



بازار رهن ثانویه واکنشی مناسب به نیاز بازار ایران برای تحول در نظام تأمین مالی مسکن

✍ بهاره شفیع زاده

سمانه صادقی عسکری

مقدمه

از جمله بخش‌های پیشرو در هر اقتصادی، بخش مسکن است که توجه به آن افزون بر تأثیرهای عمیق اجتماعی-فرهنگی، به لحاظ اقتصادی نیز دارای اهمیت بوده و همچون موتور رشد و توسعه عمل می‌کند. این بخش از طریق تأثیر بر مخارج مصرفی و سرمایه‌گذاری، و با ایجاد رشد اقتصادی و ایجاد اشتغال در بخش ساختمان و بخش‌های وابسته، تولید ناخالص داخلی و نوسانهای اقتصادی را به شدت تحت تأثیر قرار می‌دهد. از طرف دیگر، هرگونه بی‌ثباتی در اقتصاد کلان می‌تواند نظام کارای مسکن و هر بخش اقتصادی دیگری را ناکارآمد ساخته و هدفهای تعیین شده در آن بخش را از دسترس دور کند. بنابراین شرط اولیه در تمهید بخش مسکن کارآمد، ایجاد محیط باثبات اقتصادی است (قلی‌زاده، ۱۳۸۸).

برطرف شدن مشکل بیکاری به خصوص در موقع بحران شده است.

در حال حاضر، بروز مجموعه‌ای از مشکلات در اقتصاد و نظام بانکی از جمله افزایش تقاضا برای تسهیلات، به دلیل ارزان بودن آنها در بانکهای دولتی، وجود شکاف زمانی در سررسید سپرده‌ها و تسهیلات، اعمال سیاست‌های تکلیفی و بازپرداخت نکردن تسهیلات از سوی مشتریان و افزایش مطالبه‌های معوق بانکها، موجب شده است از یک سو بانکها و از سوی دیگر بنگاه‌های اقتصادی که نقش اساسی در سرمایه‌گذاری و به تبع آن ایجاد تولید ملی فعلی و آینده اقتصاد را بر عهده دارند، با مشکل کمبود نقدینگی روبه‌رو شوند. برای خارج شدن از این مشکل، لزوم استفاده از ابزار نوین تأمین مالی امری ضروری است (فرجی و رفیعی شمس آبادی، ۱۳۸۹). اوراق رهنی که نوعی صکوک است، شیوه جدید تأمین مالی بوده و در شرایط کنونی اقتصاد مسکن، ایجاد بازار رهن ثانویه با استفاده از این ابزار، برای توسعه پوشش وام در سطح، عمق و اعمال سیاست‌های دولت در این بازار، امری اجتناب‌ناپذیر است (شیری مرکیه، ۱۳۹۳).

موضوع تأمین مالی مسکن

تأمین مالی مسکن می‌تواند به شیوه‌های زیر انجام شود:

- ۱- نظام سپرده‌گذاری (بازار پول)،
- ۲- صندوق‌های املاک، مستغلات، زمین و ساختمان^۱ (بازار سرمایه)،
- ۳- تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار (بازار سرمایه)، و
- ۴- بازار رهن ثانویه^۲ (بازار سرمایه).

بازار تأمین مالی مسکن، در مسیر تکاملی خود چند مرحله مهم را پشت سر گذاشته است. پس از جنگ جهانی دوم با افزایش تقاضای خرید مسکن، بانکها و مؤسسه‌های مالی و اعتباری در آمریکا و برخی از کشورهای اروپایی با تقاضای فراوانی برای وام مسکن روبه‌رو شدند. از اینرو، کوشش فراوانی صورت گرفت تا منابع مالی بیشتری جذب شده و از این راه، تسهیلات بیشتری نیز اعطا شود. در آن زمان تأمین مالی وام‌ها به‌طور عمده از محل سپرده‌ها بود؛ بنابراین منابع تأمین مالی بانک‌ها به همین مورد محدود می‌شد. برای رفع

از جمله عوامل مهم و کلیدی در رشد اقتصادی کشورهای در حال توسعه، تشکیل سرمایه به‌منظور تأمین مالی فعالیت‌های اقتصادی مؤثر است. یکی از سیاست‌های کلی لایحه برنامه پنجم توسعه، تحقق رشد مستمر و پرشتاب اقتصادی به میزان دستکم ۸ درصد نرخ رشد سالانه تولید ناخالص داخلی بوده و یکی از پیش شرط‌های تحقق هدفهای متعالی سند چشم‌انداز بخش مالی در قالب بسته‌های سیاستی لایحه برنامه پنجم توسعه، طراحی «راهبرد توسعه نظام مالی و تأمین مالی کشور» است که در چارچوب آن بتوان نقش بانکها، واسطه‌های مالی و دیگر نهادها و ابزار مالی را برای دستیابی به رشد غیرتورمی متناسب با هدفهای چشم‌انداز بیست‌ساله و ابعاد اقتصاد مقاومتی، تبیین کرد (خبرگزاری فارس، ۱۳۹۲).

طبق بند اول سیاست‌های کلی اقتصاد مقاومتی، تأمین شرایط و فعال‌سازی تمامی امکانات و منابع مالی و سرمایه‌های انسانی و علمی کشور به‌منظور توسعه کارآفرینی و به حداکثر رساندن مشارکت آحاد جامعه در فعالیت‌های اقتصادی با تسهیل و تشویق همکاری‌های جمعی و تأکید بر ارتقای درآمد و نقش طبقه‌های کم‌درآمد و متوسط، از هدفهای سند چشم‌انداز بیست‌ساله به‌شمار می‌رود (خبرگزاری فارس، ۱۳۹۲). یکی از عوامل مهم و اصلی در رشد اقتصادی کشورهای در حال توسعه، تشکیل سرمایه به‌منظور تأمین مالی فعالیت‌های اقتصادی مؤثر است و حمایت از تولید ملی داخلی در دوران اقتصاد مقاومتی، ضرورتی جدی است. از سوی دیگر باید فعالیت‌های تولیدی و بازرگانی و حتی نظام پولی و مالی کشور با نیازهای ناشی از اجرای اقتصاد مقاومتی و پیامدهای آن، هماهنگ و هم‌خوان شود و از طرف دیگر، اقتصاد کشور باید متکی به توانمندی‌ها و ظرفیت‌های داخلی باشد. نیروی کار، منابع سرمایه‌ای، ابتکارها و خلاقیت‌ها، نگاه‌ها و نگرش‌ها و مانند آن باید با الزامهای اقتصاد مقاومتی هماهنگ شوند.

