



پژوهشکده مطالعات اقتصادی و صنعتی شریف
دانشگاه صنعتی شریف

پروژه مطالعاتی

**انتقال منظم به سوی منطقی کردن تنظیمات محیطی و سیستم تأمین
مالی مسکن در ایران**

گزارش شماره ۶
(خلاصه گزارش مدیریتی)

**نقشه راه (ROAD MAP)
توسعه نظام تأمین مالی مسکن ایران**

مجری طرح: دکتر مسعود نیلی
همکار: دکتر حسن درگاهی

تهیه شده برای وزارت مسکن و شهرسازی
بهمن ماه ۱۳۸۸

۵	۱- وضعیت موجود نظام تأمین مالی مسکن ایران
۱۰	۲- جهت گیری های کلی در توسعه نظام تأمین مالی مسکن ایران
۱۸	۳- مقررات زدایی مالی و نظام تأمین مالی مسکن
۶۶	۴- توسعه ابزارهای رهنی در نظام تأمین مالی مسکن ایران
۷۷	۵- وام های رهنی و ابزارهای تعدیل نرخ سود در شرایط تورمی ایران
۷۹	۶- انطباق ابزارهای توسعه رهنی بر توانایی خرید مسکن به تفکیک دهک ها
۸۳	۷- چارچوب قانونی و حقوقی نظام تأمین مالی مسکن ایران
۸۴	۸- کاربرد عقود مالی اسلامی در نظام تأمین مالی مسکن

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 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. تأمین مالی مسکن از اجزا اصلی یک نظام مسکن بشمار می آید. 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. بدیهی است که در غیاب یک بازار مالی مسکن یا عدم کارکرد مؤثر آن، خرید مسکن از استطاعت بسیاری از اقشار جامعه خارج است. بنابراین در دسترس بودن تأمین مالی بلندمدت برای مسکن در طول زمان بسیار مهم 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 انجام گرفته است. باید توجه داشت که نرخ رشد بالای وام های رهنی تنها در صورتی نشان دهنده یک روند مناسب است که ریسک های مرتبط 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.

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 از یکسو، و همچنین شرایط و ظرفیت های نهادهای و قانونی کشور، استراتژی های مناسب توسعه بازارهای رهنی در اقتصاد ایران را طراحی نمود. طرح مطالعاتی "انتقال منظم به سوی منطقی کردن تنظیمات محیطی و سیستم تأمین مالی مسکن در ایران" که در پژوهشکده مطالعات اقتصادی و صنعتی شریف انجام گرفت تلاش نمود تا با ارائه گزارش های ذیل به بررسی و پیشنهاد راهکارهای توسعه نظام تأمین مالی مسکن ایران بپردازد.

گزارش شماره ۱: بررسی مبانی نظری و تجربی سیستم های تأمین مالی مسکن

گزارش شماره ۲: بررسی بازار مسکن ایران با تأکید بر نظام تأمین مالی

گزارش شماره ۳: بررسی پیامدهای اجرای مقررات زدایی بازار مالی با تأکید بر بخش مسکن

گزارش شماره ۴: توسعه ابزارهای رهنی در نظام تأمین مالی مسکن ایران

گزارش شماره ۵: چارچوب قانونی و حقوقی نظام تأمین مالی مسکن ایران

گزارش حاضر با عنوان خلاصه گزارش مدیریتی طرح مطالعاتی مذکور با بیان یافته ها و پیشنهادات کلیدی طرح، چارچوب کلی نقشه راه توسعه نظام تأمین مالی مسکن در اقتصاد ایران را ارائه می کند.

۱- وضعیت موجود نظام تأمین مالی مسکن ایران

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

- در مقایسه با سایر کشورهای درحال 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، می‌شود.

نسبت وام به ارزش دارایی در ایران

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

- در ایران منابع تأمین مالی بخش مسکن را بودجه دولت و نهادهای دولتی، تسهیلات بانکی، پس اندازهای شخصی و بازار غیر رسمی تشکیل می‌دهند. 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 تبصره‌های بودجه. در حالت کلی مشاهده می شود که دولت خود هزینه‌ای را صرف خرید مسکن نکرده، بلکه گاهی یارانه تسهیلات مسکن را در قالب تبصره‌ها پرداخت کرده و بیشتر تمرکز بر ساخت مسکن بوده‌است. 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. سهم سیستم

بانکی از تأمین مالی ساخت مسکن بین ۳۰ تا ۵۰ درصد 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 است که ۵۰ تا ۷۰ آن توسط بانک مسکن پرداخت شده است. 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	دهک	دهک	دهک	دهک	دهک	دهک	دهک	دهک	دهک	دهک
هزینه	اول	دوم	سوم	چهارم	پنجم	ششم	هفتم	هشتم	نهم	دهم
درصد	۱۵۵/۲	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 بطوری که 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.

نسبت قیمت مسکن به هزینه خانوار در دهک‌های مختلف

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

• 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 بر خوردار 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. همچنانکه مشاهده می‌شود به منظور نیل به چنین هدف نه چندان بلندی لازم است که در

سالهای ۸۵-۹۰ هر سال حدود ۱۹۷ هزار میلیارد ریال^۱ سرمایه گذاری انجام شود. مجموع کل سرمایه گذاری بخش خصوصی در مناطق شهری در سال برابر ۱۱۳ هزار میلیارد ریال است که می توان 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 می دهد و لازم است به کمک شاخص قیمتی مناسب در هر سال تعدیل شود.

پیش بینی سرمایه گذاری لازم برای ساخت و خرید مسکن در سال های آتی به مقادیر ثابت سال ۱۳۸۵ (میلیارد ریال)

دوره زمانی	میزان سرمایه گذاری 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 عمده ای از نظام بانکداری ایران به صورت دولتی اداره می شوند. مالکیت دولت، دخالت ها و حمایت هایی را نیز به همراه داشته است که بر نحوه عملکرد نظام بانکی بسیار مؤثر بوده است. در ایران شبکه بانکی با درگیر شدن در تأمین حجم کلان منابع مورد نیاز دستگاه های دولتی، انجام خدمات دولتی و ارایه تسهیلات تکلیفی در عمل به بانک کارگزار دولت تبدیل شده است. ابعاد مختلف نقاط ضعف نظام بانکداری ایران می توان به صورت مسایل مربوط به قوانین ومقررات، مشکلات ساختاری بانک ها و نیز مشکلات عملیاتی بانک ها دسته بندی کرد.

^۱ همه مقادیر بر مبنای قیمت ثابت سال ۱۳۸۵ محاسبه شده اند

- 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 مسکونی در قالب عقود مشارکت مدنی و جعاله صورت می‌پذیرد. از قرض الحسنه نیز در مواردی مانند تعمیر و یا تأمین 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 تأمین 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 تأمین مالی موجود است که مشکل تأمین مالی بخش مسکن را شدیدتر نموده‌است.

۲- جهت گیری های کلی در توسعه نظام تأمین مالی مسکن ایران

- مطابق تعریف، یک سیستم تأمین مالی مسکن از واسطه های مالی رسمی (که می توانند وام دهی مبتنی بر وثیقه و یا بدون وثیقه داشته باشند و مالکیت آنها دولتی یا خصوصی باشد) و همچنین بازارهای مالی سازمان یافته با ابزارهای مختلف مربوط به تأمین مالی مسکن تشکیل شده است. مهمترین کارکرد سیستم های تأمین مالی مسکن عبارتند از: الف) تجهیز پس اندازها، ب) تخصیص وجوه سرمایه ای به سرمایه گذاری های مالی مولد، ج) انتقال و کاهش ریسک از طریق متراکم کردن و فراهم آوردن زمینه ای که ریسک به افرادی که به تحمل آن مشتاق ترند، منتقل شود. مهم آن است که روشی برای انجام کارا و مطمئن این کارکردها ایجاد شود.

- مدل جامع پذیرفته شده ای برای سیستم های تأمین مالی وجود ندارد، سیستم مالی هر کشور حاصل شرایط خاص اقتصاد کلان، قوانین کلی بانکی، اندازه سیستم بانکی، مالیاتی، برنامه های یارانه ای و ساختار بازارهای مسکن است. این عوامل مسیر انتقال از سیستم مبتنی بر بانک را به سیستم مبتنی بر بازار سرمایه شکل می دهند. با توجه به مهم ترین منابع تأمین مالی، سیستم های 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 بانک های تجاری

ب) سیستم پس انداز قراردادی بانک های تخصصی مسکن

۲- نهادهای رهنی مبتنی بر بازار اوراق قرضه

۳- اوراق بهادار سازی وام ها

۴- بانک ها و صندوق های مسکن دولتی

با این حال نهادهای وام و سپرده، مانند بانک های تجاری و حتی نهادهای وام دهی خرد از دهه ۸۰ در تمام کشورهای در حال توسعه فعال شده اند. در حال حاضر مهم ترین نهادهای تأمین مالی مسکن اروپایی بانک های 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 سیستم های تأمین مالی مسکن را خاطر نشان می سازد.

• 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 در حال 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 در حال توسعه توانسته است انتقال پس اندازهای 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. در این کشورها اصلاحات صورت گرفته در صندوق‌های بازنشستگی و بیمه، به عنوان سرمایه گذاران نهادی، سبب افزایش منابع در مقیاس زیاد شده است.

• 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 سه الی 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 مسئولیت پذیری و تأمین کننده اصلی مسکن، به سیاست گذاری در حوزه‌های نظارتی و توزیعی در خدمات مربوط به مسکن و نیز توجه ویژه به برخی از گروه‌های هدف پرداخته اند. می‌توان روند فوق را به صورت زیر خلاصه کرد:

- حضور دولت در بخش مسکن و دخالت گسترده آن برای ساخت و ساز و رفع کمبود مسکن در شرایط عدم توسعه نظام تأمین مالی مسکن

- توجه بیشتر دولت‌ها به نوسازی و بازسازی و افزایش کیفیت مسکن با تاکید بیشتر بر روی نظارت

- 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

بنابراین 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 ابزارهای 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.

- 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. 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 سرمایه گذاری مسکن بر کل اقتصاد حداکثر شود. دخالت دولت از طریق نقش قانون‌گذاری نیز عامل مهمی در شکل دادن سیستم تأمین مالی مسکن است. 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 ارائه می‌دهند که می‌تواند سبب توسعه بازار شود.

- در کشورهای درحال توسعه علی رغم 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 نمی رسد. لازم است حداقلی از استانداردسازی 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 یافته ای دارند، موفقیت اوراق بهادار رهنی با مشکلاتی مواجه بوده است. لازم است ابزاری که استفاده می‌شود با استانداردها و شرایط سرمایه گذاران 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 تضمین کننده موفقیت این حوزه نبوده است. لازم است نیاز به تأمین مالی از طریق بازار سرمایه و تقاضای سرمایه گذاران برای اوراق بهادار رهنی از قبل ایجاد شده باشد. دولت تنها می‌تواند در نقش تسهیل کننده، موانع انتشار و سرمایه گذاری را بردارد و چارچوب‌های لازم قانونی مربوط را توانمند سازد. در برخی از کشورها نهادهایی شبیه به سازمان‌های تحت حمایت دولت در آمریکا شروع به کار کرده اند که در بهترین شرایط اثرگذاری متوسطی داشته اند. سیاست گذاران باید از 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 وام دهندگان این امکان را ایجاد می‌کند که مدیریت بهتری بر ریسک تأمین مالی مسکن داشته باشند.
- 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. در این راستا توجه

به عواملی چون اندازه بازار، ثبات اقتصاد کلان، درجه توسعه زیرساخت بازارهای مالی، وابستگی به مسیر قانونی و ساختاری، و امکان پذیر بودن قیمت گذاری ابزارهای بلندمدت و میان مدت بر مبنای ریسک بسیار ضروری است.

- 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 می‌دهد که بازار مالی بزرگتر منجر به استفاده کارتر از سرمایه شده و با ایجاد طیف ابزارها و خدمات مالی و تکنیک‌های مدیریت ریسک قادر به تجمیع و کاهش ریسک می‌باشد. توسعه بازار مالی نیازمند ایجاد و تقویت زیرساخت‌های بازارهای مالی به شرح زیر است:

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 سیستم های سنتی بانکداری، درسطوح اولیه توسعه مالی سهم قابل توجهی خواهند داشت. فرض آن است که سیستم های مالی در طی مراحل 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 بانک ها 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 بهادارسازی گسترش یابد. اوراق بهادارسازی

پیچیده ترین انتخاب و بسیار وابسته به زیرساخت‌ها 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 خانوادها‌های 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

- 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.

• ۳- مقررات زدایی مالی و نظام تأمین مالی مسکن

• هسته مرکزی یک برنامه مقررات زدایی حذف قوانین و مقرراتی است که حضور آنها باعث ایجاد ناکارایی در بازار تأمین مالی می گردد. مقررات حاکم بر تعیین نرخ بهره و مقررات حاکم بر ممنوعیت ورود فعالان به بازار مالی از جمله مهمترین این قوانین است. مطالعه تاریخ بانکداری ایران نشان می دهد که نرخ های سود بانکی دولت و بانک مرکزی و به صورت دستوری تعیین شده اند. این مساله باعث شده است در هیچ زمانی نرخ های سود بانکی، نرخ های تعادلی بازار نبوده و همیشه بر اساس مصالح کوتاه مدت سیاست گذار تعیین شود. با توجه به شرایط فعلی کشور، بویژه حرکت به سمت گسترش آزادسازی و خصوصی سازی در چارچوب اجرای سیاست های کلی اصل ۴۴ به نظر می رسد زمینه عملی برای آغاز یک برنامه کلی مقررات زدایی در بخش مالی فراهم گشته است. در ادامه به بررسی تنظیمات اصلی حاکم بر مقررات زدایی مالی خواهیم پرداخت.

۳-۱- اجزای برنامه مقررات زدایی مالی

• بازار سرمایه به عنوان جزئی مهم از راهکار اجرایی رایج برای تشکیل نظام تأمین مالی مطلوب مطرح می گردد. باید توجه داشت که بازار تأمین مالی مسکن در چارچوب یک بازار سرمایه پایدار قابل طرح بوده و از این منظر جایگاه یک نظام تأمین مالی مطلوب فراتر از نظام تأمین مالی مسکن است. گسترش نظام تأمین مالی مسکن از یک سو نیازمند بستری مناسب از یک بازار سرمایه ی پایدار است. از سوی دیگر نقش مهم وام های مسکن و اوراق قرضه مبتنی بر آن به دلیل ماهیت بلند مدت و ایمن در گسترش یک بازار تأمین مالی پایدار غیر قابل انکار است. در این راستا از جمله شرایط مهم مورد توافق برای گسترش بازار سرمایه کارا در هر کشور مسئله حذف مقررات زاید بازار مالی است.

• یک بازار کارای مالی و یک نظام تأمین مالی مطلوب بازاری است که در آن دارندگان سرمایه بتوانند منابع مالی خود را به کامل ترین صورت به متقاضیان آن تخصیص دهند. به عبارت دیگر توان تجهیز پس انداز های جامعه در بخش تقاضای منابع مالی آن بالا باشد. این نکته از آنجا ناشی می گردد که هیچ کس ترجیح نمی دهد منابع مالی خود را به صورت راکد نگه داری کند. پایین بودن توان جذب پس انداز های جامعه توسط بازار مالی رسمی بدین معنی است که غالب این منابع وارد بازار مالی غیر رسمی شده و یا به دلیل هزینه ی زیاد استقراض

منابع مالی، به صورت راکد باقی می ماند. از سوی دیگر تخصیص منابع مالی نیز باید کارا باشد. بازار مالی باید بتواند منابع مالی را به پروژه هایی که بازدهی بالاتری دارند اختصاص دهد. به علاوه بازار مالی کارا باید طیف مناسبی از قراردادهای مالی ممکن را به متقاضی تسهیلات عرضه کند تا بتواند با در نظر گرفتن ریسک اعتباری مترتب بر آن و ریسک نقدینگی حاصل بهترین استفاده از منابع سپرده بانکی را داشته باشد. به جز دو شرط فوق که نتایج مستقیم تعریف بازار مالی کارا به عنوان ابزار اصلی یک نظام تأمین مالی مطلوب هستند، نوع دیگری از هزینه که به دلیل قدرت انحصاری فعالان بازار مالی بر طرفین مبادله تحمیل می گردد بازار مالی را از حالت مطلوب دور می سازد.

- اتخاذ سیاست های کنترل شدید بازار سرمایه منجر به ایجاد مشکلاتی می شود که از مجموعه آنها تحت عنوان سرکوب مالی یاد می شود. سرکوب مالی از یک سو به دلیل پایین نگاه داشتن سود سپرده گذاران موسسات مالی باعث کاهش حجم پس انداز جامعه و در نتیجه دسترسی محدود صنایع مختلف از جمله صنعت ساختمان به منابع مالی می گردد. سرکوب مالی از طرف دیگر به دلیل پایین نگاه داشتن نرخ بهره تعادلی تسهیلات و در نتیجه ایجاد مازاد تقاضای منابع مالی بر عرضه آن، مکانیزم هایی به جز کارایی را در تخصیص ناکارای همان حجم اندک پس انداز جامعه حاکم می سازد. در بخش مسکن ایران، می توان سرکوب مالی را یکی از مهمترین دلایل عدم توسعه بازار تأمین مالی مسکن ذکر کرد. چرا که دسترسی محدود بانک ها به منابع مالی، که خود حاصل نرخ بهره حقیقی منفی پرداختی به سپرده گذاران است، از عوامل اصلی محدودیت امکان ایفای نقش آنها در بازار تأمین مالی مسکن، چه از جهت تأمین منابع مالی لازم برای سمت عرضه و چه از جهت تأمین منابع لازم برای خرید مسکن است. باید توجه داشت که تنها حدود ۱۰ تا ۱۲ درصد منابع لازم برای خرید مسکن از طریق سیستم بانکی تأمین می شود و سهم منابع بانک ها در تأمین منابع برای سرمایه گذاری در ساخت مسکن کمتر از ۴۰ درصد است. برای بررسی دلایل محدودیت منابع این موسسات می توان به بررسی عوامل انگیزشی موثر بر تصمیم سپرده گذاران برای سپرده گذاری در این موسسات مالی پرداخت.

- سود پرداختی بانک ها و موسسات مالی به سپرده گذاران، در بسیاری از مواقع با در نظر گرفتن تورم مزمن موجود در اقتصاد ایران به نرخ های بهره حقیقی منفی انجامیده است. مقایسه این نرخ منفی با نرخ متوسط بازدهی سایر سرمایه گذاری های ممکن در اقتصاد می

تواند به روشنی توضیح دهنده ناکارآمدی عوامل انگیزشی در متمایل ساختن سپرده گذاران برای سرمایه گذاری و در نتیجه کمبود منابع بانک ها برای عرضه ی تسهیلات باشد. جدای از سقف هایی که به طور مستقیم بر نرخ سود پرداختی به سپرده ها وضع شده، عامل مهم دیگری که به طور غیرمستقیم به کاهش نرخ سود پرداختی به سپرده گذاران می انجامد سقف های وضع شده بر نرخ بهره ی دریافتی از تسهیلات عرضه شده به وسیله موسسات مالی است. این سقف ها به واسطه ی محدود کردن درآمد ناشی از منابع مالی این موسسات آنها را وادار به پرداخت سود متناسب به سپرده گذاران می نماید. کنترل های اعمال شده بر بازار ها و موسسات مالی غالباً شامل مواردی از جمله تعیین سقف نرخ بهره دریافتی از وام ها، تعیین سقف برای سود سپرده ها، اعمال محدودیت های غیرنظارتی بر سبد دارایی بانکها (مثلاً الزام بانک ها به عرضه ی تسهیلات خاص و یا خرید اوراق مشارکت دولتی)، تعیین سهم بخش های مختلف از تسهیلات عرضه شده توسط بانکها و ممانعت از انجام فعالیت های مالی بین المللی است.

• اگر چه می توان برخی قوانین غیر اقتصادی حاکم بر بازار های مالی را از مهم ترین موانع گسترش بازارهای مالی و در نتیجه گسترش سرمایه لازم برای عرضه واحد های مسکونی از یک سو و منابع لازم برای خرید آن از سوی دیگر دانست، اما توجه به دو نکته زیر بسیار ضروری است:

0 اول آنکه مقابله با قوانین زاید و غیر اقتصادی حاکم بر بازار مالی که به مقررات زدایی معروف است، به معنی آزادی فعالیت موسسات مالی بدون نظارت مناسب سیاست گذار نیست. مقررات زدایی به معنی تغییر زاویه نظارت سیاست گذار است. این بدین معنی است که قوانینی که با هدف جلوگیری از ناپایداری سیستم مالی بر بازار حاکم بوده و هزینه ی ناکارایی سیستم بازار مالی و عدم گسترش آن را بر اقتصاد تحمیل می نمایند با قوانین دیگری که بدون تحمیل هزینه فوق و یا با تحمیل هزینه کمتر به این هدف دست می یابند جایگزین گردند. پس "مقررات زدایی" عبارت است از تغییر مقررات و قوانینی که برای موسسات مالی محدودیت های کمی ایجاد می کنند به مقررات و قوانینی که به هدف تناسب کیفیت فعالیت موسسات مالی با یک استاندارد مشخص طراحی شده اند.

۰ نکته‌ی دوم آن است که اگر چه جزء مرکزی برنامه‌ی مقررات‌زدایی جایگزینی مقررات ناکارا با مقررات کارا تر است با این حال به هیچ وجه نمی‌توان این بعد برنامه را به تنهایی عامل گسترش بازارهای مالی دانست و تنها به جایگزینی قواعد زاید با قواعد کارا مبادرت ورزید. چرا که اجرای برنامه مقررات‌زدایی ممکن است پیامدهای نامطلوب و هزینه‌هایی در بخش‌های مالی و حقیقی داشته باشد که نیازمند یک بررسی کلی است. هزینه‌ها و مزایای این برنامه دارای ابعاد کوتاه‌مدت و بلندمدت بوده و تابع سیاست‌های اجرا شده در طی اجرای برنامه است.

- مقررات‌زدایی موفق را شکلی از مقررات‌زدایی می‌دانیم که علاوه بر افزایش منابع موسسات مالی، این منابع را به سمت سرمایه‌گذاری سوق داده و در نتیجه موجب افزایش نرخ رشد و پایداری اقتصاد گردد. در بلندمدت نیز از منظر عدالت اجتماعی یافتن راهکاری پایدار جهت دسترسی گسترده‌تر خانوارهای دهک‌های پایین و موسسات تولیدی کوچکتر به منابع مالی از الزامات موفقیت یک برنامه مقررات‌زدایی مالی است. برای یافتن چارچوب سیاست‌گذاری بهینه می‌توان با در نظر گرفتن شرایط فعلی محیط مالی کشور، به تجربه‌های متعددی که در مقیاس جهانی نسبت به پیامدهای سیاست‌گذاری‌های متفاوت در مراحل مختلف مقررات‌زدایی مالی وجود دارد مراجعه نمود. حذف مقررات زاید در چارچوب یک بسته سیاستی مناسب به فعال شدن مکانیزم‌هایی می‌انجامد که انتظار ما از یک بازار مالی کارا را محقق می‌سازند. مکانیزم‌های ذکر شده برای یک بازار مالی کارا تنها زمانی امکان تحقق عینی خواهند یافت که بسترهای نهادی مورد نیاز فراهم باشد.

- چارچوب کلی مراحل اولیه مقررات زدایی داخلی که به خصوص در کشورهای در حال توسعه مورد استفاده قرار گرفته تقریباً مشترک است. بعضاً از سه مرحله برای تبدیل یک سیستم تأمین مالی متمرکز به یک سیستم تأمین مالی متکی بر بازار یاد شده است. اجرای اجزای مختلف این برنامه دارای آثار متقابلی است به طوری که نمی‌توان تنها به اجرای یک مرحله پرداخته و از دو مرحله دیگر صرف‌نظر نمود. به عبارتی اجرای هر سه مرحله شرط لازم برای تکمیل برنامه ی مقررات زدایی مالی هستند.

۰ **مرحله اول:** حذف کنترل های اعمال شده بر نرخ بهره که پیامدهای مثبت آن به

شرح زیر است:

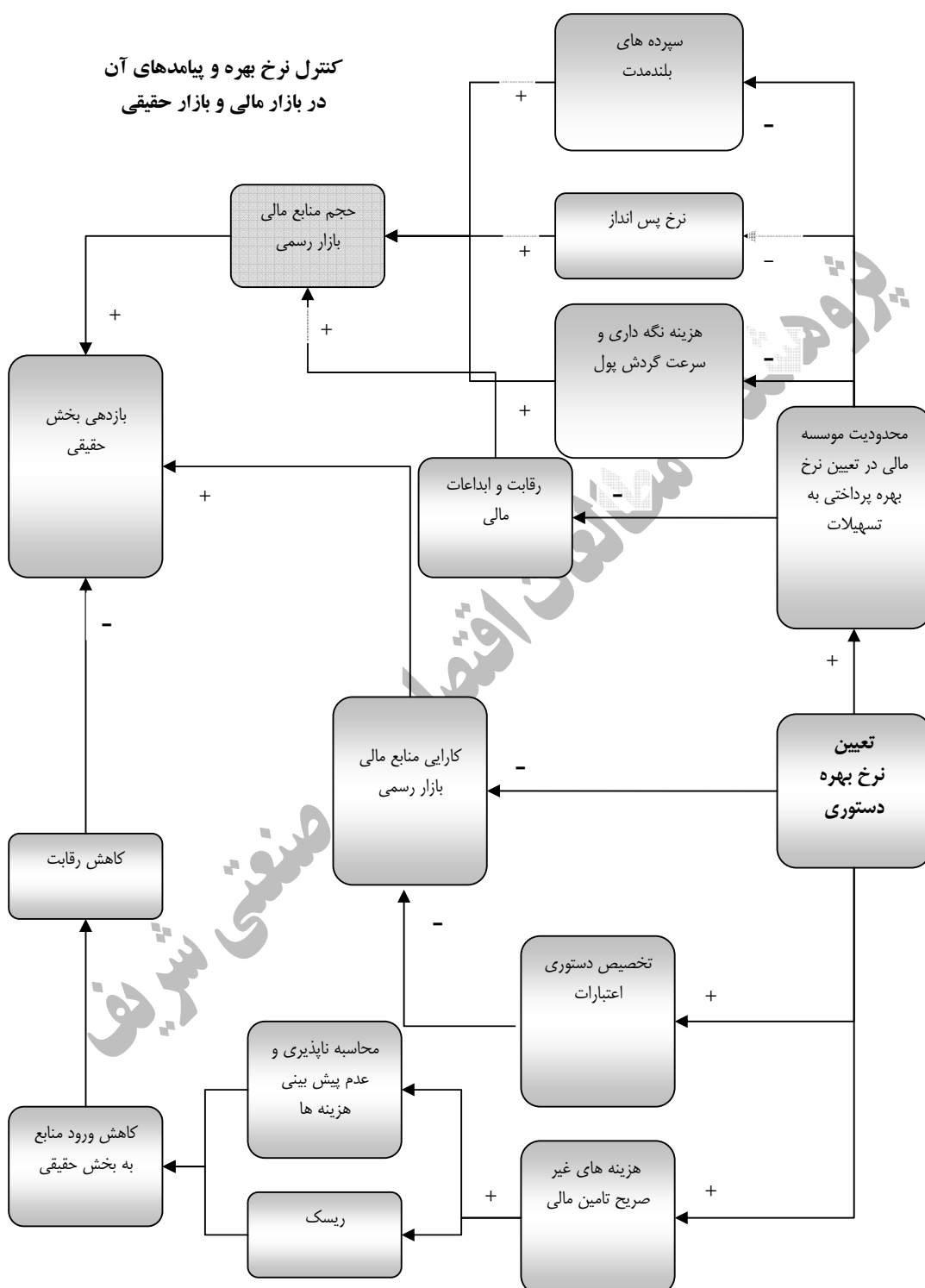
- افزایش حجم پس انداز جامعه

- افزایش سهم پس اندازهای بلند مدت در منابع مالی بانک
- افزایش پس انداز های منابع مالی در بازار رسمی نسبت به بازار غیر رسمی
- افزایش رقابت میان موسسات فعال در بخش مالی و در نتیجه افزایش کارایی
- تغییر ترکیب دریافت کنندگان تسهیلات به سود موسسات با بازدهی بالاتر در

بخش حقیقی

- شفافیت هزینه اخذ تسهیلات مالی
- افزایش بازدهی منابع مالی
- افزایش بازدهی بخش حقیقی
- کاهش بخشی از ریسک موسسات مالی
- تخصصی تر شدن حوزه فعالیت موسسات مالی

با وجود نقش مرکزی حذف مقررات حاکم بر تعیین نرخ بهره در فرایند مقررات زدایی، باید توجه کرد که حذف این مقررات به صورت ناگهانی منطقی نیست و اقتصاد را ممکن است دچار ناپایداری های چالش برانگیز می کند. حذف این نوع کنترل در کنار نتایج مثبت از یک طرف دارای پیامدهایی در بازار مالی و از طرف دیگر دارای پیامدهایی در بازار حقیقی است.



