

# تبدیل به اوراق بهادار کردن وامهای رهنی: شیوه‌ای نو برای تأمین مالی در بخش مسکن<sup>۱</sup>

دکتر حسین عبده تبریزی<sup>۲</sup>

از روشهای سنتی تأمین مالی در ایران، پیش فروش و وام بانکی را می‌شناسیم. اولی شیوه‌ای است که سازندگان بدان علاقه‌مندند چون هزینه سرمایه آن ناچیز است، اما متقاضیان مسکن، در این سالهای کمی نقدینگی و تورم، و در شرایطی که به قدر کفایت از پیش خریدهای گذشته رضایت ندارند، از آن روگردانند. دومی به ساخت و ساز و وام کوتاه مدت متمایل است، و نیاز بهره‌بردار از مسکن را که پول بلند مدت می‌خواهد، کاملاً جوابگو نیست. باید راه‌های جدیدی را جستجو کرد.

---

۱- این مقاله در سمینار سانسهای توسعه مسکن در ایران در تاریخ ۱۱ مهر ماه ۱۳۷۳ در محل دانشکده فنی دانشگاه تهران ارائه شده است.

۲- عضو هیأت علمی دانشگاه امام صادق (ع)

اکنون طیف گسترده‌ای از منابع و تکنیکها برای تأمین مالی توسعه مسکن و گسترش و نوسازی طرح‌های ساختمانی وجود دارد. مستغلات و امور مالی همواره در پیوند با یکدیگر بوده‌اند، اما طی دو دهه اخیر، پیچیدگی و درهم آمیختگی ابزارهای مالی گسترش چشمگیری در اروپا، امریکا، و خاور دور داشته است و حتی پاره‌ای از این ابزارها در بازارهای مالی بین‌المللی مورد معامله قرار گرفته است و بازارهای سرمایه به شدت جهانی شده است. آزادسازی و مقررات زدایی در این بازارها باعث توسعه مستغلات شده است. مشخصه روشهای فعلی تأمین مالی مستغلات، نوآوری، رقابت پویای نهادهای مالی با یکدیگر، و تقویت توان فراهم آوردن منابع مالی کوتاه مدت، میان مدت، و بلند مدت است. می‌دانیم که نوع، نحوه، و هزینه تأمین مالی مستغلات اثر مهمی بر طرح‌های توسعه مسکن دارد.

دو روش تأمین مالی اصلی طرح‌های ساخت و توسعه مسکن در بخش خصوصی طبعاً منابع مالی حاصل از بدهی و سرمایه است. اما نقش روشهای مبتنی بر مالیات، کمکهای بلاعوض، معافیتها و غیره را نیز نباید نادیده گرفت. روشهای اخیر بیشتر در مورد طرح‌های فاقد مزیت اقتصادی همچون بازسازی بافت فرسوده شهری، مسکن ارزان قیمت و کوچک برای اقشار ضعیف جامعه، و طرح‌های مسکن روستایی، و پروژه‌هایی از این دست کاربری دارد.

وقتی از تأمین مالی طرح‌های مسکن و مستغلات سخن می‌گوییم، افقهای زمانی متفاوتی را در نظر داریم. مرحله ساخت نسبتاً کوتاه مدت است و عموماً ۲ تا ۵ سال طول می‌کشد. تأمین مالی ساخت معمولاً کوتاه مدت است و وجوه به طور متوسط برای سه سال لازم است. تسهیلات اعتباری ساخت، بسیاری از ویژگیهای وام تجاری را دارد، و از این رو بانکهای تجاری علاقه‌مند به اعطای این تسهیلات‌اند. همچون هر نوع وامدهی دیگر، خطر جزء لاینفکی از وام ساخت و ساز است، و از این رو، بانکدار از نزدیک بر آن نظارت می‌کند. چون ساختمان نیمه تمام در معرض خطر است (خطر فروش نرفتن، خطر گران شدن مصالح، خطر بالا رفتن عوارض. ...) سازنده می‌باید دوره ساخت را به حداقل برساند تا هزینه سود پول را کاهش دهد.

