

تأمین مالی مسکن (۱)

ضرورت توسعه بازار اوراق رهنی مسکن، «از چالش‌ها تا توصیه‌های سیاستی»



بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

تاریخ انتشار:

۱۴۰۳/۲/۱

شماره مسلسل: ۱۹۷۲۵

کد موضوعی: ۲۲۰



مرکز پژوهش‌های
مجلس شورای اسلامی

عنوان گزارش:

تأمین مالی مسکن (۱)
ضرورت توسعه بازار اوراق رهنی مسکن،
«از چالش‌ها تا توصیه‌های سیاستی»

نوع گزارش: طرح/ لایحه □، نظارتی □، راهبردی ■

نام دفتر:

مطالعات اقتصادی
(گروه بازارها و نهادهای مالی)

تهیه و تدوین کنندگان:

محمدامین صلواتیان، (مدیر گروه بازارها و نهادهای مالی)، افشین حیدرپور (هیئت علمی و پژوهشگر گروه بازارها و نهادهای مالی)

ناظران علمی:

میثم خسروی (معاون دفتر مطالعات اقتصادی)، سیدمهدی بنی‌طبا (مدیر دفتر مطالعات اقتصادی)

اظهار نظر کنندگان:

مصطفی حبیب‌الله پورزرشکی (دفتر مطالعات اقتصادی)، نوید پاک‌نژاد (دفتر مطالعات زیربنایی)

اظهار نظر کنندگان خارج از مرکز:

سیدمحسن فاضلیان، مریم رضانی (فرا بورس ایران)

اظهار نظر کنندگان حقوقی:

بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، سازمان بورس و اوراق بهادار، بانک مسکن

گرافیک و صفحه آرایی:

نرجس امیراحمدی

ویراستار ادبی:

زهره عطاردی

واژه‌های کلیدی:

۱. اوراق رهنی مسکن
۲. تأمین مالی مسکن
۳. تسهیلات بانکی



فهرست مطالب

چکیده.....	۶
خلاصه مدیریتی.....	۷
۱.مقدمه.....	۸
۲.مسکن و تأمین مالی آن.....	۹
۲-۱.تأمین مالی مسکن در کشورهای در حال توسعه.....	۱۰
۲-۲.شاخص‌های تأمین مالی در حوزه مسکن.....	۱۰
۳.تأمین مالی بخش مسکن در ایران.....	۱۲
۴.اوراق رهنی مسکن و سازوکار اجرایی انتشار آن.....	۱۳
۵.کارکردهای اوراق رهنی مسکن.....	۱۵
۵-۱.افزایش جذابیت پرداخت تسهیلات بلندمدت مسکن.....	۱۵
۵-۲.توزیع ریسک در نظام مالی.....	۱۵
۵-۳.تعمیق بازار اوراق بهادار با معرفی طبقه‌ای جدید از دارایی.....	۱۶
۵-۴.محو نقدینگی ناشی از پرداخت تسهیلات مسکن.....	۱۶
۶.چالش‌های توسعه بازار اوراق رهنی مسکن.....	۱۶
۷.راهکارها و توصیه‌های سیاستی.....	۱۷
۷-۱.اصلاح در نرخ بازده اوراق رهنی مسکن.....	۱۷
۷-۲.انتشار اوراق رهنی مسکن بدون کوبین.....	۱۸
۷-۳.ضرورت بهره‌مندی از نظام رتبه‌بندی اعتباری در انتشار اوراق رهنی مسکن.....	۱۸
۷-۴.افزایش آموزش و فرهنگ‌سازی.....	۱۸
۸.جمع‌بندی.....	۱۸
منابع و مآخذ.....	۱۹

فهرست جدول‌ها

جدول ۱. عمق تسهیلات رهنی (شاخص اول تأمین مالی مسکن) در ایران و کشورهای منتخب طی سه سال گذشته.....	۱۱
جدول ۲. درصد جمعیت افراد دارای مسکن (شاخص دوم تأمین مالی مسکن) در کشورهای مختلف در سال ۲۰۲۱ (مشمول بر دریافت‌کنندگان تسهیلات رهنی و غیردریافت‌کنندگان تسهیلات رهنی).....	۱۱
جدول ۳. تأمین مالی حوزه املاک و مستغلات از طریق بازار سرمایه و شبکه بانکی طی ۴ سال گذشته (ارقام به هزار میلیارد تومان).....	۱۲
جدول ۴. سهم تسهیلات اعطایی شبکه بانکی به حوزه املاک و مستغلات از کل تسهیلات شبکه بانکی طی ۵ سال گذشته (ارقام به هزار میلیارد تومان).....	۱۳

فهرست شکل

شکل ۱. سازوکار اجرایی انتشار اوراق رهنی مسکن.....	۱۴
---	----



تأمین مالی مسکن (۱) ضرورت توسعه بازار اوراق رهنی مسکن، «از چالش‌ها تا توصیه‌های سیاستی»

چکیده



مسکن و تأمین مالی آن یکی از ضرورت‌های کنونی نظام اقتصادی کشور است. یکی از روش‌های متعارف تأمین مالی مسکن در همه کشورها، پرداخت تسهیلات بلندمدت بانکی است؛ لکن پرداخت تسهیلات بلندمدت به‌ویژه در صورت ثابت بودن نرخ سود تسهیلات، نظام بانکی را با انواع مخاطرات اعم از مخاطره (ریسک) نقدشوندگی، اعتباری و تغییرات نرخ بهره مواجه خواهد کرد. لذا راهکارهایی برای حل این چالش طراحی شده که یکی از مهم‌ترین آنها، انتشار اوراق رهنی مسکن و خارج کردن دارایی مربوطه (مانده تسهیلات مسکن) از ترازنامه بانک است. انتشار این اوراق به ارتقای ظرفیت تأمین مالی بانک‌ها و نهادهای مالی در حوزه مسکن منجر می‌شود و ابزاری برای مدیریت ریسک نقدینگی و ریسک نرخ بهره (سود) بانک‌ها و نهادهای مالی است که سبب می‌شود تا انگیزه کافی برای تأمین مالی بلندمدت حوزه مسکن توسط آنها فراهم شود. با این حال، علی‌رغم نیاز اقتصاد و تکلیف قانونی به بانک‌ها برای پرداخت تسهیلات بلندمدت در حوزه مسکن در ماده (۴) قانون جهش تولید مسکن، این زیرساخت در نظام اقتصادی کشور به‌خوبی مهیا نشده و تاکنون تنها دو مرحله انتشار اوراق رهنی مسکن توسط بانک مسکن صورت گرفته که نشان از عدم عمق کافی این بازار و وجود موانعی برای انتشار آن است. بررسی این گزارش نشان می‌دهد که نرخ گذاری دستوری بر تسهیلات اعطا شده در حوزه مسکن و همچنین سود اوراق رهنی مسکن یکی از چالش‌ها و موانع مهم استفاده از این اوراق بوده است. اصلاح نرخ گذاری این اوراق و تخصیص یارانه سود به آن، انتشار اوراق رهنی بدون کوپن، بهره‌گیری از نظام صحیح رتبه‌بندی اعتباری در انتشار اوراق به‌خصوص اوراق رهنی مسکن، آموزش و فرهنگ‌سازی نسبت به سرمایه‌گذاری و استفاده از این اوراق از جمله پیشنهادهاست. این گزارش به‌منظور رفع موانع و چالش‌های انتشار اوراق رهنی مسکن است.



بیان / شرح مسئله

یکی از روش‌های متعارف تأمین مالی مسکن در همه کشورها، پرداخت تسهیلات بلندمدت بانکی است؛ لکن پرداخت تسهیلات بلندمدت به‌ویژه در صورت ثابت بودن نرخ سود تسهیلات، نظام بانکی را با انواع مخاطرات اعم از مخاطره (ریسک) نقدشوندگی، اعتباری و تغییرات نرخ بهره مواجه خواهد کرد. لذا راهکارهایی برای حل این چالش طراحی شده که یکی از مهم‌ترین آنها، انتشار اوراق رهنی مسکن است. اوراق رهنی مسکن یکی از مهم‌ترین ابزارهای مالی است که به پشتوانه تسهیلات اعطایی در حوزه مسکن در بازارهای مالی منتشر می‌شود. این اوراق مزایای متعددی را برای نظام مالی و اقتصادی فراهم می‌آورد. تسهیل در تأمین مالی بخش مسکن، ورود جریان نقد باکیفیت داخل بانک و نهادهای مالی و کمک به مدیریت ریسک نقدینگی و همچنین کمک به بانک‌ها و نهادهای مالی اعطاکننده تسهیلات مسکن در کنترل و مدیریت ریسک نرخ بهره (سود) از جمله مزایا و آثار این اوراق است. این مزایا سبب شده است تا حجم انتشار این اوراق در بازارهای مالی کشورهای مختلف قابل توجه باشد. با این حال، حجم انتشار این اوراق در کشور ایران بسیار ناچیز بوده است و با توجه به نیاز تأمین مالی کشور در حوزه مسکن با توجه به تکالیف قانونی از جمله قانون جهش تولید مسکن ضروری است تا از این ابزار مالی بیش‌ازپیش استفاده شود. حال مسئله این است که چرا سهم این ابزار مهم مالی در تأمین مالی حوزه مسکن بسیار ناچیز است و انگیزه‌ای برای استفاده از آن وجود ندارد؟