تجربه دیگر کشورهای در حال توسعه نشان داده است که تعمیق و گسترش بازار رهن از طریق ایجاد بازار ثانویه رهن در کنار تحولات بازارهای مالی و نوآوری‌های ابزار به‌منظور ایجاد جریان نقدینگی، بستر مناسبی برای توسعه این بخش فراهم کرده و منجر به بهبود شرایط اقتصادی و تا حدودی

بازار رهن

به بازاری اطلاق می شود که

در آن وجوه رهن

تجهیز شده و

تخصیص می یابند



ملی و پیشگامی در تقویت واقعی نظام تأمین مالی کشور، بازار سرمایه می تواند پررنگتر از همیشه نقش مؤثری را ایفا کند.

اوراق بهادار سازی

اصطلاح تبدیل به اوراق بهادار کردن دارایی ها در مفهوم وسیع آن، فرایندی است که طی آن یک رابطه مالی مبتنی بر قرارداد، به یک دادوستد (معامله) تبدیل می شود. در فعالیت های امروزی بازار سرمایه، اوراق بهادار سازی شکل و معنای منحصر به فردی به خود گرفته است که به موجب همین تمایز، «اوراق بهادار سازی دارایی ها» نامیده شده و بیشتر اوقات، از بازار آن نیز به عنوان «اوراق بهادار سازی با پشتوانه دارایی ها» نام برده می شود (کریمی، ۱۳۸۶).

تبدیل داراییها به اوراق بهادار، سازوکاری است که به وسیله آن داراییها به وجه نقد تبدیل می شوند. بنا به تعریف، تبدیل داراییها به اوراق بهادار، فرایند سازمان یافته ای است که به موجب آن منافع تسهیلات و دیگر مطالبات تعهد شده، به اوراق بهادار قابل معامله تبدیل می شوند. به عبارت دیگر، تبدیل کردن داراییها به اوراق بهادار، روشی است که در آن یک

این محدودیت، بانکها (به ویژه بانکهای امریکایی) برای تأمین مالی به بازار سرمایه و بازار رهن اولیه روی آورده و برای تأمین مالی از ابزار مالی جدید استفاده کردند. در مرحله بعد، بازار رهن ثانویه تشکیل شد و توانست هم منابع بیشتری را به بازار تأمین مالی مسکن تزریق کند و هم منابع را که بازار رهن اولیه را فعال و دوباره وارد چرخه پرداخت وام مسکن کند (Martellini, 2003). بنابراین ایجاد بازار رهن ثانویه، به منظور توسعه سطحی و عمقی و نیز اعمال سیاست های دولت در این بازار، امری اجتناب ناپذیر است. بحث بازار ثانویه رهن و اوراق بهادار سازی^۳ دارایی ها به عنوان سازوکاری برای تأمین وجوه جایگزین و انتقال ریسک، با توجه به گستردگی و اهمیت آن در تأمین مالی بخش مسکن، موضوعی بسیار مهم است.

مطالعه های انجام شده در کشورهای صنعتی نشان می دهد که قیمت های مسکن، به ساختار بازار رهن و دیگر عوامل ساختاری اقتصاد وابسته است. بررسی ها نشان می دهد که رشد قیمت های مسکن در کشورهایی که قراردادهای رهن، با نرخ قابل تعدیل رایج می باشد، در مقایسه با کشورهایی که رهن با نرخ ثابت معمول است، بیشتر است. نوآوری در بازارهای رهن از دیگر عوامل تأثیرگذار بر قیمت های مسکن به شمار می رود (Kodres, 2004).

این در حالی است که در کشور ما تاکنون فقط از نظام سپرده گذاری به منظور تأمین مالی بخش مسکن استفاده شده است. با تصویب قانون اوراق بهادار در سال ۱۳۸۴، بستر مناسبی برای تأسیس نهادها، ابزار و بازارهای مالی جدید پدید آمد و اکنون صندوق های زمین و ساختمان در جایگاه نهاد مالی فعال در بخش مسکن و اوراق مشارکت رهنی به عنوان ابزاری برای کمک به تأمین مالی بخش مسکن با دریافت مجوز از سازمان بورس و اوراق بهادار، امکان تأسیس و انتشار یافته اند. اوراق مشارکت (صکوک مشارکت)، یکی از مهمترین ابزار مالی اسلامی است که در دنیا و ایران مورد استفاده قرار می گیرد (سروش، ۱۳۸۷).

این به آن معناست که در جریان شکل گیری مفهوم اقتصاد مقاومتی، اصلاح و تقویت همه جانبه نظام مالی کشور با هدف پاسخگویی به نیازهای اقتصاد ملی، ایجاد ثبات در اقتصاد

رهنی خود را به ناشر (واسط) می‌فروشد.

ناشر یا واسط؛ شخصی حقوقی است که به نام خود از سازمان بورس و اوراق بهادار به منظور خرید مطالبات رهنی از بانی و تبدیل آنها به اوراق بهادار مجوز دریافت کرده و فعالیت وی تنها محدود به انجام این عملیات و سرمایه‌گذاری‌های مرتبط با عملیات در بازارهای مجاز و مطمئن است.