مرحله دوم شامل فروش یا اجاره مسکن در طی دوره حیات فیزیکی یا اقتصادی

ساختمان است. هر چند که چون ساختمان به اتمام رسیده است، خطر تجاری و افزایش هزینه آن کمتر شده است. اما در کشورهایی همچون جمهوری اسلامی ایران که نرخ تورم بالا دارد، خطر تورمی اعطای تسهیلات ۱۵ ساله بسیار بالاست. از این رو، بانکها و شرکتهای بیمه و صندوقهای بازنشستگی و بقیه نهادهای مالی نسبت به اعطای تسهیلات بلند مدت که، ویژگی این مرحله است، کم علاقه می‌باشند. طرح‌های دیگری چون آماده‌سازی زمین، بازسازی بافتهای فرسوده و ... وجود دارد که به اعتبارات میان مدت ۳ تا ۷ سال نیاز دارند. انقلاب در امور مالی در سالهای اخیر به مکانیسم‌هایی انجامیده است که بر روی شکاف میان بازارهای کوتاه مدت و بلند مدت پل می‌زند.

بالا بودن نرخ تورم و نرخ سود مورد انتظار محدود به سرزمین ما نیست. در غرب نیز بارها و در همین سالهای اخیر، مثلاً پایان دهه ۷۰ و آغاز دهه ۸۰ تجربه شده است. در سال ۱۹۸۱، نرخ بهره سپرده در امریکا به ۱۸ درصد رسید، و این در حالی بود که بانکها وامهای رهنی ۷، ۸ و ۹ درصد در ترازنامه خود داشتند. نرخ بهره بالا بانکها را محتاط می‌کند، و وقتی سررسید وام ۱۵ سال دیگر است، طبعاً بانک نگران هزینه پول در آینده است. به ویژه آنگاه که تورم را احساس می‌کند. اما در مواجهه با این شرایط، بازار سرمایه پیچیده و نسبتاً کارایی چون بازارهای غربی، به فکر شیوه‌های تأمین مالی خلاق می‌افتند.

روشهای متفاوتی برای طبقه‌بندی منابع و فنون امور مالی مسکن وجود دارد. گفته شده ساده‌ترین گروه‌بندی بین بدهی و سرمایه است. تأمین مالی از محل سرمایه به سرمایه‌گذار امکان می‌دهد که مدعی عایدی سرمایه‌گذاری بشود، و اگر با شکست مواجه شود، سرمایه‌گذار در معرض خطر جدی است. بر عکس، بستانکار در معرض خطر بازیافت سرمایه خود نیست، اما از عایدی سرمایه‌گذاری چیز مهمی نمی‌برد. تأمین مالی برای پروژه خاص را باید از تأمین مالی به طور کلی و یا تأمین مالی شرکتها جدا کرد. هر چند که این تفکیک کارچندان آسانی نیست. اما به کار آن می‌آید که سازنده دارای توان مالی را که می‌تواند از طریق شرکت خود پول گردآوری کند، از سازنده‌ای که فقط توان جیب‌آوری پول برای پروژه‌ای خاص دارد، جدا سازد. تفاوتها و تمایزها از اینها فراتر می‌رود. حتی کاملاً عملی است که تنوع منابع مالی را به ۱۰ گروه کلی، و هر یک را به ۵ گروه فرعی، و جمعاً مثلاً به ۵۰ گروه تقسیم کنیم.

بحث را خلاصه کنیم. منابع وجوه در بخش مسکن از سه گروه بندی کلی خارج نیستند، اول منابع متکی به سرمایه همچون:

سود تقسیم نشده

سرمایه گذاری جدید سازنده

فروش سهام به عامه مردم

انواع مشارکت حقوقی با دیگران

سرمایه گذاری مشترک خارجی

فروش سهام عادی

فروش سهام ممتاز

فروش حق تقدم خرید سهام

فروش اوراق قرضه قابل تبدیل به سهام

فروش وارانته

پیش خرید توسط تأمین مالی کننده (forward commitment) یا تعهد سلف

تأمین وجوه سلف (forward funding) که تأمین مالی کننده با سازنده سود را تقسیم می‌کنند.