نقطه نظرات / یافته‌های کلیدی

بررسی گزارش حاضر نشان می‌دهد که مهم‌ترین چالش در انتشار اوراق رهنی مسکن در نظام مالی و اقتصادی کشور، نرخ دستوری تسهیلات مسکن و به تبع آن نرخ‌گذاری دستوری در اوراق است. به‌منظور رفع این چالش ضروری است تا پیشنهاد‌های ذیل مدنظر قرار بگیرد:

۱. اصلاح نرخ تسهیلات مسکن و اوراق رهنی مسکن یا پرداخت یارانه سود از محل صندوق ملی مسکن،
۲. انتشار اوراق رهنی مسکن بدون کوپن،
۳. استفاده از نظام رتبه‌بندی اعتباری و بازده سرمایه‌گذاری مبتنی بر ریسک،
۴. آموزش و فرهنگ‌سازی نسبت به سرمایه‌گذاری و استفاده از این اوراق.

پیشنهاد راهکار تقنینی، نظارتی یا سیاستی

قوانین و مقررات برای انتشار اوراق رهنی مسکن وجود دارد و تاکنون نیز در بازارهای مالی منتشر شده است. بنابراین نیازی به تدوین قانون برای انتشار آن وجود ندارد. با این حال، ضروری است تا با اصلاح نرخ‌گذاری تسهیلات مسکن و به تبع آن اصلاح نرخ‌گذاری اوراق رهنی مسکن، انتشار این اوراق تسهیل شود. متولیان و مجریان ضروری است به این نکته توجه داشته باشند که رعایت تکالیف مندرج در قوانین حوزه مسکن و به‌ویژه قانون جهش تولید مسکن مستلزم تأمین مالی وسیعی است که اوراق رهنی مسکن می‌تواند این تأمین مالی را تسهیل کند. عدم اجرای قانون مزبور و عدم استفاده از ظرفیت‌های تأمین مالی در نظام مالی واجد دلالت‌های نظارتی است که در گزارش‌های مقتضی به آن اشاره می‌شود.



۱. مقدمه

موجودی مسکن سهم بالایی از کل ثروت خانوارها، سرمایه ثابت اقتصاد و هزینه مسکن سهم بالایی در سبد مصرف خانوارها دارد. تورم بالا و کمبود دارایی‌های سپر تورم در کشور سبب شده است که حداقل طی یک دهه گذشته مسکن علاوه بر آنکه نیاز مصرفی افراد را پاسخ می‌دهد، طبقه‌ای از دارایی‌های سرمایه‌گذاری نیز محسوب شود و بخشی از اشخاص حقیقی و حقوقی نسبت به سرمایه‌گذاری در حوزه مسکن برای کسب عایدی و یا حفظ ارزش پول اقدام کنند. از این رو تقاضای مسکن از دو محل نیاز مصرفی و سرمایه‌گذاری در اقتصاد ایران شکل گرفته است.

از طرف دیگر، با توجه به اثر رفاهی بسیار بالای مسکن بر زندگی تمامی مردم، همواره دولت‌های مختلف نسبت به تأمین آن برای خانوارها خود را متعهد می‌دانند و پاسخ‌گویی به تقاضای مسکن در قالب افزایش عرضه آن را از وظایف جدی خود قلمداد می‌کنند. در چنین شرایطی مهم‌ترین محدودیت پیش روی دولت‌ها و عرضه مسکن تأمین مالی آن است و مهم‌ترین دغدغه تصمیم‌گیران، طراحی تأمین مالی خرید مسکن بوده، به نحوی که منجر به تورم یا رکود نشود. یکی از تجربه‌های کشورهای توسعه‌یافته و در حال توسعه در خصوص تأمین مالی مسکن، بهره‌مندی از اوراق رهنی مسکن است. توضیح آنکه، بانک‌ها و نهادهای مالی که نسبت به اعطای تسهیلات در حوزه مسکن اقدام می‌کنند، ظرفیت محدودی برای این منظور دارند و لذا پس از مدتی امکان اعطای تسهیلات جدید را نخواهند داشت. به منظور ارتقای ظرفیت تأمین مالی بانک‌ها و نهادهای مالی، تسهیلات حوزه مسکن که توسط آنها اعطا شده است در قالب اوراق بهادار در بازار سرمایه منتشر می‌شود و بانک‌ها و نهادهای مالی مجدداً می‌توانند نسبت به اعطای تسهیلات یا تأمین مالی در حوزه مسکن اقدام کنند.

با وجود کارکردهای بسیار زیاد اوراق رهنی مسکن در کشورهای دنیا شاهد آن هستیم که در ایران تنها در دو مرتبه اوراق بهادارسازی^۱ تسهیلات بانکی (توسط بانک مسکن) صورت پذیرفته و لذا از ظرفیت این ابزار مهم مالی برای تأمین مالی مسکن استفاده نشده است. به نظر می‌رسد با توجه به تکالیف متعدد قانونی (مانند قانون جهش تولید مسکن مصوب سال ۱۴۰۰)، ضروری است تا از ظرفیت این ابزار مهم مالی برای تأمین مسکن بهره‌گیری شود. در گزارش حاضر پس از بررسی شاخص‌های تأمین مالی مسکن، به تبیین وضع تأمین مالی در کشور می‌پردازد و سپس به بیان کارکردهای اوراق رهنی مسکن اشاره می‌کند و در نهایت چالش‌های انتشار اوراق رهنی مسکن که نرخ‌گذاری دستور مهم‌ترین آن است مورد تأکید قرار می‌گیرد. در پایان به راهکارها و توصیه‌های سیاستی پرداخته می‌شود و برای رفع چالش‌های مزبور و ارتقای وضعیت انتشار اوراق رهنی مسکن پیشنهادهایی ارائه می‌شود.

۲. مسکن و تأمین مالی آن



تأمین مسکن به‌عنوان یک نیاز ضروری و اجتناب‌ناپذیر زندگی بشر، همواره مورد تأکید سیاستگذاران و تصمیم‌گیران و مطالبه عمومی مردم بوده است. مضاف بر تأثیر جدی اقدامات در حوزه مسکن، این حوزه ذیل صنعت ساخت و ساز به‌عنوان صنعت مادر، بر نظام تولیدی-صنعتی، اجتماعی و سیاسی هر کشور هم تأثیر بسزایی داشته که ضرورت توسعه و رونق بخشی آن را مضاعف می‌نماید. همچنین، به‌تبع رشد به نسبت سریع درآمد جوامع و شتاب شهرنشینی، تقاضای مسکن با افزایش مواجهه بوده است. در این میان نظامات قانونی و مقرراتی نیز به تسهیل دسترسی به مسکن تأکید دارند. به‌طور مشخص، قانون اساسی کشور در اصول متعددی به‌طور مستقیم و غیرمستقیم به مسکن توجه داشته است. همچنین، در سطوح دیگر قانونگذاری مجلس شورای اسلامی، هیئت دولت و سایر دستگاه‌های اجرایی نیز به حوزه مسکن و دسترسی آحاد مردم به آن توجه داشته‌اند. در بین مسائل متعدد حوزه مسکن، تأمین مالی و بهره‌مندی از ظرفیت‌های نظام مالی برای حمایت از ساخت و بهره‌مندی آحاد مردم از آن نقش مهمی دارد. به همین منظور روش‌های متعدد تأمین مالی از جمله روش‌های ایزاری و نهادی برای تأمین مالی مسکن پیشنهاد شده است. به‌طور مشخص، علاوه بر درآمد یا منابع مالی داخلی خانوار، چهار نوع منبع برای تأمین مالی بخش مسکن در نظر می‌گیرند [۱]:

■ تأمین مالی داخلی غیردولتی:

● غیرنهادی،

● نهادی.

■ تأمین مالی داخلی عمومی (دولتی).

■ تأمین مالی بین‌المللی.

