، نرخ محاسبه بدهی و نرخ محاسبه مبالغ پرداختی، عامل پرداخت نام دارد. در پایان هر دوره، ارزش اصل وام در ابتدای دوره با استفاده از نرخ محاسبه بدهی تعیین می‌گردد. اقساط دوره بعدی نیز پس از به روز رسانی اصل مبلغ وام با استفاده از عامل پرداخت که بسته به نوع وام می‌تواند ثابت یا متغیر باشد مورد محاسبه قرار می‌گیرد. رهن با شاخص دوگانه، با افزایش پله‌ای مبلغ اقساط، اثر تضعیف را برای وام‌گیرنده از بین می‌برد. در قراردادهای رهن با شاخص دوگانه، معمولاً به منظور حفظ قدرت خرید خانوار و پرهیز از مشکلات موجود در رهن با نرخ تعدیل پذیر و رهن با نرخ متغیر، اقساط پرداختی با نرخ برابر با افزایش حقیقی درآمد خانوار یا رشد حقیقی شاخص دستمزد رشد می‌کند. حالت بدبینانه‌ای که ممکن است مکانیسم بازپرداخت وام را دچار اختلال نماید، رشد منفی دستمزد حقیقی است. در این حالت در صورت ادامه دوره‌های رشد منفی نرخ دستمزد، بازپرداخت وام عملاً غیرممکن خواهد شد. این وضعیت در ادبیات مالی تحت عنوان بازپرداخت منفی شناخته می‌شود. مهمترین مشکل و نقطه ضعف رهن با شاخص دوگانه، وقوع وضعیت بازپرداخت منفی است. در برخی کشورها مانند مکزیک، ضرر و زیان تولید شده برای مؤسسات مالی به دلیل بازپرداخت منفی، توسط دولت جبران می‌شود. عملیات مزبور در برخی دوره‌های تورمی سبب تحمیل کسری شدید بر بودجه دولت این کشور گشته است. بدین ترتیب، رهن با شاخص دوگانه، نسبت به روندهای تورم و دستمزد حساسیت دارد.

در مکزیک به عنوان کشوری که دوره‌های تورمی در اقتصاد آن جریان داشته است، رهن با شاخص دو-گانه به عنوان ابزاری برای برون رفت از شرایط بحرانی بازار تأمین مالی مسکن مورد استفاده قرار گرفته است. تجربه این کشور، نمونه بارزی برای مشاهده نتایج و مشکلات سیاست‌های نادرست در تأمین مالی مسکن است. استفاده از ابزارهای رهنی مبتنی بر نرخ‌های ثابت در یک محیط تورمی، در کنار اعمال کنترل و محدودیت روی بانک‌های با مدیریت دولتی، منجر به ورشکستگی این مؤسسات و ایجاد کسری

---

<sup>۱</sup> از انواع رهن با نرخ متغیر مبتنی بر شاخص دوگانه (Dual-Indexed VRM) می‌توان به موارد زیر اشاره داشت:  
رهن با نرخ متغیر دو نرخ (Dual Variable Rate Mortgage)  
رهن با پرداخت تدریجی (Graduated Payment Mortgage)  
رهن تعدیل شده با سطح قیمت (Price Level Adjusted Mortgage)  
رهن شاخص شده با سطح دستمزد (Wage-Indexed Payment Mortgage)  
رهن با نرخ متغیر و عامل پرداخت ثابت (Constant Payment Factor VRM)



بودجه شدید برای دولت این کشور گردید. دولتی سازی بانکها در سال ۱۹۸۱، به عنوان مکمل اقدامات غیرکارشناسی، در تخریب بازار تأمین مالی مسکن ایفای نقش نمود. در این سالها بانکهای تحت نظارت دولت مرتباً دچار ضرر شده و عملکرد بسیار نامناسبی را به نمایش گذاشتند. به دنبال حصول نتایج ناامیدکننده در بازار تأمین مالی مسکن، دولت مکزیکی تصمیم به خصوصی سازی بانکها و تصویب قانون بانکی جدید گرفت. مؤسسه تأمین مالی مسکن دولتی مکزیکی (FOVI) به یک مؤسسه خودگردان تبدیل شد. این مؤسسه در ابتدا، به دلیل مشکلات مختلف و در صدر آنها تورم بالا، با نرخهای بازپرداخت منفی مواجه گردید ولی در سالهای بعدی فعالیت (بعد از سال هفتم)، بازپرداخت مثبت وامهای رهنی با نرخ دوگانه آغاز شد. عامل اصلی توقف بازپرداخت منفی وامها در مکزیکی، روند نزولی نرخهای بهره عنوان شده است. نکات زیر در خصوص تجربه مکزیکی برای تأمین مالی مسکن در محیط تورمی می تواند آموزنده باشد.