امین؛ شخص حقوقی است که با دریافت مجوز از سازمان بورس و اوراق بهادار، به منظور حفظ منافع سرمایه‌گذاران، به تمام عملیات نظارت کامل دارد و تمامی اسناد مطالبات رهنی، قراردادهای وثیقه‌های مربوط زیر نظر وی نگهداری می‌شود. امین باید از میان بانکها، مؤسسه‌های مالی و اعتباری غیربانکی زیر نظارت بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران یا شرکت تأمین سرمایه، زیر نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار انتخاب شود.

عامل؛ بانک یا مؤسسه مالی و اعتباری غیربانکی زیر نظارت بانک مرکزی است که از طرف ناشر نسبت به دریافت اصل و فرع تسهیلات رهنی که به وسیله گیرندگان تسهیلات پرداخت می‌شود، اقدام کرده و همچنین به پرداخت اصل و سود اوراق در سررسیدهای معین طبق قرارداد عاملیت مبادرت می‌ورزد. به عبارت دیگر، اشخاصی که پیش از این تسهیلات رهنی دریافت کرده‌اند باید اقساط خود را به عامل پرداخت کنند؛ از طرف دیگر عامل وظیفه دارد در سررسیدهای معین، اصل و سود اوراق رهنی را نیز پرداخت کند، البته چون وظیفه عاملیت را خود بانک (بانی) بر عهده دارد، بنابراین دریافت کنندگان تسهیلات (پرداخت‌کنندگان اقساط) و دریافت‌کنندگان سود اوراق رهنی (دارندگان اوراق) با مشکلی روبه‌رو نخواهند شد.

ضامن؛ منظور از ضامن:

الف- شخص حقوقی است که مطالبات رهنی مؤسسه اعتباری (بانکها و یا مؤسسه‌های اعتباری غیربانکی زیر نظارت بانک مرکزی) را در صورت لزوم به نفع ناشر تضمین می‌کند.

ب- شخص حقوقی است که اصل و سود اوراق را به نفع خریدار تضمین می‌کند.

وجود ضامن به اختیار ناشر است، اما در صورت نبود ضامن وظیفه‌های آن به امین منتقل می‌شود.

حسابرس؛ شخصی است که به وسیله امین از میان

شرکت اقدام به فروش داراییهای مالی خود به یک شخصیت حقوقی جدید کرده و آن شخصیت حقوقی نیز برای تأمین مالی خرید انجام شده، اقدام به انتشار اوراق بهادار می‌کند. براساس این روش، برخی از داراییها که به صورت سنتی جزئی از ترازنامه محسوب می‌شوند، به اوراق بهادار قابل معامله تبدیل و به خارج از ترازنامه منتقل می‌شوند (Kavanagh, 2002). به طور کلی در فرایند تبدیل دارایی‌ها، از جمله وام‌های رهنی به اوراق بهادار، شرکت یا مؤسسه‌ای که نیاز به تأمین مالی دارد، اقدام به تأسیس یک **شرکت واسط**^۲ می‌کند. شرکت واسط برای این که وجوه لازم برای خرید دارایی‌ها را فراهم کند، اقدام به انتشار اوراق بدهی با پشتوانه دارایی کرده و آن را به عموم سرمایه‌گذاران عرضه می‌کند. سپس، شرکت واسط وجوهی را که از محل فروش اوراق بدهی به دست آورده است، بابت خرید دارایی‌های مالی به بانک پرداخت می‌کند. سرمایه‌گذارانی که اوراق بدهی با پشتوانه دارایی را خریده‌اند، از محل جریان‌های نقدی حاصل از دارایی‌های مالی (وام‌ها)، بازدهی کسب می‌کنند (سروش، ۱۳۸۷).

در نظام مالی متعارف، هر دارایی با درآمد ثابت (یا به نسبت ثابت) مانند اوراق بهادار دولتی، مطالبه‌های ناشی از تسهیلات تجاری، تسهیلات رهنی مسکن، تسهیلات رهنی بازرگانی، حسابهای دریافتنی، تسهیلات دانشجویی، مطالبات مربوط به اجاره‌های درازمدت و ... می‌توانند به اوراق بهادار تبدیل شوند؛ اما در نظام مالی اسلامی همانند ایران، تنها برخی از انواع تسهیلات اعطاشده، از قبیل عقود اجاره به شرط تملیک و فروش اقساطی، قابل تبدیل به اوراق بهادار است.

انتشار اوراق رهنی و ارکان مؤثر بر آن

انتشار اوراق رهنی مستلزم وجود هفت رکن شامل بانی، واسط، امین، عامل، ضامن، حسابرس و شرکت تأمین سرمایه است؛ اما در عمل برای انتشار اوراق یادشده، بانی می‌تواند نقش عامل و همچنین امین می‌تواند همزمان مسئولیتهای ضامن را نیز بر عهده گیرد که در این صورت، تعداد آنها به ۵ رکن تقلیل می‌یابد. در ادامه به شرح ارکان یادشده پرداخته می‌شود.

بانی؛ بانک، لیزینگ و مؤسسه مالی و اعتباری غیربانکی زیر نظارت بانک مرکزی است که مطالبات ناشی از تسهیلات

مؤسسه‌های حسابرسی معتمد سازمان بورس و اوراق بهادار انتخاب می‌شود و حسابرسی عملیات را برعهده دارد.

شرکت تأمین سرمایه؛ شرکت تأمین سرمایه وظیفه برآورد ارزش تسهیلات رهنی و بررسی نبود مانع یا محدودیت قانونی، قراردادی یا قضایی برای انتقال تسهیلات رهنی، منافع و حقوق ناشی از آن را بر عهده دارد (سروش، ۱۳۸۷). در قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴، وظیفه طراحی ابزار مالی جدید بر عهده سازمان بورس و اوراق بهادار و وظیفه تصویب آنها نیز بر عهده شورای عالی بورس قرار گرفت.