۱. **تأمین مالی داخلی غیرنهادی:** نظامی است که هیچ‌گونه ضوابط و مقررات رسمی در آن وجود ندارد. در کشورهای در حال توسعه، افرادی که قصد خرید یا ساخت ساختمان را دارند، به‌دلیل تشکیل نشدن بخش نهادی، از منابع غیرنهادی (غیررسمی) استفاده می‌کنند. منابع مالی غیرنهادی را می‌توان به درآمد خانوار، منابع مالی افراد نزدیک به خانوار (اقوام، دوستان و...)، منابع مالی اتحادیه‌های اعتباری،^۱ پیمانکاران و تعاونی‌های مسکن اشاره کرد.

۲. **تأمین مالی داخلی نهادی:** تأمین مالی رسمی که مورد تأیید نظامات حقوقی و تحت نظارت رسمی مراجع قانونی صورت می‌پذیرد. نهادهای تأمین مالی متعددی در این نوع از تأمین مالی قرار دارند. بانک‌های تجاری، بانک‌های تخصصی حوزه مسکن و صندوق‌های سرمایه‌گذاری در حوزه مسکن نمونه‌ای از نهادهای رسمی تأمین مالی حوزه مسکن به‌شمار می‌روند.

۳. **تأمین مالی داخلی عمومی (دولتی):** تأمین مالی عمومی مسکن ابعاد مختلفی را شامل می‌شود. پروژه‌های ساخت مسکن عمومی از طریق تزریق مستقیم منابع مالی و تزریق غیرمستقیم در قالب کمک‌های بلاعوض دولتی دو نوع از روش‌های تأمین مالی عمومی حوزه مسکن است.

۴. **منابع مالی بین‌المللی:** این منابع از نهادهای بین‌المللی مانند صندوق بین‌المللی پول، بانک جهانی، سازمان ملل متحد و سایر نهادهای مشابه برای تأمین مسکن تأمین می‌شود. همچنین استفاده از تأمین مالی در قرارداد میان دولت و شرکت‌های ساخت‌وساز بین‌المللی که به صورت کونترات در یک کشور ساخت و ساز انجام می‌دهند، شکلی از تأمین مالی بین‌المللی (به صورت غیرمستقیم) است.

عمده تأمین مالی ساختاریافته و نهادی حوزه مسکن از طریق دو بازار سرمایه و بازار پول فراهم می‌شود و ارتباط و هماهنگی بسیار نزدیکی میان این دو بازار برای تأمین مالی حوزه مسکن وجود دارد. تسهیلات خرید یا ساخت مسکن (توسط شبکه بانکی)، صندوق‌های سرمایه‌گذاری در حوزه مسکن و اوراق رهنی مسکن از جمله روش‌های این دو بازار مهم مالی برای تأمین مالی مسکن است.

در ادامه گزارش به ویژگی‌های تأمین مالی مسکن در کشورهای در حال توسعه و روش‌های تأمین مالی در کشورهای مختلف و تجربیات آن کشورها اشاره می‌شود. از آنجاکه گزارش حاضر بر اوراق رهنی مسکن که یکی از مهم‌ترین ابزارهای مالی حوزه مسکن است و منجر به افزایش ظرفیت تأمین مالی این حوزه می‌شود، متمرکز می‌شود.

1. Credit Unions

۱-۲. تأمین مالی مسکن در کشورهای در حال توسعه

تأمین مالی مسکن در کشورهای در حال توسعه که کشور ایران نیز جزء آنهاست، دارای ویژگی‌های متفاوتی است. در حالت کلی، نظام تأمین مالی توانمند در حوزه مسکن در کشورهای در حال توسعه وجود ندارد. در این کشورها، تأمین مالی مسکن به‌طور عمده از طریق درآمد خانوارها و تعاونی‌های مسکن^۱ (که افراد در آن مالک خانه نمی‌شوند)، فراهم می‌شود. ملاحظات و نکات مربوط به تأمین مالی مسکن در کشورهای در حال توسعه به‌شرح زیر است:

- بزرگ‌ترین مسئله سرمایه‌گذاری در این کشورها، کمبود سرمایه است. پس‌انداز افراد نیز به‌دلیل پایین بودن درآمد ملی و فردی محدود است.
- تأمین مالی مسکن نیازمند اعتبارات بلندمدت است، درحالی‌که در کشورهای در حال توسعه، به‌دلایل زیر تأمین مالی اعتبارات بلندمدت از جمله مسکن بسیار محدود اتفاق می‌افتد:
 - بی‌ثباتی اقتصاد کلان که منجر به تمرکز بر سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت می‌شود.
 - بی‌ثباتی درآمدی اشخاص ناشی از ناپایداری اشتغال آنهاست و منجر به افزایش ریسک تسهیلات بلندمدت‌تر می‌شود و بر تأمین مالی مسکن اثر منفی می‌گذارد (افزایش ریسک اعتباری بانک‌ها و مؤسسات اعتباری).
 - توسعه‌نیافتگی مالی در خصوص نهادها و ابزارها که باعث ایجاد محدودیت در دسترسی به منابع مالی توسط اشخاص و عرضه کافی منابع مالی می‌شود.
 - وجود تورم بالا در این کشورها بسیاری از روش‌های سنتی تأمین مالی مسکن نظیر سپرده‌گذاری بلندمدت و تسهیلات بلندمدت برمبنای سپرده‌ها را از اثربخشی می‌اندازد.

۲-۲. شاخص‌های تأمین مالی در حوزه مسکن

شاخص‌های متعددی برای ارزیابی وضعیت و میزان تأمین مالی در حوزه مسکن به‌کار برده می‌شود. همچنین می‌توان شاخص‌های جدیدی از آن را طراحی و به‌کار بست. از میان شاخص‌های تأمین مالی حوزه مسکن، دو شاخص برای تحلیل عمق و وسعت تأمین مالی بخش‌های مسکن به‌شرح زیر در نظر گرفته می‌شود [۲]:

۱. **عمق تسهیلات رهنی:**^۲ این شاخص به‌معنای نسبت مانده وام رهنی اعطا شده به تولید ناخالص داخلی^۳ است.
 ۲. **نفوذ تسهیلات خرید مسکن:**^۴ درصدی از افراد بالغ یک کشور که تسهیلات رهنی دریافت کرده‌اند و نسبت به خرید واحد مسکونی اقدام کرده‌اند. هر چقدر که این نسبت بالاتر باشد، تأمین مالی مسکن که هدف آن خانه‌دار کردن عموم مردم بوده، بیشتر محقق شده است. برخلاف شاخص اول که در آن اعطای تسهیلات توسط نهادهای مالی رسمی و تحت نظارت و تنظیم‌گری منظور می‌شود، در این شاخص هر تأمین‌کننده تسهیلات مسکن از جمله نهادهای مالی تحت نظارت و تنظیم‌گری، نهادهای تأمین مالی خرد و منابع مالی غیررسمی را شامل می‌شود.
- این دو شاخص به یکدیگر مرتبط هستند. درواقع، پیش‌بینی می‌شود که با افزایش پرداخت تسهیلات در حوزه مسکن (افزایش عمق تسهیلات رهنی (شاخص اول))، افراد بالغ بیشتری در کشور دارای مسکن باشند (افزایش نفوذ تسهیلات خرید مسکن (شاخص دوم)). باین‌حال به‌دلایل متعددی از جمله وجود ساختار ضعیف نظام مالی ممکن است که تفاوت معناداری میان آن دو نسبت برقرار باشد و علی‌رغم پرداخت تسهیلات زیاد در حوزه مسکن، اما افراد دارای مسکن در جامعه زیاد نباشند. تحقیق بانک جهانی (۲۰۱۴) نشان می‌دهد که توسعه بازار سرمایه و صنعت بیمه که تأمین‌کننده منابع مالی بلندمدت هستند، رابطه معناداری با توسعه بازار تسهیلات رهنی^۵ دارد.

1. House Cooperatives
2. Mortgage Depth
3. Mortgage Loan To GDP Ratio
4. Housing Loan Penetration

۵. محاسبات گزارش براساس داده‌های بانک مسکن صورت گرفته است. به‌طور مشخص برای این منظور، مانده تسهیلات اعطایی بانک مسکن که بانک تخصصی حوزه مسکن است مدنظر بوده است.

جدول ۱. عمق تسهیلات رهنی (شاخص اول تأمین مالی مسکن) در ایران و کشورهای منتخب طی سه سال گذشته

کشور	۱۴۰۰ (۲۰۲۱)	۱۳۹۹ (۲۰۲۰)	۱۳۹۸ (۲۰۱۹)
ایران ^۱	٪۲۲	٪۱۸	٪۱۷
هند [۳]	٪۷,۷۱	٪۷,۹	٪۶,۹
ترکیه [۳]	٪۴,۱۲	٪۵,۵	٪۴,۹
سوئیس [۳]	٪۱۲,۵	٪۱۲,۷	٪۱۲,۰
عربستان سعودی [۳]	٪۱۴,۳	٪۱۲	٪۶,۶
ایالات متحده آمریکا [۳]	٪۵۱,۱	٪۵۲,۳	٪۴۹

مأخذ: محاسبات گزارش.