- اجبار دولت به استفاده از ابزارهای رهنی مبتنی بر نرخ ثابت در یک محیط تورمی، سبب وارد آمدن لطمات جدی بر سیستم تأمین مالی مسکن و اقتصاد کلان کشور می گردد. عدم تمایل مؤسسات مالی به وامدهی و ورشکستگی آنها، توزیع نامناسب منابع و همچنین کسری بودجه شدید دولت به دلیل پرداخت مبالغ قابل توجهی از یارانههای جبرانی از جمله این موارد به شمار می رود.
- رهن با شاخص دوگانه، به عنوان ابزاری مؤثر در تشویق مؤسسات مالی به انتشار وامهای بلندمدت عمل کرده است.
- اثربخشی رهن با شاخص دوگانه، به شدت به وجود یک شاخص دستمزد و درآمد قابل اطمینان بستگی دارد. همچنین شناخت دقیق سیاستگذار از خصوصیات وام ارائه شده به مشتریان، از عوامل مهم موفقیت در استفاده از این ابزار است.

## ۵- نظام تأمین مالی مسکن ایران

### ۱-۵- ویژگیها

ویژگیهای نظام تأمین مالی مسکن در اقتصاد ایران را می توان به شرح زیر برشمرد:

- در مقایسه با سایر کشورهای در حال توسعه، ایران به رغم برخورداری از سرانه تولید ناخالص داخلی بالا یکی از کوچک ترین نظام های تأمین مالی مسکن را دارد. بطوری که مانده اعتبارات مسکن به تولید ناخالص داخلی حدود ۷ درصد است.
- شاخص نسبت وام به ارزش بسیار پایین است. اگر چه این مسئله ریسک اعتباری بانکها 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.

#### نسبت وام به ارزش دارایی در ایران

۸۶	۸۵	۸۴		
۱۸۰۰۰۰	۱۸۰۰۰۰	۱۸۰۰۰۰	سقف تسهیلات (هزار ریال)	
۴۴۰۳۰۰	۲۴۱۰۳۳	۲۱۲۰۹۶	قیمت	
۴۰/۹٪	۷۴/۷٪	۸۴/۹٪	سهم سقف تسهیلات	آپارتمان ۵۰ متری
۶۶۰۵۰۰	۳۶۱۵۴۹	۳۱۸۱۴۴	قیمت	
۲۷/۳٪	۴۹/۸٪	۵۶/۶٪	سهم سقف تسهیلات	آپارتمان ۷۵ متری
۸۸۰۶۰۰	۴۸۲۰۶۵	۴۷۴۱۹۲	قیمت	
۲۰/۴٪	۳۷/۳٪	۳۸/۰٪	سهم سقف تسهیلات	آپارتمان ۱۰۰ متری

- در ایران منابع تأمین مالی بخش مسکن را بودجه دولت و نهادهای دولتی، تسهیلات بانکی، پس اندازهای شخصی و بازار غیر رسمی تشکیل می دهند. نقش دولت در بخش مسکن در اسناد بودجه تعیین و به دو دسته تفکیک می شود: فصل تأمین مسکن (بودجه عمرانی؛ شامل بودجه ملی و استانی) و نیز تبصره های بودجه. در حالت کلی مشاهده می شود که دولت خود هزینه ای را صرف خرید مسکن نکرده، بلکه گاهی یارانه تسهیلات مسکن را در قالب تبصره ها پرداخت کرده و بیشتر تمرکز بر ساخت مسکن بوده است. به علاوه فعالیت دولت در بخش مسکن با نوسانات زیادی همراه بوده است. دولت در حدود ۱ درصد از منابع لازم برای ساخت مسکن را تأمین کرده است. از سوی دیگر بررسی سری زمانی تسهیلات بانکی نشان می دهد که نرخ رشد تسهیلات اعطایی برای ساخت از خرید بیشتر است. سیستم بانکی از تأمین مالی ساخت مسکن بین ۳۰ تا ۵۰ درصد بوده است که به طور متوسط در حدود ۱۵

درصد از کل تسهیلات اعطایی بانک‌ها برای ساخت مسکن را بانک مسکن پرداخته است. سهم سیستم بانکی در تأمین مالی منابع لازم برای خرید مسکن در حدود ۲۰ درصد بوده است که ۵۰ تا ۷۰ آن توسط بانک مسکن پرداخت شده است.<sup>۱</sup> خانوارها و شرکت‌های خصوصی با استفاده از منابعی غیر از سیستم بانکی و بودجه عمومی دولت همواره در حدود ۶۰ درصد منابع را از بازار غیر متشکل تأمین کرده‌اند. سرمایه‌گذاری خانوارها و تسهیلات اعطایی سیستم بانکی تا اندازه‌ای هم‌حرکتی دارند. بین ۸۰ تا ۹۰ درصد منابع لازم برای خرید مسکن از طریق بازار غیر متشکل پولی تأمین شده است.

