

ارائه الگوی طراحی بازار رهن ثانویه متناسب با اقتضائات ایران (به عنوان یکی از بسترهای مورد نیاز مدیریت ریسک اعتباری در بازار پول)

سجاد سیاح^۱

محمد صفری^۲

تاریخ پذیرش: ۹۳/۲/۲۰

تاریخ دریافت: ۹۲/۱۲/۲۰

چکیده

بازار رهن به بازاری اطلاق می‌شود که در آن وجوه رهن تجهیز و تخصیص می‌یابند. از محصولات اساسی بازار رهن، وام رهنی است. این وام در قبال توثیق اموال غیرمنقول (مسکونی و غیرمسکونی) به متقاضی پرداخت می‌شود و متضمن قراردادی بین وام‌دهنده و وام‌گیرنده است که به موجب آن دارایی مذکور به منظور بازپرداخت به هنگام اصل و بهره وام در گرو وام‌دهنده قرار می‌گیرد. بازار رهن با توجه به عاملان و کارکرد آنها به دوبازار اولیه و ثانویه تقسیم می‌شود. در بازار اولیه رهن وام واقعی برای متقاضی فراهم می‌شود و در بازار ثانویه نقدینگی از طریق خرید بسته‌های رهنی و انتشار اوراق بهادار رهنی وارد بازار اولیه می‌شود. نظر به اهمیت انتشار اوراق رهنی در فرآیند مدیریت ریسک اعتباری بازار پول، این مقاله با بررسی بازار رهن ثانویه در کشورهای منتخب، بر کارکرد سه نهاد فعال عمده در بازار رهن ثانویه آمریکا یعنی فنی می، فردی مک، و جنی می می‌پردازد و نهایتاً با مرور ساختارهای پیشنهادی برای فعالان بازار رهن ثانویه در ایران، الگوی مناسب را برای راه‌اندازی و تأسیس این قبیل نهادها از حیث دولتی یا خصوصی بودن آن ارائه می‌دهد.

واژه‌های کلیدی: ریسک اعتباری، مدیریت ریسک، اوراق رهنی، بازار رهن ثانویه.

۱- دانش آموخته دکتری مدیریت مالی دانشگاه تهران. Sayyah77@gmail.com

۲- دانشجوی دکتری مدیریت مالی دانشگاه امام صادق علیه‌السلام (مسئول مکاتبات) m.safari@isu.ac.ir

۱- مقدمه

از جمله نهادهای مالی تأثیرگذار و واسط در تسهیل تأمین مالی در بازار سرمایه، شرکت‌های تأمین سرمایه می‌باشد. در کشورهای توسعه یافته شرکت‌های تأمین سرمایه به طور خاص و هلدینگ خدمات مالی به طور عام نقش اصلی در تأمین مالی شرکت‌ها و صنایع در بازار سرمایه را بر عهده دارند. در ایران نیز با استمرار روند خصوصی سازی و شکل‌گیری رقابت در میان صنایع و شرکت‌ها و به تبع آن تکاپو برای تأمین مالی ارزان تر و سریع‌تر، شرکت‌های تأمین سرمایه به تدریج جایگاه مناسب خود را یافته و تثبیت خواهند نمود.

با توجه به اهمیت نقش مسکن در اقتصاد و ضرورت تأمین آن برای هر خانوار، و نظر به ضرورت توسعه بازار رهن اولیه و ثانویه در ایران، بسترسازی‌های مورد نیاز همچون تأسیس یک تأمین سرمایه تخصصی مسکن ضروری می‌نماید. همانطور که می‌دانیم بازار رهن اولیه بشدت نیازمند ابزارهای نوین و تنوع‌سازی محصولات است. حداقل در گام اول مطالعه انواع وام‌های رهنی متداول در دنیا را می‌توان مد نظر قرار داد. حساب سپرده ممتاز بانک مسکن از ابتکارات بسیار خوبی است که در حال حاضر سازو کار اجرایی مدل تکاملی آن را نیز می‌توان ارائه داد. از سوی دیگر بازار رهن ثانویه در گام اول با انتشار اوراق رهنی با حجم کنترل شده و با توجه به نرخ اضافه برداشت بانک مرکزی (توسط بانک مسکن به عنوان تنها بانک تخصصی مسکن در ایران) می‌تواند شروع بکار نماید. همچنین از مزایای تأسیس تأمین سرمایه تخصصی مسکن می‌توان به نوآوری‌های مالی و طراحی ابزارهای مالی متناسب با تأمین مالی بخش مسکن همچون عملیاتی سازی

ایده اوراق قرضه پوششی (Covered Bond) و انتشار آن است. بدین ترتیب با لحاظ اهمیت و ضرورت تأسیس یک شرکت تأمین سرمایه تخصصی مسکن، تحقیق پیش رو به چرایی ایجاد تأسیس یک شرکت تأمین سرمایه ویژه بخش مسکن و ابعاد ساختاری و گام‌های عملیاتی پیش‌رو و نیز پاسخ به سؤال اصلی کسب و کار چنین سازمانی می‌پردازد. بدیهی است به منظور طراحی الگوی بهینه چنین نهاد مالی ناگزیر از بررسی و تدقیق در کارکردها و وظایف نهادهای مالی بین‌المللی فعال در این حوزه همچون فنی می، فردی مک و جنی هستیم. از این رو تحقیق حاضر پس از بررسی این نهادها ساختارهای متناسب با اقتضات ایران را پیشنهاد می‌نماید.