این نسبت برای کشورهای فقیر زیر ۱۰٪، اقتصادهای آسیایی بین ۲۵-۲۰٪ و برای بسیاری از کشورهای توسعه‌یافته بیش از ۵۰٪ است [۴]. همان‌طور که از جدول ۱ مشخص است، وضعیت کشور در شاخص عمق تسهیلات رهنی نسبت به برخی کشورهای منطقه بهتر است، اما این نسبت در مقایسه با کشورهای توسعه‌یافته بسیار کمتر است. جدول زیر (شاخص دوم تأمین مالی مسکن) سهم جمعیت افراد دارای مسکن (ساکن در مسکن) در کشورهای مختلف در سال ۲۰۲۱ به تفکیک دریافت‌کنندگان تسهیلات رهنی و غیردریافت‌کنندگان تسهیلات رهنی را نشان می‌دهد.

جدول ۲. درصد جمعیت افراد دارای مسکن (شاخص دوم تأمین مالی مسکن) در کشورهای مختلف در سال ۲۰۲۱ (مشمول بر دریافت‌کنندگان تسهیلات رهنی و غیردریافت‌کنندگان تسهیلات رهنی)

کشور	درصد مالک مسکن (ساکن در مسکن)	درصد دریافت‌کننده تسهیلات (شاخص دوم)	درصد عدم دریافت‌کننده تسهیلات
اتریش	٪۵۴,۲	٪۲۳,۶	٪۳۰,۶
دانمارک	٪۵۹,۲	٪۴۶,۴	٪۱۲,۸
فنلاند	٪۷۰,۳	٪۴۰,۲	٪۳۰,۱
فرانسه	٪۶۴,۶	٪۳۰,۸	٪۳۳,۸
آلمان	٪۴۹,۵	٪۲۷,۷	٪۲۱,۸

مأخذ: [۵].

از آنجاکه در شاخص دوم تأمین مالی مسکن، تأمین مالی‌های غیررسمی نیز منظور می‌شود، لذا با توجه به عدم وجود اطلاعات مزبور امکان محاسبه و ارزیابی این شاخص برای کشور ایران میسر نیست. در ادامه به ویژگی‌ها و روش‌های تأمین مالی حوزه مسکن در برخی کشورهای منتخب اشاره می‌شود. جدول زیر به مقایسه میان تأمین مالی مسکن از بازار سرمایه و شبکه بانکی طی ۴ سال گذشته اشاره می‌کند.

۳. تأمین مالی بخش مسکن در ایران

تأمین مالی مسکن در کشور از بازارهای مختلف مالی و به روش‌های متعددی صورت می‌پذیرد. شبکه بانکی از طریق اعطای انواع مختلف تسهیلات و بازار سرمایه با انتشار انواع اوراق مالی و نهادهای مالی نقش مهمی در تأمین مالی حوزه مسکن ایفا می‌کنند. بررسی‌های این گزارش نشان می‌دهد که سهم تأمین مالی مسکن در کشور از طریق بازار سرمایه بسیار اندک بوده و عمده این تأمین مالی برعهده شبکه بانکی بوده است.

در قانون جهش تولید مسکن مصوب سال ۱۴۰۰ مجلس شورای اسلامی عمده تأمین مالی این بخش را برعهده شبکه بانکی قرار داده است و تنها در ماده (۵) این قانون به تکلیف وزارت اقتصادی نسبت به تأسیس صندوق‌های سرمایه‌گذاری موضوع بند «۲۰» ماده (۱) قانون بازار اوراق بهادار برای تأمین مالی ساخت و اجاره واحدهای مسکونی از طریق جذب سرمایه بخش خصوصی اشاره شده است.

جدول ۳. تأمین مالی حوزه املاک و مستغلات از طریق بازار سرمایه و شبکه بانکی طی ۴ سال گذشته^۱ (ارقام به هزار میلیارد تومان)^۲

بازار تأمین مالی					بازار سرمایه
۱۳۹۷	۱۳۹۸	۱۳۹۹	۱۴۰۰	۱۴۰۱	
۱۱۰ [۶]	۷۴,۴ [۶]	۱۱۱ [۶]	۱۹۵,۲ [۶]	۳۱۸	اوراق رهنی مسکن
۰	۲۰	۱۱	۰	۰	صندوق سرمایه‌گذاری زمین و ساختمان ^۳
۰	۰	۰	۰	۰,۱۶	صندوق سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات ^۴
۱۱۰	۷۴,۴	۱۱۲	۱۹۵,۲	۳۱۸,۱۶	مجموع

مآخذ: محاسبات گزارش براساس داده‌های بانک مرکزی و سازمان بورس و اوراق بهادار.

همان‌طور که از جدول ۳ مشخص است، تقریباً تمامی تأمین مالی حوزه مسکن برعهده شبکه بانکی بوده و طی چهار سال گذشته، بازار سرمایه نقشی در تأمین مالی این بخش مهم اقتصادی نداشته است. شایان ذکر است در بازار سرمایه چهار صندوق سرمایه‌گذاری زمین و ساختمان برای تأمین مالی پروژه‌های مسکونی و تجاری طی سال‌های قبل تر تأسیس شده است. همچنین تاکنون سه مورد صندوق املاک و مستغلات^۴ در بازار سرمایه کشور تأسیس شده که دو مورد در سال ۱۴۰۱ و یک مورد در سال ۱۴۰۲ بوده است. انتشار اوراق رهنی مسکن نیز حجم بسیار پایینی داشته و در کل، ۱۳۰۰ میلیارد تومان در بازار سرمایه اوراق رهنی مسکن (مربوط به بانک‌مسکن) عرضه شده است. جدول زیر سهم تسهیلات اعطایی شبکه بانکی به حوزه مسکن و ساختمان از کل تسهیلات شبکه بانکی را نشان می‌دهد:

۱. به دلیل کامل نبودن اطلاعات مربوط به سال ۱۴۰۱، سال جاری اشاره نشده است.

۲. ارقام گرد شده است.

۳. مطابق با آگهی شرکت فرابورس بانی اوراق بانک مسکن است که تسهیلات فروش اقساطی خرید مسکن را مبنای انتشار اوراق قرار داده است. مدت اوراق ۲۴ ماهه و نرخ اوراق ۱۶٪ است.

۴. در سال ۱۳۹۸ یک فقره اوراق رهنی منتشر شده است، اما به حوزه مسکن مربوط نیست.

۵. منظور اندازه کل صندوق (واحدهای ممتاز و عادی صندوق) در زمان تأسیس صندوق است.

۶. یک مورد صندوق املاک و مستغلات در سال ۱۴۰۱ تأسیس شده که مربوط به صندوق بازنشتگی کشوری بوده است.

7. Real estate investment trusts (REITs)

جدول ۴. سهم تسهیلات اعطایی شبکه بانکی به حوزه املاک و مستغلات از کل تسهیلات شبکه بانکی طی ۵ سال گذشته (ارقام به هزار میلیارد تومان)

سال	تسهیلات پرداختی به حوزه مسکن و ساختمان (ساخت، خرید، تعمیر)	کل تسهیلات پرداختی	سهم تسهیلات مسکن و ساختمان از کل تسهیلات پرداختی
۱۴۰۱	۳۱۸	۴۴۴۸	۷,۱۴٪
۱۴۰۰	۱۹۵,۲	۲۹۶۸	۶,۵۷٪
۱۳۹۹	۱۱۱	۱۸۹۹	۵,۸٪
۱۳۹۸	۷۴,۴	۹۷۵	۷,۶٪
۱۳۹۷	۱۱۰	۷۷۳	۱۴,۲٪
مجموع	۸۰۸,۶	۱۱۰۶۳	۷,۳٪

مأخذ: محاسبات گزارش.

۴. اوراق رهنی مسکن و سازوکار اجرایی انتشار آن



نقش بازار اوراق رهنی در تأمین مالی حوزه مسکن بسیار پررنگ است و به‌طور معمول، کشورهای توسعه‌یافته از بازار اوراق رهنی عمیقی برخوردارند. برای نمونه، مانده ارزش اوراق رهنی در ایالات متحده آمریکا در انتهای سال ۲۰۲۱ بیش از ۱۲ هزار میلیارد دلار بوده است [۵]. این درحالی است که ارزش کل بازار سهام ایالات متحده آمریکا در انتهای سال ۲۰۲۱ حدود ۵۳,۳ هزار میلیارد دلار بوده است [۷]. به بیانی دیگر، ارزش بازار اوراق بهادار رهنی در ایالات متحده آمریکا معادل حدود ۲۲,۵٪ ارزش کل بازار سهام آن کشور است.