مدیریت امانی

در این گروه فروش / اجاره / sale / lease و اجاره مجدد lease back را داریم که خود انواع بیشمار دارد.

در دهه ۳۰ شرکت زنجیره ای سیفوی (safeway) مدل جدیدی را برای تأمین مالی مستغلات بنام ترتیبات فروش و اجاره مجدد طراحی کرد. فرض کنید safeway می‌خواست ساختمان جدیدی را بسازد، آن را می‌ساخت و آنگاه به یک بانک یا نهاد مالی دیگر می‌فروخت، و همزمان آن را lease back یا اجاره مجدد می‌کرد. این کار را به کمک قرارداد بلندمدتی انجام می‌داد. کاری که از رهن ساده تر است. این ابزار نیز در همین گروه «سرمایه» می‌آید.

و بالاخره در این گروه دو عنوان securitization و unitization را داریم. در مورد اولی که

پدیده دهه ۸۰ است، «تبدیل به اوراق بهادار کردن» یا securitization به معنی تبدیل داراییها به اوراق بهادار قابل خرید و فروش است. در مورد سرمایه‌گذاری در مسکن این عمل به معنی خلق منافع مختلف یا لایه‌های منافع مختلف در یک واحد ساختمانی مستقل است. در اینجا securitization به معنی تسهیل بکارگیری بازارهای سرمایه در ساختمان واحدی است.

unitization پدیده‌ای مربوط به securitization است که به روشی برای فروش یا سهام شدن در اجاره حاصل از عمران اشاره دارد. داراییهای بزرگ و حجیم به unit ها و واحدهای کوچکتری در بازار سرمایه معامله می‌شوند و بدین ترتیب توان نقدینگی آنها افزایش می‌یابد و قابل خرید و فروش تر می‌شوند.

در انگلستان ابزاری و سازمانی که در دهه ۸۰ به این منظور ایجاد شدند گواهی درآمد مستغلات (PINC) Property Income Certificate و شرکت مستغلات تک واحدی Single Asset Property Co. (SAPCO) بود. شرکت یاد شده، شرکتی است که داراییش تنها یک ساختمان بزرگ است.

خوب، اینها همه منابع مالی متکی به سرمایه بود. منبع دوم منابع مالی متکی به بدهی است:

وامهای بانکی

اعتبار در حساب جاری

انواع تسهیلات اعتباری بر طبق عقود اسلامی مبتنی بر بانکداری بودن ربا

وامهای بلند مدت

وامهای ضمانت شده (recourse Loans) و ضمانت نشده (non-recourse Loans)

فروش اقساطی

وامهای سندیکایی (syndication)

انواع وامهای رهنی که موضوع اصلی این مقاله است.

و اوراق بهادار شرکتها همچون:

اوراق قرضه با وثیقه

اوراق قرضه شرکتها

اوراق تجاری commercial papers

اوراق مشارکت

اوراق قرضه بدون بهره

خرید دین

تسهیلات مالی با گزینه‌های متعدد (multi-option financing facilities)

و بالاخره، گروه‌بندی سوم بر معافیتها، کمکهای بلاعوض، و روشهایی از این دست برای

تأمین مالی طرح‌ها متکی است و جزئیاتی به شرح زیر می‌تواند داشته باشد:

روشهای مبتنی بر مالیات

معافیت‌های سرمایه‌گذاری

معافیت مناطق تجاری و صنعتی

معافیت فعالیت در مناطق خاص

معافیت ساختمانهای استیجاری یا ساختمانهای با کاربری خاص

کمک بلاعوض و سوبسید

سوبسید سود بانک

کمک مستقیم دولت

کمک به شکل زمین

کمک به ابنیه تاریخی

مساعده به تعمیرات ...