تجربه مدیریت بانک‌های دولتی مسکن در دنیا نشان می‌دهد که این بانک‌ها که معمولاً با نیت منافع عامه شکل گرفته‌اند، در عمل ناکارآمد بوده و به نهادهای بوروکراتیک بدل شده‌اند و با هر نوع نوآوری مالی مخصوصاً نوآوری در بازار رهن از همان ابتدا به شدت مخالفت می‌نمودند (Dumitru, 2009). بنابراین بعضی بانک‌های مسکن دولتی که به درستی اداره می‌شدند، کم‌کم خصوصی شدند (کره) و برخی دیگر که عملکرد مناسبی نداشتند، کلاً تعطیل شدند (کلمبیا). همچنین تجربه بازار رهن در امریکا نشان می‌دهد که فنی می بعنوان یکی از شرکت‌های مورد حمایت دولتی (GSE) پس از سی سال فعالیت، خصوصی شده و در بورس NYSE پذیرفته گردیده است. این تجارب ما را به سمت عمومی‌سازی ساختار مالکیت و در نتیجه اداره بازار رهن (و به طور خاص بانک مسکن به عنوان متولی فعلی اصلی این بازار) به شکل خصوصی رهنمون می‌سازد. بدین ترتیب و با لحاظ اهمیت بازار رهن

شرکت تامین مالی مسکن در شرایط فعلی را بیش از پیش آشکار نماید (نمایه یک).

نمایه یک: کیفیت منابع و مصارف بانک مسکن
(۱۳۹۲/۰۶/۳۱) - منبع: بانک مسکن (۱۳۹۲)

✓ عملکرد بانک در بخش تجهیز منابع در پایان شهریور سال ۱۳۹۲، شامل جذب سپرده های اصلی با مانده ۲۸۳/۷۰۰ میلیارد ریال است. که ۱۲ درصد آن سپرده های قرض الحسنه جاری و پس انداز، ۳۷ درصد سپرده بلندمدت و حدود ۵۲ درصد سپرده کوتاه مدت (شامل سپرده ممتاز) و حدود ۹ درصد سپرده صندوق پس انداز مسکن است.

✓ از مجموع سپرده های بانک مبلغ ۱۳۵/۵۲۲ میلیارد ریال سپرده های صندوق پس انداز مسکن و ممتاز می باشد که تعهدی است و بانک متعهد به اعطای تسهیلات مسکن در مقابل آن می باشد.

✓ منابع دیگر بانک، شامل مبلغ ۴۵/۶۵۶ میلیارد ریال مانده اوراق مشارکت منتشره، مبلغ ۴۵۹/۰۳۳ میلیارد ریال بدهی به بانک مرکزی و مبلغ ۳۰/۷۳۵ میلیارد ریال سرمایه بانک است.

✓ عملکرد بانک، در بخش تخصیص منابع شامل مانده ناخالص تسهیلات اعطایی به مبلغ ۸۳۴/۰۷۰ میلیارد ریال است که حدود ۹۶ درصد آن در بخش مسکن و ساختمان است و مبلغ ۴۶۹/۲۳۰ میلیارد ریال از این تسهیلات (۵۶ درصد) مربوط به تسهیلات اعطایی طرح مسکن مهر می باشد.

✓ مبلغ ۲۶۷/۷۳۸ میلیارد ریال (۳۲ درصد) تسهیلات اعطایی بانک در قالب عقود مشارکتی و ۴۳۴/۴۷۰ میلیارد ریال (۵۱٪) در قالب عقود

ثانویه در فرآیند مدیریت ریسک اعتباری (Crouhy, Dan & Mark, 2006)، می توان گفت هدف از انجام این تحقیق، ارائه الگوی بهینه برای بازار رهن ثانویه در ایران است و سئوال های اصلی تحقیق نیز عبارت از «چرا در ایران به دنبال ایجاد تأسیس یک شرکت تأمین سرمایه ویژه بخش مسکن هستیم؟ ابعاد ساختاری و گام های عملیاتی پیش روی چنین اقدامی چیست؟» است.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

بر اساس سند راهبردی برنامه استراتژیک بانک مسکن، این بانک به عنوان یکی از بزرگترین بانکهای تخصصی منطقه با ارائه خدمات فراگیر بانکداری در حوزه تجهیز، تخصیص و خدمات کارمزدی به آحاد جامعه و فعالان بخشهای اقتصادی، بویژه در بخش مسکن و ساختمان، حضور موثر در بازارهای داخلی و خارجی دارد (وزارت مسکن و شهرسازی، ۱۳۸۵، ص ۴۵). همچنین افزایش سهم بانک در گردش مالی و سرمایه گذاری بخش ساختمان و مسکن، توسعه تامین منابع مالی از طریق سایر ابزارهای غیرسپرده ای و حضور در بازارهای بین المللی، از اهداف اصلی استراتژیک بانک می باشد.