- بازپرداخت وام برای دهک‌های پایین درآمدی مشکل بوده و موجب افزایش تقاضای مؤثر آنها نمی‌شود.

#### نسبت بازپرداخت سالانه تسهیلات خرید مسکن به هزینه سالانه خانوار (درصد)

دهک هزینه درصد	دهک اول	دهک دوم	دهک سوم	دهک چهارم	دهک پنجم	دهک ششم	دهک هفتم	دهک هشتم	دهک نهم	دهک دهم
	۱۰۵/۲	۹۰/۷	۶۹/۲	۵۵/۹	۴۶	۳۸/۵	۳۱/۴	۲۴/۹	۱۸/۸	۱۰/۴

- مهمترین عوامل تأثیر گذار بر تقاضای مسکن یا سرمایه‌گذاری برای خرید مسکن عبارتند از: قیمت نسبی مسکن، انتظارات تغییر قیمت مسکن در آینده، درآمد ملی، نقدینگی و بازار اعتبارات مسکن، نرخ بازده دارایی‌های موجود در اقتصاد، و جمعیت. مطالعات نشان می‌دهد که حدود ۴۰ تا ۵۰ درصد از نقدینگی وارد شده به بخش مسکن به انگیزه تقاضای سرمایه‌ای بوده است. نکته قابل توجه آن که ورود نقدینگی با انگیزه سرمایه‌ای با دوره‌های جهشی افزایش قیمت مسکن منطبق است.
- توان تملک مسکن در ایران پایین است بطوریکه در سال ۱۳۸۰ به غیر از دو دهک بالای درآمدی در تهران، سایر خانوارها لازم است بیش از ۸ سال هزینه خود را صرف خرید یک واحد ۷۵ متری مسکونی نمایند. قدرت خرید یا توان تملک خانوار در ایران بطور عمده بستگی به پس‌انداز گذشته دارد. در حالیکه در سیستم تأمین مالی مناسب باید فرد بتواند منبع مورد نظر را از بازار مالی مسکن تهیه کرده و اقدام به خرید خانه کند و سپس به وسیله درآمدهای آینده، اصل و بهره وام را باز پس دهد.

<sup>۱</sup> برای آشنایی با عملکرد بانک مسکن نگاه کنید به: میرشجاعی (۱۳۸۴)، و گزارش‌های عملکرد بانک مسکن.

نسبت قیمت مسکن به هزینه خانوار در دهک‌های مختلف

قیمت مسکن به هزینه خانوار	دهک ۱	دهک ۲	دهک ۳	دهک ۴	دهک ۵	دهک ۶	دهک ۷	دهک ۸	دهک ۹	دهک ۱۰
تهران، ۱۳۷۹	۳۴/۲	۱۹/۴	۱۴/۷	۱۲	۱۰/۱	۸/۶	۷/۲	۵/۹	۴/۵	۲/۷
تهران، ۱۳۸۰	۳۶/۹	۲۸/۴	۲۱/۸	۱۸	۱۵/۳	۱۲/۸	۱۰/۸	۸/۹	۶/۷	۳/۴
شهرهای بزرگ، ۱۳۷۹	۱۵/۳	۸/۷	۶/۶	۵/۴	۴/۵	۳/۹	۳/۲	۲/۷	۲	۱

• درصد مالکیت منازل مسکونی در ایران در حال حاضر و بنا بر آمار بودجه خانوار برابر ۷۸ درصد است. سایر افراد یا مستأجر بوده و یا در خانه‌هایی نظیر خانه‌های سازمانی که برای آنها هزینه‌ای نمی‌پردازند ساکن می‌باشند. اما این درصد مالکیت بین گروه‌های مختلف سنی متفاوت است. بر اساس بررسی‌های فقر و توزیع درآمد می‌توان دریافت که میزان فقر در بین خانوارهای جوان و مسن در دو طرف طیف شدیدتر است. خانوارهای با رئیس خانوار بین ۱۵ تا ۳۰ سال، حدود ۴۰ درصد مالک مسکن مسکونی هستند، درحالی که این نسبت برای خانوارهای بین ۶۱ تا ۶۵ سال بیش از ۸۰ درصد است. بنابراین توجه به این نکته ضروری است که خانوارهای دارای رئیس جوان از ویژگی درآمد پایین و عدم مالکیت تا حد ۶۰ درصد برخوردار هستند. برای نشان دادن حجم منابع مالی مورد نیاز تأمین 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 گروه‌های مختلف سنی، و با پیش بینی جمعیت کشور به تفکیک گروه‌های 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، می‌توان میزان سرمایه‌گذاری لازم برای حفظ وضع موجود را تعیین کرد. نتیجه این محاسبات که مقادیر سالانه آنها در فاصله‌های زمانی ۵ ساله بدست آمده‌اند، در جدول زیر درج شده است. می‌بینیم که به منظور نیل به چنین هدف نه چندان بلندی لازم است که در سالهای ۸۵-۹۰ هر