طبعاً فرصت کافی برای بحث پیرامون این سر فصلها وجود ندارد. از این رو، صرفاً بر

یک گروه‌بندی، یعنی وامهای رهنی یا mortgages متمرکز می‌شویم تا دریابیم که این بازار

نسبتاً ساده در کشور ما، در کشورهای با بازار سرمایه پیچیده تا چه حد می‌تواند گسترش و

عمق یافته باشد.

نخست مفید است که ویژگیهای بازار رهنی مسکن را در کشورهای با بازار سرمایه استوار

برشماریم:

۱- در بسیاری از کشورها، این اعتبارات بخش بزرگی از کل بازار اعتبارات است و به

تنهایی از بازار اوراق بهادار شرکتها و دولتها بزرگتر است. حتی بانکهای تجاری هم در این بازار حضور فعال دارند. در مثال امریکا که یک سوم کل وامهای بانکها و یک پنجم کل داراییهایشان به وامهای مستغلات مربوط است، و ارزش کل وامهای مسکن و مستغلات این بانکها بیش از ۶۰۰ میلیارد دلار است، بسیاری از این وامها به شکل وامهای رهنی است. اگر در نظر بگیریم که بانکهای تجاری بخش عمده‌ای از وامهای رهنی خود را می‌فروشند، آنگاه در خواهیم یافت که ارقام ترازنامه نمی‌تواند حاوی واقعیت باشد. و ارقام واقعی به مراتب بیش از ۱ تریلیون دلار است. چنین مشارکتی در وامهای رهنی بخش مسکن تازه در حالی است که بانکها به دلیل نقدینگی پایین این وامها، از ورود کامل به این حوزه خشنود نیستند.

۲- ویژگی دیگر آن است که بیشتر رهنها (وامهای رهنی) توسط یک وام دهنده دائمی، وام‌دهندگانی چون انجمنهای پسرانداز و وام، شرکتهای بیمه عمر، صندوقهای مشترک سرمایه‌گذاری، و بانکهای تجاری شکل می‌گیرد. یعنی فرایند مذاکره، مقدار تأمین مالی، نرخ بهره، سررسید، و دیگر شرایط وام را این وام‌دهندگان اصلی خود انجام می‌دهند. اگر هم پای کارگزار یا واسطه وام رهنی در میان باشد، باز هم نهایتاً یک وام‌دهنده دائمی، مثل شرکت بیمه، در بازار حضور دارد. بنابر این نیازی به بازاریابی بعد از ایجاد تعهد (post-generation) نیست. این با بازار سهام فرق بسیار دارد.

۳- رهنها (وامهای رهنی) حصه و واحد منسجم و یکسانی ندارند و بر حسب ویژگیهای وام‌گیرندگان، اوراق بهادار مورد نظر، نرخ بهره قرارداد، سررسید، نحوه بازپرداخت، حقوق وام‌دهنده در صورت عدم پرداخت اقساط و ... تغییر می‌کند.

۴- به طور نسبی و در مقایسه با تسهیلات اعطایی به پروژه‌ها، متوسط وام رهنی قابل ملاحظه نیست و کوچک است.

۵- چون به مذاکره حضوری بین وام‌دهنده دائمی و وام‌گیرنده کوچک نیاز است، اخبار آن در مطبوعات نمی‌آید و اطلاعات زیادی در آن مورد جمع‌آوری نمی‌شود.

۶- به دلیل وثیقه که زمین و مستغلات است وام رهنی از سایر ابزار جدا می‌شود. بنابر این، تقاضا برای وام رهنی از خلق ارزشهای مستغلاتی همچون ایجاد ساختمان و از تأمین مالی مجدد مستغلات موجود نشأت می‌گیرد.

۷- بر خلاف سایر وامهای بلند مدت، رهن با اقساط مساوی (annuity) بازپرداخت می‌شود.

۸- آن رایج‌تر است و می‌توان بازپرداخت کرد.

به این دلایل، معامله رهنها در بازار ثانویه با مشکل همراه است.