0 مرحله دوم: خصوصی سازی نهادهای مالی دولتی

نوع دیگری از کنترل دولت بر بازار مالی از طریق تملک موسسات مالی بزرگ اعمال می شود. در حالت افراطی و در جوامعی که دارای سیستم های اقتصادی دستوری هستند، تملک موسسات مالی توسط دولت می تواند جایگاه نهاد مالی را از یک بنگاه اقتصادی به یک دفتر ثبت دادوستدهای مالی تنزل دهد. علت این مساله را می توان در تصویری رایج در میان سیاستمداران جستجو کرد مبنی بر آن که اهداف اجتماعی از طریق بنگاه هایی که تنها به سود خود می اندیشند قابل دستیابی نیست. دلیل رایج دیگر عدم تمایل به تمرکز ثروت و قدرت بیش از حد در دست بخشی از عوامل اقتصادی در بخش خصوصی است. تاکید بر خصوصی سازی نهاد های مالی دولتی دارای علل گوناگونی بوده که در چارچوب اهداف پیگیری شده در یک بازار مالی کارا قابل بیان است. از یک طرف می توان عدم دخالت ترجیحات غیراقتصادی در تخصیص منابع مالی را به عنوان انگیزه ی این برنامه از منظر تخصیص بهینه منابع مالی دانست. اما از طرف دیگر نمی توان از نقش مالکیت موسسات مالی بزرگ توسط دولت بر تعیین نرخ سود سپرده های مالی صاف نظر نمود. مالکیت بخشی از نهاد های مالی توسط دولت این تصور را ایجاد می کند که به دلیل حمایت دولت از این موسسات امکان ورشکستگی آنها در هیچ صورتی وجود ندارد. بنابراین همزمان سپرده گذاری در این موسسات بدون ریسک تلقی شده و این مساله باعث می شود این موسسات بتوانند با کاهش سود پرداختی به منابع مالی، همچنان بخش زیادی از منابع مالی را به خود جذب کنند. این مساله باعث کاهش توان رقابت سایر موسسات مالی با این موسسات می گردد. از طرف دیگر این مساله انگیزه افزایش کارایی موسسات مالی دولتی را نیز کاهش داده و ساختار بازار را به سمت انحصار بیشتر سوق می دهد. بدین ترتیب بخشی از مکانیزم های حاکم بر بازار مالی امکان وقوع نمی یابند. انتقال مالکیت مؤسسات مالی دولتی باید همزمان با آزاد کردن نرخ بهره و تلاش در جهت ایجاد ثبات پس از آن، صورت پذیرد. پس به نظر می آید راه حل مناسب در واگذاری تدریجی سهام به بخش خصوصی همزمان با اجرای برنامه مقررات زدایی است.

0 مرحله سوم: تسهیل ورود فعالان جدید به صنعت خدمات مالی و حذف بسترهای

انحصار

هدف نهایی برنامه مقررات زدایی انتقال اتکای صنعت خدمات مالی از برنامه ریزی متمرکز به سیستم متکی به بازار است، به نحوی که بازار مالی به سمت کارایی بیشتر حرکت کند. صرف مقررات زدایی نرخ بهره و خصوصی کردن موسسات مالی محدود تحت مالکیت دولت به نحوی که آنها در تصمیمات خود بیشینه کردن سود را به عنوان هدف در نظر بگیرند، بدون ایجاد امکان رقابت میان موسسات مالی می تواند بازار را به حالت

انحصاری نزدیک کند. چرا که همچنان حاشیه امنی برای فعالیت موسسات مالی وجود داشته و انگیزه ی تلاش در جهت بهبود کارایی ساختار آنها را کمرنگ می کند. تسهیل امکان ورود فعالان جدید، به خصوص سرمایه گذاران خارجی به صنعت خدمات مالی کشور در کنار به کارگیری شاخص های ضد انحصار از جمله شاخص هایی که با تنظیم هماهنگ قیمت تسهیلات مالی مقابله می کنند، از الزامات کلیدی و حساس مقررات زدایی مالی است. البته این مرحله تاخیر منطقی و زمانی نسبی نسبت به دو مرحله ی قبل دارد. چرا که از یک طرف برای ایجاد انگیزه در فعالین اقتصادی برای ورود به این بخش بایستی کنترل نرخ بهره حذف شود. از طرف دیگر تا زمانی که دولت از موسسه های مالی تحت مالکیت خود به طور ضمنی حمایت می نماید امکان فعالیت رقابتی برای سایر فعالین منتفی خواهد بود.

۲-۳- پیامدهای اجرای یک برنامه مقررات زدایی

بخش مهمی از پیامدهای مقررات زدایی بخش مالی ریشه در آثار به جا مانده از دوره قبل از مقررات زدایی مالی دارد و بخش دیگری از این پیامدها نیز به دلیل اطلاعات ناکامل موجود در بازار مالی پس از اجرای برنامه مقررات زدایی به وجود می آید.

• حذف رانت های اقتصادی موجود در فضای سرکوب مالی

پس از حذف مقررات حاکم برای تعیین نرخ بهره و در نتیجه افزایش آن، شرایط تولیدکنندگانی که تا کنون به منابع مالی محدود اما ارزان قیمت دسترسی داشتند تغییر می کند. برای برخی از تولیدکنندگان دسترسی به منابع مالی بیشتر عاملی مهم تر نسبت به افزایش هزینه ی منابع مالی به شمار می رود و برای برخی افزایش هزینه ی تسهیلات عاملی با تعیین کنندگی بیشتر است. عامل تعیین کننده اصلی در نتیجه ی اجرای برنامه مقررات زدایی در بازار حقیقی این است که کدام یک از تولید کنندگان در دسته اول و کدامیک در دسته دوم قرار می گیرند. طبیعی است برای تولیدکنندگانی که در دوره ی قبل از مقررات زدایی به دلیل حمایت تسهیلاتی دولت نوع فعالیت خود را طوری تنظیم نموده اند که وابستگی زیادی به تسهیلات ارزان قیمت داشته اند. تنظیم با شرایط جدید مالی پس از مقررات زدایی زمان بر و دارای هزینه است. برخی از این تولیدکنندگان به دلیل وابستگی طولانی مدت به رانت حاصل از انحصار در بازار و حمایت های دولت دچار ناکارایی شده اند. این موسسات غالبا با ایجاد رقابت در بازار و کاهش حاشیه سودشان دچار مشکلات اساسی می گردند. با توجه به این مساله که فضای اطلاعاتی پس از آغاز برنامه مقررات زدایی به شدت دچار نااطمینانی بوده و در نتیجه احتمال بروز رفتار گله ای در افراد بسیار زیاد است، می توان به خطرات ناشی از ورشکستگی زود هنگام موسسات مالی پی برد. در این حالت

ممکن است بدینی سپرده گذاران به وضعیت بازار مالی باعث هجوم آنها برای برداشت سرمایه ها و ودر نتیجه شکست بازار مالی گردد. پس اگر چه حذف موسسات ناکارا از نتایج برنامه مقررات زدایی در بلندمدت است اما لازم است برنامه ای جهت جلوگیری از وقوع این نوع ورشکستگی پیش از آماده شدن فضای ذهنی حاکم بر بازار اتخاذ شود.

برای مثال در اکثر مواقع سیاست های مقررات زدایی همراه با جایگزینی یارانه ی مستقیم به جای یارانه ی ضمنی و سپس حذف تدریجی یارانه مستقیم در جهت فراهم آوردن امکان تطبیق این موسسات با شرایط جدید است.

• تاثیر نامطلوب روابط مالی دوره سرکوب مالی

شرایط حاکم بر بازار مالی قبل از شروع برنامه مقررات زدایی از چالش های مهم پیش روی برنامه مقررات زدایی مالی است. این چالش ها بعضاً فراتر از مسائل درون سازمانی است. از جمله مهمترین این چالش ها در نتیجه باقی ماندن آثار تعاملات قبلی بین نهادهای مختلف اقتصادی جامعه که غالباً در یک چارچوب دستوری برقرار شده حاصل می شود. تصحیح این تعاملات محتاج گذر زمان است. بخشی از این تعاملات به تعاملات شکل گرفته میان آحاد اقتصادی و موسسات مالی مربوط می شود. برخی از موسسات مالی مانند بانک مسکن در دوره ی قبل از مقررات زدایی وام های بلندمدتی با نرخ ثابت پرداخت کرده اند در حالی که منابع مورد نیاز خود را از سپرده گذاری های کوتاه مدت تامین نموده اند. بالا رفتن نرخ بهره -که پس از مقررات زدایی بسیار محتمل است- سبب می شود که این موسسات به دلیل نرخ ثابت بازپرداخت تسهیلات پرداختی نتوانند به افزایش سود پرداختی به سپرده گذاران اقدام کنند. در این حالت ماهیت کوتاه مدت سپرده ها باعث می شود که سپرده گذاران به تدریج اقدام به خاج نمودن سرمایه خود از بانک نمایند در حالی که بانک قادر به باز پس گیری تسهیلات بلندمدت پرداختی خود نمی باشد. این مساله به وضوح باعث ناتوانی موسسه مالی در بازپرداخت منابع مالی سپرده گذاران خواهد شد. اکثر سناریو های ممکن برای حل این مساله بدون حضور دولت و سیاست گذاری صحیح به نتیجه نخواهند رسید.

• ناطمینانی و ناپایداری

سومین پیامد اصلی مقررات زدایی مالی به تغییرات متغیرهای کلان مربوط شده و دارای دو بعد است. بعد اول که علاوه بر بخش مالی در بخش حقیقی نیز دارای پیامدهای جدی است از آنجا ناشی می شود که در یک نظام کنترل شده مقدار بسیاری از متغیرهای اقتصادی برابر با مقادیر تعادلی نمی باشند. به دلیل کنترل نرخ بهره در

طی سالیان متمادی و اثر این کنترل بر سایر متغیرهای بخش مسکن (و سایر بخش ها) مقادیر تعادلی این متغیرها برای عوامل اقتصادی نامعلوم است. البته این مساله تنها در کوتاه مدت مطرح بوده و در گذر زمان و پس از نزدیک شدن مقدار متغیرها به مقادیر تعادلی برطرف می شود. پس نمی توان پیش بینی کرد که پس از اجرای برنامه مقررات زدایی میزان نرخ بهره تعادلی چه قدر خواهد شد. این نااطمینانی در بازار حقیقی مسکن نیز از دو منظر قابل بررسی است. اول آنکه تاثیر تغییر نرخ بهره تسهیلات در قیمت تمام شده مسکن تولید شده حتی با معلوم بودن نرخ بهره تعادلی نامشخص است. چرا که به دلیل تغییر سیستم حاکم بر تعیین میزان کثش قیمت تمام شده مسکن نسبت به نرخ بهره نمی توان دانست که افزایش میزان مشخصی از نرخ بهره چه اثری بر قیمت تمام شده مسکن خواهد داشت. به عنوان مثال با توجه به اطلاعات گذشته نمی توان به درستی تخمینی از دامنه پاسخ قیمت تمام شده مسکن به تغییر مثلاً ۵ درصدی در نرخ بهره به دست آورد. پیچیدگی مساله زمانی افزایش می یابد که توجه کنیم که تغییرات تقاضای سفته بازی مسکن و اثر آن بر قیمت مسکن پس از افزایش نرخ سود تسهیلات نیز قابل پیش بینی نیست. دومین عاملی که باعث ایجاد نااطمینانی در بازار حقیقی مسکن می گردد تاثیر میزان در دسترس بودن تسهیلات بر میزان عرضه مسکن و در نتیجه سایر متغیرهای بازار حقیقی و به خصوص قیمت مسکن است.

این مساله نوعی شرایط نااطمینانی در بازار حاکم می کند که حتی ممکن است در ابتدا موجب کاهش میزان سپرده بانک ها و کاهش سرمایه گذاری شود. نوسان های اولیه در یک بازار مالی پس از اجرای آزاد سازی بسیار بیشتر از نوسانات متغیرهای بازار مالی پس از رسیدن به تعادل و در بلندمدت است. از طرف دیگر مقررات زدایی عموماً همراه با نوسانات غیرقابل پیش بینی در بازار های مختلف اقتصاد کلان همراه خواهد بود. این مساله محاسبه ی ریسک را برای خدمات مالی رایج ، مانند وام های رهنی با پشتوانه منزل مسکونی نیز، مشکل می نماید. نکته ی مهم آن است که به دلیل عدم اطلاع کامل عوامل از مقادیر تعادلی متغیرها و نااطمینانی حاصل، بازار به تغییرات متغیرها بسیار حساس بوده و در بسیاری از موارد این تغییرات را تشدید می کند. به عنوان مثال ممکن است افزایش اولیه قیمت مسکن به بالاتر بودن قیمت تعادلی از قیمت زمان حال تعبیر شده و هجوم به بازار مسکن این افزایش قیمت را تشدید کند. این مساله به خودی خود سبب گسترش نااطمینانی و نوسانات متغیرهای بازار می شود.

جهت مقابله با این نوع نااطمینانی لازم است در میان فعالان بازار مالی و مدیران بانک ها درک صحیحی از تغییرات تعادلی و مکانیسم های حاکم بر آن ایجاد شود. همچنین به طور مجدد تاکید می گردد نزدیکی نرخ بهره کنترل شده پیش از آزادسازی به نرخ بهره تعادلی با ارائه علامتی از هزینه ی سرمایه و تطبیق شرایط با این هزینه ی نزدیک تعادلی، به تثبیت بازار پس از مقررات زدایی کمک می کند.

تجربه نشان می دهد که در دوران پس از مقررات زدایی مالی برخی موسسات مالی ناکارا برای باقی ماندن در بازار اقدام به افزایش سریع و غیر محتاطانه ی تسهیلات پرداختی می کنند که باعث کاهش کیفیت سید دارایی آنها می شود. این مساله در بلندمدت بر شکندگی سیستم بانکی افزوده و ناپایداری را افزایش می دهد. از آنجا که افق تغییرات متغیرهای کلان اقتصاد می تواند تحت تاثیر وضعیت آینده موسسات مالی قرار گیرد، پس افزایش ناپایداری موسسات مالی به نوبه ی خود سطح نااطمینانی در بازار مالی را افزایش می دهد. اما نااطمینانی ایجاد شده در دوره پس از آزادسازی تنها شامل ابعاد کوتاه مدت نبوده و بخشی از آن حتی پس از دوره ی گذار نیز برطرف نمی شود. محول نمودن تعیین مقدار تعادلی متغیرهای کلان به مکانیزم بازار لزوم در نظر گرفتن ریسک در محاسبات اقتصادی موسسات مالی را ایجاب می کند مقابله با این نوع ریسک نیاز به توسعه دانش فنی و ابزارهای مهمی دارد که به نوبه خود از پیش نیازهای اساسی مقررات زدایی مالی به حساب می آیند. مسئله ذکر شده در بلندمدت گریبانگیر موسسات فعال در بخش حقیقی نیز می باشد. فراهم آوردن زمینه برای ایجاد موسسات بیمه، آموزش نیروی انسانی و توسعه ابزاری مانند قراردادهای آینده از روش های مقابله با نااطمینانی در بلندمدت است.

• اطلاعات نامتقارن

مساله اطلاعات نامتقارن دارای ابعاد مختلفی بوده و در بلندمدت و کوتاه مدت به صورت های مختلف در بازارهای مالی وجود خواهد داشت. مساله اطلاعات نامتقارن می تواند به ایجاد دو مشکل انتخاب ناصحیح و مخاطره اخلاقی بینجامد. با کاهش حاشیه سود موسسات مالی پس از مقررات زدایی پتانسیل های زیادی برای مخاطره اخلاقی ایجاد می شود. موسسات مالی در دوره ای کوتاه مدت پس از اجرای آزاد سازی در حالت گذار بوده و لزوماً بر اعتبار آینده خود سرمایه گذاری نمی کنند. ممکن است موسسات مالی به جای تلاش برای بهبود ساختار و در نتیجه کاهش هزینه های خود در بازار رقابتی جدید به سراغ خدمات مالی ای بروند که به طور متوسط سودآوری بیشتری داشته، ولی ریسک بیشتری هم در آن نهفته است. هزینه ی پذیرش این ریسک بالاتر می تواند متوجه شرکت های بیمه و یا سپرده گذاران خصوصی باشد. این مساله به خصوص در کوتاه مدت و با سوء استفاده از سیاست های حمایتی دولت جهت حمایت از موسسات مالی در دوره ی گذار ایجاد می شود. به بیان دیگر اطلاع بیشتر موسسه مالی سرمایه گذار از ریسک مترتب بر سید دارایی نسبت به سپرده گذاران و بیمه کنندگان عاملی است که موسسه مالی را در موقعیت ارتکاب مخاطره اخلاقی قرار می دهد. در این صورت اگر سرمایه گذاری دارای ریسک زیاد موفق بوده و سرمایه موسسه مالی باز پرداخت شود سود بیشتری نصیب موسسه می گردد. از طرف دیگر اگر این سرمایه گذاری ها شکست خورده و موسسه مالی ورشکست شود نمی

توان مشخص کرد آیا این به دلیل قبول بیش از حد ریسک توسط موسسه مالی بوده و یا نتیجه کوتاه مدت از شرایط نااطمینانی در دوره گذار می باشد.

مشکل مشابهی در مواجهه بانک ها با گیرندگان تسهیلات وجود خواهد داشت. چرا که وام گیرندگان مختلف دارای گروه ریسک های متفاوتی می باشند و بنابراین نرخ بهره ی تعادلی برای هر یک از این گروه ها میزان منحصر به فردی خواهد بود. این در حالیست که فرد وام گیرنده در مورد میزان ریسک بازپرداخت وام اخذ شده اطلاع بیشتری نسبت به بانک دارد. در مقابل موسسه مالی به خصوص در صورت عدم توسعه زیرساخت های اطلاعاتی لازم قادر به تشخیص مناسب ریسک مترتب بر بازپرداخت وام عرضه شده نیست. در این حالت عدم وجود اطلاعات مختص هر گروه وام گیرنده موجب انتخاب ناصواب^۲ گشته و به شکست بازار منجر می شود. اگر موسسه مالی نرخ بهره ای را به طور یکسان مورد درخواست قرار دهد که از متوسط گیری ریسک متقاضیان تسهیلات خود به دست می آورد، متقاضیانی که ریسک کمتر و به طور متناسب نرخ بازدهی کمتری دارند از بازار متقاضیان بیرون رانده می شوند. این مساله به نوبه خود متوسط ریسک متقاضیان را افزوده و باعث بالا رفتن نرخ بهره تعادلی می شود. چرخه مذکور در نهایت به شکست بازار می انجامد. برای مقابله با این مساله نیاز به سیاست گذاری مناسب جهت توسعه بازاری برای خرید و فروش اطلاعات و یا رده بندی اعتباری مشتریان تسهیلات مالی است.

• حق فرانشیز و انحصار طبیعی در بازار

از پیامدهای مهم ریسک های موجود در بازار مالی در دوره ی پس از مقررات زدایی ایجاد گستره میان نرخ بهره پرداختی موسسات مالی به سپرده گذاران و سود تسهیلات پرداختی به سرمایه گذاران است. این اختلاف که می توان تحت شرایطی آن را هزینه فعالیت بازار مالی به حساب آورد در حقیقت به دلیل نقش فعالیت موسسه مالی در تحمل و تعدیل ریسک در تعادل به آن تعلق می گیرد. اگر چه مقدار تعادلی این هزینه قابل محاسبه نیست اما مشخص است که با فراهم شدن بیشتر امکان رقابت موسسات مالی با یکدیگر، این گستره به مقدار واقعی هزینه تعدیل ریسک نزدیک تر خواهد شد. در شرایط اطلاعات نامتقارن عوامل اقتصادی تمایل بیشتری برای دریافت سودی کمتر از سود تعادلی از بانک های دارای ارزش فرانشیز در عوض کسب اطمینان از صحت سرمایه گذاری دارایی ها و ریسک کمتر مترتب بر آن خواهند داشت. پس اگر یک موسسه مالی به هر دلیل دارای اعتبار بیشتری باشد، در شرایط نااطمینانی و به خصوص در دوره گذار بیشتر مورد استقبال سپرده گذاران قرار خواهد گرفت. نتیجه طبیعی آن است که این موسسه می تواند بر رقبای خود مزیت یافته و در نتیجه گستره ی میان دو

نرخ خود را افزایش دهد. این مساله رقابت را برای موسسات جدید مالی مشکل ساخته و از این رهگذر می تواند به تحدید مکانیزم های منجر به افزایش کارایی در بازار مالی بینجامد. بالا رفتن گستره ی میان سود سپرده و سود تسهیلات در اثر افزایش نااطمینانی و همچنین ایجاد حق فرانشیز، بازار خدمات مالی را دچار نوعی انحصار طبیعی می نماید. این انحصار به دلیل شرایطی است که نااطمینانی زیادی بر بازار حاکم نموده و عدم اطلاع افراد از کیفیت سبد دارایی موسسات مالی آنها را به سمت موسساتی سوق می دهد که به دلیل اعتبار بیشتر، تلاش خواهند نمود تا به حضور خود در بازار مالی ادامه دهند. از نظر سپرده گذاران، این موسسات اهمیت بیشتری به کیفیت سبد دارایی خود داده و در نتیجه ریسک کمتری بر سرمایه گذاری های آنها مترتب است.

• رابطه بازار مالی رسمی و غیر رسمی

توجه به بازار غیر رسمی و نقش مهم آن در بازار های مالی کشورهای در حال توسعه از جمله ایران دارای اهمیت ویژه ای است. چرا که سرکوب مالی طولانی مدت بازار رسمی سبب گسترش بازار غیررسمی و جذب منابع بسیاری توسط آن شده است. اگر چه به طور کلی هزینه اطلاعاتی پایین تر بازار رسمی، به دلیل وجود بانک اطلاعاتی مشترک کلیه نهاد های مالی در بلندمدت نسبت به بازار غیررسمی مهم است، اما برقراری این برتری در کوتاه مدت محل تردید می باشد. مساله اصلی آن است که در کوتاه مدت پس از اجرای برنامه مقررات زدایی مالی به دلیل فقدان مهارت های محاسبه ریسک و فقدان منابع اطلاعاتی مشترک، مساله اطلاعات نامتقارن میان بانک ها و دریافت کنندگان تسهیلات می تواند بخشی از بازار مالی رسمی را با شکست مواجه سازد. به هر حال اگر چه ایجاد وقفه در فعالیت بازار مالی غیر رسمی در کوتاه مدت از پیامدهای نه چندان مطلوب برنامه مقررات زدایی مالی است، اما پیگیری راه حل های مناسب جایگزین برای کاهش فشار ناشی از این مشکل ممکن می باشد. به علاوه، به نظر می رسد دامنه این مشکل در بازارهای مالی گسترده تر و پیشرفته تر مانند بازار تامین مالی مسکن مناطق شهری کمتر باشد.

۳-۳- آثار مقررات زدایی در بخش حقیقی اقتصاد

به طور کلی می توان شش مسیر عمده برای بررسی چگونگی اثر گذاری مقررات زدایی مالی بر بازار حقیقی و به خصوص سمت عرضه اقتصاد معرفی نمود:

۱- اثر افزایش نقدینگی بر بالا رفتن امکان عرضه

۲- اثر افزایش نرخ بهره و قیمت تمام شده و در نتیجه کاهش توان خرید و از بین رفتن بازار تقاضا

۳- اثر افزایش نرخ بهره بر تخصیص بهینه منابع مالی

۴- اثر اختلاف در دسترسی دهک های مختلف به منابع مالی بر تغییر ترکیب واحد های مسکونی

عرضه شده

۵- اثر نااطمینانی حاصل در عرضه واحد های مسکونی

۶- افزایش منابع مالی و تبدیل تقاضا به تقاضای موثر

هر یک از شش عامل فوق بر میزان و ترکیب عرضه اثر گذار خواهند بود و برآیند عمل آنها منجر به نتیجه اثرگذاری مقررات زدایی در بازار مالی بر سمت عرضه است. سه عامل نخست و عامل ششم در دسته اول آثار بلندمدت بازار مالی بر بخش حقیقی، عامل چهارم در در دسته دوم آثار کوتاه مدت مقررات زدایی مالی بر بخش حقیقی در دوزان گذار و عامل پنجم دارای هر دو بعد کوتاه مدت و بلند مدت است.

• مقررات زدایی مالی و تغییرات متغیرهای کلان

تأثیر مقررات زدایی بر متغیرهای کلان مانند نرخ بهره، میزان سرمایه گذاری و رشد اقتصادی یکی از مسائل کلیدی مورد بحث در اقتصاد است. همان گونه که در ابتدا ذکر شد اولین استدلال هایی که در زمینه ی لزوم مقررات زدایی مالی بیان گشت بر دو عامل اثرگذار به عنوان عوامل موثر بر افزایش سرمایه گذاری و رشد پس از اجرای برنامه مقررات زدایی تاکید داشت. اولین عامل، رقابتی شدن بازار سپرده و در نتیجه افزایش نرخ بهره کنترل شده بود که سبب تمایل بیشتر افراد جامعه برای پس انداز و در نتیجه افزایش منابع مالی بانک ها و امکان عرضه تسهیلات مالی بیشتر می شد. افزایش منابع مالی به عنوان یکی از عوامل موثر بر تولید، موجب افزایش تولید از جمله عرضه مسکن می شود. عامل دومی که به واسطه ی آن بر اثر مثبت افزایش نرخ بهره بر رشد اقتصادی تاکید می گردد آن است که با افزایش نرخ بهره تنها آن دسته از موسسات تولیدی امکان ادامه فعالیت را خواهند داشت که نرخ بازدهی درونی پروژه های آنها بالاتر باشد و بدین ترتیب بازدهی بخش عرضه نیز افزایش می یابد. افزایش بازدهی بخش عرضه به نوبه خود سبب افزایش رشد اقتصادی می شود. قابل ذکر است که در غالب برنامه های مقررات زدایی نرخ بهره به عنوان نتیجه طبیعی مقررات زدایی افزایش می یابد. با این حال اثر مقررات زدایی بر میزان پس انداز و همچنین میزان سرمایه گذاری در بخش عرضه محل تامل است. این بحث در مطالعات تجربی و در مورد کشور هایی که اقدام به اجرای برنامه مقررات زدایی نموده اند مورد بررسی قرار گرفته است.

• حذف محدودیت نقدینگی

الف- افزایش نرخ بهره سبب افزایش میزان ثروتی می گردد که می توان با خودداری از مصرف در زمان حال و در نتیجه انجام پس انداز در آینده به دست آورد. افزایش این میزان ثروت از یک طرف می تواند این انگیزه را به فرد بدهد که در حال حاضر مصرف خود را افزایش دهد. چرا که با سطح پس انداز کمتری می تواند در آینده همان میزان مصرف را داشته باشد. در حالتی متوازن می توان فرض کرد که فرد مقداری از ثروت اضافی کسب شده را در زمان حال مصرف می نماید و مقداری را برای مصرف آینده حفظ می کند. این اثر به اثر ثروتی افزایش نرخ بهره معروف بوده و عامل کاهش نرخ پس انداز است.