بر اساس ماده سه اساسنامه بانک مسکن، موضوع فعالیت و مأموریت بانک، انجام کلیه عملیات بانکی با تاکید بر اعطای تسهیلات در حوزه مسکن و ساختمان به واحدهای صنعتی سازنده مصالح ساختمان و سازندگان واحدهای مسکونی ارزان قیمت و متوسط قیمت می باشد (بانک مسکن، ۱۳۵۸).

ارائه اطلاعاتی در خصوص منابع و تسهیلات اعطایی بانک مسکن می تواند اهمیت ایجاد یک

مبادله ای فروش اقساطی و اجاره به شرط تملیک و مابقی مربوط به سایر عقود اسلامی است. مانده سرمایه گذاریها و مشارکتهای مستقیم بانک مبلغ ۴/۲۰۰ میلیارد ریال می باشد.

توسعه ای شامل: عرضه اولیه سهام در بازار بورس به همراه تعهد پذیره نویسی جهت عرضه موفق، تشکیل شرکتهای سهامی عام جهت پروژه های سودآور، افزایش سرمایه شرکتهای جهت اجرای طرحهای توسعه ای و عمرانی، ارزشگذاری سهام شرکتهای برای فروش و تملک سهام عمده، ایجاد بازار مالی داخلی و بین المللی برای جذب سرمایه گذاران، انتشار گواهی سپرده خاص برای تامین مالی پروژه ها، مدیریت دارایی از طریق تشکیل انواع صندوقهای سرمایه گذاری سهام، تشکیل صندوقهای سرمایه گذاری املاک و مستغلات برای تامین مالی پروژه های ساختمانی، نوسازی بافتهای فرسوده و انبوه سازی و مدیریت ریسک نوسانات قیمت بازار، همچنین ارائه خدمات مرتبط با اجرای اصل ۴۴ قانون اساسی از جمله ارزش گذاری شرکتهای قابل واگذاری، بازاریابی داخلی و خارجی برای عرضه سهام آنها، تامین مالی از طریق تشکیل صندوقهای سرمایه گذاری، خطوط اعتباری، انتشار اوراق مالی، عرضه اولیه سهام به همراه تعهد پذیره نویسی و بازارگردانی سهام پس از عرضه برای هدایت مستقیم قیمت سهام به سمت قیمت واقعی می باشد.

شرکتهای تامین سرمایه تخصصی و توسعه ای در حوزه تامین مالی مسکن، همچنین می توانند خدماتی از قبیل، تهیه گزارشهای امکان سنجی فنی و اقتصادی پروژه های ساختمانی، تشکیل صندوقهای سرمایه گذاری املاک و مستغلات، انتشار اوراق مالی صکوک و استضناع، پذیره نویسی واحدهای سرمایه گذاری اوراق مالی، بازارگردانی اوراق مالی برای نقدشوندگی برای سرمایه گذاران و مدیریت نقدینگی و نظارت بر تقسیم عادلانه سود سرمایه گذاران را فراهم نمایند.

با توجه به آمار و ارقام فوق می توان گفت در حال حاضر ترکیب تخصیص منابع بانک به گونه ای است که نیمی از منابع از طریق فعالیتهای بخش مسکن تامین می شود و نیمی دیگر از سایر بخشها، اما ترکیب مصارف به گونه ای است که بخش عمده آن به مسکن اختصاص دارد. عدم تعادل در منابع و مصارف بانک در این بخش از یک سو و واگذاری تسهیلات تکلیفی (مسکن مهر) و عدم تطابق سررسید منابع و مصارف این بخش (بین سرمایه گذاری مشتری و بازپرداخت تسهیلات حدود ۹۰ ماه اختلاف وجود دارد) از سوی دیگر، موجب عدم تعادل و عدم تطابق سررسید منابع و مصارف بانک شده و بانک مجبور گردیده منابع مورد نیاز این بخش را از طریق سایر منابع (برای مثال استقراض از بانک مرکزی و سایر بانکها و انتشار اوراق مشارکت) تامین نماید. بنابراین لازم است بانک روشهای جدیدی برای تامین منابع مالی این بخش طراحی کند و تاسیس یک شرکت تامین سرمایه تخصصی در حوزه مسکن می تواند کمک بسزایی در زمینه تامین منابع مالی جدید، کاهش و انتقال مبلغ و ریسک تسهیلات پرداختی و تنوع درآمدهای بانک داشته باشد.