این درحالی است که این نسبت در بازار سرمایه کشور ایران قریب به صفر است. همچنین توسعه نهادهای مالی متعدد تأمین مالی بخش مسکن در بازار سرمایه این کشورها به تقویت و تسهیل تأمین مالی حوزه مسکن از طریق بازار سرمایه کمک کرده و این توسعه نهادی در بازار سرمایه کشور نیز محقق نشده است. باین‌حال ضروری است تا مشابه بسیاری از کشورهای جهان – که بعضاً در این گزارش اشاره شد – با استفاده توأمان از ظرفیت شبکه بانکی و بازار سرمایه نسبت به تأمین مالی حوزه مسکن اقدام کرد. در کشور ایران نیز مشابه آنچه که در تجربیات جهانی مورد استفاده قرار می‌گیرد، انتشار اوراق رهنی مسکن ارکان متعددی دارد که مهم‌ترین آن به‌شرح زیر است:

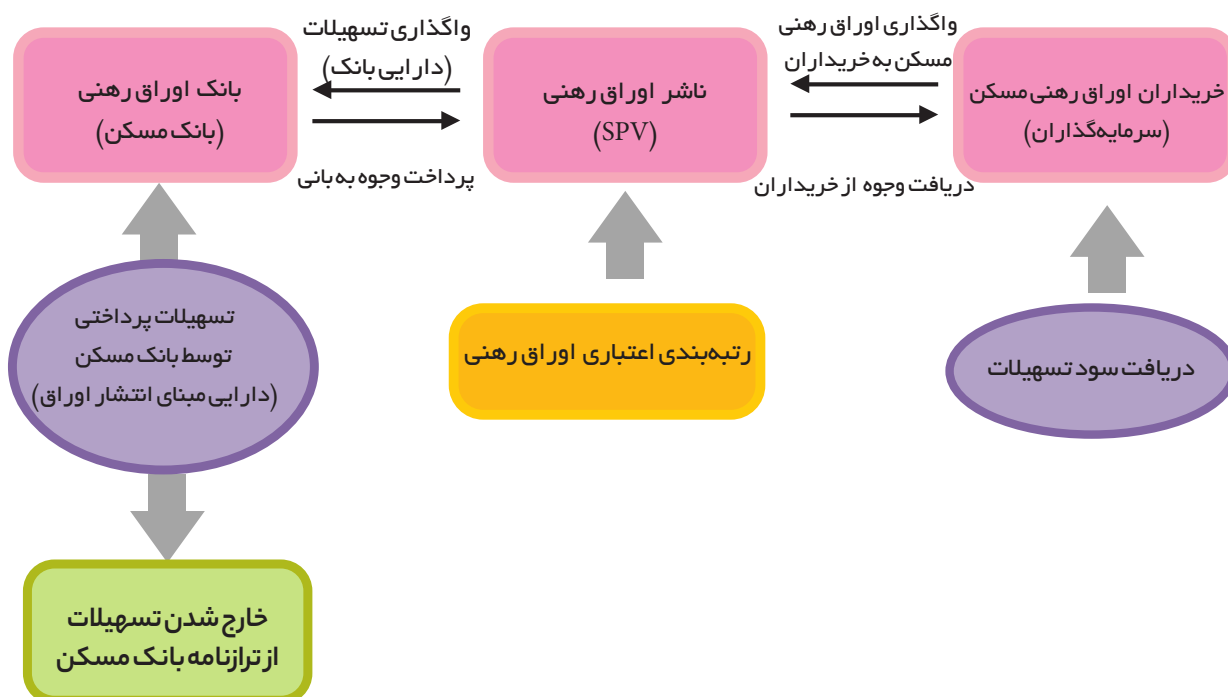
۱. **بانی اوراق:** در فرایند تأمین مالی و انتشار اوراق رهنی مسکن این رکن تأمین مالی می‌شود. در نظام مالی کشور، بانک مسکن این نقش را ایفا می‌کند. بانک مسکن مطالبات یا تسهیلات اعطایی قابل اوراق بهادار شدن را تجمیع می‌کند و با اوراق بهادارسازی آن در بازار سرمایه به فروش می‌رساند و از ترازنامه خود خارج می‌کند. بازپرداخت اقساط تسهیلات (بخشی از اصل و سود تسهیلات) پس از عرضه اوراق به سرمایه‌گذاران آن تعلق خواهد گرفت. سایر بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی نیز می‌توانند مشابه بانک مسکن به انتشار این اوراق اقدام کنند.

۲. **سرمایه‌گذاران اوراق رهنی:** سرمایه‌گذاران یا خریداران اوراق بهادار که شامل اشخاص حقیقی و حقوقی هستند، در ازای پرداخت وجوه اوراق رهنی مسکن را دریافت می‌کنند و در سررسیدهای مشخص، اقساط بازپرداختی شامل بخشی از اصل و سود تسهیلات را دریافت می‌کنند. ویژگی متمایز اوراق رهنی در مقایسه با سایر اوراق بدهی آن است که به‌صورت ماهیانه بخشی از اصل سرمایه به‌همراه سود ماهانه نیز پرداخت می‌شود و این موضوع برای برخی سرمایه‌گذاران جذاب خواهد بود.

۳. **ناشر اوراق بهادار:** نهاد واسط که واسط میان بانی اوراق و سرمایه‌گذاران آن است. این نهاد وجوه را از سرمایه‌گذاران دریافت و به بانی منتقل می‌کند و اوراق رهنی را به سرمایه‌گذاران می‌فروشد.

۴. **دارایی مبنای اوراق رهنی مسکن:** سبد تسهیلات اعطایی توسط بانک‌ها (به‌طور مشخص بانک مسکن) و مؤسسات اعتباری غیربانکی که از جهات متعددی مانند نرخ تسهیلات، سررسید و... شبیه یکدیگر هستند و قابلیت تجمیع به‌منظور استاندارد شدن و قابلیت انتشار را داشته باشند، دارایی مبنای انتشار اوراق رهنی مسکن است. ارکان دیگری نیز در انتشار اوراق رهنی مانند رکن ضامن، نهاد رتبه‌بندی‌کننده اعتبار، بازار گردان، عامل فروش و متعهد پذیرهنویس وجود دارد که به تسهیل فرایند انتشار اوراق بهادار کمک می‌کند. شکل زیر سازوکار اجرایی انتشار اوراق رهنی مسکن را نمایش می‌دهد.

شکل ۱. سازوکار اجرایی انتشار اوراق رهنی مسکن



مأخذ: پژوهش حاضر.

در بازارهای مالی طراحی‌های مختلفی به‌منظور افزایش رغبت به سرمایه‌گذاری در این ابزارهای مالی صورت پذیرفته، یکی از مباحث مهم پیرامون فرایند اوراق بهادارسازی تسهیلات رهنی، تبدیل سبد تسهیلات پرداختی به طبقات (ترانچ) مختلف اوراق رهنی با تفاوت در ریسک و میزان عائدی (نرخ سود) است. در واقع این طراحی ابزار مالی سبب می‌شود تا سرمایه‌گذاران با درجات مختلف ریسک‌پذیری بتوانند نسبت به سرمایه‌گذاری در این اوراق اقدام کنند. همچنین سرمایه‌گذاران نهادی با استفاده از این ابزار می‌توانند سبد سرمایه‌گذاری خود را به شکل بهینه‌ای طراحی کنند و با این طراحی و طیف‌بندی ویژگی‌های مختلف اوراق بهادار، تقاضای بیشتری برای این اوراق در بازارهای مالی فراهم می‌شود. در ادامه چند نوع متداول از طبقات اوراق رهنی مسکن تشریح می‌شود [۸]:

الف) بخش‌بندی براساس ریسک اعتباری

۱. **طبقه با درجه اعتبار بالا:** این اوراق بیشترین اولویت را در دریافت اصل و سود پرداختی از سبد تسهیلات مسکن دارند. همچنین کم‌خطرترین طبقات هستند و بالاترین رتبه اعتباری را دارند.

1. Underlying Asset
2. Credit Rating Agency
3. Tranches
4. Senior Tranches

۲. طبقه با درجه اعتبار پایین: این اوراق دارای بالاترین ریسک هستند، اما به‌طور بالقوه بالاترین بازده را دارند. سرمایه‌گذارانی که این نوع از اوراق را خریداری می‌کنند، آخرین کسانی هستند که از سبد وام مسکن پرداختی دریافت می‌کنند (پر مخاطره‌ترین بخش از تسهیلات مسکن) و در صورت نکول تسهیلات گیرنده، ابتدا ضرر را جذب می‌کنند. این طبقات معمولاً رتبه‌بندی نشده یا دارای رتبه اعتباری پایین‌تری هستند. این امکان وجود دارد که طبقات به سه یا چهار طبقه هم افزایش یابند که از بالا به پایین دارای ریسک بیشتر و نرخ سود بیشتر خواهند بود.