سال حدود ۱۹۷ هزار میلیارد ریال<sup>۱</sup> سرمایه گذاری انجام شود. مجموع کل سرمایه‌گذاری بخش خصوصی در مناطق شهری در سال برابر ۱۱۳ هزار میلیارد ریال است که می‌توان حجم آن را در کل کشور برابر ۱۳۰ هزار میلیارد ریال تخمین زد. اگر فرض کنیم که منابع بانکی بخواهند این فاصله را جبران کنند، لازم است که حجم آنها دو برابر شود که به نظر ناممکن می‌رسد. لازم به ذکر است رقم محاسبه شده حجم حقیقی سرمایه لازم را نشان می‌دهد و لازم است به کمک شاخص قیمتی مناسب در هر سال تعدیل شود.

پیش بینی سرمایه‌گذاری لازم برای ساخت و خرید مسکن در سال‌های آتی به

مقادیر ثابت سال ۱۳۸۵ (میلیارد ریال)

دوره زمانی	میزان سرمایه‌گذاری لازم در هر سال (میلیارد ریال)
۱۳۸۵-۱۳۹۰	۱۹۶۷۴۷,۹
۱۳۹۰-۱۳۹۵	۲۰۱۸۷۸,۸
۱۳۹۵-۱۴۰۰	۲۰۴۶۸۸,۲
۱۴۰۰-۱۴۰۵	۲۰۸۲۷۸,۳
۱۴۰۵-۱۴۱۰	۲۰۷۸۱۵,۸
۱۴۱۰-۱۴۱۵	۲۰۳۳۳۰,۹

• در حال حاضر بخش عمده‌ای از نظام بانکداری ایران به صورت دولتی اداره می‌شوند. مالکیت دولت، دخالت‌ها و حمایت‌هایی را نیز به همراه داشته است که بر نحوه عملکرد نظام بانکی بسیار مؤثر بوده‌است. در ایران شبکه بانکی با درگیر شدن در تأمین حجم کلان منابع مورد نیاز دستگاه‌های دولتی، انجام خدمات دولتی و ارایه تسهیلات تکلیفی در عمل به بانک کارگزار دولت تبدیل شده‌است. ابعاد مختلف نقاط ضعف نظام بانکداری ایران می‌توان به صورت مسایل مربوط به قوانین ومقررات، مشکلات ساختاری بانک‌ها و نیز مشکلات عملیاتی بانک‌ها دسته‌بندی کرد. در نظام بانکی کشور جهت خرید یا تولید واحدهای مسکونی از عقود مختلفی استفاده می‌شود که هر یک با توجه به ویژگی‌های خود کاربرد معینی دارد. به هنگام خرید واحدهای مسکونی، اعطای تسهیلات بانک‌ها بیشتر اوقات در قالب عقود فروش اقساطی و اجاره به شرط تملیک انجام می‌شود و اعطای تسهیلات جهت ساخت و تعمیر واحدهای

<sup>۱</sup> همه مقادیر بر مبنای قیمت ثابت سال ۱۳۸۵ محاسبه شده اند

مسکونی در قالب عقود مشارکت مدنی و جعاله صورت می‌پذیرد. از قرض الحسنه نیز در مواردی مانند تعمیر و یا تامین ودیعه استفاده می‌شود. بین تمام بانک‌های دولتی و خصوصی، فقط بانک مسکن تعهد پرداخت تسهیلات خرید خانه در قبال سپرده‌گذاری در صندوق پس‌انداز مسکن دارد و سایر بانک‌ها طبق سیاست‌های اعتباری خود اقدام به پرداخت تسهیلات می‌نمایند.