حال ببینیم که این ابزار مالی با چه درجه‌ای از پیچیدگی در بازار سرمایه پیچیده‌ای چون آمریکا بکار گرفته می‌شود. اولاً این محصول مالی، یعنی وام رهنی، به انواع و اشکال بسیار متنوع در آن بازار عرضه می‌شود؛ و مصرف‌کننده یا گیرنده تسهیلات حق انتخاب وسیع دارد. وام رهنی تجمیعی که جای یک سری وامهای قبلی را می‌گیرد.

unified or consolidated mortgage

1st, 2nd, 3rd, etc.

رهن اول، دوم، سوم، ...

mortgage bond

اوراق قرضه با وثیقه مستغلات

mortgage note or bond

که می‌تواند 3rd, 2nd, overlying, prior, 1st, underlying, senior و غیره باشد.

closed mortgage

که مبلغ آن در طول عمر آن تغییر نمی‌کند.

open mortgage

که مبلغ آن در طول عمر آن تغییر می‌کند.

variable mortgage

رهن متغیر که کلمه متغیر به بهره آن برمی‌گردد.

fixed mortgage

رهن ثابت که کلمه ثابت به بهره آن برمی‌گردد.

blanket or general mortgage

که گرو شامل همه اموال ثابت و منقول بنگاه اقتصادی می‌شود.

chattel mortgage

که گرو فقط شامل اموال منقول معینی می‌شود.

interest only mortgage

bullet payment mortgage

annuity certain mortgage

ballon mortgage

endowment policy linked mortgage



full pay back mortgage

equity participating mortgage

adjusted rate mortgages (ARM)

و بالاخره

که خطر نوسان نرخ بهره را به وام گیرنده منتقل می‌کند. و در پایان دهه ۸۰ و با بالا رفتن نرخ بهره رواج پیدا کرد، و در سالهای اخیر برابر ۵۰٪ کل وام رهنی در امریکا بوده است. نرخ بهره ARM در پایان هر دوره تعدیل تصحیح شده، معمولاً ۶ ماهه، تعیین می‌شود. نرخ بر اساس شاخص معینی، مثلاً نرخ اوراق خزانه، تعیین می‌شود. وقتی افزایش نرخ بهره بزرگ است، خریدار مسکن دچار مشکل جدی و شوک پرداخت می‌شود. از این رو ابزار جدیدی که CAPS نامیده می‌شود و سقف نرخ بهره دارد، معرفی شده است.

ملاحظه می‌شود همان‌طور که از نظر معماری، مصالح، موقعیت ملک، و غیره متقاضی در آن کشورها حق انتخاب دارد، و بازار انباشته از انواع محصولات است. در مورد شیوه تأمین مالی نیز متقاضی با انبوهی از محصولات مواجه است. بانکهای تجاری، مؤسسه‌های رهنی، و سایر مؤسسات مالی انعطاف لازم برای حرکت از یک طرح به سمت طرح دیگر را دارند. فعالیتهای چندین آژانس دولت فدرال از دیرباز به رشد وام‌دهی در بخش ساختمان و مسکن کمک کرده است.

اداره فدرال مسکن [FHA] Federal Housing Association که در سال ۱۹۳۴ تأسیس شده است موظف است بازار وامهای رهنی مسکن و ساختمان را گسترش دهد تا امکان خانه‌دار شدن مردم تقویت شود. FHA وام رهنی به متقاضیان مسکن را بیمه می‌کند. البته نوع مسکن مورد حمایت باید ویژگیهای ساخت مشخص داشته باشد. اداره بازنشستگان Veterans Association (VA) نیز این گروه از مردم را ضمانت می‌کند تا وام رهنی بگیرند. آژانس‌های دیگری نیز در کار تسهیل اعطای وام مسکن به مردم‌اند.