امکان سنجی ایجاد بازار رهن ثانویه به لحاظ فقهی و مالیاتی

اگر بخواهیم در ایران از بازار رهن ثانویه استفاده کنیم، با مشکلاتی روبه‌رو خواهیم شد، زیرا با توجه به این که تسهیلات بانکی براساس نوع عقد متفاوت هستند، باید سید تسهیلاتی را که می‌خواهیم پشتوانه اوراق بهادار رهنی قرار دهیم از نوع خاص و معینی باشد. این نکته را هم باید اضافه کرد که در اوراق بهادار رهنی، دارایی (به‌طور مثال مسکن، زمین و ساختمان) باید در رهن بانک باشد. به بیان دیگر، باید تسهیلاتی انتخاب شود که دارایی آن در رهن بانک قرار گرفته باشد.

با بررسی عقدهای گوناگون می‌توان تسهیلات بانکی اعطاشده براساس «عقد فروش اقساطی» را پشتوانه وام‌های رهنی قرار داد، زیرا در این عقد، دارایی موضوع قرارداد تسهیلات به رهن بانک در می‌آید. براساس آنچه تاکنون بیان شد، مشخص شد که در ایران برای انتشار اوراق بهادار با پشتوانه تسهیلات رهنی، باید از تسهیلاتی که در قالب عقد فروش اقساطی اعطا شده است، استفاده کرد. در این میان، توجه به بعدهای فقهی و مالیاتی انتشار اوراق بهادار با پشتوانه تسهیلات رهنی نیز اهمیت دارد. بنابراین در ادامه به‌صورت بسیار مختصر، بحث‌های فقهی و مالیاتی مرتبط با انتشار این اوراق ارائه می‌شود.

بعد فقهی

اگر به فرایند انتشار اوراق بهادار با پشتوانه تسهیلات رهنی به‌صورت دقیق بنگریم، ملاحظه می‌کنیم که در حقیقت

تسهیلات بانکی به‌وسیله بانک به شرکت واسط (ناشر) منتقل می‌شود. این انتقال از راه عقد فروش دین صورت می‌پذیرد. خرید و فروش دین یکی از مسائل مهم فقهی است که مورد توجه بسیاری از فقیهان و اندیشه‌وران اسلامی قرار گرفته است. در صورتی که بیع دین به‌ویژه به کمتر از قیمت اسمی به شخص ثالث (تنزیل) صحیح باشد، راهکار مهمی برای تأمین مالی در اختیار دولت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی قرار می‌گیرد. دولت و شرکت‌های خصوصی می‌توانند مطالبه‌های مدت‌دار خود از شرکتها، مؤسسه‌ها، اشخاص حقیقی و حقوقی را عنداللزوم در بازار به فروش رسانند و از این راه نیازهای کوتاه‌مدت خود به نقدینگی را تأمین کنند (موسویان، ۱۳۸۶). با توجه به این که فقه امامیه (مشهور به فقیهان شیعه)، قرارداد خرید دین را در اسناد دین واقعی (اسنادی که از معامله واقعی ناشی باشد) مجاز می‌دانند، بنابراین می‌توان دین‌های حاصل از اعطای تسهیلات فروش اقساطی را به شخص دیگری فروخت. از طرف دیگر براساس نظر شورای نگهبان، موضوع تنزیل اسناد و اوراق تجاری (خرید دین) با موازین شرعی و قانون اساسی مغایر شناخته نشده است. بنابراین فروش تسهیلاتی که در قالب عقد فروش اقساطی اعطا شده است از نظر فقهی مشکلی ندارد (کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۶). بنابراین، انتشار اوراق بهادار با پشتوانه تسهیلات رهنی با توجه به شرایط یادشده از نظر شرعی مانعی ندارد.

بعد مالیاتی

یکی از مهمترین بعدهایی که هنگام طراحی ابزاری مالی باید بدان توجه کرد، قوانین و مسائل مالیاتی خاص هر کشور است. براساس تبصره ۱ ماده ۱۴۳ قانون مالیات‌های مستقیم مصوب ۱۳۸۰، از هر نقل و انتقال سهام و حق تقدم سهام شرکت‌ها در بورس و همچنین دیگر اوراق بهاداری که در بورس معامله می‌شوند، مالیات مقطوعی به میزان نیم درصد ارزش فروش سهام و حق تقدم سهام وصول و از این بابت وجه دیگری به‌صورت مالیات بر درآمد نقل و انتقال سهام و حق تقدم سهام مطالبه نخواهد شد.

ملاحظه می‌شود که قانون‌گذار پس از ذکر عبارت «مالیات مقطوعی به میزان نیم درصد ارزش فروش سهام و حق تقدم

در کشور ما تاکنون

فقط از نظام سپرده‌گذاری

به منظور تأمین مالی

بخش مسکن

استفاده شده است



«اوراق بهادار متکی بر وام‌های رهنی» معروف است. با توجه به این که قیمت مسکن در امریکا پی‌درپی افزایش می‌یافت، سود متعلق به این اوراق بهادار در مقایسه با دیگر اوراق بهادار، بسیار بیشتر بود. از اینرو، بسیاری از بانک‌ها و مؤسسه‌های مالی در امریکا، اروپا و آسیا حجم وسیعی از این اوراق را خریداری کردند. با ترکیدن حباب مسکن در امریکا و کاهش شدید قیمت مسکن بسیاری از خانوارها قادر به بازپرداخت اقساط وام‌های خود نشدند و بنابراین سودآوری این اوراق به سرعت کاهش یافت و بسیاری از بانک‌ها و مؤسسه‌های مالی که حجم زیادی از این اوراق بهادار را دارا بودند، به آستانه ورشکستگی رسیدند (درخشان، ۱۳۸۷).