با توجه به مزایای شرکتهای تامین سرمایه بالاخص در بخش مسکن، می توان از خدمات شرکتهای تامین سرمایه تخصصی استفاده کرد. خدمات شرکت تامین سرمایه بانکهای تخصصی و

بیانگر مالکیت بر ۱ درصد از اصل و بهره پرداخت‌های مربوط به اوراق بهادار تجمیع شده است. مؤسسات مالی ناشر وام‌های رهنی (مانند بانک‌ها یا شرکت وام رهنی) یا شخص ثالثی که خدمات مربوط به این بخش را ارائه می‌کند، اصل و بهره پرداخت‌ها را از دارندگان وام‌های رهنی دریافت کرده و آن را (با کسر کارمزد) به دارندگان اوراق انتقال وام‌های رهنی، منتقل می‌کنند.

برای ایجاد اوراق انتقال با پشتوانه وام‌های رهنی سه نهاد دولتی یا تحت نظارت دولت، به طور مستقیم درگیر هستند. این مؤسسات عبارتند از: جنی می (GNMA)، فنی می (FNMA) و فردی مک (FHLMC)، ناشران خصوصی اوراق انتقال وام‌های رهنی، مانند بانک‌ها و مؤسسات بانکی و اعتباری نیز اقدام به خرید وام‌های رهنی تجمیع شده می‌کنند، اما مجبور به تبعیت از استانداردهای ناشران دولتی وام‌های رهنی، نیستند.

قرارداد وام رهنی با پشتوانه - اگر چه اوراق انتقال وام رهنی هنوز اولین ساز و کار تبدیل وام‌های رهنی به اوراق بهادار محسوب می‌شود، قرارداد وام رهنی با پشتوانه (CMO) نیز به عنوان دومین ساز و کاری است که برای تبدیل وام‌های رهنی به اوراق بهادار، در حد وسیعی به وسیله مؤسسات فردی مک و مؤسسه فرست بوستون ارائه شد. قرارداد وام رهنی با پشتوانه، ابزاری برای ایجاد اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی است که مورد توجه بسیاری از سرمایه‌گذارها قرار گرفته است. تبدیل وام رهنی به اوراق بهادار در این روش از راه ایجاد بسته‌هایی از جریان‌های نقدی حاصل از وام‌های رهنی و اوراق انتقال وام رهنی، صورت می‌گیرد (Lemke, 2013).

اوراق انتقال (وام‌های رهنی) و قرارداد وام رهنی با پشتوانه (CMO) در نتیجه تبدیل وام‌های رهنی به اوراق بهادار شکل می‌گیرند. تبدیل وام‌های رهنی به اوراق بهادار شامل یک کاسه کردن و تجمیع گروهی از وام‌های رهنی با ویژگی‌های مشابه، حذف این وام‌های رهنی از ترازنامه و فروش آن به سرمایه‌گذارهای موجود در بازارهای ثانویه وام‌های رهنی است (Lemke, 2013). تبدیل وام‌های رهنی به اوراق بهادار سبب ایجاد اوراق بهاداری با پشتوانه وام‌های رهنی می‌شود که در بازارهای ثانویه وام‌های رهنی، قابل خرید و فروش است. برای مثال، در سال ۲۰۰۷ میلادی در حدود ۶/۹۳ تریلیون دلار وام رهنی در آمریکا به اوراق بهادار تبدیل شده بود. توانایی ناشران وام‌های رهنی برای حذف وام‌های رهنی از ترازنامه‌هایشان سبب شد، میلیاردها دلار به بازارهای وام رهنی تزریق شود، که نتیجه آن کاهش نرخ‌ها و هزینه‌های تهیه وام رهنی برای وام‌گیرندگان، در آن سال، بود.

اوراق انتقال (وام‌های رهنی) - مؤسسات مالی به طور مستمر وام‌های رهنی را تجمیع کرده و آنها را در قالب اوراق انتقال (وام‌های رهنی) به سرمایه‌گذارها ارائه می‌کنند. بر اساس اوراق انتقال وام‌های رهنی، پرداخت‌های اصل و بهره تعهد شده مربوط به وام‌های رهنی تجمیع شده‌ای که به وسیله مؤسسات مالی ایجاد شده‌اند، به سرمایه‌گذارهای موجود در بازارهای ثانویه وام‌های رهنی (دارندگان اوراق قرضه با پشتوانه وام‌های رهنی) انتقال می‌یابد. بعد از اینکه مؤسسات مالی به پذیرش وام‌های رهنی اقدام کردند، آنها را تجمیع کرده و آن را به دارندگان اوراق انتقال وام‌های رهنی ارائه می‌کنند. بنابراین، مالکیت ۱ درصد از اوراق انتقال وام رهنی

معمول در ترازنامه باقی می ماند. دوم اینکه، اوراق انتقال وام رهنی و قرارداد وام رهنی با پشتوانه، ارتباط مستقیمی میان جریان های نقدی وام های رهنی مورد نظر و جریان نقدی مربوط به اوراق قرضه منتشر شده ایجاد می کنند (Lemke, 2013). در مقابل، جریان های نقدی مربوط به وام های رهنی که به عنوان پشتوانه اوراق قرضه قرار گرفته اند، به ضرورت رابطه مستقیمی با بهره و اصل پرداخت های اوراق قرضه با پشتوانه وام های رهنی ندارند.