راه دیگر تقویت اصولی بازار وامهای رهنی در امریکا، گسترش عظیم بازار ثانویه وامهای رهنی در دو دهه اخیر بوده است. این تحول، جریان وجوه از سرمایه‌گذار به خریدار خانه را تسهیل کرده است، و دستکاری و تعدیل مجموعه (یا آنچه ما بذرده و portfolio می‌نامیم) وامهای رهنی یک مرتبه را ممکن کرده است. یعنی آنکه وام رهنی اعطا کرده است می‌تواند

ترکیب متنوع‌تری از آن را بدست آورد.

دو نوع فعل و نفعال در بازار ثانویه وامهای رهنی رخ می‌دهد: خرید و فروش قراردادهای رهن و یک کاسه کردن و مجموعه درست کردن از وامهای رهنی یا آنچه mortgage pools می‌نامند:

اول: خرید و فروش قراردادهای رهن یا ضمانت دولت فدرال را به همراه دارد و یا وامهای سنتی بدون ضمانت است. وام‌دهنده رهنی، بانک یا مؤسسه رهنی، ممکن است مثلاً ۱۰۰ قرارداد وام رهنی به ارزش میلیونها دلار را به یک شرکت بیمه یا سرمایه‌گذار بلندمدت دیگر بفروشد. در بسیاری از این قراردادها، بانک باید کماکان کار سرویس‌دهی به مشتری را انجام دهد. اقساط را دریافت کند و به مشتری خدمات مورد نظر دیگری چون وام مصرفی به اعتبار رهن دوم بدهد. چنین فعل و انفعالی به بانک یا مؤسسه رهنی اجازه می‌دهد که وجوه خود را آزاد کند و دوباره وام بدهد. و در عین حال رابطه خود را با مشتری هم ادامه بدهد. در بسیاری از موارد وام‌گیرنده حتی نمی‌داند که بدهی او به فروش رسیده است.

دوم: یک کاسه کردن وامهای رهنی یا mortgage pools است. این عمل را آژانسهای خاص، دولت، بانکها، و دیگر وام‌دهندگان رهنی خصوصی شروع کردند. نهادی که pool را ایجاد می‌کند، بخشی از وامهای رهنی را از ترازنامه خود بیرون می‌کشد، و به پشتوانه آنها اوراق بهادار (یا سهامی) را منتشر می‌کند که حاکی از مالکیت در pool یا این مجموعه است. خریدار چنین اوراقی مالک مشترک مجموعه‌ای از وامهای رهنی می‌شود، و به نسبت از سهم اصل و سود بازپرداخت شده روی وامها دریافت می‌کند.

در کشور آمریکا انجمن فدرال وامهای رهنی ملی [FNMA] که Fannie Mae خوانده می‌شود، بزرگترین سرمایه‌گذار واحد در وامهای رهنی است. این سازمان وظیفه دارد نقدینه لازم را به بازار وامهای رهنی از طریق خرید قراردادهای وام تزریق کند، و وقتی این بازار با وجوه اضافی روبروست، با فروش وامها پول را از بازار خارج کند. Fannie Mae بازارساز (market maker) بازار ثانویه رهنهاست. این سازمان است که در کوره معاملات ثانویه وامهای رهنی می‌دمد و آن را گرم نگاه می‌دارد. در عمل، این آژانس بیشتر خریدار بوده است و در حال حاضر بیش از چند صد میلیون دلار وام رهنی دارد که بسیاری از آنها متعلق به

بانکهای تجاری است. امکان بازار ثانویه به بانکهای تجاری اجازه داده است که در بازار وام‌دهی رهنی بلند مدت مسکن با آسودگی خیال نسبی وارد شوند. اوراق مورد مبادله که توسط Fannie Mae منتشر می‌شود passthrough نام گرفته است.