ب) بخش‌بندی براساس ریسک نرخ بهره

۱. بخش یا طبقه بهره صرف: دارندگان این نوع از اوراق فقط سود وام‌های مسکن را دریافت می‌کنند و هیچ اصل تسهیلاتی دریافت نمی‌کنند. از آنجایی که بهره بسیاری از وام‌های رهنی متغیر است سرمایه‌گذاران این اوراق ریسک بیشتری نسبت به سرمایه‌گذاران در طبقه فقط اصل تسهیلات متحمل می‌شوند.

۲. بخش یا طبقه اصل تسهیلات صرف: دارندگان این نوع از اوراق فقط اصل پرداختی را از تسهیلات مسکن دریافت می‌کنند و هیچ سودی دریافت نمی‌کنند.

۵. کارکردهای اوراق رهنی مسکن

اوراق رهنی که به‌طور عمده مبتنی بر تسهیلات حوزه مسکن منتشر می‌شوند، کارکردهای متعددی دارند. عمده‌ترین کارکرد این ابزار مالی که در خلال بررسی تجربیات کشورها نیز بیان شد را می‌توان ایجاد قدرت به نهادهای مالی برای تأمین مالی حوزه مسکن در نظر گرفت. در ادامه این بخش، کارکردهای این اوراق بیان می‌شود:

۵-۱. افزایش جذابیت پرداخت تسهیلات بلندمدت مسکن

یکی از مهم‌ترین کارکردهای اوراق رهنی مسکن ایجاد بازار ثانویه برای تسهیلات مسکن است. ایجاد این بازار ثانویه مزایای متعددی را برای شبکه بانکی از طریق بازار سرمایه فراهم می‌کند. به‌طور مشخص، اوراق بهادارسازی تسهیلات بانکی، سبب کاهش ریسک نقدشوندگی می‌شود. به بیانی دیگر، اوراق بهادار کردن تسهیلات بانکی در حوزه مسکن سبب می‌شود تا منابع مالی تازه‌وارد بانک شود تا مجدداً تسهیلات در آن حوزه صورت پذیرد. این مهم جذابیت پرداخت تسهیلات مسکن را افزایش می‌دهد.

یکی دیگر از مزایای اوراق بهادارسازی تسهیلات مسکن، مدیریت ریسک نرخ بهره است. توضیح آنکه، بلندمدت بودن تسهیلات مسکن و نرخ سود ثابت و در غالب موارد پایین‌تر از تورم این تسهیلات در ایران، دو دلیل اصلی برای عدم جذابیت و تمایل بانک‌ها در خصوص پرداخت تسهیلات مسکن است که اوراق بهادارسازی را می‌توان کمکی برای کاهش این عدم جذابیت تلقی کرد. همچنین در مواردی نرخ سود تسهیلات مسکن دچار تغییراتی می‌شود که اوراق بهادارسازی تسهیلات مسکن این امکان را برای بانک فراهم می‌آورد که متناسب با نرخ‌های جدید نسبت به اعطای تسهیلات اقدام کند.

اعطای مزیت اوراق بهادارسازی صرفاً به تسهیلات مسکن یک مزیت نسبی نیز برای این نوع تسهیلات یا بانک تخصصی مسکن ایجاد می‌کند که در بلندمدت می‌تواند منجر به ارتقای نسبت مانده تسهیلات مسکن به مانده کل تسهیلات پرداختی شود. از سوی دیگر از آنجایی که توسعه بازار اوراق رهنی مسکن منجر به افزایش جذابیت تأمین مالی مسکن می‌شود می‌توان توسعه این بازار را سازوکاری برای بهبود کیفیت اعتبارات بانکی و افزایش شمول مالی خانوارها قلمداد کرد.

۵-۲. توزیع ریسک در نظام مالی

خارج کردن دارایی‌ها از ترازنامه بانک‌ها یا نهادهای مالی و واگذاری آن در قالب اوراق رهنی (با رعایت انتشار مبتنی بر رتبه اعتباری

1. Subordinate Tranches
2. Interest-Only (IO) Tranches
3. Principal-Only (PO) Tranches



و اصلاح رکن ضامن) منجر به کاهش ریسک بانک‌ها یا نهادهای مالی و انتقال آن به خریداران اوراق می‌شود. ایجاد این امکان برای نهاد پرداخت‌کننده تسهیلات دارای دو اثر متزاحم است. اول اینکه ممکن است به دلیل اینکه اطلاعات سرمایه‌گذاران در اوراق رهنی نسبت به وضعیت اعتباری تسهیلات مبنای اوراق کامل نیست، انگیزه بانک در توجه به وضعیت اعتباری مشتری تسهیلات مسکن کاهش یابد و منتهی به افزایش ریسک اعتباری شود. همچنین ممکن است بانک با هدف اینکه بتواند با نرخ بهتری این تسهیلات را در قالب اوراق رهنی واگذار کند دقت بیشتری در مسائل مربوط به ریسک اعتباری داشته باشد.

۳-۵. تعمیق بازار اوراق بهادار با معرفی طبقه‌ای جدید از دارایی

کمیبود دارایی یکی از عوامل نوسانات شدید قیمت در بازار دارایی‌هاست. تعمیق بازار اوراق بهادار با معرفی دارایی‌های جدید مشروط به اینکه قیمت آن به صورت بازاری کشف شده و مورد دستکاری قرار نگیرد می‌تواند بخشی از پس‌انداز آحاد اقتصادی را به خود اختصاص دهد و از طریق تعمیق بازار دارایی‌ها، احتمال وقوع حباب‌های قیمتی را کاهش دهد.

۴-۵. محو نقدینگی ناشی از پرداخت تسهیلات مسکن

در صورتی که اوراق رهنی مسکن توسط شخصی به غیر از بانک‌ها یا بدون استفاده از تسهیلات بانکی خریداری شود می‌تواند منجر به محو نقدینگی شده و به عنوان سازوکاری برای کاهش شتاب نقدینگی قلمداد شود. توضیح آنکه فروش هرگونه دارایی توسط بانک‌ها منجر به از بین رفتن سپرده‌های بانکی خریداران شده و حتی اگر معرفی این ابزار منجر به تشویق تسهیلات‌دهی به بخش مسکن مطابق آنچه در ۱-۵ مطرح شد نشود، فعال‌سازی یک سازوکار برای کاهش شتاب نقدینگی مزیت قابل توجهی است.

۶. چالش‌های توسعه بازار اوراق رهنی مسکن

با وجود کارکردهای متعددی که اوراق رهنی مسکن دارد، شاهد آن هستیم که بازار آن در کشور رونق دارد و همان‌طور که پیشتر نیز بیان شد، تنها دو فقره اوراق رهنی مسکن به ارزش ۱۳۰۰ میلیارد تومان توسط بانک مسکن در بازار سرمایه منتشر شده است. این در حالی است که ظرفیت زیرساختی، نهادی و اجرایی آن فراهم است و منابع مالی برای سرمایه‌گذاری در آن اوراق وجود دارد. باین حال، عمده چالش یا مانع توسعه اوراق رهنی مسکن را می‌توان نرخ‌گذاری دستوری تسهیلات اعطایی در حوزه مسکن و به تبع آن، نرخ‌گذاری دستوری سود اوراق رهنی معرفی کرد. اگرچه این نرخ‌گذاری در سایر اوراق مالی اسلامی (صکوک)^۱ نیز وجود دارد و سبب بروز مشکلاتی در این بازار شده، باین حال آثار آن در تأمین مالی مسکن مشهودتر و زیانبارتر است. نرخ‌گذاری دستوری در خصوص این اوراق سبب می‌شود تا از ابعاد متعددی انتشار این اوراق با مانع یا چالش مواجه شود که در ذیل به آن اشاره می‌شود. چالش‌های برآمده از نرخ سود دستوری اوراق رهنی مسکن:

۱. **عدم سرمایه‌گذاری در اوراق رهنی مسکن توسط اشخاص حقیقی و حقوقی (تضعیف تقاضا):** پایین بودن نرخ بازدهی ابزارهای مالی به‌ویژه در شرایطی که نظام اقتصادی با تورم بالا و انتظارات تورمی مواجه است، انگیزه سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد و سبب می‌شود تا عرضه اوراق بدون تقاضا باقی بماند و بازار از عمق مناسبی برخوردار نشود.^۲
۲. **عدم شفافیت در توزیع منافع ناشی از انتشار اوراق رهنی مسکن:** به دلیل عدم تقاضای خرید این اوراق، کارمزدهای مربوط به تعهد پذیره‌نویسی و بازارگردانی نیز افزایش خواهد یافت. لذا سرمایه‌گذارانی که به‌طور عمومی و از طریق بازار تمایل به خریداری این اوراق داشته باشند، همان بازده اسمی و رسمی اعلامی را دریافت می‌کنند و عواید مازاد بر نرخ اسمی و رسمی به‌طور مذاکره‌ای بین خریداران نهادی و فروشنده تسهیلات تعیین می‌شود.
۳. **عدم سرمایه‌گذاری مبتنی بر ریسک:** تعیین نرخ به صورت دستوری سبب می‌شود تا نظام مالی ظرفیت ارائه سبد متنوعی از

۱. برای کسب اطلاعات بیشتر به گزارش «چالش‌های تأمین مالی بنگاه‌ها از طریق انتشار صکوک (اوراق مالی اسلامی)» به شماره مسلسل ۱۶۶۲۲ تهیه شده در مرکز پژوهش‌های مجلس مراجعه فرمایید.