ب- عامل دوم که برخلاف عامل اول مشوق افزایش نرخ پس انداز به دلیل افزایش نرخ بهره است به اثر جانشینی شهرت دارد. مکانیزم اثر این عامل به این صورت است که افزایش نرخ بهره سبب می گردد فرد با صرف نظر از یک واحد مصرف حال، میزان بیشتری در آینده مصرف کند. افزایش میزان مصرف در آینده به ازای کاهش میزان یکسانی از مصرف این انگیزه را به فرد می دهد تا به میزان بیشتری از درآمد زمان حال خود را برای مصرف آینده پس انداز کند که این مساله باعث افزایش نرخ پس انداز می شود.

ج- سومین عامل اثر حذف محدودیت نقدینگی است. اثر این عامل ناشی از این مساله است که هر چه بازار سرمایه بیشتر به کامل بودن نزدیک تر شود، افراد هموارسازی بیشتری در مصرف خود انجام می دهند. به عبارت دیگر مصرف آنها به سمت متوسطی از درآمد زمان گذشته، حال و پیش بینی درآمد آینده نزدیک می شود. در حالت حدی اگر بازار سرمایه و پس انداز وجود نداشته باشد مصرف افراد تنها تابع در آمد زمان حال آنها می باشد. هر چه در یک اقتصاد محدودیت نقدینگی بیشتر باشد، وضعیت مصرف افراد از نظر استفاده از درآمدهای غیر از زمان حال بیشتر به این حالت حدی نزدیک می شود. منظور از حذف محدودیت نقدینگی دسترسی افراد به منابع بانکی که به نوعی استفاده از درآمد های آینده به منظور مصرف در زمان حال می باشد افزایش می یابد. پس با حذف محدودیت نقدینگی ممکن است افراد بیشتری در نتیجه ی هموار سازی مصرف اقدام به استفاده از درآمد های آینده و در نتیجه مصرف بیشتر نمایند. نتیجه، افزایش مصرف و کاهش پس انداز می باشد.

د- چهارمین عامل موثر بر رابطه افزایش نرخ بهره با سطح پس انداز فاصله مصرف از حداقل مصرف لازم است. برای درک بهتر این مساله، دو کشور را در نظر بگیرید که در کشور اول مصرف اکثر

خانوارها در حد برآوردن نیازهای اولیه خود است. اما در کشور دوم درصد بسیاری از خانوارها در حدی بسیار بیشتر از برآوردن نیازهای اولیه مصرف می کنند. اگر در هر دو کشور نرخ بهره به یک میزان افزایش یابد با فرض یکسان بودن سایر شرایط انتظار می رود که در کشور دوم افزایش بیشتری در نرخ پس انداز رخ دهد. چرا که افراد کشور اول قدرت عمل چندانی در تصمیم گیری برای میزان مصرف زمان حال خود ندارند. پس انتظار داریم در کشورهایی که تعداد خانوارهای با مصرف بیشتر از حد نیاز اولیه بیشتر است، افزایش نرخ بهره افزایش بیشتری در میزان پس انداز ایجاد کند. بالا بودن تعداد خانوارهایی که مصرفشان بیشتر از حد نیاز اولیه است، می تواند نتیجه بالا بودن سطح درآمد سرانه در یک کشور و یا نتیجه ی بالا بودن نابرابری در توزیع درآمد باشد.

اثر چهار عامل فوق به طور عمده و در مجموع بیانگر مکانیزم هایی است که به واسطه ی افزایش نرخ بهره بر پس انداز فرد اثر می گذارند. در بررسی اثر مقررات زدایی بر میزان پس انداز باید دقت کرد که اگر چه با فرض افزایش نرخ بهره کلیه مکانیزم های فوق در تعیین اثر مقررات زدایی بر میزان پس انداز موثر هستند، اما عامل پنجمی به صورت اثر افزایش نااطمینانی نیز در تعیین نتیجه نهایی موثر خواهد بود. زیرا مقررات زدایی با ورود تعیین کننده ی مفهوم ریسک به محاسبات اقتصادی همراه خواهد بود. افزایش ریسک اثری منفی بر سطح پس انداز خانوارهای جامعه خواهد داشت و به عنوان عامل دیگری در تعیین اثر مقررات زدایی بر سطح پس انداز جامعه مطرح می شود.

• افزایش نرخ بهره

با حذف مقررات حاکم بر سقف نرخ بهره دریافتی از تسهیلات پرداختی توسط موسسات مالی، انتظار می رود نرخ بهره حداقل به میزانی افزایش یابد که دریافت کننده تسهیلات ارزش حقیقی تسهیلات را با نرخ معادل نرخ تورم بازگرداند. این مساله به معنی افزایش هزینه تامین مالی برای موسسات و افراد حقیقی استفاده کننده از تسهیلات در بازار مسکن است. اثر این افزایش بر بازار حقیقی قابل توجه و بررسی است. عموماً نمی توان یک رابطه ی کلی میان نرخ بهره و میزان سرمایه گذاری تشخیص داد. از طرفی به نظر می رسد هر چه نرخ بهره کاهش یابد، در حقیقت هزینه ی سرمایه گذاری کمتر شده و در نتیجه سرمایه گذاری افزایش می یابد. با این حال این افزایش به خودی خود و به دلیل صرف کاهش نرخ بهره صورت نمی پذیرد. کاهش هزینه سرمایه زمانی به افزایش سرمایه گذاری می انجامد که سرمایه گذاران به دلیل کاهش هزینه سرمایه گذاری پیش بینی سود بیشتری در نتیجه انجام سرمایه گذاری داشته باشند. به عبارت دیگر هرگاه کاهش نرخ بهره به دلیل رکود

حاکم بر اقتصاد کلان بوده و بر این اساس چشم انداز مناسبی برای تقاضای موجود در اقتصاد موجود نباشد، انتظار افزایش سرمایه گذاری وجود نخواهد داشت. تحلیل مشابهی در مورد افزایش نرخ بهره و اثر آن بر سرمایه گذاری وجود دارد. افزایش هزینه تامین مالی مسکن از طرفی با افزایش هزینه های مربوط به ساخت مسکن بر قیمت آن اثر گذاشته و افزایش قیمت نیز به نوبه خود باعث کاهش تقاضا می شود. این مساله می تواند در صورت همراه نبودن با سیاست های تامین مالی خرید برای افزایش تقاضای موثر به کاهش تقاضا و در نتیجه رکود منجر شود. رکود در بازار مسکن مانند هر کالای دیگری که عرضه آن دارای تاخیر است علاوه بر افزایش بیکاری و کاهش تولید در دوره های بعد، موجب افزایش نوسانات عرضه و قیمت مسکن خواهد شد. انتظاری که از اثر افزایش هزینه تسهیلات ساخت و عرضه مسکن در گام نخست می رود افزایش قیمت مسکن و در نتیجه کاهش تقاضای موثر آن است. برای جبران اثر این کاهش تقاضای موثر، برنامه ریزی جهت ارائه ی تسهیلات خرید مسکن به عنوان بخش دیگری از برنامه گسترش نظام تامین مالی مسکن ضروری به نظر می رسد.

اما گسترش بازار تامین مالی مسکن چه در بخش تسهیلات ساخت و چه تسهیلات خرید می تواند به واسطه ی تقاضای سفته بازی دریافت کنندگان تسهیلات به هدف اصلی خود نائل نشود. یک سناریوی کاملاً محتمل آن است که تسهیلات دریافت شده در عوض استفاده در بخش تولید و گسترش عرضه صرف تقاضای سفته بازی در بازار مسکن شده و باعث ایجاد حباب های قیمتی کاذب در بازار مسکن گردد. این مشکل به خصوص در زمانی که به دلیل نااطمینانی های موجود در بازار، سرمایه گذاری در ساخت متحمل ریسک است امکان وقوع بیشتری دارد. این مساله از مهمترین مشکلات فراروی اجرای برنامه مقررات زدایی در بازار تامین مالی مسکن بوده و باعث کاهش میزان منابع جذب شده توسط بخش عرضه می گردد. از طرف دیگر حباب های قیمتی در بازار مسکن از جذابیت سرمایه گذاری در بازار مسکن کاسته و به نوبه ی خود اثری نامطلوب بر سرمایه گذاری در بخش مسکن خواهد گذاشت.

جهت مقابله با مشکل سفته بازی در بخش مسکن، توسعه سایر بازارهای مالی می بایست مورد توجه قرار گیرد. با این حال اتخاذ سیاست های مالیاتی مناسب، از جمله اخذ مالیات از معاملات پی در پی و اخذ مالیات از منازل مسکونی خالی از سکنه می تواند بخشی از راه حل برای سوق دادن منابع مالی به سمت سرمایه گذاری جهت تولید باشد. به علاوه اتخاذ تمهیداتی جهت عرضه ی چند مرحله ای تسهیلات با پیشرفت پروژه ی ساخت، سیاست دیگری جهت مقابله با انحراف تسهیلات عرضه شده به سمت سفته بازی در بازار مسکن به حساب می آید. اما سوال دیگر آن است که با فرض جذب کامل منابع مالی بخش عرضه در پروژه های ساخت مسکن، افزایش نرخ بهره چه اثری بر عرضه واحد های مسکونی خواهد داشت؟

به طور کلی برای تعیین اثر افزایش هزینه تسهیلات بر قیمت کالاهای تولید شده در اقتصاد، صنایع را به دو دسته تقسیم می‌کنیم. دسته ی اول آن دسته از صنایع هستند که ارزش افزوده ی آنها در چند مرحله محدود ایجاد می‌شود (مانند مواد خام و محصولات کشاورزی) بطوری که قیمت محصول آنها تحت تأثیر تحولات تقاضا تعیین می‌شود. دسته دوم دسته ای از صنایع هستند که قیمت آنها بطور عمده توسط تحولات هزینه تمام شده تعیین می‌شود. محصولات این دسته از صنایع از لحاظ حجم در اقتصاد غالب بوده و شامل خدمات و صنایع تولیدی است. قیمت تعادلی محصولات تولید شده در این صنایع قیمت عوامل تولید محصول به علاوه سود تعادلی است. در این بخش از صنایع، قیمت تعادلی برای پوشش هزینه ی متوسط عوامل متغیر تولید، هزینه ی عوامل ثابت تولید، و هزینه ی تامین مالی داخلی و منابع مالی خارجی و ... به دست می‌آید. ویژگی مهم این دسته از صنایع آن است که ارزش افزوده عوامل تولید نیروی کار و منابع سرمایه بخش اصلی قیمت تمام شده محصول را ایجاد می‌کنند. بخش مسکن به صنایع دسته ی دوم تعلق دارد. با توجه به این مساله که فعالیت در بخش مسکن یک فعالیت سرمایه بر است، می‌توان انتظار داشت هزینه ی فعالیت شرکت های ساختمانی با افزایش هزینه تسهیلات افزایش یابد. به خصوص افزایش هزینه سرمایه تاثیر بیشتری بر عملکرد شرکت های ساختمانی کوچکتر که سرمایه ی داخلی کمتری داشته و اتکای بیشتری به منابع بانکی دارند خواهد داشت. افزایش هزینه تامین سرمایه موجب می‌شود وضعیت شرکت های دارای منابع مالی داخلی کمتر، حساسیت بیشتری به نوسانات قیمت بازار نشان دهد. این بدین معنی است که ترکیب افزایش هزینه تامین سرمایه و ناپایداری بازار مسکن موجب بیرون راندن بسیاری از فعالان وابسته به منابع مالی بانکی از بازار می‌شود.

اما همانطور که ذکر شد دامنه اثر افزایش نرخ بهره بر صنعت ساختمان تنها به اثر مستقیم بر سمت عرضه محدود نمی‌شود. در مورد تولیدکنندگان بزرگی که سرمایه زیاد در اختیار دارند نیز افزایش هزینه سرمایه در قیمت تمام شده ساختمان منعکس می‌شود. در صورتی که عامل دیگری موجب افزایش تقاضای موثر نشود، افزایش قیمت تمام شده موجب کاهش تقاضای موثر و کاهش سود دهی بخش ساختمان گشته و به زیان دهی معدود تولیدکنندگانی می‌انجامد که در بازار عرضه باقی مانده اند. بنابراین در بلندمدت توسعه یک سیستم تامین مالی خرید مسکن برای افزایش همزمان تقاضای موثر مسکن، می‌تواند باعث تخفیف زیاد مشکل فوق شود. در فاصله زمانی میان مقررات زدایی و ایجاد یک سیستم تامین مالی خرید مسکن می‌توان به کمک پرداخت یارانه های شفاف و مستقیم به تسهیلات بخش عرضه، این مساله را به طور موقت حل کرد.

از طرف دیگر در شرایطی که افزایش هزینه سرمایه باعث افزایش قیمت تمام شده مسکن می‌شود، می‌توان با اتخاذ سیاست های مناسب جهت کاهش قیمت سایر عوامل تولید، به خصوص زیربنای ساخت، بخشی از افزایش قیمت تمام شده مسکن را خنثی نمود. این راه حل ما را به سیاستهای موازی گسترش شهرک های

مسکونی، افزایش تراکم و اقدام به سرمایه گذاری در بافت های فرسوده شهری رهنمون می سازد. نقش میزان یارانه ی پرداختی به تسهیلات متعلق به پروژه های ذکر شده، نقش مهمی در هدایت بخش عرضه به این سمت ایفا خواهد نمود.

• تخصیص بهینه منابع مالی و افزایش بازدهی سرمایه

منظور از تخصیص بهینه منابع، استفاده از منابع در تولید بخشی از کالاهای اقتصادی است که تقاضای بیشتری برای آن در اقتصاد وجود دارد.

• ناطمینانی و سرمایه گذاری

افزایش ناطمینانی و ریسک بازار در دوره کوتاه مدت می تواند از نتایج دوره پس از مقررات زدایی مالی به حساب آید. حذف سقف نرخ بهره و یا افزایش هزینه ی تسهیلات مالی لازم برای ساخت و ساز منازل مسکونی باعث افزایش قیمت تمام شده منازل مسکونی در بازار می شود. این افزایش قیمت بازار را از تعادل پویای فعلی خارج کرده و به وضعیتی می رساند که برای عوامل اقتصادی نامعلوم خواهد بود. از یک طرف میزان افزایش قیمت تعادلی مسکن به دلیل افزایش نرخ بهره در چارچوب بازار مشخص نیست. این مساله در کوتاه مدت می تواند به نوسانات زیاد قیمتی در بازار مسکن بینجامد. از طرف دیگر نه تنها میزان تغییرات تقاضا با در نظر گرفتن تغییر قیمت ذکر شده در بازار نامعلوم است، بلکه تغییرات شیب منحنی تقاضا با توجه به تغییر شرایط حاکم بر بازار نیز موجب ناممکن بودن قابلیت پیش بینی قیمت تعادلی در بازار مسکن خواهد شد. با توجه به تاخیر موجود میان سرمایه گذاری و عرضه واحد های مسکونی این عدم اطمینان می تواند به دوره های رکود و رونق متوالی منجر شود.

به طور کلی بررسی های انجام شده در مورد اثر اجرای برنامه مقررات زدایی مالی بر نوسانات اقتصاد کلان نشان از افزایش نوسانات متغیرها - به خصوص در بازار دارایی ها- دارند. افزایش این نوسانات در بازار دارایی کشورهای در حال توسعه بیش از کشورهای پیشرفته است. بررسی ها نشان می دهد اگرچه بازار دارایی ها در بلند مدت - پنج سال یا بیشتر- به تعادل می رسد، اما دامنه سیکل های تجاری در میان مدت پس از اجرای این برنامه افزایش قابل توجهی خواهد داشت. به عبارت دیگر می توان نتیجه گرفت اجرای برنامه مقررات زدایی مالی سبب ایجاد سیکل های جدیدی در بازار دارایی ها می شود. دامنه این سیکل های جدید در بازارهای مالی بالغ و دیرپا کمتر از بازار های مالی نوپای کشورهای در حال توسعه است. بنابراین نامعلوم بودن قیمت مسکن و تقاضای موثر دوره ی بعد در کنار سود افزایش یافته بانکی به خروج سرمایه گذاران ریسک گریزتر از بازار

انجامیده و همین مساله با تغییر منحنی عرضه وضعیت قیمت را دچار پیچیدگی بیشتری می کند. اگر افزایش تسهیلات خرید بتواند بر اثر افزایش احتمالی قیمت پایه مسکن غالب شده و تقاضای موثر را افزایش دهد، حاشیه سود تولید مسکن افزایش یافته و باعث جذب سرمایه گذاران به بازار می شود. این مساله می تواند به کاهش قیمت مسکن در دوره بعد و رکود پس از آن منجر شود. به هر حال با توجه به زمان بر بودن فرایند یادگیری و کسب اطلاعات بازار توسط عوامل اقتصادی انتظار می رود با ثابت بودن سایر شرایط دامنه نوسانات قیمت مسکن به مرور زمان کاهش یابد تا به یک تعادل پویای نسبی دست یابیم. اما تا زمان رسیدن به این تعادل می توان کاهش اولیه عرضه مسکن به دلیل ریسک گریزی عوامل اقتصادی و نوسانات بعدی در سمت عرضه را از نتایج محتمل مقررات زدایی در بازار مالی دانست.

• آسیب شناسی ریسک موجود در نوسانات قیمت مسکن

در این قسمت سعی می شود ریسک متناظر با تغییرات احتمالی قیمت مسکن مورد تحلیل قرار گیرد. نوسانات زیاد در قیمت مسکن به خصوص کاهش ناگهانی قیمت آن مخاطراتی برای گروه های مختلف به دنبال دارد. تحلیل آسیب های محتمل این پدیده دیدگاه واضح تری نسبت به سیاست گذاری لازم پس از انجام مقررات زدایی به دست می دهد.

الف- خانوارها

مسلماً خانوارها اولین گروهی هستند که تحت تاثیر نوسانات شدید در قیمت مسکن قرار می گیرند. تاثیر نوسانات قیمت مسکن بر وضعیت خانوارها با افزایش میزان انعطاف نرخ بهره ی وام های مسکن افزایش می یابد.

ب- وام دهندگان

عرضه کنندگان وام های مسکن گروه دیگری هستند که تاثیر بیشتری از تغییرات قیمت مسکن می پذیرند. هر چه نسبت وام به ارزش مسکن بیشتر باشد وام دهنده بیشتر تحت تاثیر نوسانات قیمت اسمی مسکن قرار خواهد گرفت. ذکر دو نکته در این باره ضروری به نظر می رسد:

۱- اگر چه نسبت ارزش وام به ارزش مسکن بیانگر میزان وام پرداختی در ازای وثیقه قرار دادن یک

واحد مسکونی خاص در ابتدا به دست می دهد، اما باید دقت داشت که هر چه از عمر یک وام

خاص می گذرد، با بازپرداخت اقساطی از آن این نسبت بیشتر و بیشتر کاهش می یابد. به عبارت

دیگر نسبت ارزش مجموع وام های عرضه شده به مجموع وثیقه های نگه داری شده برای یک

موسسه خاص بسیار کمتر از نسبت ارزش وام به مسکن اعلام شده توسط آن موسسه می باشد.

چرا که تعدادی از اقساط بسیاری از وام های پرداختی دریافت شده است و نسبت وام باقیمانده به ارزش وثیقه بسیار کمتر از میزان اولیه است. از این نکته می توان نتیجه گرفت که هر چه زمان بیشتری از آغاز به فعالیت یک موسسه مالی عرضه تسهیلات مسکن بگذرد، مصونیت آن در برابر نوسانات قیمت اسمی مسکن بیشتر می شود. نتیجه مهم این نکته در سیاست گذاری های نظارتی آن است که نسبت وام به ارزش وثیقه باید در ابتدا کم بوده و با افزایش سابقه ی فعالیت موسسه مالی به تدریج افزایش یابد.

۲- نکته ی مهم دیگر آن است که نوسانات قیمت مسکن علاوه بر عوامل کلی اقتصاد کلان تحت تأثیر عوامل ناحیه ای که مربوط به محدوده ای خاص می باشند نیز قرار می گیرد. پس نوسانات قیمت واحد های مسکونی موجود در یک محدوده ی جغرافیایی خاص غالباً دارای هم جهتی بیشتری نسبت به نوسانات قیمتی واحد های مسکونی دو منطقه متفاوت می باشند. نتیجه مهم این مساله آن است که هر چه یک موسسه فعال در عرضه ی وام های مسکونی دامنه فعالیت جغرافیایی بیشتری داشته باشد، ریسک سبد دارایی آن بیشتر کاهش می یابد. مطالعه ای برای بررسی رابطه ی چرخه های رونق و رکود در مناطق مختلف شهری کشور قابل پیشنهاد است. همچنین اتخاذ سیاست مناسب برای گسترش دامنه فعالیت موسسات فعال در عرضه ی تسهیلات خرید مسکن قابل ذکر می باشد. اوراق بهادار با پشتوانه ی وام مسکن نیز ابزار مناسبی است که تنوع سرمایه گذاری و کاهش ریسک را نتیجه می دهد.

ج- فعالان بخش عرضه مسکن

گروه دیگری که تحت تأثیر نوسانات قیمت در بخش مسکن قرار خواهند گرفت فعالان بخش عرضه مسکن و یا فعالان ساخت و ساز است. با کاهش قیمت مسکن و رکود بازار ساخت و ساز کاهش یافته و سهم ارزش افزوده آن از تولید ناخالص داخلی کم می شود. این مساله نه تنها به تضعیف بخش عرضه منجر می شود بلکه دامنه افزایش قیمت در دوره رونق بعدی را تشدید می کند. برای مطالعه ی اثر تغییر قیمت بر فعالیت بخش ساختمان در کشور های مختلف، مطالعات زیادی انجام پذیرفته که همه حاکی از تأثیر منفی شوک قیمتی منفی بر ساخت و ساز دارد.

• دسترسی به اعتبارات و منابع مالی

اجرای برنامه مقررات زدایی مالی در بلندمدت به افزایش منابع مالی بازار رسمی می انجامد. پس متقاضیان تسهیلات مالی در بازار رسمی امکان بیشتری برای دریافت این تسهیلات خواهند داشت. با این حال چگونگی توزیع منابع جدید در شرایط پس از اجرای برنامه مقررات زدایی دارای اهمیت ویژه ای است. چگونگی توزیع منابع جدید نه به صورت یک موضوع سیاست گذاری، که به صورت نتیجه طبیعی عملکرد نهادهای مالی است که در تخصیص اعتبارات اهدافی مانند بیشینه نمودن سود و کاهش ریسک خود را دنبال می نمایند. اهمیت این بررسی ناشی از آن است که در شرایط پس از اجرای برنامه مقررات زدایی، بانک ها و عرضه کنندگان تسهیلات مالی مساله ریسک اعتباری مشتریان خود را مورد محاسبه و بررسی قرار می دهند. بررسی ریسک اعتباری مشتریان در سمت تسهیلات عرضه شده برای خرید مسکن می تواند موجب تخصیص منابع مالی به دهک های بالا که ریسک اعتباری کمتری دارند گردد. همچنین در سمت تسهیلات عرضه شده برای ساخت مسکن به دلیل ریسک اعتباری کمتر شرکت های ساختمانی دارای عمر و دامنه فعالیت بیشتر، این مساله می تواند به بیرون رانده شدن بخشی از شرکت های ساختمانی کوچکتر از بازار ساخت و ساز مسکن بینجامد.

البته استدلال دیگری نیز وجود دارد که با افزایش نرخ پس انداز و در نتیجه تمایل بیشتر سپرده گذاران برای سرمایه گذاری و همچنین افزایش رقابت و ورود موسسات مالی جدید و افزایش کارایی منابع بانکی، قشر بیشتری از افراد و یا شرکت هایی که در زمان قبل از اجرای برنامه دسترسی کمتری به منابع مالی بازار رسمی داشتند بتوانند از تسهیلات عرضه شده استفاده کنند. این مساله که کدامیک از دو مکانیزم فعال – افزایش اهمیت ریسک اعتباری مشتریان و یا افزایش تسهیلات عرضه شده – دارای اثر غالب می باشند محل سوال بوده و دارای نتایج مهمی در نتیجه اجرای برنامه مقررات زدایی است. چرا که اگر منابع عرضه شده تنها به افرادی اختصاص یابد که در دهک های درآمدی بالا حضور دارند، توزیع ثروت و بالتبع توزیع درآمد به شکل نامناسبی تغییر خواهد نمود. همچنین در صورتی که تسهیلات عرضه شده در ساخت و ساز واحد های مسکونی به شرکت های ساختمانی بزرگ تعلق گیرد، علاوه بر ایجاد نوعی چولگی در درآمد حاصل از فعالیت های ساختمانی، ساختار بازار ساخت و ساز مسکن به سمت انحصار بیشتر سوق می یابد. البته روند محتمل آن است که در دوره کوتاه مدت پس از اجرای برنامه مقررات زدایی به دلیل شرایط نااطمینانی حاکم بر بازار مالی این مشکل به صورت جدی مطرح باشد. به عبارتی انتظار می رود در کوتاه مدت منابع مالی کمتری به دهک های پایین تر جامعه اختصاص یابد. اهمیت این مشکل زمانی برجسته تر می شود که فقدان مهارت های ارزیابی ریسک در دوران ابتدایی پس از اجرای برنامه و همچنین فقدان منابع اطلاعاتی لازم برای ارزیابی ریسک افراد مختلف مورد توجه قرار گیرد. همچنین عدم توسعه نظام حقوقی مناسب به منظور الزام بازپرداخت منابع مالی دریافت شده و

همچنین قوانین مربوط به ورشکستگی موسسات مالی را به پرداخت تسهیلات به بخشی از مشتریان سنتی خود، که دارای ریسک اعتباری کمتری هستند وادار خواهد نمود. پس پیش از هر بررسی دیگر، تأکید بر این مساله ضروری می نماید که توسعه نظام حقوقی مناسب در برگیرنده موارد فوق، و همچنین توسعه مهارت های ارزیابی ریسک به عنوان یک کالای عمومی ضروری در دوره ی پس از اجرای برنامه مقررات زدایی می تواند دامنه مشکل ذکر شده را تا حد مناسبی کاهش دهد.