آژانس دیگر انجمن دولتی وامهای رهنی ملی [GNMA] است که Ginnie Mae نامیده می‌شود. این مؤسسه موظف است به paththrough های شبکه FHA و VA ضمانتهای لازم را اعطاء کند. چنین اوراق بهادار با وثیقه رهنی وقتی توسط GNMA ضمانت می‌شود، ضمانت دولت فدرال را به دنبال دارد. این اوراق آنگاه اوراق معتبری است که در بازار به فروش می‌رسد و صندوقهای بازنشستگی، افراد، بانکها، و سایر مؤسسات مالی آنها را می‌خرند. بنابراین، با این ابزار، بانکهای تجاری چه مستقیم و چه غیر مستقیم در بازار وام رهنی وارد می‌شوند.

آژانس فدرال دیگری هم هست که شرکت وام رهنی مسکن فدرال [FHLMC] نامیده می‌شود و به Freddie Mae معروف است. این شرکت اوراق passthrough ای صادر می‌کند که عمدتاً بر رهنهای سنتی بدون ضمانت متکی است.

در سالهای اخیر، بازار ثانویه وامهای رهنی توسط سازمان چهارمی نیز که Sally Mae نامیده می‌شود، مورد حمایت قرار گرفته است.

Bank of America در سال ۱۹۷۷ اولین مجموعه یا pool رهنی بخش خصوصی و اولین گواهی passthrough ای را که توسط بانکهای تجاری منتشر شده بود، عرضه کرد، و در این مسیر از مقررات SEC یا کمیسیون اوراق بهادار و بورس امریکا تبعیت کرد. این اوراق به معنای مشارکت در مجموعه‌ای از وامهای رهنی سنتی و در واقع شکل خصوصی اوراق تضمین شده توسط Ginnie Mae بود. سایر بانکها و مؤسسات مالی از Bank of America تبعیت کردند.

در سالهای اخیر نقدینگی بازار وامهای رهنی با ابزار جدیدی گسترش یافته است که انتشار CMO ها یا تمهيدات وام رهنی با وثیقه بوده است.

(collateralized mortgage obligations)

CMO در واقع اوراق قرضه‌ای است که ضمانت آن یک مجموعه یا pool وامهای رهنی

است. بر خلاف اوراق *passthrough*، انتشار دهنده CMO کماکان صاحب وامهای رهنی است، و CMO ها درجه بندی اعتباری بالایی گرفته اند، چون در هنگام انتشار ۱۸۰ درصد پوشش دارند. CMO ها با تقاضای مناسبی در بازار مواجه شده است و به گسترش بازار وامهای رهنی کمک کرده است.

کارشناسان غیر مالی ممکن است بپرسند که دست زدن به این بازیها، چه فایده ای دارد؟ آیا چنین تنوعی در بازار وامهای رهنی و ایجاد بازار ثانویه برای آن ضرورت دارد، و یا این اسامی و ابزارها صرفاً بازی با پول است؟ تحولات برای ایجاد بازارهای ثانویه وامهای رهنی در راستای حرکت «تبدیل به اوراق بهادار کردن» یا *securitization* در بازارهای سرمایه غربی است. پا به پای خصوصی کردن یا *privitization* در کشورهای در حال توسعه، در آن کشورها *securitization* در جریان است. با چنین اقدامی در بازار وامهای رهنی چه اتفاقی می افتد؟

می دانیم که همه تصمیمات مالی دو وجه دارد: خطر و بازده. هر نوع یک کاسه کردن (*pooling*) و پرتفوی یا بدره درست کردن و مجموعه دارایی ساختن خطر را کاهش می دهد، و همراه با آن بازده کاهش می یابد و بازار به سمت تعادل می رود. دوم اینکه با این فعل و انفعال و تبدیل به اوراق بهادار شدن، مجموعه وامهای رهنی قابل خرید و فروش می شود. اشخاص حقیقی و حقوقی تا لحظه ای که پول لازم ندارند، این داراییها را نگاه می دارند، و به محض اینکه به پول نیاز پیدا کردند، آنها را در بازار می فروشند. بدین ترتیب کارایی استفاده از پول بالا می رود.