به طور معمول هدف مؤسسات مالی از انتشار اوراق قرضه با پشتوانه وام رهنی (MBB)، افزایش وجوه مالی بلندمدت با هزینه های پایین است. مطالبات دارندگان اوراق قرضه با پشتوانه وام رهنی، نسبت به بخشی از دارایی های رهنی مؤسسات مالی، در رده نخست قرار دارد. به عبارت دیگر، مؤسسات مالی گروهی از دارایی های رهنی خود را در ترازنامه مشخص کرده و آنها را به طور متمایز در رهن اوراق قرضه با پشتوانه وام رهنی (MBB) قرار می دهند.

شرکت امین به طور معمول بر جداسازی دارایی ها در ترازنامه این شرکت ها نظارت می کند، تا اطمینان حاصل کند که ارزش بازار این دارایی ها کمتر از ارزش اوراق قرضه منتشر شده نباشد. حتی مؤسسات مالی میزان دارایی های پشتوانه اوراق قرضه را بیشتر از حد معمول قرار می دهند و به همین دلیل این اوراق از رتبه اعتباری بهتری (مانند BBB و یا بهتر) برخوردار بوده و درجه نقدینگی آنها بالا است. در مقابل، وقتی مؤسسه به طور کلی رتبه بندی می شود، شاید رتبه BB و یا پایین تر دریافت کند.

در اوراق انتقال (وام های رهنی)، به هر سرمایه گذاری از محل اصل و بهره جریان های نقدی مربوط به مجموعه ای از وام های رهنی، به تناسب سهمی داده می شود. در حالی که قرارداد وام رهنی با پشتوانه را می توان به صورت اوراق انتقال وام رهنی در طبقات چند گانه ای تلقی کرد که در آن طبقات مختلفی از دارندگان اوراق قرضه با سررسید های مختلف وجود دارد. برخلاف اوراق انتقال وام رهنی، که کوپن بهره سالانه آن فاقد هر گونه تضمینی است، در قرارداد وام رهنی با پشتوانه، هر طبقه ای از دارندگان اوراق قرضه، مانند اوراق قرضه خزانه، دارای کوپن بهره های تضمین شده ای هستند که به طور شش ماهه پرداخت می شود. قرارداد وام رهنی با پشتوانه به سرمایه گذارها این امکان را می دهد که کنترل بیشتری بر روی سررسید اوراق بهادار با پشتوانه وام های رهنی که خریداری می کنند، داشته باشند. در مقایسه با اوراق انتقال وام رهنی، می توان گفت که دارنده اوراق بهادار با پشتوانه وام رهنی به دلیل پرداخت های بسیار سریع، با موعد سررسید نامطمئنی مواجه است (Lerner, Peter, 2010).

اوراق قرضه با پشتوانه وام رهنی - سومین نوع

اوراق بهادار با پشتوانه وام های رهنی، اوراق قرضه با پشتوانه وام رهنی و دارایی ها است. این نوع اوراق قرضه از دو بعد با دو نوع اوراق بهادار قبلی (یعنی اوراق انتقال وام رهنی و قرارداد وام رهنی با پشتوانه) متفاوت است. اول اینکه، در حالی که اوراق انتقال وام رهنی و قرارداد وام رهنی با پشتوانه (CMO) به مؤسسات مالی کمک می کنند که وام های رهنی را از ترازنامه هایشان حذف کنند، ولی اوراق رهنی با پشتوانه وام های رهنی، به طور

چشمگیری داشته است (۴۰/۴۲ درصد در سال ۱۹۹۲ در مقایسه با ۵۴ درصد در سال ۲۰۰۷). این افزایش در حالی رخ داده است که تا سال ۱۹۶۸ که مؤسسه جنی می برای اولین بار تاسیس شد، هیچ مؤسسه مالی که مبادرت به تجمیع وام های رهنی و تبدیل آنها به اوراق بهادار کند، وجود نداشته است. این در حالی است که در این فاصله زمانی، میزان وام های رهنی که به وسیله شرکت های بیمه عمر، خانوارها، شرکت های تجاری و دولت مرکزی نگهداری می شوند، با کاهش مواجهه بوده است (برای مثال میزان مشارکت شرکت های بیمه عمر از ۵/۹۵ درصد در سال ۱۹۹۲ به ۲/۲۳ درصد در سال ۲۰۰۷ و میزان مشارکت خانوارها، شرکت های تجاری و دولت از ۱۰/۳۸ درصد در سال ۱۹۹۲ به ۳/۵۵ درصد در سال ۲۰۰۷ کاهش یافته است).