۴-۳- پیش بینی تغییرات متغیرهای کلان در نتیجه مقررات زدایی مالی

• اثر مقررات زدایی و افزایش نرخ بهره بر متغیرهای کلان براساس مطالعات تجربی مختلف در این بخش گزارش شده است. با بررسی نتایج مذکور می توان انتظار داشت که در اثر اجرای برنامه مقررات زدایی مالی، نرخ بهره حقیقی در ایران در کوتاه مدت افزایش یابد. علاوه بر افزایش محتمل نرخ بهره حقیقی در ایران، به دلیل تورم محتمل ناشی از اجرای برنامه مقررات زدایی، حداقل انتظار می رود نرخ بهره اسمی در کوتاه مدت افزایش یابد. همچنین بررسی فوق افزایش پس انداز ناخالص داخلی در اثر اجرای برنامه را پیش بینی می نماید. اگر چه ممکن است از دیدگاه نظری و با توجه به سطح پایین درآمد سرانه در ایران، به نظر برسد اثر عامل چهارم در جهت عدم افزایش پس انداز عمل کند. با این حال ساختار اقتصاد کلان در کشور ما، با ویژگی های خاصی چون اتکای طولانی مدت به درآمدهای نفتی دارای مشخصه هایی است که اثر پایین بودن متوسط درآمد سرانه را جبران می نماید. ساختار رانتی و ناپایداری های موجود در سطح اقتصاد کلان، از جمله وجود نرخ های تورم دو رقمی و تغییرات غیرقابل پیش بینی مختلف اقتصادی به دلیل مداخله دولت از جمله این مشخصه ها است. مشخصه های ذکر شده به مرور به سبب شکل گیری طبقات مختلف اقتصادی متفاوتی در ایران شده است. در مورد دهک های پایین درآمدی به علت نزدیکی درآمد به حداقل هزینه لازم برای زندگی و عدم دسترسی قبلی به نقدینگی، نرخ بهره دارای اثر قابل ملاحظه ای بر نرخ پس انداز نیست با این حال در دهک بالای درآمدی وضعیت به گونه ای دیگر است. درآمد این دهک فاصله ی زیادی با هزینه متوسط خانوار شهری داشته و در نتیجه این دهک امکان زیادی برای پس انداز دارد. به عبارت دیگر اگر چه درآمد سرانه در کشور ما بسیار کمتر از درآمد سرانه کشور های توسعه یافته است، اما به دلیل وجود طبقات درآمدی مختلف و فاصله زیاد این طبقات اثر

منفی مکانیزم چهارم بر میزان پس انداز قابل جبران است. اگر چه پیش بینی افزایش پس انداز کلی این دهک ها در نتیجه افزایش نرخ بهره تنها به وسیله مطالعات مشابه در سایر کشورهای خاور میانه تایید می شود، اما انتقال منابع مالی آنها از بازار غیر رسمی و سرمایه گذاری در سایر دارایی ها به بازار رسمی بسیار محتمل است. این مساله به کاهش نسبت $M1/M2$ و افزایش نسبت $M2/GDP$ می انجامد. این مساله از هر دو دیدگاه نظری و تجربی قابل تایید است. پس با اجرای برنامه مقررات زدایی به طور مسلم انتظار می رود منابع بیشتری به بازار رسمی سرمایه منتقل شده و امکان عرضه تسهیلات در بازار رسمی افزایش یابد.

- نکته دیگری که بررسی آن دارای اهمیت است، میزان سرمایه گذاری و رشد اقتصادی در نتیجه اجرای برنامه مقررات زدایی مالی است. اگر چه بررسی فوق به بخش مسکن اختصاص نداشته و در مورد سرمایه گذاری کل و میزان رشد در کل اقتصاد انجام پذیرفته است، اما مشاهده می شود که علیرغم کاهش میزان سرمایه گذاری (در ابتدای اجرای برنامه) رشد تولید ناخالص داخلی - به جز در مورد کشورهای توسعه یافته - دچار کاهش نشده است. این نتیجه به معنی تایید بازدهی بیشتر سرمایه گذاری انجام شده در دوره ی پس از اجرای برنامه مقررات زدایی نسبت به دوران قبل از آن است. اگر چه تعمیم نتیجه اخذ شده به سرمایه گذاری در بخش مسکن - در صورت اتخاذ سیاست های مناسب مکمل - ناممکن است، اما تعمیم مشابهی در مورد میزان بازدهی سرمایه گذاری قابل انجام است.

- اگر چه انجام پیش بینی دقیق و حتمی در مورد اثر مقررات زدایی به دلیل ماهیت ساختارشکن آن چندان ممکن نیست، اما می توان نتایج زیر را از اجرای برنامه مقررات زدایی مالی انتظار داشت.

- پس از اجرای برنامه مقررات زدایی نرخ بهره حقیقی افزایش می یابد.
- در کوتاه مدت شاهد افزایش تورم و در نتیجه افزایش بیشتر نرخ بهره اسمی خواهیم بود.

- علاوه بر افزایش احتمالی میزان پس انداز ناخالص، سهم منابع مالی بازار رسمی و به خصوص سپرده های سرمایه گذاری آن افزایش می یابد.

- در صورت اجرای صحیح برنامه علاوه بر افزایش بازدهی سرمایه‌گذاری‌های انجام شده، می‌توان میزان سرمایه‌گذاری در بخش مسکن در بلندمدت را افزایش داد.

پژوهشکده مطالعات اقتصادی و صنعتی شریف

تغییرات متغیرهای کلان در نتیجه اجرای برنامه مقررات زدایی

متغیر مورد بررسی	نتیجه بررسی
پس انداز ناخالص ملی	در کشور های صنعتی و آمریکای لاتین شاهد کاهش این شاخص می باشیم. در کشور های خاورمیانه و آسیا این شاخص به طور معنا داری افزایش می یابد.
پس انداز ناخالص داخلی	در کشور های پیشرفته و آفریقایی کاهش می یابد. در کشور های آسیایی و خاور میانه این شاخص افزایش می یابد.
سرمایه گذاری ناخالص داخلی	کاهش معنا داری در کشور های پیشرفته و آفریقا و آمریکای لاتین مشاهده می شود. در کشور های خاورمیانه نیز شاهد کاهش این شاخص می باشیم. در کشور های با در آمد بالا شاهد کاهش این شاخص هستیم. در آسیا این شاخص افزایش می یابد
توازن حساب سرمایه	در همه ی گروهها به جز کشور های آمریکای لاتین این شاخص افزایش می یابد.
جریان سرمایه ی ناخالص خصوصی خارجی	در کشور های پیشرفته و آسیایی افزایش معنادار و بسیار زیادی قابل مشاهده است این افزایش به میزان کمتری برای کشور های آمریکای لاتین مشاهده می شود. در مورد کشور های خاورمیانه تقریباً شاهد تغییری نمی باشیم. در مورد کشور های آفریقایی شاهد کاهش چشمگیری بوده ایم. کشور هایی که درآمد بالا یا متوسط رو به بالا دارند شاهد افزایش و کشور هایی که در آمد پایین یا متوسط رو به پایین دارند شاهد کاهش این شاخص می باشند.
سرمایه گذاری مستقیم خارجی	افزایش معناداری برای کشور های توسعه یافته، آسیایی، خاور میانه و آمریکای لاتین مشاهده می گردد.
رشد GDP	رشد به طور معناداری در کشورهای توسعه یافته و کشور های آسیایی کاهش می یابد. در کشور های آمریکای لاتین این شاخص به صورت معناداری افزایش می یابد. در کشور های آفریقایی و خاور میانه رشد تولید ناخالص داخلی تغییر قابل توجهی نمی کند.
مصرف بر GDP	این نسبت با روند به دست آمده برای پس انداز سازگار می باشد. مصرف در کشور های توسعه یافته، آمریکای لاتین و آفریقا افزایش می یابد. اما در کشور های آسیایی و خاور میانه شاهد کاهش این نسبت می باشیم.
نرخ بهره حقیقی	نرخ بهره حقیقی به طور معناداری در کشورهای توسعه یافته افزایش می یابد. در کشور های آفریقایی و آمریکای لاتین نیز شاهد افزایش نرخ بهره حقیقی می باشیم. کاهش نرخ بهره حقیقی در کشور های آسیایی و خاور میانه قابل توجه نمی باشد. می توان به طور کلی حکم به افزایش همیشگی نرخ بهره حقیقی در کشور های مختلف پس از اجرای مقررات زدایی نمود.
M1 / M2	در کلیه ی گروه ها شاهد کاهش این شاخص می باشیم.
M2 / GDP	افزایش معنی دار و قابل توجه این شاخص در کشور های توسعه یافته مشاهده می شود. میزان افزایش این شاخص در همه جا به استثنای کشور های آفریقایی معنادار است.
میزان اعتبار داده شده به بخش خصوصی بر GDP	افزایش معناداری در کلیه کشور ها قابل مشاهده است. تنها در گروه کشورهای کم درآمد افزایش چندان قابل توجه نمی باشد.
گستره ی نرخ بهره اسمی (فاصله نرخ بهره دریافتی از وامها تا نرخ بهره پرداختی به پس انداز کنندگان)	نتایج تا حد زیادی به تورم بستگی داشته و نتیجه کلی به دست نمی آید.

۵-۳- قیمت مسکن و تغییرات آن

- از پرسش های مهم پیشروی سیاست گذار در اجرای برنامه مقررات زدایی چگونگی واکنش قیمت مسکن به برنامه مقررات زدایی است. چگونگی واکنش قیمت مسکن به برنامه مقررات زدایی از دو دیدگاه قابل طرح است. از دیدگاه نخست و در سمت تقاضا، اگر افزایش دسترسی افراد به منابع مالی با افزایش متناظری در قیمت مسکن در بلندمدت همراه گردد، به طوری که اثری نامطلوب بر توان خرید افراد داشته باشد، برنامه مقررات زدایی به هدف اصلی خود که همان تبدیل تقاضا به تقاضای موثر است دست نمی یابد. در سمت عرضه نیز برآورد تغییرات قیمت مسکن در این دوره دارای اثری تعیین کننده بر تصمیم فعالان بازار در میزان سرمایه گذاری در این بخش است. این پرسش از دیدگاه دیگری نیز قابل طرح است. لازم است بررسی شود که اولاً در دوران گذار عوامل پایه ای موثر بر قیمت مسکن چگونه تغییر می کنند و ثانیاً آیا این عوامل پایه ای هستند که تغییرات پویای قیمت مسکن را توضیح می دهند یا خیر؟ قیمت تعیین شده به وسیله متغیرهای پایه ای به معنی قیمتی است که از برآیند عرضه مسکن و تقاضای ناشی از مصرف به دست می آید. در صورت اتخاذ سیاست های منجر به افزایش کشش عرضه، به عنوان نتیجه ای از سهولت ورود در سمت عرضه مسکن، این قیمت برابر هزینه مواد اولیه و هزینه سرمایه به علاوه سود اقتصادی مناسب خواهد بود. دیدگاه اول به بررسی چگونگی تغییر قیمت تعیین شده به وسیله متغیرهای اصلی تعیین کننده قیمت مسکن می پردازد. این در حالی است که دیدگاه دوم تا حدی به بررسی میزان نقش حباب های ایجاد شده در بازار مسکن و احتمال گسترش آنها پس از گسترش نظام تأمین مالی مسکن و افزایش نقدینگی تزریق شده به این بخش می پردازد. لازم به ذکر است که حباب های ذکر شده نه تنها از میزان تقاضای موثر می کاهند، بلکه از مهمترین عوامل منجر به ورود ریسک و ناپایداری به بازار مسکن می باشند. ناپایداری هایی که از یک سو سمت عرضه را در بلند مدت تضعیف نموده و از سوی دیگر تحت سناریوهایی به ورشکستگی موسسات تأمین مالی مسکن می انجامد. پاسخ به این پرسش ها می تواند ما را در سیاست گذاری مناسب برای اجرای برنامه مقررات زدایی یاری دهد.
- در مجموع پویایی حاکم بر قیمت مسکن و هم چنین قیمت تعادلی آن در بلند مدت عمدتاً به کمک بررسی تغییرات عرضه و تقاضای مسکن و عوامل موثر بر آن قابل بیان هستند.

در سمت تقاضا تغییرات انتظاری قیمت مسکن در آینده، درآمد حقیقی خانوار، نرخ بهره دریافتی از وام های مسکن، نرخ بازدهی سایر سرمایه گذاری ها در اقتصاد، تغییرات جمعیتی و تغییرات مربوط به بازار کار و عواملی مانند مکان فیزیکی و قدمت و میزان دسترسی به نقدینگی قابل ذکر است. در سمت عرضه نیز مهمترین عامل موثر میزان سوددهی در پروژه های ساخت و ساز است که علاوه بر قیمت انتظاری مسکن تابع میزان دستمزد نیروی کار، قیمت و در دسترس بودن زمین و قیمت مصالح ساختمانی است. علاوه بر این عوامل در دسترس بودن نقدینگی برای انجام سرمایه گذاری در بخش مسکن نیز عامل مهمی به شمار می آید. در نهایت می توان مشاهده نمود که نوسانات قیمت مسکن بسیار بیشتر از آن چیزی هستند که به وسیله ی متغیرهای پایه ای قابل پیش بینی است. به علاوه مطالعات بین کشوری انجام شده اگر چه همواره از اثرگذاری یکسان متغیرهای فوق بر قیمت مسکن حکایت دارند اما کشش یکسانی را برای چگونگی اثرگذاری این متغیرها بر قیمت مسکن در نواحی مختلف به دست نمی دهند.

- یک مساله مهم بررسی اثر پارامترهای مربوط به دوران گذار بر قیمت مسکن است. منظور از پارامتر دوران گذار پارامترهایی است که هنوز اثر آنها به حالت پایدار نرسیده و اثرگذاری آنها از طریق تغییر ساختار حاکم قبلی وجود می آید. نمونه ی مشابهی، نه از نظر شکل تحول ایجاد شده بلکه از نظر نوع اثر گذاری پارامتر ها از مقایسه ی کشور های اروپای شرقی با کشورهای دیگر اروپایی قابل مشاهده است. بین سال های ۱۹۹۵ تا ۲۰۰۵ تولید ناخالص داخلی در این کشورها بسیار افزایش و نرخ بهره اسمی و حقیقی بسیار کاهش یافت. با مشاهده تغییر این پارامترهای بنیادین ممکن است انتظار رود که قیمت مسکن در این کشور ها با شدتی بیشتر از قیمت مسکن در کشور های توسعه یافته افزایش یابد. با این وجود در اغلب این کشور ها تا سال ۲۰۰۱ افزایش قیمت مسکن چندان چشمگیر نبود. اما پس از سال ۲۰۰۲ نرخ رشد قیمت اسمی مسکن در اکثر این کشور ها دو رقمی شد و از بسیاری از کشورهای صنعتی پیشی گرفت. مقایسه ی این دو برهه نشان می دهد که در این کشور ها علاوه بر عوامل پایه ای، عوامل دیگری نیز در تعیین قیمت مسکن تاثیرگذار بوده اند. یکی از این عوامل افزایش وام های مسکن بوده که به طور متوسط بین سال های ۲۰۰۰ تا ۲۰۰۶ سالانه ۶۰ درصد افزایش داشته است. لازم به ذکر است ساختار بازار مسکن در ایران، به خصوص از نظر ساختار جمعیتی متقاضیان و هم چنین از نظر توانایی

بالای سمت عرضه در ایران به دلیل آزاد بودن بازار ساخت و ساز مسکن تفاوت های بسیاری با کشور های اروپای شرقی دارد. با این حال توجه به اثر عوامل دوره ی گذار بر قیمت مسکن در این کشورها می تواند بررسی و انتظار ما از تغییرات مشابه در بازار مسکن ایران را به مشاهداتی از دنیای واقعی پیوند دهد. به علاوه، توجه به تغییرات قیمت مسکن در بازار این کشورها بر اهمیت توجه همزمان به بخش حقیقی در کنار توسعه یک سیستم تامین مالی مسکن دلالت دارد.

• اگر چه ضعف بخش عرضه ی مسکن یک تفاوت مهم بازار مسکن کشور های اروپای شرقی با کشور ما می باشد، اما عرضه ی محدود در این کشورها در برابر افزایش تقاضای موثر تنها قابل نسبت دادن به ضعف بخش عرضه نیست. مساله مهم دیگر کم کشش بودن زمینهای مسکونی شهری در میان مدت است. گسترش زمین های شهری مستلزم ساخت زیربنای لازم توسط شهرداری و دولت است که امکان آن با در نظر گرفتن فشار وارد بر بودجه دولت در زمان مقررات زدایی مورد تردید جدی می باشد. به هر حال آنجا که در کشورهای اروپای شرقی نیز تقاضای سفته بازی یکی از عوامل مهم در افزایش قیمت ها پس از گسترش نظام تامین مالی مسکن بوده است بررسی تاثیر گسترش نظام تامین مالی بر رشد قیمت در این کشور ها معیاری برای سنجیدن آثار افزایش گستره نظام تامین مالی بازار به ما می دهد. گرچه نیاز به تاکید است که به دلیل اینکه بازار خرید و فروش مسکن در ایران آزاد بوده و قیمت ها تعادلی هستند و همچنین بخش عرضه در ایران به دلیل فعالیت طولانی مدت در بخش سودآور مسکن، بسیار قوی تر از کشور های اروپای شرقی است، جهش قیمت ها در ایران در صورت اتخاذ سیاست های مناسب پولی و سیاست ها ی مناسب بخش عرضه بسیار کمتر خواهد بود.

• سوال دیگر آن است که نوسانات حجم پول و نرخ بهره به چه میزان بر نوسانات قیمت مسکن اثر گذار خواهند بود؟ تحلیل واریانس در مطالعات تجربی نشان می دهد که نسبتی از تغییرات قیمت حقیقی مسکن که به وسیله ی تغییرات سیاست پولی توضیح داده می شود پس از گسترش نظام تامین مالی افزایش چشمگیری دارد. این نتایج بر اهمیت کنترل سیاست های پولی به خصوص پس از گسترش بازار تامین مالی مسکن تاکید می نماید چرا که در صورت اتخاذ سیاست های متغیر و پر نوسان بازار ناپایدارتر و افزایش شدیدتر قیمت ها نسبت به زمان حال را شاهد خواهیم بود.

۳-۶- پیش شرط ها و الزامات مقررات زدایی مالی

• ثبات سیاست گذاری و ثبات اقتصاد کلان

به دلیل نااطمینانی ذاتی موجود در دوره ی پس از مقررات زدایی لازم است از تغییراتی که به این نااطمینانی دامن زده و سلب اعتماد سرمایه گذاران و افزایش ریسک سیستماتیک را نتیجه می دهد اجتناب گردد. لازم است قبل از شروع برنامه مقررات زدایی برنامه های دولت در یک چارچوب مشخص زمانی اعلام و توسط یک نهاد مستقل دارای اختیارات مناسب اجرا شود. استقلال نهاد اجرا کننده برنامه ی مقررات زدایی از فشارها و تغییرات سیاسی برای ثبات این برنامه و در نتیجه موفقیت آن ضروری به نظر می آید. تورم بالا و ناپایدار اصلی ترین عاملی است که می تواند به شکست برنامه مقررات زدایی مالی و وقوع بحران منجر شود. لازم است قبل از اجرای برنامه مقررات زدایی تورم در مدتی مناسب کنترل شده و سطح قیمت ها تغییرات پایدار و مناسبی را تجربه کنند. تورم ناپایدار و غیر منطقی از یک طرف باعث می شود چشم انداز بازار حقیقی مبهم و در نتیجه سرمایه گذاری در آن با ریسک بیشتری مواجه باشد. افزایش ریسک سرمایه گذاری در بازار حقیقی سبب خروج بخش زیادی از فعالان کوچکتر و افراد ریسک گریز از بازار شده و نه تنها از میزان سرمایه گذاری در بازار حقیقی می کاهد، بلکه ساختار انحصاری بازار تولید را نیز به موسسات بزرگ و دارنده منابع داخلی بیشتر منحصر می سازد. به علاوه تورم بالا سبب افزایش نرخ بهره اسمی گشته و استفاده از منابع مالی برای متقاضی را با ریسک بیشتری همراه می سازد. همانطور که تورم ریسک سرمایه گذاری فعالان بخش حقیقی را افزایش می دهد، ریسک اعتباری منابع بانکی نیز با افزایش تورم بیشتر می شود. افزایش ریسک اعتباری بانک ها به نوبه خود سبب کاهش عرضه منابع بانکی و مهمتر از آن، تغییر ترکیب دریافت کنندگان منابع مالی به سود مشتریان سنتی و دارای ریسک اعتباری پایین می گردد. این مساله مجدداً سبب تقویت بیشتر ساختار انحصاری بازار حقیقی شده و همچنین دارای آثار نامطلوب واضحی بر دسترسی دهک های پایین تر به منابع مالی و در نتیجه توزیع نامطلوب درآمد می گردد. به علاوه، افزایش تورم سبب کاهش نرخ پس انداز می گردد چرا که آحاد اقتصادی ترجیح خواهند داد منابع مالی خود را صرف سرمایه گذاری در کالاهای بادوام نمایند. همچنین گسترش تقاضای سفته بازی که خود از مهمترین عوامل افزایش دامنه سیکل های تجاری است از نتایج نامطلوب افزایش تورم بشمار می آید. در طی مراحل مختلف مقررات زدایی لازم است کسری بودجه کنترل شود. به خصوص با توجه به عدم ادامه بر خورداری دولت و موسسات دولتی از رانت بانکی و با توجه به این مساله که چه بسا نهادهای دولتی از مقروضین اصلی سیستم بانکی باشند، نیاز به دقت بیشتری خواهد داشت. چرا که تامین کسری بودجه به وسیله استقراض از بانک مرکزی می تواند آثار مخربی بر پایداری اقتصاد کلان داشته باشد. همچنین تلاش دولت برای تامین کسری بودجه به وسیله ی استقراض از موسسات مالی غیر از بانک مرکزی نیز می تواند به ناپایداری

اقتصاد کلان منجر شود. چرا که این مساله به دلیل ریسک اعتباری پایین تر دولت سبب بیرون راندن بخش خصوصی از بازار تقاضا شده و به دلیل اثر مخربی که بر سمت عرضه بخش حقیقی اقتصاد می گذارد، می تواند منجر به ایجاد رکود و افزایش نااطمینانی فضای اقتصاد شود. پس پیشنهاد می گردد قبل از اجرای سیاست مقررات زدایی دیون دولت و موسسات وابسته به آن به موسسات مالی و بانک ها ادا گردد.

• زمان شروع، دامنه و سرعت اجرای برنامه مقررات زدایی

یکی از مسائل کلیدی در اجرای برنامه مقررات زدایی آن است که این برنامه باید در چه زمانی آغاز و با چه سرعتی پیگیری شود، در این زمینه لازم است ذکر شود که اجرای اصلاحات اقتصادی در بخش مالی بدون پیگیری سیاست های مکمل در بخش حقیقی منجر به نتیجه مطلوب نخواهد شد. برای تصمیم گیری در باره زمان و سرعت اجرای برنامه در نظر گرفتن میزان آمادگی نهادهای مالی جهت فعالیت در یک بازار مالی آزاد و به خصوص میزان توانایی آنها در بررسی ریسک اعتباری مشتریان ضروری است. این مساله که محدودیت های اعمال شده قبل از یک برنامه مقررات زدایی در طول چه مدت زمانی و تا چه اندازه ای حذف می شوند می تواند دارای اثر تعیین کننده بر نتیجه ی برنامه مقررات زدایی باشد. از آنجا که یک طرح یکسان و همگانی برای اجرای برنامه ی مقررات زدایی وجود ندارد لازم است که در طی مراحل مختلف اجرای برنامه ضمن انجام برآورد از نتایج فعلی و در چارچوب سیاست گذاری های کلان اولیه برای ادامه ی مسیر آن در آینده برنامه ریزی شود. از طرفی، باید به موسسات مالی فرصت داده شود تا به تدریج خود را با محیط جدید فعالیت وفق دهند. مشاهده شده است که بسیاری از کشورها به دلیل نادیده گرفتن ناکارایی های قبلی حاصل از سرکوب مالی و تخصیص دستوری منابع پس از مقررات زدایی دچار بحران های مالی شدیدی شده اند.

اجرای زودهنگام و یا سریع برنامه مقررات زدایی مالی کشورهایی که دچار عدم تعادل در اقتصاد کلان، ضعف سیستم نظارتی و بنگاه های مالی فاقد توانایی در پرداخت دیون هستند ممکن است به بحران های جدی مالی یا اقتصادی منجر شود. در برخی از کشور ها مشاهده شده است که اجرای بی موقع این برنامه در نهایت به وضعیتی منجر شده است که سیاست گذار ناچار به بازگرداندن مقررات قبلی حتی با شدت بیشتری شده است. بنابراین به عنوان یک قاعده کلی می توان گفت که هر چه وضعیت متغیرهای اساسی در یک کشور بهتر باشد، اجرای برنامه مقررات زدایی در آن می تواند با سرعت بیشتری دنبال شود.

اصلاح ساختار نهادهای تحت مالکیت دولت دارای اهمیت خاصی است. برای حذف مقررات حاکم بر تعیین نرخ بهره، لازم است کلیه ی فعالان اقتصادی بتوانند خود را با محدودیت بودجه به معنای واقعی تطبیق دهند. این به این معنی است که پس از اجرای برنامه مقررات زدایی همانند دوره ی پیش از آن نمی توان به

منابع فراوان مالی دسترسی داشت. پس لازم است ساختار نهادهای فعال در اقتصاد -از جمله نهادهای وابسته به دولت- با شرایط محدودیت بودجه پس از اجرای برنامه مقررات زدایی وفق دهند.

به علاوه، نظام بانکی غیررقابتی، ساختار نظارتی ناکارآمد، و عدم حساسیت دریافت کنندگان تسهیلات به نرخ بهره باعث ایجاد عدم کارایی در بازار مالی و در نتیجه ایجاد اختلال در اثربخشی و انتقال سیاست های پولی و نتایج نامطلوب اقتصاد کلان می گردد. در این حالت انتظار نمی رود نرخ بهره به وسیله ی مکانیزم های بازار به مقدار تعادلی خود نزدیک شود. همچنین اجرای سریع برنامه مقررات زدایی در حالی که صنعت بانکداری با تجربه عملی مفاهیمی مانند ریسک و فعالیت در شرایط رقابتی بیگانه است می تواند دارای نتیجه معکوس بوده و به یک سیستم تأمین مالی ناپایدار منجر شود.

در حالی که اجرای سریع برنامه مقررات زدایی دارای معایب جدی است، اجرای کند این برنامه نیز دارای مشکلات خاص خود است. در صورتی که زمان اجرای این برنامه بیش از حد افزایش یابد، ممکن است نیروی اولیه صرف شده برای اجرای برنامه کاهش یافته و اجرای برنامه را با مشکل مواجه کند. به خصوص آن که چگونگی اجرای بخش های مختلف این برنامه دارای هزینه های متفاوتی برای سیاست گذاران با ترجیحات مختلف است. بنابراین می توان گفت برنامه ریزی و چگونگی اجرای برنامه مقررات زدایی تا حد زیادی به سیکل های سیاسی و اجتماعی کشور وابسته است. در نتیجه ممکن است با تغییر شرایط، بخش های مختلف این برنامه دچار تضادهای سیاست گذاری گردد. ذکر این مساله از طرف دیگر ما را متوجه اهمیت طرح تمهیداتی جهت استقلال چگونگی اجرای این برنامه از چرخه های سیاسی کشور - و استقلال بانک مرکزی به عنوان یک مقدمه ضروری جهت استقلال بخش پولی از چرخه های سیاسی - می نماید. البته لازم به ذکر است که در طی اجرای برنامه مقررات زدایی مالی همکاری نزدیک میان بانک مرکزی به عنوان مسئول اجرای تنظیمات در بخش مالی و دولت به عنوان مسئول اجرای اصلاحات بخش حقیقی ضروری است.

• زیرساخت ها و الزامات نهادی

شاید بتوان بانک مرکزی مستقل را از مهمترین نهاد هایی دانست که با مقید ساختن دولت به انضباط مالی در طی دوران مقررات زدایی اطمینان عمومی را نسبت به موفقیت برنامه افزایش می دهد و خود بر کاهش ناپایداری تاثیر بسیار می گذارد. بنابراین تلاش در جهت ایجاد استقلال بانک مرکزی از نیروها و تغییرات سیاسی از مهمترین مقدمات لازم برای یک برنامه ی مقررات زدایی موفق است.

در مرحله ی بعد فراهم آوردن بستر قانونی مناسب در جهت تحمیل اجرای قرارداد های مالی و تصریح حق مالکیت، و حقوق قانونی وام دهنده در هنگام نکول بازپرداخت وام از جمله پیش نیاز های قانونی مقررات

زدایی تجاری به حساب می آیند. چرا که پس از مقررات زدایی و بازیافتن نقش یک فعال تجاری توسط بانک، بانک خود مسئول نکول وام گیرندگان از پرداخت وام خواهد بود و بنابراین لازم است ابزار لازم جهت ضبط وثیقه ی وام گیرنده برای بانک به روشنی فراهم شده و محدوده ی حقوق بانک به عنوان صاحب وام مشخص گردد. یکی از مهمترین الزامات مقررات زدایی در رابطه با دو پیامد آن (ایجاد نااطمینانی و اطلاعات نامتقارن)، برای نظارت بر عملکرد موسسات مالی تحت این شرایط لازم است قوانین تنظیمی به خصوص در دوران گذار مقررات زدایی توسط بانک مرکزی اعمال شود. این قوانین باید بر سبد دارایی های بانک نظارت کرده و با سنجش ریسک متوسط این سبد و پس از محاسبه ی ریسک بهینه از مساله مخاطره اخلاقی جلوگیری نماید. این مساله به نوبه خود نیازمند گسترش منابع انسانی بانک مرکزی و پرورش متخصصینی است که قادر به کمی سازی ریسک و محاسبه ی برای سبد های دارایی مشخص باشند.