۲. شایان ذکر است در گزارشی که پژوهشکده پولی با عنوان فرایند استانداردسازی و تشکیل پرتفوی مطالبات رهنی در نظام بانکی ایران (روش‌ها و الزامات) در سال ۱۴۰۰ منتشر کرده نیز به این موضوع اشاره شده است (ص ۸ گزارش).

سرمایه‌گذاری‌هایی که مبتنی بر ریسک‌های مختلف طراحی می‌شوند را نداشته باشد. به بیانی دیگر، دلالت نرخ‌گذاری دستوری آن است که در نظام مالی برای تمامی ابزارهای مالی با ویژگی‌های مختلف که توسط بانیان با ریسک‌های متنوع منتشر می‌شود، یک نرخ بازدهی در نظر گرفته شود. با این بیان، افرادی که به اصطلاح ریسک‌پذیر و خواهان بازدهی مورد انتظار با نرخ بالاتر هستند، از ورود به نظام مالی و سرمایه‌گذاری در ابزارهای آن خودداری می‌کنند. همچنین این مسئله سبب می‌شود تا فرهنگ تبادل میان ریسک سرمایه‌گذاری و بازده که معیار اساسی سرمایه‌گذاری در اقتصاد و نظام‌های مالی است، در میان فعالان بازارهای مالی و آحاد مردم نهادینه نشود و افراد با طیف‌های متعدد ریسک‌پذیری تنها در ازای میزان مشخصی از بازده، نسبت به سرمایه‌گذاری اقدام کنند.

۴. عدم استقرار نظام رتبه‌بندی اعتباری: این چالش به نکات مطرح شده در بند قبل (عدم سرمایه‌گذاری مبتنی بر ریسک) مرتبط است. عدم تنوع ابزارهای مالی از حیث ریسک و محدود کردن بازده مورد انتظار به میزان مشخصی در نظام مالی و اقتصادی، سبب می‌شود تا نظام رتبه‌بندی اعتباری به شکل مطلوبی در نظام مالی نهادینه نشود و توسعه نیابد. توضیح آنکه مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری به ارزیابی ریسک منتشرکنندگان اوراق بهادار اقدام کرده و متناسب با وضعیت مالی آنها طیف مشخصی از نرخ اوراق را مشخص می‌کنند. سرمایه‌گذاران مبتنی بر میزان ریسک‌پذیری یا ریسک‌گریزی خود و همچنین میزان ریسک سبد سرمایه‌گذاری خود (پرتفوی سرمایه‌گذاری) نسبت به سرمایه‌گذاری در اوراق مزبور اقدام می‌کنند. چنانچه مشابه آنچه که در نظام مالی و اقتصادی ایران رخ می‌دهد، تمامی اوراق مالی (صکوک) از جمله اوراق رهنی مسکن دارای رکن ضامن باشد (انتقال ریسک) و نرخ بازده آن نیز سقف مشخصی داشته باشد - که به دلیل شرایط تورمی و غیرواقع بودن نرخ معمولاً تمامی اوراق با سقف نرخ بازدهی منتشر می‌شود -، استقرار نظام رتبه‌بندی اعتباری توجیهی نخواهد داشت و شکل نخواهد گرفت. خود این فقدان استقرار نظام رتبه‌بندی نیز باعث شده است بانک مرکزی مطابق با ماده (۴) بخشنامه بانک مرکزی با عنوان «ضوابط ناظر بر انتشار اوراق رهنی توسط مؤسسات اعتباری» انتشار اوراق رهنی مسکن را صرفاً به تسهیلات جاری محدود کند^۱ و عملاً بخش قابل توجهی از تسهیلات مسکن فاقد قابلیت اوراق بهادارسازی باشند. استفاده از انواع تسهیلات در حوزه مسکن که توسط بانک‌ها و مؤسسات اعتباری اعطا شده که شامل درجات مختلف ریسک است، سبب می‌شود تا نرخ‌های مختلفی از اوراق در بازارهای مالی شکل بگیرد و طیف وسیعی از سرمایه‌گذاران با درجات مختلف ریسک‌گریزی نسبت به خریداری اوراق رهنی مسکن اقدام کنند که به دلایلی که گفته شد در حال حاضر امکان‌پذیر نیست.

۷. راهکارها و توصیه‌های سیاستی

به‌منظور بهره‌مندی هرچه بیشتر از کارکردهای اوراق رهنی مسکن که پیشتر در گزارش به آن پرداخته شد، در این بخش از گزارش، راهکارهای رفع موانع و همچنین توصیه‌های سیاستی به‌منظور ارتقای این بازار مورد تأکید قرار خواهد گرفت.

۷-۱. اصلاح در نرخ بازده اوراق رهنی مسکن

همان‌طور که در بخش چالش‌ها پرداخته شد، نرخ‌گذاری دستوری اوراق رهنی مسکن سبب کاهش انگیزه سرمایه‌گذاران برای ورود به این بازار می‌شود. طبیعی است که شکل‌گیری این بازار مستلزم وجود عایدی متناسب با شرایط کلان اقتصادی برای سرمایه‌گذاران است. لذا توصیه ابتدایی آن است که مداخله در نرخ‌گذاری اوراق ممنوع شود تا کارکرد اصلی بازار که کشف نرخ‌های سرمایه‌گذاری است، صورت پذیرد. با این حال، چنانچه تصمیم بر ادامه نرخ‌گذاری دستوری باشد، دولت می‌تواند از طریق منابع صندوق ملی مسکن، نسبت به اعطای یارانه سود به این اوراق اقدام کند. این موضوع در ماده (۶) قانون جهش تولید مسکن مصوب سال ۱۴۰۰ مجلس شورای اسلامی مورد توجه قانونگذار بوده است.^۲

۱. ماده (۴) - تسهیلات موضوع اوراق رهنی باید حداقل ۲ سال از تاریخ اعطای آن، گذشته و براساس مقررات ابلاغی بانک مرکزی در خصوص طبقه‌بندی دارایی‌های مؤسسات اعتباری، در طبقه جاری قرار داشته باشد.

۲. ماده (۶) - به‌منظور تأمین مالی برنامه‌های حمایتی مسکن، وزارت راه و شهرسازی از طریق صندوق ملی مسکن می‌تواند یارانه سود انتشار اوراق تأمین مالی بخش مسکن نظیر اوراق رهنی مذکور در تبصره «۴» ماده (۴) این قانون، اوراق خرید دین و سایر اوراق تأمین مالی بخش مسکن موضوع قانون اوراق بهادار را از محل منابع صندوق ملی مسکن پرداخت نماید.



۲-۷. انتشار اوراق رهنی مسکن بدون کوپن

مشابه اوراق اسناد خزانه دولت و اوراق گام که در بازار سرمایه ایران بدون کوپن منتشر می‌شود، می‌توان نسبت به انتشار اوراق رهنی مسکن بدون کوپن اقدام کرد. در این شیوه نرخ بازدهی اوراق در بازار کشف و قیمت اوراق به کسر در بازار اوراق متأثر از شرایط اقتصادی مشخص می‌شود.

۳-۷. ضرورت بهره‌مندی از نظام رتبه‌بندی اعتباری در انتشار اوراق رهنی مسکن

بازارهای بدهی در کشورهای دنیا از نظام رتبه‌بندی اعتباری استفاده می‌کنند. به‌طور مشخص، مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری با بررسی مؤلفه‌های متعدد مالی و اقتصادی شرکت‌ها رتبه اعتباری را برای ایشان در نظر می‌گیرند که آنها متناسب با رتبه کسب کرده می‌توانند نسبت به تأمین مالی از بازارهای سرمایه و با نرخ‌های مشخص اقدام کنند. در بازار سرمایه کشور تا زمان تهیه این گزارش سه مؤسسه رتبه‌بندی اعتباری تأسیس شده است که نسبت به رتبه‌بندی شرکت‌ها اقدام می‌کنند. باین حال، تاکنون داشتن رتبه اعتباری برای شرکت‌های خواهان تأمین مالی از بازار سرمایه الزامی نشده است.