• با توجه به سهم نهادهای مختلف در تامین مالی مسکن در ایران، می‌توان وضع موجود را مبتنی بر بانک و عمدتاً بر مبنای بازار کوتاه مدت پول ارزیابی کرد. سیستم بانکی با وجود اصلاحاتی چون تسهیل ورود بانک‌های غیردولتی، همچنان دچار مشکل است. مواردی چون فقدان رقابت، نسبت پایین مبلغ تسهیلات به ارزش واحد مسکونی، سهم بالای مبلغ اقساط بازپرداخت تسهیلات مسکن از حقوق و دستمزد، انعطاف پذیر نبودن نرخ سود تسهیلات و منفی بودن نرخ واقعی سود سپرده‌ها، محدودیت‌های ابزارهای رهن، منابع محدود و فقدان تعمیق مالی، ایرادات موجود در اجرای قوانین مربوط به عقود، ایرادات مربوط به بانک‌های عامل در ناپایداری شرایط اقتصادی کشور و عدم انگیزه زیاد برای اعطای تسهیلات بلندمدت، نشان دهنده ناکارآمدی سیستم تامین مالی موجود است که مشکل تامین مالی بخش مسکن را شدیدتر نموده است.<sup>۱</sup>

## ۲-۵- درس‌هایی برای نظام تأمین مالی مسکن ایران

• علیرغم درک اهمیت بخش مسکن در اقتصاد ایران، نظام تأمین مسکن توسعه زیادی نیافته است و با توجه به افزایش جمعیت و شهرنشینی و طبقه متوسط، دامنه مشکلات روبروی دولت نیز افزایش می‌یابد. تجربه بسیاری از کشورهای توسعه یافته و درحال توسعه نشان می‌دهد که بازار سرمایه منابع بلندمدت را برای بخش مسکن فراهم می‌کند. اوراق بهادار رهنی به عنوان ابزاری توانمند امکان دستیابی به وجوه و تخصیص بهتر ریسک را فراهم آورده است. این ابزار در کشورهای درحال توسعه توانسته است انتقال پس‌اندازهای داخلی را به بخش مسکن صورت دهد. به علاوه بازار جدیدی را برای سرمایه گذاران نهادی به عنوان مکمل بازار اوراق بهادار دولتی فراهم آورد.<sup>۲</sup> در این کشورها اصلاحات صورت گرفته در صندوق‌های بازنشستگی و بیمه، به عنوان سرمایه گذاران نهادی، سبب افزایش منابع در مقیاس زیاد شده است.

<sup>۱</sup> برای آشنایی با نارسایی تامین مالی مسکن در ایران نگاه کنید به: وزارت مسکن و شهرسازی (۱۳۸۶)، کیومرثی (۱۳۸۴)

<sup>۲</sup> برای آشنایی بیشتر با اوراق بهادار رهنی در کشورهای نوظهور مراجعه کنید به:

Hassler and Chiquier (۲۰۰۲), Chiquier (۱۹۹۲), Hassler, et.al (۲۰۰۴)

- 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 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.

- با وجودی که در کشورهای در حال گذار، دولت برای انتشار اوراق بهادار رهنی فعال بوده است، ولی تنها ورود دولت تضمین‌کننده موفقیت این حوزه نبوده است. 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 کرده‌اند که در بهترین شرایط اثرگذاری متوسطی داشته‌اند. سیاست‌گذاران باید از ریسک‌های بالقوه حضور این نهادها برای سیستم آگاه باشند. با این حال باید توجه داشت که اوراق بهادار رهنی ابزاری است که امکان استفاده از وجوه بازار سرمایه را برای تأمین مالی مسکن فراهم آورده و در دسترس بودن و قابلیت تهیه مسکن را افزایش می‌دهد بطوری که برای وام‌دهندگان این امکان را ایجاد می‌کند که مدیریت بهتری بر ریسک تأمین مالی مسکن داشته باشند.

- از توصیه‌های 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. در این راستا توجه به عواملی چون اندازه بازار، ثبات اقتصاد کلان، درجه توسعه زیرساخت بازارهای مالی، وابستگی به مسیر قانونی و

ساختاری<sup>۱</sup>، و امکان پذیر بودن قیمت گذاری ابزارهای بلندمدت و میان مدت بر مبنای ریسک بسیار ضروری است.<sup>۲</sup>

• بی‌ثباتی اقتصاد کلان و نرخ بالا و پر نوسان بهره داخلی اثر بدی بر تأمین مالی بلندمدت داشته‌است. طرح‌های توسعه بازار اوراق بهادار رهنی در اقتصادهای نوظهور به خاطر سطح و نوسان نرخ بهره با مشکلات جدی قیمت گذاری مواجه بوده است. بنابراین شروط لازم برای بقای تأمین مالی رشد اقتصادی، کاهش تورم تا سطح قابل قبول، و بهبود وضعیت دستمزد حقیقی و ثبات اشتغال اکثریت شهروندان دارای اهمیت است.