از طرف دیگر بانک های تجاری نیز نیاز مشابهی برای کسب توانایی در تحلیل ریسک مشتریان وجود خواهد داشت. از این نظر نهادهایی مانند نهادهای تحلیل گر ریسک از زیربناهای لازم برای اجرای برنامه مقررات زدایی هستند. به عبارتی می توان مهارت سنجش ریسک و به طور عمومی مدیریت مالی حرفه ای را، با توجه به فقدان آن در فضای فعلی کشور یک کالای عمومی دانست که به دست آوردن آن به وسیله ی یک برنامه ریزی میان مدت توسط بانک مرکزی برای پرورش نیروی انسانی ماهر ممکن خواهد بود. مساله سنجش ریسک به نوبه خود زیربناهای اطلاعاتی لازم برای سنجش ریسک اعتباری مشتریان بانک ها را ضروری می سازد. این بانک های اطلاعاتی که اطلاعات خاص مربوط به درآمد مشتری، دارایی های مشتری و وضعیت قبلی او در سیستم بانکی را در اختیار وام دهنده قرار می دهد نیز از زیربناهایی است که نقش اصلی در به وجود آوردن آن بر دوش دولت قرار دارد.

۷-۳- سیاست ها و تنظیمات لازم در دوران اجرای برنامه

• سیاست های مکمل در بخش حقیقی

همچنانکه گذشت هدف از اجرای برنامه مقررات زدایی مالی از یک سمت گسترش عرضه و از سمت دیگر افزایش میزان تقاضای موثر است. عوامل موثر بر عرضه واحد مسکونی به صورت زیر ذکر شد:

- زیربنای لازم جهت ساخت واحد مسکونی
- مواد اولیه لازم برای ساخت واحد های ساختمانی
- شرکت های ساختمانی و سرمایه انسانی فعال در ساخت و عرضه مسکن
- سرمایه لازم برای ساخت و ساز

- شرکت در پروژه های ساخت

مشاهده شد که در اقتصاد ایران از میان عوامل ذکر شده، تجربه فعالیت طولانی مدت بخش عرضه مسکن در بستر یک بازار آزاد و دارای سود مناسب، باعث افزایش سرمایه انسانی فعال در این بخش شده است. مقررات زدایی مالی می تواند در نهایت به تامین سرمایه لازم برای ساخت و ساز واحد های مسکونی منجر شود، اما نمی تواند به تنهایی سبب افزایش عرضه گردد. به منظور افزایش عرضه لازم است سیاست های مکملی نیز در بخش حقیقی پیگیری و اجرا گردد. این سیاست ها در نهایت منجر به افزایش کشش عرضه می گردد. مهمترین عامل قابل ذکر که گسترش آن وابستگی زیادی به سیاست های مناسب اتخاذ شده دارد، زیربنای لازم جهت ساخت واحد های مسکونی است. همانگونه که ذکر شد، مهمترین ریشه محدودیت این عامل کمبود زیرساخت های لازم برای گسترش زمین های شهری است. با در نظر گرفتن محدودیت منابع مالی لازم برای گسترش زیربنای مسکونی شهری، گزینه های زیر به عنوان راه حل پیشنهاد می گردد:

- استفاده از تراکم در ساخت منازل مسکونی

- استفاده از بافت های فرسوده شهری

- احداث شهرک های اقماری مسکونی

لازم به ذکر است از آنجا که راه حل سیاستی ارائه شده به طور کلی یک راه حل متکی به مکانیزم های بازار است، می توان با استفاده از تخصیص یارانه تسهیلات، فعالان بخش ساخت و ساز مسکن را به احداث واحد های مسکونی در چارچوب فوق تشویق نمود. برنامه ریزی برای گسترش عرضه مصالح ساختمانی مورد نیاز فراتر از چارچوب این گزارش بوده و با توجه به ماهیت هزینه بر سرمایه گذاری در تولید برخی مصالح، به خصوص فولادهای ساختمانی نیاز به طرح برنامه مخصوص به خود دارد. با این حال علاوه بر تاکید بر نیاز به گسترش این مصالح، پیشنهاد می شود سرمایه لازم برای تولید برخی از مصالح کم هزینه تر از منابع جذب شده توسط سیستم بانکی در بخش مسکن تامین گردد. از آنجا که چرخه های رونق و رکود حاکم بر بازار مصالح ساختمانی دارای همبستگی زیادی با چرخه های بخش مسکن هستند، مدیریت ریسک منابع پرداختی به این صنایع همپوشانی زیادی با مدیریت ریسک منابع مالی پرداختی به بخش ساخت و ساز مسکن دارد. همچنین به منظور گسترش مشارکت در پروژه های ساخت طرح دو اقدام ضروری به نظر می رسد:

اقدام اول پیشنهاد حمایت از شرکت های سرمایه گذاری وابسته به منابع بانکی پس از اجرای برنامه آزاد سازی است. به دلیل ماهیت سرمایه بر فعالیت در ساخت و ساز بخش مسکن، حذف یارانه پرداختی به فعالانی که دارای منابع داخلی زیادی نبوده و به منابع مالی بانکی متکی هستند باعث سلب امکان فعالیت از آنها می شود. به همین منظور حمایت اولیه از این دسته از فعالان در ابتدای اجرای برنامه مقررات زدایی ضروری به نظر

می رسد. چگونگی اجرای سیاست های حمایتی از این دسته موسسات در بخش های بعد مورد بررسی قرار می گیرد.

اما اقدام دومی که به منظور گسترش میزان مشارکت در پروژه های ساخت صورت می پذیرد، به ماهیت پرنوسان قیمت مسکن به خصوص در دوران پس از اجرای برنامه مقررات زدایی مربوط می شود. به دلیل نوسانات حاکم ذکر شده، ریسک زیادی بر سوددهی بنگاه های فعال در بازار حقیقی مسکن حاکم خواهد بود. اتخاذ سیاست های همزمان جهت گسترش صنعت بیمه می تواند از آثار منفی این نوسانات بر بخش مسکن کاسته و انگیزه ی سرمایه انسانی این صنعت را برای مشارکت در پروژه های ساخت افزایش دهد.

• ترتیب اجرای برنامه در بازار مالی

منظور از ترتیب اجرای برنامه، ترتیبی است که بر طبق آن مقررات ناظر بر تعیین سقف نرخ بهره ابزارهای مختلف مالی بدون تهدید سلامت سیستم بانکی حذف می شود. برای تشخیص ترتیب مناسب برای اجرای برنامه مقررات زدایی، به خصوص در مورد قوانین مربوط به تعیین سقف نرخ بهره، لازم است میان مبادلات مربوط به دریافت سپرده ها و مبادلات مربوط به پرداخت تسهیلات و همچنین مبادلات خرده و مبادلات عمده تمایز قائل شویم. لازم است حذف قوانین مربوط به تعیین سقف نرخ بهره به ترتیب زیر صورت گیرد. ابتدا قوانین مربوط به تعیین نرخ بهره مربوط به مبادلات عمده میان نهادهای فعال در بازار مالی حذف شود. سپس قوانین مربوط به تعیین سقف نرخ بهره تسهیلات پرداختی و در نهایت قوانین مربوط به تعیین نرخ بهره سپرده های اخذ شده توسط بانک ها حذف گردد. رعایت این ترتیب نه تنها از ضرردهی بانک ها جلوگیری می کند، بلکه باعث می شود عوامل اقتصادی و بنگاه های اقتصادی بتوانند به تدریج خود را با محدودیت های جدید بودجه ای وفق دهند.

از طرف دیگر تقدم حذف مقررات حاکم بر تعیین سقف برای نرخ بهره تسهیلات پرداختی بر مقررات حاکم بر منابع مالی و سپرده های دریافتی دارای مزایای دیگری است. این ترتیب کمک می کند که در میان مدت موسسات مالی بتوانند برای اصلاح ساختار داخلی خود کسب زمان نمایند. به علاوه در این مدت موسسات مالی انگیزه چندانی برای رقابت جدی در بازار سپرده که می تواند دارای آثار مخربی بر فعالیت موسسات مالی دارای ساختار داخلی ضعیف باشد، نخواهند داشت. در این دوره گذار، لازم است نهاد ناظر به کمک دستگاه های قانون گذاری اقدام به تدوین قوانینی جهت تعیین وضعیت مسائلی مانند ورشکستگی موسسات مالی و یا جایگاه وثایق مالی نمایند.

با این حال لازم است در ترتیب فوق نیز میان سپرده های خرده مربوط به افراد عادی جامعه و سپرده های کلان مربوط به موسسات خاص تمایز قایل شد. برای جلوگیری از خروج منابع مالی بانک ها پس از حذف مقررات حاکم بر تعیین نرخ بهره تسهیلات پرداختی، می توان مقررات حاکم بر تعیین نرخ بهره سپرده گذاران کلان را نیز مورد بازبینی قرار داد.

• حمایت اولیه از موسسات و صنایع برخوردار از رانت دوران سرکوب مالی

همانگونه که گذشت، ساختار بسیاری از موسسات، چه موسسات فعال در بخش مالی و موسسات فعال در بخش حقیقی متناسب با شرایط طولانی مدت دوران سرکوب مالی شکل گرفته است. در بخش های قبل پیشنهاداتی مبنی بر اجرای برنامه با سرعت متناسب و افزایش دستوری نرخ بهره تا نزدیک میزان تعادلی پیش بینی شده ارائه شد. با این وجود نمی توان انتظار داشت کلیه موسسات با سرعت یکسان و به طور مشابه خود را با شرایط جدید وفق داده و به فعالیت خود ادامه دهند. راه حل ارائه شده برای این موسسات پرداخت یارانه به تسهیلات دریافت شده توسط آنها از نظام بانکی است. به این منظور تعامل میان بانک مرکزی و دولت ضروری به نظر می رسد. غالب این موسسات نهادهایی هستند که فعالیت آنها دارای اهمیت بوده، اما تطبیق ساختاری آنها با تسهیلات مالی با نرخ تعادلی زمان بر است. لزوم پرداخت یارانه به بخشی از صنایع پس از اجرای برنامه مقررات زدایی و بخش محدودتری از آنها، حتی پس از رسیدن بازار مالی به حالت تعادل در بسیاری از کشور ها با بازار مالی رقابتی نیز رواج دارد.

در مورد چگونگی پرداخت یارانه مربوط به تسهیلات دریافتی برخی از فعالان اقتصادی ذکر چند نکته ضروری به نظر می رسد. برای کمینه نمودن آثار نامطلوب پرداخت این نوع یارانه، لازم است که اولاً پرداخت این یارانه به صورت شفاف - و نه مانند دوره سرکوب مالی به صورت غیر صریح - صورت پذیرد. به همین منظور پس از رسیدن نرخ بهره به نرخ تعادلی بازار، میزان این یارانه می تواند به صورت یکی از ردیف های بودجه ای درآمد و توسط دولت به سیستم بانکی پرداخت شود.

• حباب های بخش حقیقی و سیاست گذاری های لازم

حباب های بخش مسکن به میزانی از تغییرات قیمت اطلاق می شود که به ازای اثرپذیری از تغییرات متغیرهای بنیادین از یک مکانیزم بازگشتی مثبت نشأت می گیرد. به عبارت دیگر زمانی که افزایش تقاضای مسکن به دلیل انتظار افزایش قیمت آن در آینده صورت پذیرد، می توان نتیجه گرفت که بخشی از هزینه پرداختی بابت واحد مسکونی به امید افزایش قیمت آن در آینده و سود ناشی از آن صورت گرفته است. در صورتی که افراد بنا بر

گمانی یکسان از وضعیت آینده بازار به طور همزمان اقدام به تقاضای یک کالا بر این مبنا نمایند، بهای آن کالا به دلیل افزایش تقاضا افزایش یافته و انتظار اولیه این افراد برآورده می شود. این مساله می تواند در چند دوره بعد نیز تکرار شود. بررسی های نظری و مطالعات تجربی، به طور همزمان تایید می نمایند که این نوع افزایش قیمت ماهیتاً ناپایدار بوده و در بلندمدت قیمت کالا حول قیمت تعیین شده به وسیله متغیرهای بنیادین نوسان می کند. این بدین معنا است که افزایش قیمتی که از این مکانیسم تبعیت نماید سرانجام در زمانی با کاهش شدید قیمت دنبال خواهد شد. این مساله در حقیقت نتیجه ای جز افزایش نوسانات قیمت مسکن نخواهد داشت. به دلیل ماهیت پرنوسان تغییرات قیمت مسکن میتوان انتظار داشت در دوره های رکود بسیاری از وام گیرندگان نتوانند وام گرفته شده را باز پس دهند و این مساله موجب افزایش نرخ نکول وام ها و ورشکستگی بانک گردد. از طرف دیگر نوسانات قیمت مسکن دارای اثرات نامطلوبی بر سمت عرضه مسکن نیز می باشد.

در کشور ما، به دلیل وضعیت نامناسب سرمایه گذاری های جایگزین مسکن، سرمایه گذاری در این بخش همواره به عنوان یک سرمایه گذاری مطمئن، به خصوص برای سرمایه گذاران جزء و خانوارها به شمار می آمده است. در طی اجرای برنامه مقررات زدایی، ممکن است پیامد این مساله به صورت جذب تسهیلات عرضه شده در تقاضای سفته بازی واحد های مسکونی و در نتیجه افزایش قیمت در کوتاه مدت و ناپایداری آن در بلند مدت مشاهده شود. این مساله باعث می شود برنامه مقررات زدایی به هدف اصلی خود که از یک سمت افزایش عرضه واحد های مسکونی و از یک سمت افزایش تقاضای موثر خانوار ها به منظور برآورده شدن تقاضای مصرفی آنهاست نایل نشود. تمهیدات لازم برای مقابله با این معضل دارای ابعاد گوناگونی است. در سمت عرضه، افزایش کشش عرضه به وسیله سیاست های مکمل ذکر شده سبب می شود از میزان محدودیت کالای "مسکن" کاسته شده و در نتیجه حباب های منجر به افزایش قیمت دارای دامنه کمتری گردند. در کنار اتخاذ سیاست های منجر به افزایش کشش عرضه، پیشنهاد می شود جهت جلوگیری از انحراف تسهیلات عرضه شده به بخش مسکن، این تسهیلات به صورت چند مرحله ای و با پیشرفت تدریجی پروژه ساخت در اختیار سازندگان مسکن قرار گیرد. علاوه بر سیاست های اتخاذ شده فوق در بخش عرضه، سیاست های مالیاتی مناسبی نیز جهت کنترل تقاضای سفته بازی (مانند اخذ مالیات مضاعف بر مبادلات پی در پی) در بخش تقاضا قابل ارائه است.

• سیاست پولی در دوران پس از مقررات زدایی

اجرای برنامه مقررات زدایی مالی در حقیقت به معنی از بین رفتن کنترل دستوری نرخ های بهره مختلف در بازار مالی است. از طرفی معنای سیاست پولی چیزی جز اثر گذاری بر نرخ بهره نیست. از این مقدمه می توان نتیجه

گرفت گام مهم دیگری که لازم است در اجرای برنامه مقررات زدایی صورت پذیرد، گسترش بازار پول و اوراق قرضه ای است که بانک مرکزی بتواند از طریق آنها و به روش عملیات بازار باز حجم پول را کنترل نماید. لازم به ذکر است که بانک مرکزی به طور کلی نقشی مهم در گسترش بازار اولیه و ثانویه پول ایفا می نماید. به علاوه، اگر چه بانک مرکزی می تواند تغییر حجم پول را به کمک انتشار و فروش اوراق مشارکت خود انجام دهد، اما گسترش بازار ثانویه این اوراق به منظور کسب کنترل بیشتر بر حجم پول ضروری به نظر می رسد. شرایط کلی یک سیاست پولی مناسب در دوران پس از اجرای برنامه مقررات زدایی، موضوعی گسترده و دارای اهمیت است که در ادبیات مربوط به لزوم استقلال بانک مرکزی به تفصیل مورد بحث قرار می گیرد. به طور خلاصه آن که در بلندمدت بانک مرکزی مسئول کنترل تورم و نرخ رشد سطح عمومی قیمت ها می باشد. اما در دوران گذار و در شرایطی که احتمال ایجاد نوسانات بیش از حد در قیمت مسکن با افزایش تقاضای موثر محتمل می باشد، می توان متغیر قیمت بخش مسکن را نیز به عنوان یکی از متغیر های مهم در تابع هدف بانک مرکزی در نظر گرفت. پیشنهاد می شود که از ابزار سیاست پولی به صورت محدود و محتاطانه و تنها برای مقابله با رکود و رونق بیش از حد در بازار مسکن استفاده شود. برای مقابله با حباب های بخش مسکن، سیاست های مالیاتی مناسب به صورت اخذ مالیات از مبادلات پی در پی و اخذ مالیات از منازل مسکونی خالی از سکنه می تواند اجرا شود.

• چارچوب نظارتی در طی دوره مقررات زدایی

مقررات زدایی کامل از بازار مالی ممکن است به ایجاد ریسک نقدینگی در سیستم بانکی بیانجامد. بانک ها به طور عمومی متعهد به تبدیل سپرده ها به نقدینگی برای مشتریان هستند. مشکل عدم قابلیت وصول مطالبات می تواند به ایجاد مشکل کمبود نقدینگی در بانک ها منجر شود. این مساله نشان می دهد که ماهیت فعالیت سیستم بانکی به نوعی است که بدون حضور یک تنظیم کننده مرکزی دچار شکست می گردد. لزوم دخالت دولت در این زمان برای جلوگیری از شکست سیستم بانکی مورد توافق عام است. تنها دامنه دخالت دولت در برقراری تنظیمات در بازار مالی در جهت پیشگیری از این مشکلات مساله ی مورد بحث و اختلاف نظر است. بانک مرکزی در این زمان می بایست به تأمین نقدینگی برای سیستم بانکی در جهت جلوگیری از وقوع بحران بپردازد. در غالب کشور ها، علاوه بر نقش بانک مرکزی در تأمین اعتبارات استقراضی بانک ها در جهت جلوگیری از بحران کمبود نقدینگی، موسسات بیمه وابسته به دولت نیز اقدام به بیمه نمودن سپرده های بانکی سپرده گذاران می نمایند. این نوع حمایت شامل بانک هایی نمی شود که به دلیل کیفیت نامناسب سرمایه گذاری های انجام شده قادر به بازپرداخت مطالبات سپرده گذاران نیستند. بطور کلی از یک طرف حمایت بانک

مرکزی از بانک ها در غالب تامین استقراضی اضافه نقدینگی مورد نیاز و حمایت دولت در غالب بیمه سپرده ای بانکی در جهت عدم وقوع پدیده شکست بازار لازم و ضروری است. از طرف دیگر این حمایت ها می تواند به مشکل مخاطره اخلاقی در سرمایه گذاری انجام شده توسط بانکها بینجامد. برآیند این دو مساله لزوم نظارت یک نهاد تنظیم کننده بر فعالیت بانک ها را مورد تایید عمومی قرار می دهد.

• گسترش دسترسی به منابع مالی

مکانیزم های ابتدایی بازاری پس از اجرای برنامه مقررات زدایی مالی می تواند سبب انحصار عرضه خدمات و تسهیلات مالی به گروه هایی خاص گردد. این مساله، از طرفی سبب گسترش نابرابری در توزیع درآمد گشته و از طرف دیگر ساختار انحصاری بازار در بخش حقیقی را تقویت می نماید. اولین پیش شرط لازم - و نه کافی - برای ایجاد امکان گسترش خدمات مالی به کلیه بخش های جامعه، ایجاد ثبات در متغیرهای اقتصاد کلان است. انجام نظارت قوی و موثر بر عملکرد و کیفیت سبد دارایی های موسسات مالی الزام دیگری است که موسسات مالی را وادار به حفظ ریسک اعتباری وام های خود در محدوده ای معقول می نماید.

یکی دیگر از راه های مهم به منظور گسترش دامنه عرضه خدمات مالی استفاده از موسسات مالی تخصصی است که تنها در یک بخش - مثلاً مسکن - به عرضه خدمات مالی می پردازند. بخش دیگری از این موسسات مالی تخصصی، موسساتی هستند که تنها نوع مشخصی از خدمات مالی - مثلاً تسهیلات برای خرید اقساطی - را عرضه می نمایند. این موسسات برای ارزیابی ریسک منابع مالی عرضه شده - حداقل در ابتدای اجرای برنامه - در موقعیت مناسب تری نسبت به موسسات مالی بزرگ چند منظوره قرار خواهند داشت. این موسسات به دلیل کسب تخصص در ارزیابی سوددهی و ریسک ناظر بر پروژه های مشمول محدوده ی خود، می توانند به نحو مناسب تری این پروژه ها را مورد ارزیابی قرار دهند. پس عرضه منابع مالی در این موسسات نسبت به موسسات مالی بزرگ، که بیشتر بر اساس اعتبار مشتری و معیارهای سنتی به عرضه وام می پردازند، قشر وسیع تری از متقاضیان را در بر می گیرد.

استفاده از روش های جدید در عرضه منابع مالی از جمله عرضه گروهی منابع مالی، که در آن اعضای یک گروه از دریافت کنندگان تسهیلات به تضمین وام های اخذ شده از سوی دیگران می پردازند، از جمله تمهیدات دیگری است که به گسترش قشرهای استفاده کنندگان از نظام تامین مالی مسکن می انجامد. این طرح و طرح های مشابه در حقیقت ابداعاتی هستند که ریسک عدم بازپرداخت یک مشتری را میان سایر مشتریان تقسیم نموده و سبب کاهش ریسک کلی عرضه وام می گردد.

همچنین نقش موسسات تامین مالی مایکروفاینانس و موسسات مالی با محدوده فعالیت جغرافیایی مشخص به دلیل نزدیکی به بازار و در نتیجه دسترسی بهتر به منابع اطلاعاتی موجود در بازار متقاضیان، حداقل در کوتاه مدت- بسیار قابل توجه است. البته این موسسات بیشتر به عنوان مکمل بازار مالی رسمی حضور داشته و دسترسی به منابع مالی را برای بخشی از جامعه که دسترسی کمتری به منابع مالی رسمی دارند، بهبود می بخشد.

۸-۳- مقررات زدایی و قانون عملیات بانکی بدون ربا

- در اجرای برنامه مقررات زدایی به منظور افزایش نسبی کارایی بازار مالی کشور در راستای تامین منابع لازم بخش مسکن، بررسی مفاد قانون عملیات بانکی بدون ربا می تواند به ایجاد رهیافتی به سوی راه های حذف برخی مقررات زاید در بازار مالی منجر شود. مطابق مفاد ۳ تا ۶ قانون عملیات بانکی بدون ربا، بانک در سپرده های جاری و پس انداز قرض الحسنه مالک منابع بانکی است و در تصمیم نسبت به کیفیت اداره و نرخ تسهیلات پرداختی از آن محل، به مقتضای حق مالکیت آزاد است. در بانک های دولتی به تبع مالکیت دولت نسبت به این بانک ها، دولت می تواند نسبت به کیفیت اداره و نرخ تسهیلات پرداختی از محل منابع جذب شده از طریق سپرده های قرض الحسنه تصمیم بگیرد. اما همانطور که در قانون نیز ذکر شده است بانک در به کار گرفتن سپرده های سرمایه گذاری نه مالک، بلکه وکیل است. پس با توجه به ماهیت قرارداد وکالت، بانک می بایست منافع و مصالح سپرده گذاران را در نظر گرفته و قطعاً حق ندارد به زیان آنها تصمیم بگیرد. به خصوص بانک حق ندارد بر سپرده های سرمایه گذاری چنان نرخ گذاری کند که سال به سال ارزش و قدرت خرید منابع سپرده گذاران کاسته شود. توجه به این نکته ضروری است که این بیان تنها ناظر بر دیدگاه حقوقی تحلیل نرخ سود سپرده های بانکی بوده و مباحث مربوط به آثار نامطلوب نرخ بهره حقیقی منفی بر اقتصاد به نوبه خود برقرار و مورد تاکید است. به عبارت دیگر اگرچه اختیار تعیین حداکثر و حداقل میزان سود و سهم بانک های تجاری از سود به بانک مرکزی داده شده است. با این حال بانک مرکزی ملزم به تعیین این نرخ ها، به خصوص در بازه ی نرخ های غیر تعادلی و نامناسب نیست.

- باید توجه داشت که نرخ سود تسهیلات بانکی به نوعی قیمت و هزینه اخذ این تسهیلات به حساب می آید. براین اساس می توان گفت تعیین نرخ سود تسهیلات از دیدگاه فقهی

مشمول قواعد و ضوابط قیمت گذاری است. نظرات مختلفی پیرامون مبحث قیمت گذاری از دیدگاه فقهی وجود دارد. دسته ای از این نظرات قیمت گذاری را به نوعی آزاد و در اختیار عرضه کننده کالا دانسته و دسته دیگری از نظرات قیمت گذاری را در حیطه اختیارات حکومت می دانند. به طور کلی از مجموع روایات و دیدگاه های ذکر شده می توان نتیجه گرفت که:

الف- در شرایط عادی و طبیعی کسی حق قیمت گذاری و تعیین نرخ برای کالاها و خدمات ندارد و قیمت در بازار و با اختیار طرفین قرارداد تعیین می شود.

ب- در شرایط غیرعادی چون تبانی و احتکار، حاکم اسلامی مسئولیت دارد با اتخاذ تدابیر لازم از جمله وادار کردن محتکر به فروش، وضعیت اقتصادی را به شرایط طبیعی برگرداند.

ج- اگر محتکران و انحصارگران سود استفاده کرده، قیمتی تعیین کنند که کسی قدرت بر خرید نداشته باشد و آن قیمت تبدیل به وسیله ای برای احتکار گردد و از این جهت جامعه متضرر گردد، به فتوای برخی از فقه، حاکم اسلامی حق قیمت گذاری دارد.

د- در هر صورت قیمت تعیین شده بایستی متناسب با قیمت بازار باشد و موجب ضرر و زیان فروشنده یا خریدار نگردد.

اگر چه بررسی دیدگاه فقهی حاکم بر چگونگی تعیین قیمت در حیطه این گزارش نیست، اما لازم به ذکر است که می بایست میان بهره ی غیر تولیدی که به نام ربا شناخته می شود، با بهره ی تولیدی که در حقیقت هزینه ی اخذ شده در قبال واگذار کردن کالایی به نام "سرمایه" است تمایز قائل شد. در مورد اخیر نرخ بهره با وجود مشابَهت ظاهری با ربا، "قیمت" استفاده از تسهیلات مالی است که در چارچوب انواع عقود اسلامی (مبادله ای و مشارکتی) قابل تعریف است.