همانطور که می دانیم دارایی های واقعی شرکت های تخصصی وام رهنی اندک است. شرکت های وام رهنی، یا ناشران وام های رهنی، مؤسسات مالی هستند که با ایجاد وام های رهنی، پرداخت هایی را در ازای آن دریافت می کنند. شرکت های وام رهنی، برخلاف بانک ها و مؤسسات بانکی و اعتباری، وام های رهنی که ایجاد می کنند را نگهداری نمی کنند، بلکه آن را فروخته و به وصول دریافتی های آن و ثبت آن در دفاتر اقدام می کنند. در سال ۲۰۰۷ میلادی، شرکت های وام رهنی ۳۲/۴ درصد از کل وام های رهنی در بخش واحدهای مسکونی را ایجاد کرده اند. این شرکت ها عمده ترین ناشران اوراق انتقال وام های رهنی هستند که به وسیله اداره مسکن آمریکا (FHA) اداره امور سربازان پیشین (VA) بیمه شده اند و مؤسسه جنی می متولی آن است.

در مقایسه با مزایایی که انتشار اوراق قرضه با پشتوانه وام رهنی (MBB) دارد، هزینه هایی را نیز می توان برای آن برشمرد. اولین هزینه این است که اوراق بهادار مزبور، اوراق رهنی موجود در ترانزنامه مؤسسات مالی را تا مدت طولانی درگیر می کند. این کار سبب کاهش قدرت نقدشوندگی پورتفولیو دارایی ها می شود. دوم اینکه، با توجه به لزوم افزایش رتبه کیفی، نیاز به افزایش وثیقه ها به عنوان پشتوانه اوراق قرضه با پشتوانه وام رهنی (MBB)، افزایش می یابد. سوم اینکه، با نگهداری وام های رهنی در ترانزنامه، مؤسسه مالی ملزم به رعایت حد کفایت سرمایه و مالیات های مربوط به اندوخته قانونی می شود. به دلیل وجود چنین هزینه هایی، اوراق قرضه با پشتوانه وام رهنی (MBB) کمترین استفاده را در بین سه نوع اوراق بهادار با پشتوانه وام رهنی دارد.

مشارکت کنندگان بازار وام های رهنی

همانطور که می دانیم مؤسسات مالی نقش حیاتی را در بازارهای اولیه و ثانویه وام های رهنی ایفا می کنند. برخی از مؤسسات مالی (از قبیل بانک ها، مؤسسات پس انداز) فقط در بازارهای اولیه وام های رهنی مشارکت دارند. در حالی که برخی دیگر (از قبیل شرکت های وام رهنی) هم در بازارهای اولیه و هم در بازارهای ثانویه وام های رهنی، مشارکت می کنند (James, 2009).

با بررسی میزان مشارکت مؤسسات مالی در بازار وام های رهنی را در فاصله زمانی بین ۱۹۹۲ تا ۲۰۰۷ در می یابیم (Dumitru, 2009)؛ میزان مشارکت مؤسساتی که به تجمیع وام های رهنی و تبدیل آن به اوراق بهادار اقدام می کنند، افزایش

الف) فنی می

سابقه تشکیل این شرکت به سال ۱۹۳۸ باز می-گردد؛ زمانی که کنگره آمریکا به عنوان بخشی از سیاست‌های بهبود اقتصاد در طی دوره رکود بزرگ، با ایجاد موسسه ملی رهن فدرال (FNMA)، نخستین شرکت دولتی را به منظور ایجاد نقدینگی لازم برای بازار مسکن و ایجاد بازار ثانویه تاسیس نمود (Nicholas, Scherbina, 2012). این شرکت در سال ۱۹۶۸ به دونهاد مجزا شامل موسسه ملی رهن دولتی (GNMA) که اقشار با درآمد پایین را حمایت می‌کند و شرکت خصوصی فنی می (Fannie Mae) تقسیم گردید (Fabozzi, Modigliani, 1992).