طی سال‌های ۲۰۰۱ تا ۲۰۰۴، بانک مرکزی امریکا به منظور قدرت بخشیدن به بازار کار و نظام اقتصادی، نرخ بهره را به ۱ درصد کاهش داد. تمایل زیاد برای سفته‌بازی و ایجاد بدهی‌های بیش از حد از سوی مردم امریکا و ارزیابی‌های بیش از حد خوشبینانه از ریسک، منجر به ایجاد حجم زیادی از وام‌های رهنی شد. درصد بالایی از این وام‌ها بدون پشتوانه بودند که به اصطلاح وام‌های با کیفیت پایین

سهام»، عبارت «و دیگر اوراق بهادار» را ذکر نکرده که این موضوع سبب شده است تا در حال حاضر سازمان امور مالیاتی از معامله دیگر انواع اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار، مالیاتی به میزان ۲۵ درصد دریافت کنند. در حالی که به نظر می‌رسد منظور اصلی قانونگذار از آوردن عبارت «و دیگر انواع اوراق بهادار» در ابتدای تبصره، مالیات نیم درصدی برای تمام اوراق بهادار قابل معامله در بورس بوده است. در حال حاضر اگر غیر از سهم و حق تقدم ورقه دیگری معامله شود، مالیات مقطوعی به نرخ ۲۵ درصد دریافت خواهد شد. بنابراین از منظر مالیاتی، انتشار اوراق بهادار رهنی دو نوع مالیات خواهد داشت:

۱- مالیات بر سود پرداختی به دارندگان اوراق، و

۲- مالیات بر معامله ثانویه اوراق.

یکی از راهکارهای قابل استفاده برای حل مسائل مالیاتی این ابزار، استفاده از قانون اوراق مشارکت است، زیرا براساس بند ۵ ماده ۱۴۵ قانون مالیات‌های مستقیم، سود و جوایز متعلق به اوراق مشارکت از مالیات معاف است. این موضوع سبب شده است تا بتوان به کمک استفاده از سازوکار اوراق مشارکت، ابزاری جدید طراحی کرد. به عبارت دیگر، باید نوعی از اوراق بهادار با پشتوانه تسهیلات رهنی را طراحی کرد که بتوان آن را با توجه به ملاحظه‌های فقهی و مالیاتی در قالب اوراق مشارکت منتشر کرد (سروش، ۱۳۸۷).

ریسک‌های مربوط به بازار رهن ثانویه - تجربه

بحران ۲۰۰۸ امریکا

بحران مالی جهانی طی سال‌های ۲۰۰۷ تا ۲۰۰۸، شوک بزرگی به بازارهای مالی جهان وارد کرد و تحلیلگران مالی و اقتصادی را بر آن داشت تا در خصوص علت‌های وقوع و انتشار آن به بررسی و نقد بپردازند. اگرچه علت‌های بسیاری در وقوع و گسترش بحران مالی اخیر نقش داشته‌اند، اما علت ریشه‌ای بحران مالی در طی سال‌های ۲۰۰۷ تا ۲۰۰۸، رشد حباب املاک و مستغلات بود که سبب شد حجم بالایی از نقدینگی به بازار سرمایه سرازیر شود. نوآوری‌های مالی در بازار وام‌های رهنی موجب شد که مؤسسه‌های مالی وام‌دهنده بتوانند با انتشار اوراق بهاداری که متکی بر مسکن خریداری شده بود، بازار ثانویه‌ای برای وام‌های رهنی ایجاد کنند که به

شرط اولیه

در تمهید بخش مسکن کارآمد

ایجاد محیط

باثبات اقتصادی

است



فرایند شکل‌گیری بازار رهن ثانویه

بازار رهن به بازاری اطلاق می‌شود که در آن، وجوه رهن تجهیز شده و تخصیص می‌یابند. از محصولهای اساسی بازار رهن، وام رهنی است. این وام در قبال وثیقه قرار دادن اموال غیرمنقول (مسکونی و غیرمسکونی) به متقاضی پرداخت شده و متضمن قراردادی بین وام‌دهنده و وام‌گیرنده است که به موجب آن دارایی یادشده به‌منظور بازپرداخت به هنگام اصل و بهره وام در گرو وام‌دهنده قرار می‌گیرد. بازار رهن با توجه به عواملان و کارکرد آنها به دو بازار اولیه و ثانویه تقسیم می‌شود. در بازار اولیه، رهن وام واقعی برای متقاضی فراهم می‌شود و در بازار ثانویه، نقدینگی از طریق خرید بسته‌های رهنی و انتشار گواهی‌های مبتنی بر رهن، وارد بازار اولیه می‌گردد. ساختار بازار اولیه رهن، عامل مهم در توسعه بازار ثانویه رهن است. افزون بر این، رهن باید سرمایه‌گذاری جذابی باشد و نرخ آن در بازار تعیین شود و نرخ واقعی مثبت باشد. همچنین ضرورت دارد گردش نقدی (جریان وجوه) برای سرمایه‌گذار قابل پیش‌بینی باشد و در نهایت این که بازار رهن در مرحله‌ای از توسعه باشد که هزینه‌های ناشی از زیرساخت‌های بازار

نامیده می‌شوند (Udell, 2009). انعطاف‌پذیری در نرخ بهره که به‌طور عمده به‌منظور رونق بخشیدن به بازار وام‌های رهنی بود، در بسیاری از موارد ریسک نکول را به‌شدت افزایش داد. به‌عنوان مثال، وام‌های رهنی با نرخ بهره تعدیل‌پذیر این امکان را به وام‌گیرندگان می‌داد که برای چند سال اول فقط بهره وام‌ها را بدون پرداخت درصدی از اصل سرمایه بپردازند. بدیهی است با گذشت چند سال، پرداخت اصل و فرع وام‌های دریافتی بسیار سنگین خواهد شد (احمدی، ۱۳۸۶).