• اندازه بازار مالی از عوامل تعیین کننده یک نظام تأمین مالی مسکن است. تجربه نشان می دهد که بازار مالی بزرگتر منجر به استفاده کاراتر از سرمایه شده و با ایجاد طیف ابزارها و خدمات مالی و تکنیک های مدیریت ریسک قادر به تجمیع و کاهش ریسک می باشد. توسعه بازار مالی نیازمند ایجاد و تقویت زیرساخت های بازارهای مالی به شرح زیر است:<sup>۳</sup>

**زیرساخت قانونی و قانون گذاری و ایجاد تنظیمات:** شامل قوانین ورشکستگی بانکی، مکانیزم‌های اجرا و حل اختلاف بین اعتباردهندگان و بدهکاران، نظارت، حسابداری و حسابرسی، اصول حاکمیت شرکت‌ها و نهادها

**زیرساخت اطلاعاتی:** شامل اسناد عمومی، مقررات درباره شفاف سازی اطلاعات، قیمت گذاری، ادارات اعتباری، بنگاه‌های رتبه بندی، تحلیل گران صنعتی و مالی و اقتصاد کلان، دسترسی عمومی به آمار (به موقع، دقیق و با پوشش کامل)

**زیرساخت قیمت گذاری ریسک:** شامل بازار اوراق بهادار دولتی، بازار اوراق قرضه بخش خصوصی

**زیرساخت پرداخت و تسویه:** شامل سیستم‌های تسویه و نقل و انتقال بانکی، قوانین و استانداردها، استفاده از فناوری اطلاعات

**زیرساخت ثبات مالی:** شامل امکانات نقدینگی و سایر امکانات امنیت شبکه

فهرست بندی پنج دسته زیرساخت مالی فوق نشان می دهد که سیستم‌های سنتی بانکداری، در سطوح اولیه توسعه مالی سهم قابل توجهی خواهند داشت. فرض آن است که سیستم‌های مالی در طی مراحل

<sup>۱</sup> نگاه کنید به: Hathaway (۲۰۰۰)

<sup>۲</sup> نگاه کنید به: JCHS (۲۰۰۵)

<sup>۳</sup> نگاه کنید به: Bossone (۲۰۰۳)



توسعه از وضعیت مبتنی بر بانک به حالت مبتنی بر بازار تغییر می کند، در نتیجه این امکان فراهم می شود تا قیمت گذاری ریسک تحت عرضه خدمات مالی که در ابتدا به وسیله بانکها فراهم می شد، با سهولت بیشتری انجام پذیرد.

• مسیر توسعه نظام تأمین مالی مسکن را می توان به شرح زیر برشمرد:

**آزادسازی بازار تأمین مالی مسکن:** در یک اقتصاد بسته، دولت بیشتر ریسک سیستم مالی را تحمل می کند و بازار تحت تأثیر تنظیمات و یارانه های مستقیم و غیرمستقیم دولت قرار دارد. آزادسازی شکل های متعددی را چون حذف سقف نرخ بهره و اعتبارات، حذف اولویت های خاص نهادهای دولتی، خصوصی سازی نهادهای مالی دولتی، ورود آزاد یا آسان تر سایر نهادهای مالی داخلی و بین المللی را شامل می شود.

**ایجاد ثبات اقتصاد کلان:** ثبات در نرخ تورم و نرخ بهره و قابل پیش بینی بودن آنها توسعه بازارهای رهنی خرد مانند بانک های خصوصی: سیستم های مالی معمولاً از وضعیت مبتنی بر بانک آغاز می کنند.

**حذف اختلالات در بازار مسکن:** ثبت های دفتری پیش شرط اساسی برای رشد بازارها رهنی است. در این رابطه موافقت هایی بین وزارت خانه های دادگستری، مسکن و شهرسازی، اقتصاد و دارایی و نهادهای مرتبط را لازم دارد.

**توسعه قانون مالی رهنی جدید:** این فرآیند ممکن است زمان بر و غیرقابل پیش بینی باشد. تجدید ساختار برنامه های دولتی: بسیاری از اصلاحات موفق بازار رهنی، برنامه های مسکن اجتماعی هزینه بر و غیر قابل تحمل را بازسازی کرده اند. در دو دهه آینده توسعه سریع تر بازارهای رهنی را در کشورها شاهد خواهیم بود، زیرا به صورت فزاینده ای دولت ها در تامین مالی سرمایه گذاری های شهری برای مسکن ناتوان می شوند.