در این مقاله فرصت آن بود که صرفاً به یک نمونه از ابزار مالی که می تواند ساخت و ساز مسکن را توسعه دهد اشاره کنیم. آنچه گفته شد مشتی نمونه خروار است. به موازات پیچیدگی در تکنولوژی ساخت، استفاده از GIS در شهرسازی، تولید و بکارگیری مصالح ساختمانی سازگار با محیط زیست، بکارگیری ابزارآلات و ماشین آلات پیچیده ساختمانی، ... ابزار مالی در خدمت توسعه مسکن و ساختمان نیز پیچیده شده است. البته تنوع ابزار و بازارها نمی تواند ما را بسیار نگران کند چون در تحلیل نهایی کسی وام می دهد و کسی وام می گیرد. ابزارهای مختلف وسیله است. با این همه، شناخت و بکارگیری صحیح شیوه های

مختلف تأمین مالی، در این وانفسای کم پولی و مشکل نقدینگی، یکی از عوامل مؤثر در گسترش مسکن و ساخت و ساز است.

سخن از ابزار متنوع و پیچیده در بازارهای تکامل یافته و کارای سرمایه غربی بلافاصله و سوسه این توصیه را به دنبال ندارد که چشم بسته و ناآگاهانه آن ابزار را در بازار مالی کشور خودمان بکارگیریم. استفاده از هر ابزار مالی باید سازگار و متناسب با وضعیت بازار سرمایه در آن کشورها باشد. طراحی ابزار مالی متناسب با ساختار اقتصادی جمهوری اسلامی ایران و سازگار با نظام بانکداری بدون ربا و وقت می برد و تخصص و کارشناسی می طلبد. تجربه اوراق مشارکت نواب نشان خواهد داد که عدم توجه به جزییات نه تنها به بازار سرمایه عمق نمی دهد و آن را کارا نمی کند، بلکه ممکن است توسعه اصولی آن را به تعویق اندازد، و در دراز مدت به آن صدمه بزند.

اصل تناسب شیوه های تأمین مالی با واقعیتهای کلان اقتصادی کشور و سازگار و بومی شدن این ابزار حکم می کند که در بکارگیری و تجویز و صدور مجوز برای اوراق جدید و سایر ابزار مالی لازم برای بخش مسکن سهل گیر و آسان پسند نباشیم؛ با ملاحظه و احتیاط کامل عمل کنیم و به طور جدی سخت گیر باشیم.

و بالاخره، آنچه در پایان این سخن باید خدمتتان عرض کنم، کاربرد عملی وامهای رهنی موجود در سیستم بانکی برای انتشار فوری اوراق مشارکت است. بانک مسکن در شبکه بانکی ایران حجم بزرگی از کل وامهای رهنی را دارد. به گمان ما، در شرایط حاضر و با توجه به محدودیت منابع برای بخش مسکن، ایجاد بازار ثانویه برای این داراییها، از طریق انتشار اوراق مشارکت عملی است. بانک مسکن می تواند با پوشش مناسبی (مثلاً ۱۸۰ درصد) به اتکا و وثیقه وامهای رهنی پرداختی خود، اوراق مشارکت منتشر کرده و از طریق بورس اوراق بهادار تهران بفروشد. وامهای رهنی صرفاً مشکل وثیقه این اوراق را حل می کند.

فایده عملی این اقدام آن است که بخش عمده منابع درگیر در وامهای رهنی از طریق این ابزار مجدداً آزاد می شود، و منابع تازه ای در اختیار بانک قرار می گیرد. البته، هزینه این منابع بالاتر از نرخ جاری هزینه سرمایه بانک مسکن خواهد بود. از این رو، در صورتی که بخواهد مجدداً در معاملات فروش اقساطی یا وام رهنی بکار گرفته شود، باید نگران نرخ بازده حاصل

---

از آنها برای جبران هزینه‌های اوراق مشارکت بود. از این وجوه، به راحتی می‌توان در تسهیلات اعتباری لازم برای ساخت و سازهای ۳ تا ۵ سال استفاده کرد. بانکهای تجاری نیز می‌توانند به اتکای وامهای رهنی خود، اقدام مشابهی را انجام دهند.