بلندپروازی در استفاده از ابزار مالی خلاقانه به‌عنوان ابزاری برای بانک‌ها به‌منظور کاهش و انتقال ریسک به اشخاص دیگر، موجب شد که بانک‌ها به اعطای مبالغ هنگفتی وام و خانواده‌ها به ایجاد مبالغ هنگفتی بدهی برای خود بپردازند. به این حالت در اصطلاح رونق غیرمنطقی گفته می‌شود. این بحران با افزایش نرخ بهره بانکی از سوی بانک مرکزی آمریکا از ۱/۵ درصد به ۵/۲۵ درصد طی سالهای ۲۰۰۴ تا ۲۰۰۶ و کاهش قیمت خانه‌ها از ۹/۷- درصد تا ۱۵/۳- درصد طی سالهای ۲۰۰۷ تا ۲۰۰۸، آغاز شد (Partnoy and Skeel, 2006).

تبدیل کردن دارایی به اوراق بهادار در سال‌های قبل از بحران نیز بیانگر تلاش برای مدیریت ریسک است. درحالی‌که این موضوع می‌تواند به‌عنوان یک راهکار محتاطانه تلقی شود، ولی ابزار مالی خاص استفاده‌شده بر شدت بحران افزوده است (Yahanpath and Joseph, 2011). همچنین ادعا شده که شروع بحران به‌واسطه مقررات حسابداری ارزش منصفانه که در نوامبر ۲۰۰۷ به‌وسیله هیئت استانداردهای حسابداری مالی^۵ ایجاد گردید، تسریع شده است (Packer and Todd, 2009). برخی معتقدند که استانداردهای حسابداری با بیش از حد مربوط دانستن بازارها برای تعیین ارزش منصفانه، در ایجاد رونق و رکودهای اقتصادی مقصر هستند.

این انتقاد، ارزش‌های منصفانه را نه‌تنها زمانی که برای ارزش‌گذاری دارایی‌های غیرنقدی به‌کار می‌روند، بلکه زمانی هم که این ارزش‌ها به‌طور وسیع در استانداردهای حسابداری در زمینه شناخت برخی مفاهیم (مانند دارایی‌ها، درآمدها و ...) استفاده می‌شوند، مورد پرسش قرار می‌دهد (Veron, 2008).

ثانویه را توجیه کند (کیومرثی، ۱۳۸۴).

تجربه دیگر کشورها مانند امریکا، نشان داده که پدید آمدن بازار رهن ثانویه سبب می شود بازار رهن اولیه یعنی وام دهی درازمدت نیز به نوبه خود گسترش یافته و تأمین مالی بخش مسکن، راحت تر انجام پذیرد. در حقیقت، بازار رهن ثانویه ابزاری است تا بانک بتواند به وسیله آن منابعی که صرف اعطای تسهیلات مسکن کرده است را آزاد و به وجه نقد تبدیل کند و از این راه قدرت وام دهی خود را در بخش مسکن افزایش دهد. به عبارت دیگر، هدف از تشکیل بازار رهن ثانویه، تزریق نقدینگی کافی به بازار رهن و آزاد کردن وجوه سرمایه گذاری شده بانک ها در بازار رهن اولیه از راه فروش وام های رهنی اعطاشده است تا بانک ها بدین وسیله بتوانند وام های رهنی بیشتری بدهند. بازار رهن ثانویه با تجمع و تهیه سبدهای از وام های رهنی و تضمین آنها، جذابیت انتشار اوراق بهادار با پشتوانه وام های رهنی را افزایش می دهد. در حقیقت، بانک ها از راه این اوراق منتشر شده را به سرمایه گذاران گوناگون فروخته و از منابع گردآوری شده، وام های جدیدی می دهند (سروش، ۱۳۸۷).

مطالعه های متعددی بر ارتباط منافع ایجاد شده در بازار رهن ثانویه از طریق تبدیل وام های رهنی به اوراق بهادار تأکید دارند. جونز (Jones, 1962) در مقاله خویش ضمن پیشنهاد گسترش مؤسسه های رهن برخوردار از حمایت دولتی، تأمین نقدینگی را نتیجه مهم اتخاذ چنین سیاستی ذکر می کند. **پلک و همکاران** (Black et al., 1981) و **پسمور و اسپارکس** (Passmore & Sparks, 1996) هدف ضمنی دولت را به منظور تجهیز و افزایش نقدینگی بازار رهن مسکن، مهم تلقی می کنند.

گرین بام و تاکور (Greenbaum & Thakor, 1987)

با مطالعه بازارهای دارایی عمومی نشان داده اند که بانک ها به واسطه فروش وام های رهنی به جای تأمین مالی وام های رهنی از طریق جذب سپرده ها، می توانند کیفیت عرضه وام های رهنی را ارتقا بخشند. **هس و اسمیت** (Hess & Smith, 1988) در بررسی های خویش به این نتیجه دست یافتند که تبدیل دارایی های رهنی به اوراق بهادار به عنوان وسیله ای در جهت کاهش ریسک از طریق متنوع سازی سبد دارایی تلقی

می شود. **بوت و تاکور** (Boot & Thakor, 1993) چنین استنباط کردند که این گونه متنوع سازی سبد دارایی ممکن است اطلاعات بازار تأمین مالی را بهبود بخشد. در صورتی که دارایی ها در قالب پورتفوی طبقه بندی شوند، درآمدی که حاصل می شود به آسانی قابل ارزیابی است، چراکه متنوع سازی ویژگی های دارایی را از بین می برد.

دوناهو و شافر (Donahoo & Shaffer, 1991)

و **پناچی** (Pennacchi, 1988) چنین استدلال می کنند که بانک ها دارایی هایشان را به منظور کاهش میزان ذخایر احتیاطی به اوراق بهادار تبدیل می کنند و از این طریق، هزینه های تأمین مالی را کاهش می دهند.