۹-۳- برنامه های کوتاه مدت قابل اجرا در مسیر مقررات زدایی مالی

• بررسی کلی و اجمالی وضعیت کنونی بازار مالی کشور، مشخص می نماید که در حال حاضر وجود سقف نرخ بهره برای سود پرداختی به سپرده گذاران سیستم بانکی به عنوان مانعی جدی در برابر توسعه حجم سپرده های بلند مدت در کشور مطرح است. بخشی از این مشکل، ریشه در وضع سقف مشابه برای تسهیلات مالی عرضه شده توسط بانکها داشته است. با این حال تجربه تاسیس بانک های خصوصی از سال ۱۳۷۹ و عدم استفاده بانک مرکزی از اختیارات مشخص شده در ماده ۲۰ قانون عملیات بانکی بدون ربا برای این بانکها، نشان از نقش مهم ناکارایی داخلی سیستم بانکی در پایین بودن سقف نرخ سود پرداختی به سپرده های بانکی دارد. به نظر می رسد امکان افزایش سقف نرخ بهره پرداختی به سپرده های بانکی به عنوان اولین گام در راه مقررات زدایی بانکی مطرح باشد. این اقدام در مرحله نخست سبب افزایش منابع مالی و سپرده های بانک ها می گردد. با این حال دامنه این افزایش و کفایت آن جهت توسعه بازار مالی مسکن کاملاً محل سوال بوده و به آن پرداخته می شود. در ادامه می توان با افزایش نرخ بهره تعیین شده برای بانکها، از یک طرف امکان افزایش بیشتر نرخ سود و در نتیجه منابع بانک ها را فراهم نمود و از طرف دیگر از ناپایداری های حاصل از مقررات زدایی کامل بازار مالی اجتناب نمود. با این حال آثار نامطلوب افزایش نرخ بهره - با وجود نقش غیر قابل انکار آن در افزایش منابع مالی بانکها - نیاز به دقت فراوان دارد. به خصوص نقش نرخ بهره در افزایش قیمت و کاهش عرضه مسکن از یک طرف و نقش آن در محرومیت دهک های پایین جامعه از منابع مالی عرضه شده که به صورت ویژه نیاز به بررسی خواهند داشت.

• با در نظر گرفتن شرایط رایج در بازار بانکی، قبل از تعیین سقف مجدد برای سود پرداختی به سپرده های نزد بانک های خصوصی، نرخ سود پرداختی توسط بانک مسکن به سپرده گذاران در سطحی پایین تر از نرخ تعادلی قرار داشت. در این زمان بانک مسکن به دلیل دسترسی به منابع سپرده ای سایر بانکها، بخشی از منابع عمومی به صورت سپرده جاری، مالکیت دولتی، و دامنه ی گسترده شعب آن همچنان قادر به ارائه وام های مسکن - البته با سقف مشخص و محدود - می بود. البته وام های عرضه شده و منابع سپرده بانک مسکن در حال حاضر به نوعی دارای عدم تعادل است که لزوم تدوین برنامه ای مناسب برای مدیریت ریسک نقدینگی این بانک را به صورت جدی مطرح می سازد. با این حال به نظر می رسد با

رفع مجدد سقف سود پرداختی بانک های خصوصی به سپرده گذاران این بانک ها قادر به جذب بخش گسترده تری از منابع جامعه می باشند. در این حالت بانک مسکن، به خصوص به کمک تدوین برنامه مدیریت ریسک نقدینگی و امکان بهره گیری از یارانه مشخص شده در بودجه توسط دولت، می تواند همچنان به عرضه وام های مسکن با شرایط خود - تنها به دهک های پایین - ادامه دهد. این مساله می تواند تا حدودی مشکل عدم دسترسی برخی دهک ها به منابع بانکی در صورت افزایش نرخ بهره را تخفیف دهد. در این حالت امکان افزایش نرخ بهره تسهیلات پرداختی توسط بانک های خصوصی به متقاضیان، افزایش متناسب نرخ سود پرداختی به سپرده گذاران، و در نتیجه افزایش منابع مالی جذب شده توسط این بانک ها فراهم می گردد. با این حال سیاست فوق سبب تشکیل دو بازار نسبتا مجزا از یکدیگر در بخش تسهیلات مسکن می گردد. مشخصه ی یکی از بازار ها عرضه تسهیلات ارزان قیمت تا سقف مشخص و ضوابطی است که به صورت هزینه ضمنی بر متقاضی تحمیل می گردد، و مشخصه بازار دیگر عرضه تسهیلات با نرخ بهره بیشتر و با سقف بالاتر و هزینه های ضمنی کمتر است. اگر چه روند فوق می تواند به افزایش انحصار بانک مسکن در یکی از زیر بازار های فوق بینجامد، اما به نظر می رسد با توجه به ناپایداری این وضعیت در بلند مدت بانک مسکن نیز در نهایت ناچار به بهبود ساختار فعالیت خود خواهد بود.

بررسی اثر سیاست کوتاه مدت ذکر شده بر قیمت مسکن به نوبه خود دارای اهمیت ویژه ای است. از یک طرف، افزایش میزان عرضه تسهیلات و منابع مالی سبب تحریک تقاضا و تبدیل آن به تقاضای موثر می گردد. از طرف دیگر، افزایش نرخ سود سپرده های سرمایه گذاری بلند مدت باعث می شود که با ایجاد موقعیت های جایگزین برای سرمایه گذاری منابع مالی، تقاضای سرمایه گذاری مسکن کاهش یابد. برآیند این دو نامشخص بوده و از طرف دیگر به میزان تخصیص منابع مالی به سمت عرضه و سیاست های مکمل اخذ شده جهت افزایش کشش آن بستگی خواهد داشت. با این حال به نظر می رسد در صورت عدم تغییر سیاست ها در سمت عرضه تغییرات فوق در بازار مالی به افزایش قیمت مسکن منجر شود. مروری بر شاخص تغییرات اجاره بها و تغییرات قیمت مسکن در شهرهای بزرگ نشان می دهد که در سال های اخیر و در اکثر شهرهای بزرگ تغییرات اجاره بها گوی سبقت را از تغییرات قیمت مسکن ربوده است. این مساله نشان می دهد که با فرض تعادل بازار در دوره های قبل، در دوره های اخیر به صورت ضمنی شاهد افزایش نرخ بهره منابع مالی می باشیم. چرا که تنها در این صورت است که می توان تعادل بلند مدت بازار در حال حاضر را نیز تایید نمود. افزایش

ضمنی نرخ بهره منابع مالی را می توان به کاهش منابع مالی در دسترس برای خانوارهای جوانی نسبت داد که ناچار به انتخاب مسکن اجاره ای برای تشکیل خانواده می باشند. با افزایش منابع مالی در دسترس انتظار می رود هزینه ضمنی منابع مالی کاهش یافته و همین مساله سبب تبدیل تقاضا به تقاضای موثر و در نتیجه افزایش قیمت مسکن گردد.

با این حال این افزایش قیمت به دلیل همزمانی با افزایش عرضه منابع مالی به کاهش تقاضای موثر منجر نمی شود. از طرف دیگر، با در نظر گرفتن عدم تغییر تقاضای موثر با افزایش قیمت، سیاست فوق حتی در صورت عدم اتخاذ سیاست های مکمل به دلیل افزایش سودآوری سرمایه گذاری در بخش مسکن به افزایش عرضه منجر خواهد شد. لازم به ذکر است کارایی سیاست فوق، حتی در کوتاه مدت، ارتباط مستقیمی با میزان موفقیت سیاست گذاری کلان در کنترل تورم خواهد داشت. چرا که کنترل تورم نه تنها با کاهش ریسک نقدینگی بانکها را در افزایش منابع مالی عرضه شده یاری می دهد، بلکه با کاهش نرخ بهره اسمی پیامدهای نامطلوب ناشی از افزایش این شاخص بر قیمت مسکن و همچنین تفاوت در دسترسی دهک های مختلف به منابع مالی به حداقل کاهش خواهد یافت. پس به نظر می رسد کاهش تورم که به عنوان شرطی لازم جهت افزایش بازدهی سیاست های کوتاه مدت و پیش نیاز اتخاذ سیاست های بلندمدت در گسترش سیستم تأمین مالی مسکن مطرح است، به اتخاذ سیاست های کلی تری نیازمند است. به بیان دیگر، میزان موفقیت برنامه بلندمدت گسترش بازار مالی مسکن فراتر از چارچوب اختیارات نظام بانکی بوده و نیازمند انجام پاره ای از اصلاحات کلی در سطح کلان اقتصاد است. لازم به ذکر است که به دلیل پیش بینی افزایش قیمت در نتیجه اجرای مراحل کوتاه مدت برنامه مقررات زدایی، توصیه می گردد این برنامه در زمانی غیر از زمان رونق اجرا گردد. علت آن است که تحریک بازار مسکن در زمانی که این بازار خود به خود در دوره رونق حضور دارد می تواند به هجوم بیشتر عوامل اقتصادی به این بازار و ایجاد ناپایداری منجر گردد.

۱۰-۳- ابعاد اجرای برنامه مقررات زدایی مالی در بلند مدت

- یادآوری می شود که سیاست های کوتاه مدت فوق دارای محدودیت هایی بوده و قادر به تأمین پایدار و مناسب منابع مالی لازم در بازار مسکن نخواهند بود. گسترش بازار ثانویه، به عنوان راه حلی مناسب برای گسترش پایدار بازار مالی و تأمین جریان مناسب و مطمئن منابع مالی به بخش مسکن مطرح است. باید توجه داشت که گسترش بازار ثانویه در بلند مدت نیازمند زمینه ها و مقدماتی است که باید مورد توجه قرار گیرد. مهیا نمودن شرایط برای تأسیس بازار ثانویه و خرید و فروش اوراق قرضه مختلف در آن، سبب می شود سپرده

گذارانی که قصد انجام سرمایه گذاری در مدتی کمتر از مدت لازم جهت سرمایه گذاری بلند مدت موسسات بانکی را دارند نیز قادر به تأمین بلند مدت منابع مورد نیاز بخش مسکن گردند. در این حالت بانک تعهد با زمان مشخصی برای باز پس دادن منابعی خواهد داشت که اوراق قرضه بلندمدت را بر اساس آنها منتشر نموده است. این مساله بانک را قادر می سازد تا به عرضه هر چه بیشتر وام بر اساس منابع مالی خود بپردازد. در حقیقت، این مساله به معنی افزایش ضریب تکاثر بوده و جریان منابع مالی به بازار مسکن را تسهیل می نماید. لازم به ذکر است وجود بازار ثانویه قوی و کارا به دلیل جذب بخش زیادی از منابع مالی بازار با وجود افزایش حجم نقدینگی، می تواند مانع افزایش تورم شده و به تسهیل اجرای سیاست های پولی منجر گردد. یک بازار ثانویه قوی و کارا می تواند به نوبه خود به عنوان جایگزین مهمی برای سرمایه گذاری مستقیم در خرید مسکن مطرح گشته و در نتیجه دامنه گسترش حباب های بخش مسکن را محدود نماید.

• اگر چه گسترش بازار ثانویه کارا فرایندی زمان بر بوده و به برنامه ریزی و همکاری همه جانبه دستگاه های مختلف نیازمند است، اما تاسیس بازار ثانویه می تواند با عرضه اوراق قرضه منتشر شده توسط دولت به این بازار - با شرط قابلیت انتقال به غیر و تعیین قیمت توسط فرایند بازار - آغاز شود. چگونگی گسترش بازار ثانویه در بخش های دیگر این مطالعه بررسی می شود.

• ذکر این نکته ضروری است که عدم اتخاذ سیاست های مناسب برای افزایش کشش عرضه، و به خصوص افزایش عرضه زیربنای مسکونی جهت احداث مسکن، سبب می شود منابع تزریق شده به بازار مسکن تنها موجب افزایش قیمت مسکن شده و عدم کارایی سیاست گسترش بازار مالی را نتیجه می دهد. پس در کلیه مراحل گسترش بازار مالی مسکن - کوتاه مدت یا بلند مدت - لازم است سیاست های منجر به تقویت بخش عرضه به صورت همزمان با گسترش بازار مالی مسکن دنبال گردد. افزایش عرضه زیربنای مسکونی برای ساخت واحد های مسکونی، نیاز به سیاست گذاری مشخص و دقیق و برآورد هزینه و بازده سناریوهای مختلف قابل اجرا و مقایسه آنها با یکدیگر خواهد داشت. افزایش عرضه واحد های مسکونی به وسیله گسترش شهرها به دلیل لزوم عرضه همزمان زیرساخت های لازم برای گسترش منطقه مسکونی، فرایندی هزینه بر برای شهرداری ها بوده و در نتیجه کشش زیربناهای عرضه شده از این شیوه محدود خواهد بود. اعمال سیاست های مورد نظر برای افزایش

کشش عرضه واحد های مسکونی، به وسیله عرضه یارانه به منابع مالی تخصیص یافته در جهت سیاست های اخذ شده ممکن خواهد بود. در این رابطه سیاست های پیشنهاد شده در جهت افزایش کشش زیربنای مسکونی لازم برای احداث واحدهای مسکونی به صورت جایگزین سیاست گسترش شهرها مطرح است. عرضه یارانه برای احداث واحد مسکونی در بافت های فرسوده - که به دلیل برخورداری از زیرساخت های شهری هزینه اضافی را بر سیاست گذار تحمیل نمی نماید به عنوان یکی از راه حل ها مهم به نظر می رسد. با این حال به دلیل محدودیت بافت های فرسوده لازم است سیاست های دیگری نیز به منظور گسترش کشش بخش عرضه دنبال شود. افزایش تراکم مناطق شهری به صورت اصولی از مهمترین سیاست های قابل پیگیری در این زمینه است. وضع مالیات بر واحد های مسکونی کم تراکم در مناطق جدید شهری با ساخت متراکم و همچنین زمینه سازی برای ایجاد ساخت متراکم در بافت های جدید شهری می تواند به افزایش تراکم مناطق شهری و در نتیجه استفاده بهینه از زیربنای احداث شده شهری منجر شود. عرضه تسهیلات ویژه برای احداث شهرک های اقماری نیز به عنوان راه حل موازی سوم قابل طرح می باشد. در کنار سیاست های اخذ شده برای افزایش کشش زیربنای مسکونی، سیاست گذاری بلند مدت برای گسترش بنگاه های بیمه و حمایت از بخش مسکن ضروری است. به خصوص آن که افزایش نااطمینانی و نوسانات قیمت مسکن پس از مقررات زدایی بازار مالی مسکن، در صورت عدم حضور سیاست های مناسب برای گسترش بیمه، می تواند در بلند مدت به کاهش بخش عرضه به دلیل ریسک گریزی عوامل اقتصادی منجر شود.

• علاوه بر سیاست های مکمل اخذ شده در بخش عرضه که در بلند مدت دارای تاثیر مهمی بر نتیجه برنامه توسعه بازار مالی مسکن در کشور است، موفقیت برنامه توسعه بازار مالی به صورت جدی تحت تاثیر برخی از سیاست های کلان اقتصادی در کشور نیز قرار دارد. کنترل تورم، به عنوان لازمه حفظ پایداری در اقتصاد و جلوگیری از اغتشاش در فضای اطلاعات به عنوان یکی از مهم ترین الزامات مطرح شده در این حیطه است. ناپایداری اقتصادی نه تنها ریسک های مختلفی را بر بازار مالی تحمیل می نماید، بلکه به واسطه افزایش ریسک محیط اقتصادی دارای آثار منفی قابل توجهی بر حجم فعالیت بازار حقیقی و مالی خواهد بود. اگرچه سیاست کنترل تورم به عنوان یک سیاست بلند مدت مطرح بوده و به عنوان لازمه توسعه بلندمدت بازار مالی مطرح است، اما نقش آن در افزایش بازدهی برنامه های اجرا شده در

کوتاه مدت نیز قابل انکار نیست. در این رابطه نقش بانک مرکزی بسیار مهم است زیرا در تدوین سیاست های پولی می بایست جایگاه تورم کالا و خدمات عمومی و همچنین تورم مسکن در تابع هدف بانک مرکزی و نحوه پاسخ سیاست پولی به تغییرات هر یک از دو شاخص ذکر شده در مرحله پس از اجرای برنامه مقررات زدایی لحاظ شود. بویژه در ابتدای اجرای برنامه مقررات زدایی به دلیل افزایش نوسانات و ناپایداری قیمت مسکن، توجه به نقش تغییرات قیمت مسکن در تدوین سیاست های پولی مناسب بانک مرکزی ضروری است. این مساله می تواند از ایجاد حباب های قیمتی در بازار مسکن جلوگیری نموده و از این طریق به افزایش پایداری در بازار منجر شود. در بلندمدت اتخاذ تمهیدات قانونی لازم برای اخذ استقلال بانک مرکزی از دستگاه سیاسی دولت و در نتیجه استقلال سیاست پولی از سیاست مالی دولت دارای اهمیت فراوانی است. استقلال بانک مرکزی به نوبه خود به عنوان یکی از عوامل مهم در کنترل تورم نقش تعیین کننده ای دارد. به علاوه، استقلال سیاسی بانک مرکزی، به عنوان سیاست گذار اصلی بدنه دستگاه بانکی در کشور، سبب می شود تا اصلاح ساختار بانک های دولتی و واگذاری سهام آنها در بلندمدت تا حد زیادی تسهیل گردد. همان گونه که پیشتر ذکر شد، واگذاری مالکیت بانک های دولتی در فرایند مقررات زدایی مالی به منظور تسهیل رقابت میان موسسات مالی در بلند مدت ضروری است.

- گسترش بازار مالی به نوبه خود نیازمند مقدماتی است که سبب ایجاد الزاماتی برای طی فرایند توسعه بازار مالی می گردد. پیش از شروع برنامه مقررات زدایی مالی، لازم است برنامه کلی تدوین و دستگاه های اجرا کننده آن - با کسب اختیارات لازم جهت اجرای برنامه - مشخص شوند. جهت اجتناب از ناهمخوانی میان سیاست های اجرا شده در طول برنامه مقررات زدایی، استقلال نهاد متولی اجرای برنامه از چرخه های سیاسی توصیه می گردد. تدوین برنامه کلی به معنای مشخص نمودن هدف اجرای برنامه و مراحل مختلف پیش بینی شده در آن است که به ایجاد شفافیت در فضای اطلاعاتی عوامل اقتصادی منجر می شود.

- به دلیل اهمیت فراوان بررسی ریسک در بازار مالی پس از اجرای مقررات زدایی، لازم است از یک طرف الزامات قانونی و استانداردهای مالی همچون الزامات کفایت سرمایه، بازبینی وام ها، رده بندی وام ها، و توسعه عملیات مدیریت ریسک تدوین شده و آموزش نیروی انسانی در این حیطه انجام پذیرد. متأسفانه در کشور ما فقدان دانش تئوریک و مهارت های لازم

برای تخمین ریسک بسیار بارز بوده و به نظر می رسد مهارت های لازم به این منظور به عنوان یک کالای عمومی در بازار مالی - که عرضه آن با مداخله سیاست گذار ممکن می گردد- مطرح است. به علاوه، تاسیس نهادهای لازم برای فعالیت کارای بازار مالی، از جمله موسسات رتبه بندی اعتبار، موسسات ممیزی و حسابرسی، موسسات بیمه رهنی در این مرحله ضرورت می یابد.

پژوهشگاه مطالعات اقتصادی و صنعتی شیرو

۴- توسعه ابزارهای رهنی در نظام تأمین مالی مسکن ایران

۴-۱- توسعه و بهبود طرح قرارداد سپرده مسکن

- از آن جا که طرح قرارداد سپرده با برقراری نوعی ارتباط میان سپرده گذاری و دریافت وام، می تواند به نوعی اعتبار مشتریان را ثبت کند و امکان انباشت ثروت را برایشان فراهم آورد، گسترش و اصلاح آن می تواند سبب توسعه تأمین مالی رهنی در ایران شود. بانک ها نیز می توانند وجوه بلندمدت تری را در اختیار داشته باشند که برای اعطای وام مسکن - که ذاتا بلندمدت است - مناسب تر است. به علاوه این طرح بطور نسبی دارای ریسک اعتباری کمتری است. باید توجه داشت که این نوع از ریسک در صورت آزادسازی و مقررات زدایی مالی اهمیت زیادی خواهد یافت. با این حال باید توجه داشت که این طرح ریسک نقدینگی بسیار بالایی دارد که خصوصا در شرایط تورمی تشدید می شود. بنابراین لازم است برای اصلاح این مساله در بلندمدت نسبت به کاهش تورم اقدام کرد و در کوتاه مدت با استفاده از راه حل هایی مانند اصلاح مفاد قرارداد، ریسک نقدینگی را کاهش داد. نکته مهم آن که حتی در بهترین شرایط نیز، طرح قرارداد سپرده به عنوان یک ابزار مکمل مورد استفاده قرار گرفته است و در پیشرفته ترین حالت نیز به سبب محدودیت منابع به تنهایی قادر به پاسخگویی همه نیازهای تأمین مالی مسکن نیست.
- طرح قرارداد سپرده در قانون بانکداری بدون ربا، به عنوان یکی از انواع سپرده طبقه بندی شده است که بانک ها می توانند در قبال سپرده گذاری، به سپرده گذار وعده اعطای وام بدهند. در این قانون اجرای طرح قرارداد سپرده تنها به بانک مسکن محدود نشده است و مقررات خاصی هم برای این ابزار در نظر گرفته نشده است. بانک مرکزی ایران این حق را دارد که پیشنهادیه های مربوط به طرح قرارداد سپرده را بپذیرد یا رد کند. با این وجود اجرای طرح قرارداد سپرده با مشکلاتی همراه بوده است که بیشتر آنها به ساختار قراردادها و شرایط اقتصاد کلان مانند محیط تورمی و نوسانات قیمت مسکن مربوط می شود. مطالعاتی که در مورد حساب های صندوق پس انداز مسکن بانک مسکن صورت گرفته است، در اولین مرحله با مشکل محاسبه و پیش بینی جریان های ورودی و خروجی مواجه بوده اند. این امر می تواند نشان دهنده عدم وجود و یا ضعف سیستم فعلی ثبت و گزارش گیری اطلاعات باشد. همچنین نتایج مطالعات نشان می دهد که در صورتی که بانک مسکن به روند فعلی ادامه دهد دچار مشکلات شدید نقدینگی می گردد. بانک مسکن در عمل راه حل هایی را برای

مواجهه با شکاف نقدینگی در پیش گرفته است. به عنوان مثال از خطوط اعتباری بانک مرکزی و تسهیلات بین بانکی کوتاه مدت برای پوشش شکاف نقدینگی استفاده کرده است.

بررسی قراردادهای فعلی بانک مسکن در طرح قرارداد سپرده نشان می دهد که انجام اصلاحاتی در مفاد قرارداد می تواند به بهبود مشکل جریان نقدی صندوق های پس انداز مسکن کمک کند. از آن جایی که در مورد طرح صندوق پس انداز مسکن، ضرایب وام به پس انداز بالا، دوره پس انداز کوتاه و دوره بازپرداخت وام نیز طولانی است، وضعیت نقدینگی این صندوق به حالت تعادل نرسیده و جریان های ورودی و خروجی برابر نمی شوند. بررسی جریان ورودی و خروجی طرح قرارداد سپرده نشان می دهد که مهم ترین عاملی که می تواند سبب کاهش ریسک نقدینگی صندوق پس انداز مسکن شود، کاهش ضریب برابری سپرده است. همچنین در صورتی که دوره انتظار در نظر گرفته شود، شکاف نقدینگی کاهش خواهد یافت. این موارد باعث می شوند که شکاف نقدینگی کاهش و وضعیت صندوق های پس انداز مسکن از نظر ریسک نقدینگی بهبود یابد.

- نتایج حاصل از تحلیل حساسیت جریان ورودی و خروجی صندوق پس انداز مسکن نسبت به بازدهی سرمایه در بازار مسکن بسیار قابل توجه است. جریان خروجی در مقابل حساسیت جریان ورودی صندوق بسیار بیشتر است، بدین صورت که افزایش یک درصدی نرخ بازدهی سرمایه در بازار مسکن حدود ۷/۶ درصد تقاضا برای وام مسکن را افزایش می دهد، در حالی که تنها ۱/۵ درصد ورودی برای بانک ایجاد می کند. درصدی از این افزایش تقاضا را می توان بر اساس افزایش نسبت سپرده گذاری که تا پایان دوره قرارداد صبر می کنند توضیح داد. در حال حاضر در حدود ۶۵ درصد از سپرده گذاران تا آخر دوره قرارداد پول خود را در بانک مسکن نگه می دارند و موفق به دریافت وام می شوند. افزایش نرخ بازدهی بازار مسکن می تواند این نسبت را افزایش دهد. این محاسبه نشان می دهد به ازای یک درصد افزایش در نرخ بازدهی بخش مسکن خالص ارزش ویژه بانک مسکن نزدیک به ۵ درصد کاهش می یابد. این تفاوت قابل توجه شکاف در خروجی و ورودی منابع صندوق را در طول زمان مواجهه با بحران شدید نقدینگی می سازد. محیط تورمی ایران باعث شده است که تغییرات نرخ بازده سرمایه و در نتیجه اثر آن بر شکاف نقدینگی بانک مسکن زیاد باشد. این وضعیت بدان معناست که سیاست های انبساطی مالی و پولی که منتج به تورم و در نهایت افزایش نرخ بازدهی بخش مسکن می شوند، حتی با ثابت ماندن سایر عوامل، خالص ارزش ویژه بانک مسکن را کاهش می دهد. بنابراین مجموعه عوامل تغییرات نرخ بازدهی مسکن و

تقریباً ثابت بودن نرخ سود سپرده و وام، از عوامل مهم در توضیح مشکل جریان نقدی بانک مسکن هستند.

- تجربه کشورهایی که در این زمینه موفق بوده‌اند نشان داده است که ترکیب وام حاصل از طرح قرارداد سپرده و وام‌های رهنی می‌تواند مشکل تأمین مالی برای یک واحد مسکن را حل کند. با این حال باید توجه داشت که قوانین فعلی ایران چنین امکانی را فراهم نمی‌کند، زیرا در صورتی که روی یک خانه از وام خرید مسکن استفاده شده باشد، نمی‌توان وام جدیدی برای آن دریافت کرد.

بر اساس بررسی صورت گرفته بر رفتار پس انداز دهک های درآمدی ایران در صورتی که وامی با نسبت LTV در حدود ۲۵ درصد ارایه شود، دو دهک اول درآمدی قادر به بازپرداخت این وام خواهند بود. این در حالی است که نسبت LTV کنونی بانک مسکن با سقف وام ۱۸۰ میلیون ریال در حدود ۱۳ درصد و با سقف ۳۰۰ میلیون ریال در حدود ۲۰ درصد است.^۳ بنابراین اگر بسته ترکیبی به صورت باشد که وام حاصل از طرح قرارداد سپرده تا ۲۵ درصد و وام رهنی تا ۵۰ درصد مبلغ خانه را پوشش دهد و مابقی به صورت پیش پرداخت توسط مشتری پرداخت می‌شود، دسترسی خانوارها به سطح مناسبی می‌رسد. در این حالت بیشتر خانوارهای تا دهک دوم با توجه به توان بازپرداخت خود و تنها از طرح قرارداد سپرده استفاده می‌کنند. از دهک دوم به بعد با توجه به توان بازپرداخت خود می‌توانند از وام رهنی ارایه شده در کنار وام صندوق پس انداز استفاده کنند. در صورتی که نسبت LTV این وام هم به تنهایی تا ۲۵ درصد تعریف شود، خانوارهای تا دهک هفتم نیز قادر به بازپرداخت این وام ترکیبی خواهند بود. در چنین وضعیتی طرح قرارداد سپرده نقش مکمل وام رهنی را دارد. بنابراین با پیشرفت سیستم تأمین مالی، این نهاد می‌تواند همچنان به کارکرد خود به عنوان ارایه خدمت به خانوارهای با درآمد کم و متوسط ادامه دهد. با این حال توان پرداخت خانوار باید به دقت مورد بررسی قرار گیرد تا ریسک نکول برای موسسه وام‌دهنده افزایش نشود. این موضوع لزوم فعالیت موسسه اعتبارسنجی را روشن می‌سازد.

- برای بهبود مدیریت اجرای طرح قرارداد سپرده می‌توان توصیه های زیر را در نظر گرفت:
- طرح خرید خانه اول: خریدارانی که برای بار اول اقدام به خرید خانه می‌کنند، بتوانند تا مبلغ مشخصی از طرح پس‌انداز بازنشستگی خود استفاده کنند، تا امکان پرداخت پیش پرداخت اولین خانه را داشته باشند. این وجه باید طی دوره زمانی مشخصی (مثلاً ۱۵

^۳ این نسبت ها بر مبنای قیمت یک خانه ۷۵ متری در تهران در پاییز ۱۳۸۷ محاسبه شده اند.