**افزایش تقاضا پیش از توسعه بازار رهنی:** در مسیر توسعه بازار رهنی ابتدا باید تقاضا برای اوراق بهادار شکل گرفته باشد. این تقاضا معمولاً نتیجه اصلاحات موفق صندوق بازنشستگی، شرکتهای بیمه و سایر نهادهای قراردادی پس انداز می باشد. لازم است طیف کامل اختیارات اوراق بهادار رهنی پیش از اوراق بهادار سازی گسترش یابد. اوراق بهادار سازی پیچیده ترین انتخاب و بسیار وابسته به زیرساخت ها است. توسعه این نوآوری پیچیده باید بر اساس تقاضای سرمایه گذار داخلی صورت پذیرد. قیمت گذاری باید بر اساس شرایط بازار مسکن و منتشرکنندگان انجام شود. نکته مهم در مسیر توسعه سیستم های تأمین

مالی، سیاست‌های مستقیم مسکن برای ارائه خدمات به گروه‌های کم درآمد به عنوان مکمل توسعه بازار رهنی لازم است.

• به منظور طراحی سیستم وام دهی رهنی مبتنی بر بازار با عملکرد مناسب و راحت برای مشتریان اقدامات زیر ضروری است:

- پایه گذاری روش‌های پیچیده مدیریت ریسک وام دهی رهنی برای خانوارهای با درآمد کم و متوسط  
- توسعه ابزارهای رهنی برای رواج بیشتر وام رهنی با در نظر داشتن ملزومات طراحی وام رهنی برای خانواده‌های با درآمد کم و متوسط (ابزارهای ساده و کارا برای وام گیرندگان، ابزارهای کم ریسک برای وام دهندگان و طرح‌های کارای بیمه رهنی)

- استفاده مناسب از تأمین وجه از طریق بازار ثانویه (اوراق قرضه رهنی پوششی/MBS) به عنوان کنترل کننده‌های مؤثر ریسک

- طراحی بازار بیمه رهنی با کارکرد مناسب با تأکید بر طرح‌های بیمه قصور رهنی و چارچوب قانونی بیمه قصور سپرده

- جذب سرمایه گذاران نهادی مانند صندوق‌های بازنشستگی و شرکت‌های بیمه در بازارهای رهنی ثانویه، که می‌تواند به رشد بازارهای رهنی، ارتقاء سطح نقدینگی و توسعه زیرساخت‌های بازارهای رهنی بیانجامد.

- پایه گذاری ساختارهای نظارتی و قانونی سازگار با قوانین و استانداردهای بین المللی به منظور توسعه پایدار وام دهی رهنی و بازارهای تأمین مالی.

- پایه گذاری قوانین مؤثر برای سازمان‌های تخصصی وام دهی رهن غیر سپرده ای. ایجاد چارچوب قانونی بانک‌های رهنی تخصصی به عنوان ابزار مؤثر فعال سازی بازار رهنی

- پایه گذاری چارچوب‌های قانونی و نظارتی مناسب برای توسعه بازارهای رهنی اولیه و ثانویه (مثلاً چارچوب قانونی برای ابزارهای تأمین مالی مانند MBS)

- اجرایی کردن قوانین بازارهای اولیه و ثانویه با توجه به قوانین و استانداردهای بین‌المللی

• با توجه به شرایط تورمی ایران، که منجر به کاهش ارزش واقعی اقساط پرداختی در طول زمان (اثر تضعیف) می‌شود، بکارگیری قراردادهای رهنی سستی برای تأمین مالی مسکن ناکارآمد بوده و قراردادهای مالی بلندمدت دچار اختلال است. در چنین شرایطی در یک مرحله گذر، تا ایجاد ثبات محیط اقتصاد

کلان، ابزارهایی می‌بایست به کار گرفته شود که اساس طراحی آنها تأمین همزمان خواسته های وام دهندگان و وام گیرندگان است (رهن با نرخ متغیر مبتنی بر شاخص دوگانه).

### فهرست منابع

#### منابع فارسی:

- ۱- کیومرثی، مسعود (۱۳۸۴)، بازار رهن و نارسایی تامین مالی مسکن در ایران، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
- ۲- گزارش عملکرد بانک مسکن - سالهای مختلف.
- ۳- میرشجاعی، فخری (۱۳۸۴)، گزارش نقش بانک مسکن در تامین مالی مسکن (۱۳۶۸-۱۳۸۲)، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
- ۴- وزارت مسکن و شهرسازی (۱۳۸۶)، ارزیابی سیستم تأمین مالی مسکن در ایران و ارزیابی اثرات مقررات کنونی قوانین موجود بر عملکرد این نظام، گزارش های شماره ۲ و ۳، شرکت خردآما.