پاسمور و اسپارکس (Passmore & Sparks, 1996)

مسئله انتخاب ناسازگار برای ایجاد کنندگان وام های رهنی، امکان بهره مندی از مزیت اطلاعاتی در مقایسه با تبدیل کنندگان وام های رهنی به اوراق بهادار را فراهم می سازد.

پناچی (Pennacchi, 1988) تأثیر سوء استفاده های اخذ

وام رهنی را مورد بررسی قرار داده است. چنانچه بانک ها انگیزه کمی در جهت کنترل، نظارت و عرضه خدمات مرتبط با وام رهنی را بعد از فروش وام داشته باشند، در این صورت ممکن است این پدیده اتفاق بیفتد.

اقتصاد مقاومتی و بازار رهن مسکن

شرایط امروز اقتصاد ایران نشانگر اولویت مهم هدف گذاری رشد در سیاست های کلان دولت است. افزایش تولید داخلی نهاده ها و کالاهای اساسی و اولویت دادن به تولید محصولات و خدمات راهبردی و ایجاد تنوع در مبادی تأمین کالاهای وارداتی با هدف کاهش وابستگی به کشورهای محدود و خاص، از مهم ترین هدف های الگوی اقتصاد مقاومتی است.

صنایع کشور مدعی سهم عمده از رشد تولید و کاهش بیکاری بوده اند. بی گمان تأمین مالی پروژه های صنعتی که شامل طرح های اساسی و زیربنایی این بخش می شوند، برای توسعه توان این نیروی محرک، از اهمیت بسزایی برخوردار است. اکنون می توان گفت مهم ترین جایگاه برای تأمین منابع عظیم مالی، بازار سرمایه است. سهولت رویه و تنوع ابزار در

ایجاد

بازار رهن ثانویه

در ایران

دارای توجیه اقتصادی بوده و

قابل دفاع است



نرخ رشد اقتصادی بالاتری نیز برخوردار خواهند بود. بر این اساس، پیشنهاد می‌شود نهادهای ناظر بر فرایند انتشار اوراق مشارکت رهنی، یعنی بانک مرکزی و سازمان بورس و اوراق بهادار، مقررات و الزامهای مشخصی را برای انتشار این ابزار تهیه کنند. در این زمینه، نوع قراردادهای منعقدشده بین ارکان اساسی انتشار از اهمیت فراوانی برخوردار است. همچنین، بانک در جایگاه بانی باید زیرساخت‌های اطلاعاتی مناسبی را جهت فروش طلب‌های خود فراهم آورد.

از جمله مهمترین این زیرساخت‌ها، استفاده از سامانه‌های اعتبارسنجی و نمره‌دهی اعتباری است که در تعیین ریسک و ارزش ریالی تسهیلات نقش مهمی را ایفا می‌کند. در نهایت این‌که، تصویب قوانین مربوط به بیمه اعتباری با سرمایه‌گذاری مشترک بانکها و شرکتهای بیمه با هدف کاهش ریسک اعتباری بانکها و مؤسسه‌های فعال در بازار رهن، می‌تواند رویکردی مفید در جهت کمک به ارکان بازار رهن در راستای عمیق‌تر کردن این بازار باشد.



بازار ابزار نوین مالی فرابورس، هدف تأمین مالی صنعتگران را به موفقیت نیل می‌دهد. بازار سرمایه می‌تواند به‌عنوان کاراترین نهاد مالی تأمین‌کننده منابع برای صنایع، سهم عمده‌ای در حرکت موتور رشد اقتصادی کشور که در سالهای اخیر به‌علت ساختار موجود بازار پول در تخصیص نقدینگی به بخش تولید دچار افت شده بود، حماسه‌آفرین شود (هامونی، ۱۳۹۲).

نتیجه‌گیری

در این مقاله، بازار رهن ثانویه مسکن مورد بررسی قرار گرفت. تشکیل بازار رهن ثانویه، مستلزم بهینه‌سازی رفتار سه نهاد مهم مرتبط خواهد بود. اول، بهینه‌یابی رفتار خانوارهای متقاضی وام می‌باشد. نهاد دوم، بانک رهنی است که وظیفه پرداخت وام را بر عهده دارد و به‌منظور پیشینه‌کردن سود بانک در دو مرحله متوالی ارزیابی‌های مهمی را باید انجام دهد. مرحله اول باید درخواست متقاضی وام را مورد بررسی قرار دهد و با درخواست وام مخالفت و یا موافقت کند و در مرحله دوم، نگهداری وام رهنی و یا واگذاری سند رهنی برای تبدیل به اوراق بهادار رهنی (انتقال دین) در دستور کار بانک قرار می‌گیرد. ضعف ارزیابی در هرکدام از این مراحل، ریسک‌های زیادی را به همراه دارد و می‌تواند یکی از عوامل اصلی بحران در اقتصاد کشورها و ورشکستگی بانکها شود. نهاد سوم، سرمایه‌گذاران و یا انتشاردهندگان اوراق بهادار رهنی هستند. سرمایه‌گذار، خرید اسناد رهنی را یکی از گزینه‌های سرمایه‌گذاری تلقی نموده و با معیارهای ریسک و بازده در خصوص خرید و یا تبدیل آن به اوراق بهادار رهنی، تصمیم‌گیری می‌کند.