بنابراین این شرکت در حال حاضر یک نهاد خصوصی تلقی می‌شود که در مالکیت سهامداران قرار دارد و سهام آن در بورس سهام نیویورک معامله می‌شود. با این حال، هنوز هم در اذهان بسیاری از مردم این تصور وجود دارد که این شرکت از پشتوانه حمایت‌های دولتی برخوردار است و همین طور تفکر آن را در رده مؤسسات دولتی قرار می‌دهد. در واقع وجود یک خط اعتباری در مؤسسه فنی می که به وسیله خزانه ایالات متحده آمریکا تضمین شده است. به این طرز تفکر دامن می‌زند و به همین دلیل نیز اوراق قرضه مؤسسه فنی می از رتبه اعتباری AAA برخوردار است. در انتشار اوراق بهادار انتقال وام رهنی، مؤسسه فنی می خیلی فعال‌تر از جنی می عمل می‌کند. مؤسسه جنی می تنها به عنوان متصدی طرح‌ها و تضمین‌کننده به موقع پرداخت‌ها به وسیله مؤسسات مالی تلقی می‌شود، در حالی که مؤسسه فنی می از راه خرید و نگهداری وام‌های رهنی در ترانزنامه خود، در عمل به ایجاد اوراق بهادار انتقال وام‌های رهنی کمک می‌کند. این در

شرکت‌های وام رهنی در سال ۲۰۰۷ تقریباً نصف اوراق بهادار مؤسسه جنی می را منتشر کرده‌اند. آنچه از این ارقام برمی‌آید این است که با وجود ایجاد وام‌هایی با این حجم زیاد در بازارهای وام رهنی، دلیل سرمایه‌گذاری با حجم اندک به وسیله شرکت‌های وام رهنی این است که اگر چه شرکت‌های وام رهنی به عنوان ایجادکنندگان اصلی وام‌های رهنی در بخش منازل مسکونی هستند، اما این شرکت‌ها اغلب وام‌های رهنی را در بلندمدت در پورتفولیو دارایی‌های خود نگهداری نمی‌کنند. بلکه عمده وام‌های رهنی که ایجاد کرده‌اند را فروخته و یا اینکه در بازارهای ثانویه وام رهنی به اوراق بهادار تبدیل می‌کنند.

مؤسسات مورد حمایت دولت (GSE)

مؤسسات مورد حمایت دولت (GSE)^۱، نهادهای مالی که با تصویب کنگره آمریکا و به منظور ارائه خدمات مالی تشکیل می‌شوند. کارکرد اصلی این قبیل نهادها، ارتقای اعتبار بخش‌های هدف‌گذاری شده اقتصاد است؛ به نحوی که کارایی و شفافیت بازار سرمایه بخش‌های مزبور را افزایش داده و ریسک سرمایه‌گذاران در این حوزه‌ها را کاهش دهند (Ambrose, Buttimer, 2005). تاثیر مطلوب این قبیل نهادها، تقویت دستیابی به اعتبار و کاهش هزینه با استفاده از کاهش ریسک زیان سرمایه‌ای سرمایه‌گذاران است. بخش کشاورزی، آموزش و تامین مالی مسکن معمولاً از بخش‌های اقتصادی هستند که باید مورد حمایت قرار گیرند (Kosar, 2007). مهمترین نهادهای مورد حمایت دولت آمریکا در حوزه مسکن عبارتند از:

- ✓ در ۱۹۶۸ خصوصی شد و در بورس نیویورک پذیرفته شد.
- ✓ یک خط تضمین اعتباری از خزانه دولت امریکا در اختیار دارد.
- ✓ عامه مردم این شرکت را شرکتی با حمایت کامل دولتی در نظر می‌گیرند ولی در واقع اینگونه نیست.

ب) جنی می

جنی می (GNMA) - مؤسسه ملی اوراق رهنی یا جنی می در سال ۱۹۶۸ میلادی و با جدا شدن از مؤسسه رهنی فدرال آمریکا یا فنی می در ایالات متحده آمریکا تاسیس شد. جنی می که مؤسسه ای با مالکیت دولتی محسوب می شود، دو وظیفه عمده را به عهده دارد: تصدی طرح های مربوط به اوراق بهادار با پشتوانه وام های رهنی به وسیله مؤسسات مالی از قبیل بانک ها، مؤسسات بانکی و اعتباری و ناشران وام رهنی؛ و تضمین کننده سرمایه گذارها در بخش اوراق بهادار با پشتوانه وام های رهنی، از راه کمک به پرداخت به موقع اصل و بهره وام های رهنی به وسیله مؤسسات مالی به دارندگان اوراق قرضه. به عبارت دیگر، جنی می وظیفه تضمین پرداخت به موقع را به عهده دارد. «تضمین پرداخت به موقع» به آن دسته از خدماتی اطلاق می شود که در آن متصدی اوراق انتقال وام های رهنی (از قبیل مؤسسه جنی می)، پرداخت های اصل و بهره دارندگان اوراق قرضه را در موعد تعیین شده تضمین می کند. مؤسسه جنی می در انجام دو وظیفه خود (تصدی طرح های مربوط به اوراق بهادار با پشتوانه وام های رهنی و تضمین پرداخت به موقع)، فقط از آن دسته از وام های رهنی تجمیع شده

حالی است که مؤسسه فنی می برای تأمین مالی خریدهای خود، به صورت مستقیم اقدام به انتشار اوراق قرضه نیز می کند (Marife and Dulay, 2013).