۴-۷. افزایش آموزش و فرهنگ‌سازی

شناخت ابزارها و نهادهای تأمین مالی حوزه مسکن و به‌خصوص اوراق رهنی مسکن یکی از ضروریات توسعه این بازار است. به‌دلیل پیچیدگی‌های روابط حقوقی میان ارکان این اوراق ضروری است نسبت به افزایش آموزش و فرهنگ‌سازی به ذی‌نفعان اصلی این ابزار مهم مالی مانند بانک‌ها، مؤسسات اعتباری غیربانکی، سایر نهادهای مالی تأمین مالی کننده (اعطاکننده تسهیلات) در حوزه مسکن، سرمایه‌گذاران این ابزارهای مالی، تصمیم‌گیران و سایر مجریان اقدام شود. به‌دلیل تخصصی بودن این ابزار مالی، سازمان بورس و اوراق بهادار (نهاد تنظیم‌گر بازار سرمایه) و بورس‌های اوراق بهادار می‌توانند این نقش مهم را ایفا کنند.

۸. جمع‌بندی



مسکن و تأمین مالی آن یکی از ضرورت‌های کنونی نظام اقتصادی کشور است. یکی از روش‌های متعارف تأمین مالی مسکن در همه کشورها، پرداخت تسهیلات بلندمدت بانکی است؛ لکن پرداخت تسهیلات بلندمدت به‌ویژه در صورت ثابت بودن نرخ سود تسهیلات، نظام بانکی را با انواع مخاطرات اعم از مخاطره (ریسک) نقدشوندگی، اعتباری و تغییرات نرخ بهره مواجه خواهد کرد، لذا راهکارهایی برای حل این چالش طراحی شده که یکی از مهم‌ترین آنها، انتشار اوراق رهنی مسکن است. مهم‌ترین کارکردهای این اوراق به‌شرح زیر است:

- اعطای ابزار مدیریت ریسک نقدینگی و ریسک نرخ بهره به بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی،
- افزایش قدرت تأمین مالی به نهادهای مالی،
- ایجاد بستر تأمین مالی غیرتورمی حوزه مسکن،
- کاهش و توزیع ریسک^۱ در نظام مالی،
- تعمیق بازار فعلی اوراق بهادار و ایجاد طبقه جدید دارایی.

با این حال، علی‌رغم نیاز اقتصاد و تکلیف قانونی به بانک‌ها برای پرداخت تسهیلات بلندمدت در حوزه مسکن در ماده (۴) قانون جهش تولید مسکن، این زیرساخت در نظام اقتصادی کشور به‌خوبی مهیا نشده و تاکنون تنها دو مرحله انتشار اوراق رهنی مسکن توسط بانک مسکن صورت گرفته که نشان از عدم عمق کافی این بازار و وجود موانعی برای انتشار آن است. بررسی این گزارش نشان می‌دهد که نرخ‌گذاری دستوری بر تسهیلات اعطا شده در حوزه مسکن و همچنین سود اوراق رهنی مسکن یکی از چالش‌ها و موانع مهم استفاده از این اوراق بوده است. نرخ‌گذاری دستوری اوراق رهنی مسکن خود منجر به بروز چالش‌هایی به‌شرح زیر در تأمین مالی حوزه مسکن می‌شود:

1. Risk sharing

- عدم سرمایه‌گذاری در اوراق رهنی مسکن توسط اشخاص حقیقی و حقوقی (تضعیف تقاضا)،
 - عدم شفافیت در توزیع منافع ناشی از انتشار اوراق رهنی مسکن،
 - عدم سرمایه‌گذاری مبتنی بر ریسک،
 - عدم استقرار نظام رتبه‌بندی اعتباری.
- در پایان پیشنهادهای این گزارش به‌منظور رفع موانع و چالش‌های انتشار اوراق رهنی مسکن و همچنین ارتقای تأمین مالی حوزه مسکن از نظام بانکی به‌شرح ذیل است:
- اصلاح نرخ بازده اوراق رهنی مسکن،
 - انتشار اوراق رهنی مسکن بدون کوپن،
 - ضرورت بهره‌مندی از نظام رتبه‌بندی اعتباری در انتشار اوراق رهنی مسکن،
 - افزایش آموزش و فرهنگ‌سازی.

با وجود کارکردهای متعدد اوراق رهنی مسکن که در این گزارش به اجمال به آن پرداخته شد، ضروری است تا سیاستگذاران و متولیان اجرایی نیز ملاحظاتی درخصوص بهره‌مندی از این اوراق را مورد توجه قرار دهند تا از بروز برخی مخاطرات در نظام مالی و اقتصادی جلوگیری شود. شایان‌ذکر است که بحران مالی سال ۲۰۰۸ میلادی در کشورهای توسعه‌یافته به دلیل عدم رعایت برخی ملاحظات و افراط در استفاده از این ابزارهای مالی ایجاد شد. برای نمونه، ضعف یا دستکاری در نظام رتبه‌بندی اعتباری اوراق رهنی مسکن یکی از عوامل بروز بحران مالی سال ۲۰۰۸ بود. لذا نظام صحیح و تحت نظارت رتبه‌بندی اعتباری در نظام مالی و اقتصادی کشور و به‌خصوص بازار سرمایه ضروری است.

همچنین با توجه به عدم شکل‌گیری بازار اوراق رهنی و انتشار تنها دو مورد از این اوراق در بازار سرمایه، ضروری است به این نکته توجه داشت که تعمیق این بازار^۱ تدریجی صورت پذیرد و از شتاب‌زدگی در تعمیق این بازار اجتناب شود. انتشار اوراق رهنی مسکن به‌شکل دفعی و با حجم زیاد عرضه می‌تواند نرخ‌های بازار اوراق بدهی که در آن بدهی‌های دولتی و بدهی‌های شرکتی وجود دارد، را با افزایش شدید مواجه کند. لذا ضروری است تا ضوابط انتشار اوراق رهنی مسکن مانند رتبه‌بندی اعتباری اوراق و تسهیلات قابل تبدیل به اوراق رهنی مسکن در مراحل اولیه شکل‌گیری این بازار به‌طور دقیق بررسی و ارزیابی شود. ملاحظه دیگر در این خصوص آن است که توزیع متوازن در انتشار این اوراق صورت پذیرد. به بیانی دیگر، به دلیل آنکه پیش‌بینی می‌شود که حجم انتشار این اوراق زیاد باشد، ضروری است تا زمان‌بندی مناسبی نسبت به عرضه این اوراق صورت پذیرد. این دغدغه درخصوص اوراق بدهی دولتی نیز وجود دارد و در قوانین بودجه سالیانه کشور کمیته‌ای را متولی تنظیم انتشار اوراق بدهی دولت کرده است تا از بروز مخاطرات مورد جلوگیری شود.

منابع و مآخذ



- [1] DEMIR, Hülya (2003), Housing Financing in Turkey, 2nd FIG Regional Conference.
- [2] world bank (2014), Housing Finance Across Countries.
- [3] www.helgilibrary.com.
- [4] www.business-standard.com.
- [5] www.statista.com.
- [6] www.cbi.ir.
- [7] siblisresearch.com.
- [8] financetrain.com.

۱. افزایش انتشار و مانده اوراق و حجم معاملات که در آن سرمایه‌گذاران به‌راحتی و با تغییر اندک قیمت بتوانند نسبت به سرمایه‌گذاری یا خروج از آن اقدام کنند.

گزیده سیاستی

مسکن و تأمین مالی آن یکی از ضرورت‌های کنونی نظام اقتصادی کشور است. روش‌های متعددی برای تأمین مالی مسکن وجود دارد که یکی از روش‌های مرسوم آن، انتشار اوراق رهنی مسکن است. این اوراق که به ارتقای ظرفیت تأمین مالی بانک‌ها و نهادهای مالی در حوزه مسکن منجر می‌شود، ابزاری برای مدیریت ریسک نقدینگی و ریسک نرخ بهره (سود) بانک‌ها و نهادهای مالی است که سبب می‌شود تا انگیزه کافی برای تأمین مالی حوزه مسکن توسط آنها فراهم شود.



مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی

تهران، خیابان پاسداران، روبروی پارک نیاوران (ضلع جنوبی، پلاک ۸۰۲)

تلفن: ۷۵۱۸۳۰۰۰ صندوق پستی: ۱۵۸۷۵-۵۸۵۵ پست الکترونیک: mrc@majles.ir

وبسایت: rc.majles.ir