براساس نتیجه‌های مطالعات اقتصادی انجام‌شده در ایران (به‌عنوان مثال، بررسی قلی‌زاده، ۱۳۸۸)، ایجاد بازار رهن ثانویه در ایران دارای توجیه اقتصادی و قابل دفاع است. در این راستا و با توجه به سودآور نبودن بازار رهن ثانویه در شرایط تورمی و انگیزه نداشتن فعالیت بخش خصوصی، ارزیابی اقتصادی سرمایه‌گذاری دولت در بازار رهن ثانویه ضروری می‌باشد. در کشورهایی که بازار رهن ثانویه مورد استفاده قرار می‌گیرد، متوسط رشد قیمت مسکن بالاتر بوده و در مقابل از

The Impact of the GNMA Pass-through Program on FHA Mortgage Costs, Journal of Finance, No. 36, 1981

- Boot A.W.A., and A.V. Thakor, **Security Design**, Journal of Finance, 1993
- Donahoo K.K. and S. Shaffer, **Capital Requirements and the Securitization Decision**, Quarterly Review of Economics and Business, 1991
- Greenbaum S.I., and A.V. Thakor, **Bank Funding Modes: Securitization versus Deposits**, Journal of Banking Finance, 1987
- Hess A.C., and C.W. Smith, **Elements of Mortgage Securitization**, Journal of Real Estate Finance and Economics, 1988
- Jones O., **The Development of an Effective Secondary Mortgage Market**, Journal of Finance, 1962
- Kavanagh B.T., **Securitization and Structured Finance: Legitimate Business Management Tools**, FMA Online, Summer, 2002
- Kodres L., **Adjustable- or Fixed-Rate Mortgages: What Influences a Country's Choices?** World Economic Outlook, September, 2004
- Martellini L., P. Praiaulet, and S. Priaulet, **Fixed Income Securities**, John Wiley & Sons, 2003
- Packer S., and S. Todd, **United States: Fair Value Accounting Leads to Volatility: Volatility Leads to Litigation**, www.duanemorris.com/articles/article3251.html, 2009
- Passmore W. and R. Sparks, **Putting the Squeeze on a Market for Lemons: Government Sponsored Mortgage Securitization**, Journal of Real Estate Finance and Economics, 1996
- Partnoy F., and D. Skeel, **Credit Derivatives Play a Dangerous Game**, The Financial Times, July 16, 2006
- Pennacchi G.G., **Loan Sales and the Cost of Bank Capital**, The Journal of Finance, 1988
- Udell G.F., **Wall Street, Main Street, and a Credit Crunch: Thoughts on the Current Financial Crisis**, Business Horizon, No. 52, 2009
- Véron N., **Fair Value Accounting Is the Wrong Scapegoat for This Crisis**, Bruegel Policy Contribution, 2008
- Yahanpath N., and T. Joseph, **A Brief Review of the Role of Shareholder Wealth Maximization and Other Factors Contributing to the Global Financial Crisis**, Qualitative Research in Financial Markets, 2011

پانوشتها:

- ۱- براساس ضوابط تأسیس صندوق‌های زمین و ساختمان مصوب شورای عالی بورس، صندوق شخص حقوقی است که با دریافت مجوز از سازمان بورس تأسیس و به جمع‌آوری وجوه از سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی و تخصیص آن به ساخت پروژه یا پروژه‌های ساختمانی می‌پردازد. برای اطلاعات بیشتر به مرکز اطلاع‌رسانی اینترنتی www.seo.ir مراجعه کنید.
- ۲- بازار رهن ثانویه بازاری است که در آن تمام ابزار خاص مربوط به تأمین مالی بخش مسکن مورد معامله و دادوستد قرار می‌گیرد.
- 3- Securitization
- 4- Special Purpose Company = Special Purpose Entity (SPE) = Special Purpose Vehicle (SPV)
- 5- Financial Accounting Standards Board (FASB)

منابع:

- احمدی سیدوحید، بررسی نقش و جایگاه دولت در تأمین مسکن، نشریه علمی تخصصی روند، ۱۳۸۶
- خبرگزاری فارس، ابلاغ سیاست‌های کلی اقتصاد مقاومتی توسط رهبر انقلاب، <http://www.farsnews.com/newstext.php?nn=13921130000154>
- درخشان مسعود، ماهیت و علل بحران مالی ۲۰۰۸ و تأثیر آن بر اقتصاد ایران، مرکز تحقیقات استراتژیک، ۱۳۸۷
- سروش ابوزر، اوراق مشارکت رهنی ابزاری نوین در تأمین مالی بانک‌ها، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، سال هشتم، شماره ۲۹، ۱۳۸۷
- شیرین مرکیه ژاله، تأمین مالی بخش مسکن با رویکردی بر بازار رهن ثانویه و اوراق مشارکت رهنی، پویش (فصلنامه علمی کاربردی بانک مسکن)، سال دوم، شماره هشتم، ۱۳۹۳
- فرجی شهرزاد، پریسا رفیعی شمس‌آبادی، بررسی فرایند انتشار اوراق رهنی و چگونگی به‌کارگیری آن، راهکاری نوین به‌منظور تأمین نقدینگی بانک‌ها، اداره تحقیقات و کنترل ریسک بانک سپه، ۱۳۸۹
- قلی‌زاده علی‌اکبر، رویکردی برای ارزیابی اقتصادی بازار رهن ثانویه، دومین کنفرانس بین‌المللی توسعه نظام تأمین مالی در ایران، ۱۳۸۸
- کریمی مجتبی، تبدیل به اوراق بهادار نمودن دارایی‌ها: راهکاری مهم برای بانک‌های اسلامی، روند، شماره ۵۴ و ۵۵، ۱۳۸۶
- کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، صورتجلسه بررسی انتشار اوراق مشارکت رهنی، مدیریت پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۶
- کیومرثی مسعود، بازار رهن و نارسایی‌های تأمین مالی مسکن در ایران، مجموعه پژوهش‌های اقتصادی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، ۱۳۸۴
- موسویان سیدعباس، ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)، پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، ۱۳۸۶
- هامونی امیر، اقتصاد مقاومتی و بازار سرمایه، روزنامه دنیای اقتصاد، شماره ۳۱۵۷، ۱۳۹۲
- Black Deborah G., D.G. Kenneth, and L.S. William,