- سال) به صندوق بازنشستگی مربوطه بازپرداخت شود. اجرای این طرح می تواند پس از اصلاحاتی در سازمان بازنشستگی کشوری و سازمان تأمین اجتماعی انجام شود.
- در صورت برقراری دوره انتظار، خانوارها بتوانند پس از مدتی پس انداز، مثلاً ۱۸ ماه و اثبات توان پرداخت اقساط به صورت منظم، پیش از دریافت وام اصلی، نسبت به دریافت وام رهنی با نرخ پایین تر از بازار اقدام کنند و بتوانند پس اندازهای جمع آوری شده را برای اهداف دیگر خرج کنند.
- می توان وام اعطایی مسکن را بگونه ای طراحی کرد که هر چند سال یک بار، مثلاً هر سه سال یا هر پنج سال نرخ بازپرداخت را تعدیل کرد.
- نقش دولت در گسترش طرح قرارداد سپرده را می توان به دو دسته عمده تقسیم کرد:

۱. تاکید بر قوانین شامل:

معرفی نهادهای ناظر به منظور تضمین دوام فعالیت نهادهای فعال، ادغام طرح قرارداد سپرده در سیستم تأمین مالی، تعیین قوانینی درباره الزامات نقدینگی و ذخایر قانونی، نظارت منظم بانک مرکزی، قوانین نظارتی مربوط به اعطای اعتبار و دوره انتظار، حمایت از طرح به وسیله یارانه های پرداختی به پس اندازها و معافیت های مالیاتی، محدود کردن حداکثر مبلغ پس انداز مشمول یارانه

۲. لازم است نهادهای نظارتی بر موارد زیر نظارت دایم داشته باشند:

تعیین مقررات بر: صدور مجوز فعالیت، وضعیت نقدینگی موسسات، نرخ بهره سپرده و وام، ترتیب ادعای سپرده گذاران نسبت به وام در صورت وجود دوره انتظار، انتقال و فسخ قراردادها، نظارت و تعیین مقررات بر مواردی چون: دوره انتظار، ترکیب وجوه تخصیص داده شده، فعالیت های تأمین مالی موسسات، محاسبه ارزش دارایی های وثیقه گذاشته شده، فرآیند اداره بازپرداخت وام ها

۲-۴- توسعه بازار رهنی مبتنی بر اوراق قرضه رهنی

• اوراق بهادار رهنی به عنوان ابزاری توانمند امکان دستیابی به وجوه و تخصیص بهتر ریسک را فراهم می آورد. با این حال علیرغم نیاز تأمین مالی مسکن به بازارهای سرمایه، موانع زیادی برای توسعه اوراق بهادار رهنی در اقتصاد ایران وجود دارد. عواملی مانند چارچوب قانونی و آزاد سازی بخش مالی و بازار اولیه رهنی پیشرفته در موفقیت این بازارها بسیار موثر هستند.

• به منظور توسعه بازار رهنی ایران ایجاد بانکهای رهنی تخصصی در بلندمدت ضروری است. در یک مرحله گذار می توان از بانکهای منتخب موجود به عنوان نهادهای رهنی جهت انتشار اوراق بهادار رهنی استفاده نمود. در حوزه تأمین مالی مسکن، دو راه برای فراهم کردن وجوه از طریق بازار سرمایه وجود دارد: انتشار اوراق قرضه رهنی و یا اوراق بهادار مبتنی بر وام رهنی^۴. در مقایسه این دو روش باید گفت که انتشار اوراق قرضه رهنی، عملیات داخل ترازنامه ای، و انتشار اوراق بهادار مبتنی بر وام رهنی، عملیات خارج ترازنامه ای محسوب می شود و بر مبنای تفاوت حقوقی دارایی و بدهی پایه گذاری شده است. انتشار اوراق بهادار مبتنی بر وام رهنی در بخش بعد مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

کلیه بانکهای تجاری می توانند در فعالیتهای رهنی شرکت داشته باشند، با این حال لازم است که بانکهای تخصصی که عمده فعالیتشان در حیطه مسکن است نیز در بازار وجود داشته باشند. تجربه سایر کشورها نشان می دهد که فعالیت بانکهای تجاری در مقایسه با بانکهای رهنی تخصصی، برای انتشار اوراق قرضه رهنی کاراتر است. استفاده از اوراق قرضه رهنی سبب می شود بانکهای تجاری بتوانند به منبع جدیدی برای تأمین وجه وامهای رهنی بلندمدت دست پیدا کنند. بانکهای تجاری می توانند ابزارهای متنوع تر و شیوههای مختلف بازپرداخت را به مشتریان پیشنهاد بدهند. و از مزیتهای متنوع سازی بهره ببرند. به علاوه می توانند از تواناییهای مدیریت ریسک و فروش محصولات ترکیبی به مشتریان نیز استفاده کنند. برای توسعه بازار رهنی در ایران می توان از فعالیت بانکهای تجاری در انتشار اوراق قرضه رهنی آغاز نمود و پس از انجام مقررات زدایی به ویژه رقابتی شدن فعالیت بانکداری در ایران و توسعه بخش خصوصی، ایجاد بانکهای رهنی تخصصی می تواند نظام تأمین مالی مسکن را توسعه بخشد.

^۴ Mortgage Backed Securities

- باید توجه داشت انتشار اوراق قرضه رهنی نباید به نهادهای دولتی و یا نهادهای تحت حمایت دولت محدود شود. تجربه چنین انحصاری در بسیاری از کشورها نشان داده است که در چنین حالتی دخالت دولت و کژمنشی در این موسسات خیلی بیشتر از موسسات مالی خصوصی خواهد بود. در هر صورت فعالیت نهادهای دولتی نباید مانع ورود بخش خصوصی به حوزه تأمین مالی رهنی شود.

- نهادهای رهنی، مانند بانک رهنی، به وسیله اوراق قرضه رهنی که در بازارهای سرمایه داد و ستد می‌شود و همچنین فروش اوراق قرضه به سرمایه‌گذاران نهادی (مانند صندوق‌های بازنشستگی و شرکت‌های بیمه) تأمین مالی می‌کنند. این نهادها برای تأمین وجوه از اوراق رهنی به عنوان مکمل یا جایگزین سپرده‌های مردم استفاده می‌کنند. اوراق قرضه رهنی در ترازنامه نهاد منتشرکننده باقی می‌ماند و درجه اعتبار آنها به ارزش اعتباری نهاد وام‌دهنده وابسته است. مشتریان بانک به وسیله وثیقه ای که در اختیار بانک می‌گذارند، بازپرداخت این اوراق قرضه را تضمین می‌کنند. هدف بانک از انتشار اوراق قرضه تأمین وجه برای مشتریان است، بنابراین همزمان با انتشار، لازم است اوراق قرضه به فروش برسد تا نقدینگی لازم برای بانک تأمین شود. معمولاً این اوراق در بازار اوراق رهنی و سهام به قیمت بازار مبادله می‌شوند و لزومی ندارد که بانک منتشرکننده قیمت خاصی را برای این اوراق تضمین کند.

- معمولاً اوراق قرضه توسط بانک‌های رهنی تخصصی و یا بانک‌های تجاری منتشر و به وسیله قانون تنظیم می‌شوند. انتشار اوراق قرضه رهنی با اعمال دقیق تنظیمات شدید بازار اتفاق می‌افتد و مقررات نظارتی و حقوقی خاصی را لازم دارد. از آن جایی که اوراق قرضه رهنی نشان‌گر ادعای تضمین شده در مقابل منتشرکننده است، درجه امنیت بالایی دارند. به‌علاوه محدودیت‌هایی بر نسبت وام به ارزش رهنی می‌بایست وضع و تکنیک‌های ارزش‌گذاری نیز تعریف و اجرا شوند. در این راستا الزامات انتشار اوراق قرضه رهنی چون الزامات نهاد منتشرکننده، و الزامات نهادهای پشتیبان و نظارتی باید مورد توجه قرار گیرد.

- برای آن که عملیات گسترده بانک‌های تخصصی مسکن اثر منفی بر قیمت مسکن نگذارد، لازم است کنترلی بر وام‌های خرید و وام‌های ساخت صورت بگیرد. پیشنهاد آن است که بانک‌های تخصصی بیشتر فعالیت خود را در مورد خانه‌هایی متمرکز کنند که یا توسط خود بانک ساخته شده است و یا به خانه‌هایی که از طریق مشارکت میان شرکت‌های ساختمان سازی و بانک تخصصی ایجاد شده‌اند، تعلق گیرد. درصدی نیز به صورت آزاد در اختیار

متقاضیان قرار گیرد. این نسبت‌ها می‌تواند در شهرهای بزرگ و کوچک متفاوت باشد، زیرا در شهرهای کوچک امکان کمتری برای خانه سازی انبوه وجود دارد. همچنین در مورد سررسید وام‌ها، می‌توان در سال‌های اول معرفی وام‌های بلندمدت از وام‌های ۱۰ ساله استفاده کرد. با افزایش تجربه بانک‌ها و نیز توانایی آنها در مدیریت ریسک و نیز افزایش ثبات اقتصادی و گذر از مراحل اولیه آزادسازی، مشکلی برای افزایش سررسید وام‌ها وجود نخواهد داشت و می‌توان وام‌های ۲۵ و ۳۰ ساله را نیز معرفی کرد.

لازم است نرخ سود اوراق به گونه ای تعیین شود که آحاد اقتصادی حاضر به مبادله آن در بازاری که به این منظور قانون مندی شده است (بازار بورس و اوراق بهادار) را دارا باشند. تضمین بانک‌ها در بازپرداخت اصل، سود علی الحساب و سود قطعی طرح بسیار موثر است. به علاوه بازخرید فوری و آسان اوراق توسط نظام بانکی نقش زیادی در استقبال مردم از خرید اوراق دارد. جاذبه بازار اوراق قرضه رهنی تا اندازه ای به ساختار سرمایه‌گذاران بستگی دارد. سرمایه‌گذاران سازمانی مانند صندوق‌های بازنشستگی، صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری و شرکت‌های بیمه می‌توانند سهم بزرگی از سرمایه‌گذاران را تشکیل دهند

مدیریت ریسک از عوامل اساسی بازار رهنی است. چارچوب قانونی و مقرراتی قابل پیش بینی و با ثبات، در مدیریت ریسک بسیار مهم است. با این حال لازم است موسسات 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. نهاد رهنی باید وجه لازم برای وام را توسط فروش اوراق قرضه و متناسب با وام انجام می‌دهد. این تناسب در ابعاد دوره، طبقه بندی و زمان انتشار باید رعایت شود. تعریف دقیق نرخ و زمان سررسید در اوراق قرضه رهنی، سبب کاهش ریسک نرخ بهره و ریسک نقدینگی می‌شود. در این اوراق نرخ بهره وام‌های منتشر شده، از نرخ پرداخت شده به اوراق قرضه منتشر شده بیشتر است.

۳-۴- توسعه بازار ثانویه رهنی

بازار ثانویه رکن اصلی توسعه و گسترش بازار تأمین مالی مسکن به شمار می‌رود. اهمیت و نقش بازار ثانویه در افزایش عمق مالی بازار تأمین مالی مسکن و فراهم ساختن منابع مالی وسیع و ارزان قیمت است. بازار ثانویه سبب افزایش کارایی و دسترسی به منابع مالی و اعتباری می‌گردد. این موضوع تا اندازه‌ای از قابلیت بالای این بازارها در مدیریت ریسک

ناشی می‌شود. بازار اولیه تأمین مالی مسکن به لحاظ ظرفیت و فرصت‌های رشد و گسترش با محدودیت‌های متعددی روبه روست. می‌توان ادعا نمود که بدون تشکیل بازار ثانویه، سیستم تأمین مالی مسکن توانایی پاسخگویی به تقاضای رو به رشد و گسترده منابع مالی ساخت و خرید مسکن را نخواهد داشت. بر اساس یافته‌های تجربی، وجود یک بازار ثانویه فعال موجب افزایش نرخ صدور قراردادهای رهنی و تولید وام‌های رهنی می‌گردد. با وجود ساختار جمعیتی جوان و دوره‌های افزایش شدید قیمت مسکن، عدم دسترسی خانوارهای ایرانی به ویژه اقشار با درآمد کم و متوسط در سال‌های آتی تشدید خواهد شد. با توجه به تبعات منفی اقتصادی و اجتماعی چنین بحرانی، انجام اقدامات لازم برای جلوگیری از آن ضروری به نظر می‌رسد. متأسفانه سیستم تأمین مالی مسکن در ایران به لحاظ حجم منابع، تخصیص آنها، مقررات و قوانین، نهادها و ابزارها دارای کاستی‌های فراوانی است. مجموعه عوامل اخیر سبب کارایی پایین سیستم تأمین مالی مسکن شده است. تشکیل بازار ثانویه با هدف رشد و گسترش منابع مالی و همچنین کاهش هزینه دسترسی به آن، در حل مشکلات سیستم تأمین مالی مسکن ایران نقش مهمی را ایفا می‌کند. علاوه بر این، منابع مالی جمع‌آوری شده از سرمایه‌گذاران بازار ثانویه رهنی دارای ماهیت بلند مدت بوده و لذا بر الزامات بلند مدت وام رهنی منطبق است. بدیهی است دستیابی به اهداف مذکور منوط به موفقیت بازار ثانویه است.

- توسعه صحیح و موثر بازار ثانویه بدون وجود بازار اولیه دارای توانایی تولید حجم کافی از وام‌های رهنی با کیفیت و منطبق بر خواسته‌های سرمایه‌گذاران امکان‌پذیر نیست. توفیق بازار ثانویه علاوه بر عملکرد دقیق و حساب شده در مراحل طراحی و اجرای نهادها، ابزارها و قوانین، نیازمند دسته‌ای از پیش شرط‌های تحقق یافته در بازار اولیه است. ثبات محیط اقتصاد کلان، توسعه یافتگی محیط قانونی، ساختار بازار رقابتی، استانداردسازی ابزارهای رهنی، روش‌های صحیح ایجاد قراردادهای رهنی، مهارت در بازاریابی ثانویه، شیوه‌های خدمات رسانی مطلوب، اجرای بهتر مدیریت ریسک، رشد و توسعه سرمایه‌گذاران نهادی از الزامات توسعه بازار ثانویه بشمار می‌آیند.

- بدیهی است انتخاب مدل مناسب برای بازار ثانویه سیستم تأمین مالی مسکن باید با در نظر گرفتن شرایط و ملاحظات کشور ایران و همچنین میزان موفقیت کشورهای مورد مطالعه صورت پذیرد. کشور ایران در یک نگاه کلی دارای خصوصیات زیر است.

- توسعه‌یافتگی اندک نهادها و موسسات مالی حتی پس از انجام آزادسازی و مقررات‌زدایی

مالی

- وجود قیود شرعی که می‌بایست در طراحی ابزارهای رهنی مورد توجه قرار گیرد.

- نیاز فراوان و جدی به توسعه سیستم تأمین مالی مسکن با توجه به ساختار جمعیتی جوان گروه مشاور در طول فرآیند مطالعه و تحقیق خود در خصوص سیستم‌های تأمین مالی مسکن در کشورهای مختلف با در نظر گرفتن شرایط فوق، تجربه مالزی را به عنوان موردی مناسب ارزیابی می‌نماید. مالزی به عنوان یکی از موفق‌ترین موارد در بین کشورهای در حال توسعه شناخته شده است. تجربه موفقیت آمیز مالزی در توسعه سیستم تأمین مالی مسکن به عنوان یک کشور اسلامی و به ویژه توسعه یافتگی بسیار اندک نهادهای مالی و سیستم بانکی این کشور قبل از شروع فرآیند توسعه می‌تواند در توسعه نظام تأمین مالی مسکن ایران مورد توجه قرار گیرد. الگوی توسعه سیستم تأمین مالی مسکن کشور مالزی در گزارش اول تحقیق حاضر به طور کامل تشریح شده است.

• حضور دولت و نهادهایی مانند بانک مرکزی به عنوان ناظر سیستم تأمین مالی مسکن اجتناب ناپذیر است. علاوه بر این، تأمین سرپناه برای اقشار کم درآمد و گروه‌های فقیر جامعه از طریق اعطای یارانه که اصولاً در چارچوب فعالیت مبتنی بر حداکثر سازی سود بخش خصوصی تعریف نشده است، از وظایف دولت محسوب می‌گردد. بدیهی است با کاهش فعالیت دولت در تأمین مالی مسکن اقشار دارای درآمد متوسط و بالا، امکان تمرکز بر گروه‌های کم درآمد افزایش چشمگیری خواهد یافت. البته گسترش سیستم تأمین مالی مسکن و توسعه بازار ثانویه، از طریق افزایش حجم اعتبارات و کاهش هزینه بهره‌مندی از آنها برای گروه‌های کم درآمد نیز سودمند خواهد بود. لذا لازم است تا دولت چهار محور زیر را مد نظر قرار دهد.

۱. واگذاری عملیات تأمین مالی مسکن گروه‌های بهره‌مند از درآمد متوسط و بالا به

بازار تأمین مالی مسکن و کاهش فعالیت به حداقل ممکن

۲. تمرکز بر فراهم‌سازی سرپناه برای اقشار فقیر با استفاده از اعطای یارانه و

پرداخت‌های انتقالی حساب شده بدون تحمیل بار مالی سنگین بر بودجه دولت،

به طوری که اهداف ناظر بر کاهش تورم و ایجاد ثبات اقتصادی مورد تهدید قرار

نگیرد.

۳. مطالعه و امکان سنجی توسعه بازار ثانویه و مشارکت در طراحی نهادها و

ابزارهای مورد نیاز

۴. قانون گذاری، نظارت و ارائه تضمین ها و حمایت های لازم از نهادهای مالی و

سرمایه گذاری نوپای بخش خصوصی در نظام تامین مالی مسکن

• یکی از اجزای بازار ثانویه رهنی، نهاد واسطه ای رهنی است. این نهاد با خرید وام ها و اوراق بهادار رهنی و انتشار اوراق بهادار مبتنی بر بسته های رهنی خریداری شده و اتکا به اعتبار خویش، به عنوان پل ارتباطی سرمایه گذاران نهادی و بازار اولیه رهنی عمل می نماید. موفقیت نهاد واسطه ای تابعی از توان کارشناسی و اجرایی و همچنین اعتماد و اقبال نهادهای مالی نسبت به آن است. با توجه به موارد اخیر، مشارکت فعال بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران کاملاً مفید و ضروری است. الگوهای مختلفی از میزان تسهیم دولت و بانک مرکزی در ساختار نهاد واسطه ای بازار رهن در کشورهای مختلف قابل مشاهده است. سهم دولت در مالکیت نهاد واسطه ای از صفر تا صد در صد متغیر است. در برخی کشورها بانک مرکزی تمام یا بخش عمده سهام نهاد واسطه را در اختیار دارد و در برخی دیگر، سهم بانک مرکزی صرفاً به منظور کسب توان اعمال نظارت و کنترل به میزانی اندک محدود است. با توجه به نقش خطیر دولت و بانک مرکزی در نبود بخش مالی خصوصی قوی و کارآمد در ایران، الگوی مشارکت کمینه این دو نهاد مناسب به نظر نمی رسد. لیکن مشارکت گسترده تر دولت در عملیات بنگاه واسطه ای بازار ثانویه باید صرفاً در راستای نظارت بر عملکرد و ارائه تضمین های مورد نیاز بوده و از ایجاد ساختار رانتی و ناکارآمد اجتناب گردد. اعطای آزادی عمل بیشتر به نهاد واسطه ای دولتی-خصوصی بازار رهن برای تسریع رشد حجم عملیات و توسعه شرکت لازم به نظر می رسد. از این جمله می توان به موارد زیر اشاره نمود. الزامات کفایت سرمایه با محدودکنندگی کمتر، الزامات رده بندی و مدیریت ریسک کمتر به دلیل ماهیت کم ریسک بودن فعالیت این نهاد در مقایسه با سایر نهادهای مالی، و معافیت از پرداخت وام های اجباری و اعتبارات دستوری اشاره نمود.

• توسعه نهاد واسطه بازار رهن در ایران باید با دقت فراوان و ملاحظات دقیق مدیریت ریسک انجام

گیرد. در مراحل ابتدایی فعالیت این بنگاه، نبود شناخت کافی از بنگاه های بازار اولیه، استفاده از خریدهای تضمینی و انجام اقدامات احتیاطی را اجتناب ناپذیر می نماید. عدم اعتماد بخش مالی اقتصاد به نهاد نوپای واسطه بازار رهن در کنار مشکل اخیر به رشد اندک حجم

اعتبارات و خرید وام دامن می‌زند. لیکن باید توجه نمود که فعالیت موفق این نهاد در بلند مدت نباید فدای اهداف کوتاه مدتی مانند تسریع رشد خرید وام‌های رهنی و انتشار اوراق قرضه رهنی گردد. در واقع، رشد آهسته حجم اعتبارات و حرکت آهسته بازار ثانویه با فراهم ساختن زمینه‌های یادگیری مدیریت ریسک و مرتفع شدن مشکلات ناشی از اطلاعات نامتقارن مقدمه‌ای برای رشد بیشتر و گسترش بازار ثانویه در مراحل بعدی محسوب می‌شود. به طور کلی می‌توان مراحل مختلف رشد و توسعه بنگاه واسطه رهنی ایران را به صورت زیر عنوان نمود.

- ✓ مرحله آغاز: خرید وام‌های تضمین شده و فروش اوراق قرضه منتشر شده بر روی این بسته‌های رهنی
- ✓ مرحله رشد و توسعه: خرید وام‌های تضمین نشده علاوه بر وام‌های تضمین شده و انتشار اوراق رهنی
- ✓ مرحله متنوع سازی و توسعه حجم عملیات: خرید انواع دیگری از وام علاوه بر وام‌های مسکن و وارد نمودن آنها در بسته‌های وام در کنار وام‌های رهنی در نظام-های متعارف تامین مالی مسکن، فعالیت نهاد واسطه بازار رهن در قالب دو مورد اصلی زیر قابل بیان است.
- ✓ خرید وام رهنی از منتشرکنندگان فعال در بازار اولیه
- ✓ ایجاد بسته‌های رهنی و فروش اوراق بهادار رهنی به سرمایه‌گذاران نهادی و بلندمدت

۵- وام‌های رهنی و ابزارهای تعدیل نرخ سود در شرایط تورمی ایران

- در دهه ۷۰ و ۸۰ میلادی بسیاری از کشورهای در حال توسعه از قراردادهای با نرخ ثابت بلندمدت به عنوان ابزار اصلی نهادهای مالی فعال در بخش مسکن استفاده کردند. افزایش و تغییرات زیاد تورم در دهه ۷۰ استفاده از این ابزار را در هر دو گروه کشورهای در حال توسعه و توسعه یافته با تردید مواجه کرد. از معمول ترین انواع وام رهنی در شرایط تورمی می توان به وام رهنی با شاخص دوگانه اشاره کرد. این ابزار به این منظور طراحی شده است که حتی به صورت محدود مشکل همراهی نکردن دستمزد و قیمت ها را بر طرف کند. مانده وام رهنی بر مبنای یک شاخص قیمت و اقساط بر مبنای یک شاخص دستمزد افزایش می یابند. کسری اقساط به اصل وام افزوده می شود. مطالعات نشان می دهد که در بازارهایی که تورم طولانی مدت و دستمزد های ثابت یا کاهنده وجود دارد، حتی وام رهنی با شاخص دوگانه هم با محدودیت هایی مواجه است و ممکن است استفاده از آن با شکست مواجه شود. نتایج حاکی از آن است که هیچ ابزار تعدیل نرخ سود در شرایط تورمی پایدار نمی تواند در بلندمدت موفق باشد و راه حل نهایی ایجاد اقتصاد کلان باثبات و کاهش تورم است.
- نتایج نشان می دهد که در سال های اولیه معرفی وام های رهنی، سررسیدها نباید بسیار طولانی مدت و نسبت LTV نیز نباید خیلی زیاد باشد، مثلاً وام ده ساله با نسبت LTV در حدود ۵۰٪ می تواند پیشنهاد مناسبی باشد. مطالعات صورت گرفته در سایر کشورها نشان می دهد که با گسترش سیستم تأمین مالی و افزایش ثبات اقتصاد کلان و کاهش تورم، سررسید و نسبت LTV وام ها افزایش یافته است. با توجه به نتایج مطالعات نظری و تجربی و همچنین وضعیت اقتصاد ایران، پیشنهاد های زیر در مورد استفاده از ابزارهای مختلف وام دهی رهنی در شرایط تورمی ایران برای یک دوره گذار تا تحقق ثبات کامل اقتصاد ایران می تواند ارائه شود:

الف- برای وام های با سررسید کوتاه مدت و یا LTV پایین روش وام رهنی با نرخ ثابت FRM پیشنهاد می شود.

ب- در مورد وام های بلند مدت با توجه به نوع وام (وام خرید یا ساخت و همچنین گروه های درآمدی مختلف) تحت نظارت نظام تأمین مالی مسکن ارزش اقساط وام و ارزش مانده اصل در دوره زمانی مشخص مورد بازنگری قرار گیرد. مطابق با تحولات ایجاد ثبات در محیط اقتصاد کلان به ویژه کنترل تورم و افزایش تدریجی دستمزدهای

اسمی می توان در یک مرحله گذار از روش های وام رهنی شاخص شده با دستمزد استفاده نمود. بدین ترتیب که در مقاطع زمانی تعیین شده ارزش مانده اصل وام معادل رشد درآمدی خانوارها (که می تواند برای خانوارهای مختلف متفاوت باشد) حداکثر تا سطح نرخ تورم، افزایش و سپس بر اساس سررسید وام مجدداً قسط بندی شود. این روش اگر چه تمامی آثار شرایط تورمی بر کاهش منابع وام دهندگان را پوشش نمی دهد، ولی می تواند به همراه سیاست های کنترل تورم بخشی از زیان حاصله را جبران نماید.

روش های دیگر مطرح شده در ادبیات مانند ابزار شاخص های چندگانه به جهت عدم اطمینان به اجرای سیاست های کنترل تورم در اقتصاد ایران توصیه نمی گردد، زیرا ممکن است در طی زمان با افزایش تورم و عدم شاخص بندی کلی دستمزدها، وام گیرندگان توان بازپرداخت وام را از دست بدهند و مساله ریسک اعتباری به شدت افزایش پیدا کند.

ج) علیرغم اجرای توصیه بند ب و در صورت فزاینده بودن روند تورم و کاهش دایمی ارزش حقیقی اقساط، زیان حاصله تا حد امکان از طریق یارانه دولت جبران گردد. طبیعی است که اجرای این سیاست فقط در یک مرحله گذر تا کنترل نرخ تورم و کاهش آن به سطوح پایین و باثبات امکان پذیر است.

۶- انطباق ابزارهای توسعه رهنی بر توانایی خرید مسکن به تفکیک دهک ها

- گرچه گسترش سیستم‌های تأمین مالی مسکن سبب افزایش دسترسی خانوارها به مسکن می‌شود، با این حال با توجه به وجود سطوح درآمدی پایین و نیازمندی اولیه بازار به حمایت، همچنان بحث‌های گسترده‌ای پیرامون لزوم سرمایه گذاری بیشتر دولت و نیز افزایش حمایت دولت از عده‌ای وجود دارد. در این رابطه دخالت دولت در مواردی مانند رفع کاستی های بازار مسکن و فراهم کردن اعتبار با نرخ بهره کم برای خانوارهای فقیر می تواند مطرح باشد. به هر حال باید توجه داشت اقدامات نادرست دولت در این زمینه می‌تواند منجر به ایجاد قوانین نهادی غیرکارا گردد.