#### منابع انگلیسی:

- [۱] Allen, F. and Douglas G. (۲۰۰۴), *Comparing Financial Systems*, Cambridge MA: MIT Press, ۵۰۷ pp.
- [۲] Ball, G. (۲۰۰۳), Dual-Indexed Mortgages in Reforming Socialist Economies: Evaluating the Risks and Institutional Requirements, *Urban Development Division, the World Bank*, Housing Policy Debate, Volume ۳, Issue ۳.
- [۳] Boelhouwer, P.J., and H.M.H. van der Heijden (۱۹۹۲), Housing Systems in Europe: Part I. A Comparative Study of Housing Policy, *Housing and Urban Policy Studies*, Delft University Press.
- [۴] Bossone, B., Sandeep M. and F. Zahir (۲۰۰۳), "Financial Infrastructure, Group Interests, and Capital Accumulation", *IMF Working Paper WP/۰۳/۲۴*, January.
- [۵] Chiquier, L. (۱۹۹۹), Secondary mortgage facilities: A case study of Malaysia's Cagamas Berhad, Financial Sector Development Department, *World Bank*, February.
- [۶] Diamond, D. and M. Lea (۱۹۹۲), "Housing Finance in Developed Countries: An International Comparison of Efficiency", *Journal of Housing Research*.
- [۷] Diamond, D. B. and Hoek-Smit, M. C., *Housing Finance Subsidies*, ۲۰۰۵.

- [<sup>18</sup>] Erol, I. and Patel K. (2004), Housing Policy and Mortgage Finance in Turkey during the Late 1990s Inflationary Period, *International Real Estate Review*, and Vol. 7 No. 1
- [<sup>19</sup>] Gibb, K. and Whitehead, C. (2007), "Towards the More Effective Use of Housing Finance and Subsidy", *Housing Studies*, 22:2, 183-200.
- [<sup>20</sup>] Green, R. and Wachter, S. (2007), "The Housing Finance Revolution", 31st Economic Policy Symposium: *Housing Finance and Monetary Policy*, Wyoming.
- [<sup>21</sup>] Hassler, O. et.al, (2004), "Mortgage Securities in Emerging Markets", *The World Bank*.
- [<sup>22</sup>] Hassler, O. and Chiquier, L. (2002), Fourth OECD/World Bank Bond Markets Workshop, *World Bank*, FSD.
- [<sup>23</sup>] Hathaway, O. A. (2000), "The Path Dependence of the Law: The Course and Pattern of Legal Change in a Common Law System", Boston University School of Law, *Working Paper Series on Law and Economics*, WP00-06.
- [<sup>24</sup>] Hegedüs, J. and Struyk, R. (2000), *Housing Finance, New and Old Models*, Open Society Institute.
- [<sup>25</sup>] Joint Center for Housing Studies (JCHS) (2000), Framing the issues: Housing finance, economic development, and policy innovation, Harvard University.
- [<sup>26</sup>] Lee, M. and Bernstein, S. (1996), "Housing Finance in an Inflationary Economy: The Experience of Mexico", *Journal of Housing Economics* 0, 87-104.
- [<sup>27</sup>] Merrill, Sally R. and Kozlowski, E. (2001), Developing Housing Finance in a Transition Economy: The Case of Poland.
- [<sup>28</sup>] OECD, (2000), *Housing Finance Markets in Transition Economies: Trends and Challenges*.
- [<sup>29</sup>] Okpala, D. (1994), "Financing housing in developing countries: A review of pitfalls and potentials in the development", *Urban Studies*, Vol. 31 Issue 9, p1071.
- [<sup>30</sup>] Papa, O.A. (1992), Housing Systems in Europe: Part II. A Comparative Study of Housing Finance, *Housing and Urban Policy Studies* 7, Delft: Delft University Press.
- [<sup>31</sup>] Renaud, B. (1996), "Housing Finance in Transition Economies", the World Bank., *Policy Research Working Paper* 1060.
- [<sup>32</sup>] Renaud, B. and Jaffee, D. (1996), "Strategies to Develop Mortgage Markets in Transition Economies", *World Bank Policy Research Working Paper* 1697.

[၃၃] Renaud, B. (၂၀၀၄), “Mortgage finance in emerging markets: constraints on feasible development paths”, *International AREUEA Conference*.

[၃၄] Stephens, M. (၂၀၀၃), “Globalizations and Housing Finance Systems in Advanced and Transition Economies”, *Urban Studies*, ၄၀(၁-၆): ၁၀၁၁-၂၆.

[၃၅] UN/ECE, *Housing Finance Systems for Countries in Transition Principles and Examples*, New York, Geneva, ၂၀၀၁.

[၃၆] Warnock, V. and Warnock, F.(၂၀၀၅), “Markets and Housing Finance”, *NBER Working Paper* ၁၃၀၈၁.