تأمین مالی مسکن از اجزا اصلی سیستم مسکن است. از آن جایی که مسکن استاندارد به نسبت درآمد خانوار و منابع سرمایه گذاران گران است، فقدان سیستم تأمین مالی کارایی مسکن مانع حضور خانوارهای با درآمد کم و متوسط در بازارهای مسکن می شود. در حال حاضر نسبت میانگین قیمت مسکن متوسط در بازار آزاد به میانگین درآمد سالانه خانوار که بیانگر شاخص دسترسی به مسکن است در ایران از ۱۲ گذشته است.^۵ یعنی به طور متوسط یک خانوار ایرانی باید کل درآمد ۱۲ سال خود را پس انداز کند تا بتواند یک مسکن متوسط را خریداری کند. در دسترس بودن تأمین مالی بلندمدت برای مسکن در طول زمان بسیار مهم است.

- به منظور ارزیابی نسبت وام به ارزش در صورت توسعه ابزارهای رهنی، لازم بود توان بازپرداخت خانوارهای ایرانی مورد بررسی قرار گیرد. مبنای این ارزیابی بر نتایج مطالعه پس انداز و تأمین مالی مسکن پایه گذاری شده است.^۶ در این مطالعه بر مبنای اطلاعات هزینه - درآمد خانوار (۱۳۸۵) نرخ پس انداز در دهک های هزینه ای به تفکیک خانوارهای مالک و غیر مالک واحد مسکونی محاسبه شده است. در هر دو گروه رابطه نرخ پس انداز و درآمد U شکل بوده و نرخ پس انداز مالکین از غیرمالکین بیشتر است (به جز دهک دهم).^۷ به منظور تعیین عوامل موثر بر نرخ پس انداز دهک های درآمدی از یک مدل رگرسیونی استفاده شده است.^۸ با استفاده از مدل مزبور و انجام شبیه سازی های مختلف بر گروه غیر مالکین، اثر

^۵ این شاخص به طور متوسط در آسیا معادل ۸.۴، در آفریقا ۶.۹ و در کشورهای صنعتی ۴.۳ است. در حالی که در شرایط استاندارد شاخص هزینه دسترسی به مسکن نباید از ۵ بیشتر باشد.

^۶ پس انداز و تأمین مالی مسکن. داوود سوری. مطالعه توزیع یارانه های مسکن. ۱۳۸۸

^۷ در این مدل نرخ پس انداز به عنوان متغیر وابسته و لگاریتم درآمد سرانه، (برآورد) اجاره محل سکونت غیر مالکین (مالکین)، سطح و مجذور سن سرپرست خانوار، وضعیت فعالیت سرپرست خانوار، تحصیلات سرپرست خانوار و جنسیت سرپرست خانوار به عنوان متغیرهای مستقل در مدل وارد شده اند.

شرایط مختلف اقتصادی بر نرخ پس انداز و توان بازپرداخت اقساط توسط خانوارها، با فروض زیر مورد مطالعه قرار گرفت:

۱. خانوارها حداکثر ۷۵ درصد از پس انداز خود را صرف خرید مسکن می کنند.
۲. هزینه خرید مسکن معادل هزینه یک واحد ۷۵ متری در مرکز استان محل زندگی خانوار است.
۳. اقساط ماهانه قابل بازپرداخت خانوار از جمع پس انداز ماهیانه و هزینه ماهانه اجاره به دست می آید.
۴. میزان وامی که خانوار توانایی بازپرداخت آن را در دوره سررسید مشخص و با نرخ سود مشخص دارد، به صورت زیر محاسبه می شود:

$$Loan = Payment * \left[r + \frac{r}{(1+r)^{months} - 1} \right]^{-1}$$

خلاصه نتایج شبیه سازی های مدل به شرح زیر است:

- با فرض نرخ وام ۱۲ درصد، با افزایش دوره سررسید بر توان بازپرداخت خانوارها افزوده می شود. به طوری که توان بازپرداخت دهک اول از ۲۴ تا ۳۱ درصد افزایش می یابد. نکته قابل توجه آن است که تنها سه دهک بالایی قادر به بازپرداخت وام هایی با LTV بیش از ۷۰ درصد هستند. باید توجه داشت که با توجه به شرایط کلی اقتصاد، نرخ رشد پایین درآمد سرانه و تورم بالا، بانک ها توانایی پرداخت وام هایی با سررسید بسیار طولانی را ندارند. در حال حاضر متوسط سررسید وام های بانک مسکن در حدود ۱۰ سال است. تجربه سایر کشورهایی هم که در شرائطی مشابه با ایران اقدام به گسترش ابزارهای رهنی کرده اند، نشان داده است که در سال های اولیه سررسید بین ۵ تا ۱۰ بوده است. بنابراین می توان وام رهنی پایه را با سررسید ۱۰ سال تعریف کرد. طبیعی است که با گذشت زمان و تقویت بازار تامین مالی مسکن می توان وام های متنوع تری از نظر سررسید و با سررسید های طولانی تر داشت.
- با فرض سررسید وام معادل ۱۰ درصد، با افزایش نرخ سود وام از توان بازپرداخت دهک ها کاسته می شود. به علاوه شیب تغییرات در سه دهک بالایی بیشتر است و توان بازپرداخت آن ها بیشتر تحت تاثیر قرار می گرد. به عنوان مثال فاصله توان بازپرداخت

نرخ ۱۲ درصد و ۲۲ درصد برای دهک اول ۷ درصد و برای دهک دهم ۳۰ درصد است. از طرفی در صورتی که آزادسازی سیستم مالی اتفاق بیفتد، نرخ بهره به تدریج افزایش پیدا می کند. بنابراین در صورتی که فرض شود وامی ده ساله در اختیار خانوارها قرار گرفته است که به تدریج نرخ آن افزایش می یابد، توان بازپرداخت آن نیز به تدریج کاهش پیدا می کند. با این حال متوسط گیری از توان بازپرداخت خانوارها نشان می دهد که معرفی وامی با نسبت LTV در حدود ۲۰ تا ۲۵ درصد همچنان در طی سال های وام حتی توسط دو دهک اول نیز قابل بازپرداخت است. به علاوه وام های با نسبت LTV در حدود ۵۰ درصد تنها توسط دهک های هفتم به بالا قابل بازپرداخت باقی می ماند. با این حال باید توجه داشت که در بلند مدت و پس از سپردن دوران گذار آزادسازی، نرخ بهره بازار کاهش خواهد یافت. این پدیده در سایر کشورهایی هم شرایط مشابهی داشته اند مشاهده شده است. با کاهش نرخ بهره توان بازپرداخت خانوار افزایش می یابد.

با فرض نرخ وام ۱۲ درصد و سررسید وام ۱۰ سال و افزایش نرخ رشد سالانه درآمد سرانه برای همه دهک ها معادل ۵٪، توان بازپرداخت خانوارها افزایش می یابد. این افزایش در خانوارهای دهک های بالا بیشتر دیده می شود. بر این اساس باید توجه داشت که در صورتی که در افق بلند مدت اقتصاد، انتظار افزایش درآمد سرانه داشته باشیم، در طی زمان توان بازپرداخت خانوارها افزایش می یابد. بنابراین بانک ها می توانند نسبت LTV را کمی بالاتر از توان فعلی خانوارها در نظر داشته باشند، زیرا درآمدهای آتی خانوار افزایش خواهد یافت و خانوار در آینده موفق به بازپرداخت اقساط خواهد بود. توجه به این مساله در طراحی ابزارهای تورمی نیز بسیار مهم است. در واقع روند کلی تغییرات درآمد خانوار شاخص بسیار مهمی است که می تواند در انتخاب وام رهنی متناسب با شرایط اقتصادی ایران به کار آید. در صورتی که انتظار افزایش درآمد سرانه در بلند مدت وجود داشته باشد می توان از ابزارهایی که به نوعی اصل وام را شاخص بندی می کنند استفاده کرد.

با فرض نرخ وام ۱۲ درصد و سررسید وام ۱۰ سال و افزایش قیمت مسکن برای همه مراکز استان معادل ۵٪، سبب کاهش توان بازپرداخت خانوار می گردد. خانوارهای دهک های بالاتر بیشتر تحت تاثیر این روند قرار می گیرند و تغییرات توان بازپرداخت خانوارهای فقیرتر کمتر است. نتایج نشان می دهد که در شرایط افزایش سطح قیمت

مسکن نیز، در صورتی که نسبت LTV در حدود ۲۵ درصد در نظر گرفته شود، حتی دو دهک اول قادر با بازپرداخت وام های خود خواهند بود. به همین نسبت می توان وام های رهنی با نسبت LTV در حدود ۵۰٪ را نیز ارایه داد که بتواند مورد استفاده دهک های درآمدی بالاتر قرار گیرد.

– در آخرین سناریو سازی فرض شد که نرخ رشد درآمد سرانه و قیمت مسکن در مراکز استان ها برابر و معادل ۵ درصد باشد. نتایج شبیه سازی نشان می دهد که توانایی بازپرداخت خانوارها در این شرایط افزایش می یابد.

– با توجه به نتایج ارزیابی توانایی خانوارها در بازپرداخت وام که می بایست مبنای تعیین نسبت وام به ارزش قرار گیرد می توان گفت که در شرایط رشد اقتصادی و با توسعه نظام تأمین مالی مسکن از طریق ابزارهایی چون طرح قرارداد سپرده، وام هایی با LTV ۲۰ تا ۲۵ درصد برای دهک های کم درآمد امکانپذیر است. این در حالی است که دهک های پردرآمد بطور متوسط توانایی بازپرداخت وامهایی با LTV ۵۰ درصد دارا می باشند. طبیعی است که تأمین مالی مسکن در این حالت فقط از طریق توسعه ابزارهای رهنی میسر می گردد.

۷- چارچوب قانونی و حقوقی نظام تأمین مالی مسکن ایران

توسعه ابزارهای رهنی در شرایط اقتصاد ایران به شدت نیازمند مجموعه ای از الزامات قانونی، حقوقی و استانداردهای مالی است که در صورت فراهم نبودن آنها به عنوان پیش شرط، اقدامات و سیاستها را با شکست مواجه خواهد ساخت. تحولات بحران اقتصاد جهانی اخیر که ریشه در بحران مالی مسکن دارد اهمیت این موضوع را نشان می دهد. در این بخش الزامات نهادی، قانونی و استانداردهای مالی برای اجرای هرچه موفق یک نظام تأمین مالی مسکن برای ایران به شرح زیر پیشنهاد می شود:

- ✓ ترسیم چارچوب حقوقی و نظارتی سخت گیرانه و محتاطانه با بهره گیری از نکات آموزنده تجربه سایر کشورها در این مورد و به خصوص بحران مالی اخیر
- ✓ انتخاب بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران به عنوان نهاد تنظیم کننده و نظارتی بازار رهن
- ✓ تدوین اصول مربوط به انطباق ابزارهای رهنی با عقود مالیه اسلامی
- ✓ توسعه سیستم اطلاعات اعتباری با راه اندازی موسسات اعتبارسنجی و رده بندی اعتبار
- ✓ راه اندازی و توسعه موسسات ممیزی و حسابرسی به منظور اعمال نظارت دقیق تر بر فعالیت بنگاه های بازار تامین مالی مسکن ایران
- ✓ راه اندازی موسسات بیمه رهنی و صدور مجوز ارائه خدمات بیمه رهنی از سوی شرکت های بیمه فعال در صنعت بیمه کشور
- ✓ اعمال استانداردهای کفایت سرمایه بانک ها و موسسات وام دهی با در نظر گرفتن شرایط اقتصاد ایران و ریسک های مترتب بر آن توسط نهاد تنظیم کننده بازار رهن
- ✓ تدوین و اعمال استانداردهای رده بندی وام های رهنی از سوی نهاد تنظیم کننده بازار رهن
- ✓ تلاش در جهت بهبود مدیریت ریسک در نظام بانکی و مالی ایران
- ✓ رفع مشکلات موجود در سیستم ثبت حقوق مالکیت و صدور سند رسمی برای املاک فاقد آن
- ✓ حمایت دولت از توسعه یک سیستم تامین مالی مسکن بازار محور با ارائه تضمین های لازم و کمترین سطح از دخالت در عملیات تجاری

۸- کاربرد عقود مالی اسلامی در نظام تأمین مالی مسکن

- نظام تأمین مالی اسلامی در چارچوب اصول شرع، هرگونه بازدهی فعالیت های کارآفرینی و سرمایه گذاری اقتصادی را براساس عدالت و انصاف جایز، و درآمد حاصل از مبادلات مبتنی بر قرض پول (ربا)، کسب و کارهای حرام، مبادلات مبتنی بر نااطمینانی های غیرقابل پیشگیری (سفته بازی با ریسک نامحدود، برد و باخت و قمار) و نامتقارن بودن اطلاعات و یا عدم امکان تصرف مورد مبادله توسط طرفین مبادله، و همچنین خرید و فروش دو کالای یکسان با مقدار متفاوت بین خریدار و فروشنده را ممنوع می داند. برخلاف نظام تأمین مالی متعارف، که در آن بهره نشانگر هزینه قراردادپذیر تأمین وجوه و متصل به اصل پول در یک دوره از پیش تعیین شده است، اصل محوری نظام تأمین مالی اسلامی ممنوعیت رباست که در لغت به معنای مازاد بوده و به عنوان هرگونه افزایش توجیه ناپذیر سرمایه از طریق وام و یا فروش اطلاق می شود. در اجماع اندیشمندان اسلامی، ربا عبارت از هرگونه بهره یا بازدهی مثبت، ثابت، از پیش تعیین شده و تضمین شده ای است که مشروط بر نتایج و عملکرد یک سرمایه گذاری نیست^۸. بنابراین ممنوعیت ربا به معنای حذف بازدهی ثابت قراردادهای مبتنی بر قرض است. از آنجایی که در تأمین مالی اسلامی فقط عقود مالی بدون بهره مجاز شمرده می شود، روابط مالی مابین تأمین کنندگان مالی و وام گیرندگان، براساس مشارکت ریسک در فعالیت های حلال شکل می گیرد. در قانون اسلامی تا زمانی که وام گیرنده و وام دهنده باهم در ریسک سرمایه گذاری مشارکت کنند، منعی برای پرداخت در استفاده از یک دارایی، و یا کسب سود و بازدهی از دارایی ها وجود ندارد. سود نبایست براساس فروضی تضمین شده باشد و تنها زمانی می تواند تحصیل گردد که در عمل سرمایه گذاری به ایجاد درآمد منجر شده باشد. هر مبادله مالی تحت شرایط قانون اسلامی حقوق و تعهدات سرمایه گذاران را در دریافت متناسب سود به روشنی مشخص می سازد. بدین جهت ادبیات مالیه اسلامی هرگونه سود سرمایه گذاری مبتنی بر سرمایه را بدون مشارکت در ریسک فعالیت، غیرقانونی می داند.
- اگرچه یکی از ویژگی های برجسته مالیه اسلامی بکارگیری روش مشارکت در سود است و می تواند در نظام تأمین مالی مسکن بکار گرفته شود ولی در مبادلات مالی، استفاده از سایر

^۸ نگاه کنید به:

قراردادها نیز با حفظ اصول شریعت مجاز شمرده شده است. بنابراین روش هایی چون قرض الحسنه، مرابحه، مضاربه، فروش اقساطی، اجاره به شرط تملیک، سلف، خرید دین، اگرچه مبتنی بر مشارکت در سود نیستند ولی به عنوان ابزارهای مالی در نظام تأمین مالی اسلامی و بویژه در بانکداری بدون ربا مطرح بوده و بخشی عمده ای از این عقود می توانند در نظام تأمین مالی مسکن استفاده شوند.

بطور کلی روش های مهم تأمین مالی اسلامی، که در نظام تأمین مالی مسکن می توانند مورد استفاده قرار گیرند، براساس سه محور قرض، دارایی و سهام به شرح زیر طبقه بندی می شوند:

الف) وام ترکیبی (مبتنی بر قرض): از طریق قرارداد فروش - خرید مجدد

ب) قرارداد اجاره (مبتنی بر دارایی)

ج) قرارداد مشارکت در سود دارایی های آتی (مبتنی بر سهام)

برخلاف قراردادهای مبتنی بر سهام، هر دو قرارداد مبتنی بر وام و دارایی با انتقال موقت دارایی موجود از وام گیرنده به وام دهنده، و یا تصاحب دارایی عامل سوم توسط وام دهنده، از طرف وام گیرنده، انجام می گیرد.

• در مهمترین شکل وام ترکیبی مبتنی بر قرض، که قرارداد مرابحه (و یا قرارداد فروش براساس هزینه و مقدار اضافی) است، وام گیرنده دارایی را از وام دهنده مجدداً به قیمت بالاتری از قیمت فروش اولیه می خرد به طوری که در حالت فروش اقساطی، وام گیرنده در پایان مبادله قیمت اولیه دارایی و همچنین یک مقدار اضافی به عنوان شبه بهره را برای مدت دوره وام پرداخت می کند. مرابحه می تواند شامل قراردادهای زیر باشد:

الف) قرارداد فروش - خرید مجدد یک دارایی وام گیرنده

ب) خرید دارایی از عامل سوم توسط وام دهنده به نمایندگی از وام گیرنده

قیمت فروش مجدد براساس هزینه اولیه (قیمت خرید) به اضافه یک سود اضافی از پیش تعیین شده است. انواع مختلف قرارداد مرابحه به نرخ های مختلف اقساط، چگونگی بازپرداخت و زمان بندی تحویل دارایی بستگی دارد. در این رابطه می توان به قرارداد سلف، که مشابه قرارداد آتی در بازارهای مالی متعارف است، اشاره داشت که امکان فروش با تحویل معوقه را فراهم می کند. و یا قرارداد استصناع که برای تأمین مالی دارایی های آتی، مانند اجرای پروژه های بلندمدت، می تواند بکار گرفته شود.

• قرارداد اجاره (مبتنی بر دارایی) منابع مالی لازم را برای وام گیرنده، در برابر پرداخت اجاره و استفاده موقت از دارایی موجود، مشروط به تملیک آتی دارایی فراهم می سازد. در این حالت

جریان نقدی اجاره بخش اصلی خدمات وام را تشکیل می دهد. اجاره دهنده (تأمین کننده مالی) دارایی را از وام گیرنده (اجاره عملیاتی) و یا از عامل سوم برحسب نیاز وام گیرنده (اجاره مالی) به مالکیت خود درآورده و به وام گیرنده (و یا عامل سوم)، براساس مجموع اجاره پرداختی در اقساط و زمان بندی توافق شده، اجاره می دهد. سند قانونی دارایی در دوره مبادله نزد تأمین کننده مالی باقی می ماند. در حالت اجاره مالی، که می تواند در بازار رهن اسلامی کاربرد داشته باشد، بازپرداخت از طریق پرداخت اجاره ممکن است شامل بخشی از قیمت توافقی فروش از پیش تعیین شده باشد که اجازه می دهد وام گیرنده به تدریج کل سهم خود را مالک شود. به همراه اختیار تملیک دارایی، وام گیرنده می تواند حق اجاره دارایی را داشته باشد. باید توجه داشت که در این نوع از قرارداد، پرداخت های اجاره ای و حتی تعدیل آن برحسب تغییرات شرایط بازار (تأمین مالی متغیر) مشمول مفهوم نرخ بهره نیست. اجاره دهنده می تواند ریسک آتی تحولات بازار را براساس شاخصی، در اسناد قرارداد به مبلغ اجاره انتقال دهد. در این حالت شرایط اجاره می بایست بطور شفاف تعریف شده و در صورت نیاز در دوره های مورد توافق تجدید شود.

- در قرارداد مشارکت در سود (مبتنی بر سهام)، وام دهندگان (سرمایه گذاران) و وام گیرندگان (کارآفرینان) در تسهیم عایدی حاصل از پروژه های سودآور باهم تفاهم می کنند. در شرایط قرارداد مالی مضاربه، سرمایه گذار تمام منابع مالی مورد نیاز سرمایه گذاری را تأمین و توسط کارآفرین در جهت اهداف کسب و کار مورد توافق، مدیریت می شود. نکته مهم آنکه پرداخت سود برای سرمایه گذار تضمین شده نبوده و ممکن است متحمل زیان شود. در قرارداد مشارکت هر دو طرف وام دهنده / سرمایه گذار و وام گیرنده (عهده دار مدیریت دارایی و یا بنگاه) باهم در تأمین مالی پروژه مشارکت کرده و مالکیت برحسب میزان مشارکت بین طرفین تسهیم می شود. اگرچه قراردادهای مضاربه و مشارکت مشابهت دارند ولی در قرارداد مشارکت تحمل زیان برحسب میزان سهم طرفین است.

در نظام تأمین مالی مسکن، عقود مبادله ای (بویژه فروش اقساطی و اجاره به شرط تملیک) و عقود

مشارکتی به ترتیب می توانند در ارائه تسهیلات لازم برای خرید و ساخت مسکن مورد استفاده قرار گیرند.

- اصول تأمین مالی اسلامی در انتشار اوراق بهادار رهنی (صکوک اجاره) به شرح زیر است:

- از جمله انواع صکوک اجاره که به لحاظ فقهی بلااشکال است صکوک اجاره با فرض تعدد فروشنده دارایی با مستاجر است. در این نوع، موسسه ناشر اوراق با واگذاری اوراق بهادار رهنی (و یا اوراق مشارکت رهنی) و جمع آوری وجوه، به وکالت از طرف صاحبان اوراق، دارایی مورد نیاز (مسکن) را از فروشنده آن خریداری کرده و سپس به متقاضیان آن دارایی، اجاره می دهد. اجاره دارایی به صورت های مختلف قابل تصور است.

• اجاره عادی

در این صورت، دارایی در مقابل اجاره بهای معین برای مدت معینی به مستاجر اجاره داده می شود و در سررسید، موسسه ناشر اوراق آن دارایی را تحویل گرفته و در بازار به فروش می رساند. در این صورت موسسه ناشر اوراق بخشی از اجاره بها را به عنوان حق الوکاله خودش برمی دارد و بقیه را به صاحبان اوراق می پردازد. درآمد صاحبان اوراق در این صورت عبارت است از اجاره بهاهای ماهانه به اضافه تفاوت قیمت خرید دارایی و قیمت فروش آن در سررسید اجاره که ممکن است این تفاوت قیمت مثبت یا منفی باشد.

• اجاره به شرط حق اختیار فروش

در این صورت نیز، دارایی در مقابل اجاره بهای معین برای مدت معینی به مستاجر اجاره داده می شود و در قرارداد اجاره، شرط می شود که در سررسید، موسسه ناشر اوراق حق اختیار فروش دارایی به قیمت معین به مستاجر را داشته باشد. در سررسید، موسسه ناشر اوراق یا مطابق حق اختیار فروش آن دارایی را به مستاجر می فروشد و یا آن را تحویل گرفته و در بازار به فروش می رساند. در این صورت نیز موسسه ناشر اوراق بخشی از اجاره بها را به عنوان حق الوکاله خودش برمی دارد و بقیه را به صاحبان اوراق می پردازد. درآمد صاحبان اوراق در این صورت نیز عبارت است از اجاره بهاهای ماهانه به اضافه تفاوت قیمت خرید دارایی و قیمت فروش آن در سررسید اجاره که تا حدود زیادی قابل پیش بینی است.

• اجاره به شرط تملیک

در این صورت نیز، دارایی در مقابل اجاره بهای معین برای مدت معینی به مستاجر اجاره داده می شود و در قرارداد اجاره، شرط می شود که در سررسید، موسسه ناشر اوراق، دارایی مورد اجاره را به مستاجر تملیک کند. در سررسید، موسسه ناشر اوراق مطابق شرط آن دارایی را به تملیک مستاجر درمی آورد. در این صورت نیز موسسه ناشر اوراق بخشی از اجاره بها را به عنوان حق الوکاله خودش برمی دارد و بقیه را به صاحبان اوراق می پردازد.

درآمد صاحبان اوراق در این صورت نیز عبارت است از اجاره بهاهای ماهانه که به طور معمول بیشتر از صورت های قبل است، به این معنی که ارزش خود دارایی نیز در اجاره بها گنجانده شده است. درآمد صاحبان اوراق در این صورت کاملاً قابل پیش بینی است.

• اصول تأمین مالی اسلامی در اوراق بهادارسازی رهنی به شرح زیر است:

برای اوراق بهادارسازی اسلامی می بایست دو نکته اساسی مورد بررسی قرار گیرد. الف) "نوع دارایی" در سبد مالی مورد نظر برای ایجاد بازدهی سرمایه گذاری، ب) "ساختار مبادله" شامل چگونگی شکل افزایش وام و انتقال مالکیت. در اوراق بهادارسازی براساس اصول اسلامی، درآمد بهره ای ممنوع بوده و باید بگونه ای ساختار یابد که بازدهی برای سرمایه گذاران مبتنی بر مشارکت در ریسک فعالیت باشد. هر سه نوع دارایی مالیه اسلامی که در بالا بدان اشاره شد، دارای قابلیت اوراق بهادارسازی هستند مشروط به آنکه عناصر مربوط به مالکیت سرمایه گذاران در مشارکت فعالیت های حقیقی اقتصاد در نظر گرفته شود.

اوراق بهادارسازی متعارف در اقتصاد غیراسلامی مبتنی بر بهره قرضی است به طوری که در آن برای نگهدارنده دارایی دریافت بهره از پیش تعیین شده و بازپرداخت اصل پول تضمین می گردد. در حالیکه براساس اصول تأمین مالی اسلامی، انتشار اوراق قرضه مبتنی بر بهره با تضمین بازخرید، به جهت ممنوع بودن سود حاصل از قرض و سفته بازی، جایز نیست. روابط مالی تحت اصول اسلامی نه براساس بهره، بلکه براساس مشارکت در ریسک کسب و کار و بازدهی حاصل از سرمایه گذاری در خدمات، تجارت و تولیدات جایز، با شفاف سازی حقوق سرمایه گذاران اداره می شود. بویژه هرگونه منفعت از اوراق بهادار می بایست در ارتباط با هدفی باشد که وجوه مالی برای آن بکار گرفته شده است. چنین هدفی در قانون اسلامی باید متضمن بکارگیری وجوه برای مبادله و یا تولید دارایی های حقیقی باشد و نمی تواند برای خرید مشتقات مالی که برای تأمین مالی بار دوم منتشر شده است بکار گرفته شود.

• انطباق اصول اوراق بهادارسازی متعارف با اهداف اسلامی دارای شرایط زیر است:

- ۱) تأمین وجوه از طریق اوراق بهادارسازی باید صرف دارایی حقیقی گردد و نوع دارایی پشتوانه ای که مبنای درآمد اوراق بهادار است به روشنی قابل تعریف باشد.
- ۲) طرفین مبادله باید در ریسک و بازدهی مشارکت داشته و سرمایه گذاران در صورت تحقق سود، بازدهی مثبت دریافت می کنند.

- ۳) دارایی پشتوانه نباید قرض باشد و به هیچ وجه نباید با فعالیت های غیراخلاقی، ظلم و اجحاف، سفته بازی و ناطمینانی و سرمایه گذاری های غیرمولد همراه باشد.
- ۴) ساختار مبادله باید بگونه ای باشد که ریسک فعالیت سرمایه گذار از طریق مشارکت مستقیم در دارایی جبران شود و مبادله نباید براساس قرض در برابر پرداخت بهره باشد.
- ۵) سرمایه گذاران موظف به دریافت درآمد مشروط بوده و درآمد آنها از پیش تضمین شده نیست.
- ۶) مبادله باید مشمول انتقال مالکیت به سرمایه گذاران باشد.
- ۷) سهم سرمایه گذاران به صورت عایدات حاصل از انتشار اوراق بهادار (و یا هرگونه درآمد حاصله از مدیریت دارایی پشتوانه) نمی تواند مجدداً در ابزارهای نقدی کوتاه مدت و یا مبتنی بر قرض بهره ای سرمایه گذاری شود.
- ۸) دارایی که براساس آن اوراق بهادارسازی انجام گرفته نمی تواند به منظور سفته بازی بکار گرفته شود.
- ۹) در شرایطی که اصول بیمه متعارف اصول شرع را نقض کند، بیمه اسلامی (تکافل) براساس اصل همکاری و کمک های متقابل می تواند بکار گرفته شود.