مؤسسه فنی می با خرید مجموعه وام های رهنی از بانک ها و مؤسسات بانکی و اعتباری، اقدام به ایجاد اوراق بهادار با پشتوانه وام های رهنی می کند؛ محل تأمین مالی مربوط به این خریدها اغلب به وسیله فروش اوراق بهادار با پشتوانه وام های رهنی به مؤسسات بیمه عمر یا صندوق های بازنشستگی است. همچنین، مؤسسه فنی می با مبادله اوراق بهادار با پشتوانه وام های رهنی با بانک ها و مؤسسات بانکی و اعتباری و دریافت مجموعه وام های رهنی در ازای آن، دست به معاملات تاخت می زند. از آنجا که مؤسسه فنی می، پرداخت های اصل و بهره مربوط به این اوراق بهادار را تضمین می کند، به همین دلیل مؤسسه مالی که اوراق بهادار با پشتوانه وام های رهنی را دریافت می کند، می تواند آن را در بازارهای سرمایه فروخته و یا اینکه آن را در پورتنفولیو خود نگهداری کند (Fabozzi, Modigliani, 1992). برخلاف مؤسسه جنی می که فقط از آن دسته از وام های رهنی حمایت می کند که ریسک اعتبار با ریسک عدم پرداخت آنها به وسیله یکی از مؤسسات دولتی تضمین شده باشد، مؤسسه فنی می وام های رهنی معمولی را که کمتر از ۸۰ درصد آن باقی مانده باشد، نیز تبدیل به اوراق بهادار می کند. منظور از وام های رهنی معمولی آن دسته از وام هایی هستند که به وسیله ناشران خصوصی وام های رهنی عرضه شده اند و در ادامه در مورد آنها بحث خواهد شد. بنابراین می توان گفت فنی می؛

- ✓ در ۱۹۳۸ به منظور تسهیل بازار رهن ثانویه ایجاد شد.

- ✓ کاملاً دولتی است و زیر نظر وزارت مسکن و شهرسازی فعالیت می‌کند.
- ✓ فقط ضمانت می‌کند و خریدار یا فروشنده اوراق رهنی نیست.
- ✓ جنی می اوراق رهنی خانوارهای ضعیف‌تر را ضمانت می‌کند.
- ✓ تفاوت آن با فنی می این است که جنی می بیشتر در بازار رهن واحدهای مسکونی در استطاعت اقشار ضعیف‌تر فعالیت می‌کند همچنین فنی می وام‌ها را می‌خرد و اوراق رهنی منتشر می‌کند ولی جنی می فقط گارانتی می‌کند و در نتیجه فعالیت بازار ثانویه را بهبود می‌بخشد.

ج) فردی‌مک

فردی‌مک در سال ۱۹۷۰ با هدف ایجاد نقدینگی، ثبات و ایجاد توانایی مالی در بازار مسکن آمریکا تاسیس شد. اداره فدرال وام و رهن مسکن آمریکا یا فردی‌مک نیز وظایف مشابهی با وظایف مؤسسه فنی‌می را انجام می‌دهد با این تفاوت که تبدیل وام‌های رهنی به اوراق بهادار در مؤسسه فردی‌مک به وسیله مؤسسات بانکی و اعتباری صورت می‌گیرد. مالکیت فردی‌مک نیز مانند مؤسسه فنی‌می در اختیار سهامداران قرار داشته و یک خط اعتباری نیز در نزد خزانه ایالات متحده آمریکا دارد. به همین دلیل فردی‌مک نیز، مانند مؤسسه فنی‌می، مجموعه وام‌های رهنی را از مؤسسات مالی خریداری کرده و اوراق بهادار یا پشتوانه وام‌های رهنی را با وام‌های رهنی معاوضه می‌کند. فردی‌مک مثل فنی‌می، وام‌های رهنی معمول را هم که به وسیله مؤسسات دولتی تضمین نشده‌اند به اوراق بهادار تبدیل کرده و

حمایت می‌کند که ریسک اعتبار یا ریسک عدم پرداخت آنها به وسیله یکی از سه نهاد دولتی، یعنی اداره مسکن آمریکا (FHA)، اداره امور سربازان پیشین (VA) و اداره مسکن کشاورزان (FMHA) تضمین شده باشد. وام‌های رهنی که به وسیله این مؤسسات تضمین نشده باشند مزیتی در بازار مسکن ندارند. به طور معمول میزان وام‌هایی که به وسیله این مؤسسات پرداخت می‌شود دارای سقف معینی هستند.

حداقل ارزش اسمی اوراق بهاداری که به وسیله مؤسسه جنی می منتشر می‌شود ۲۵,۰۰۰ دلار است. مؤسسه جنی می با تجمیع وام‌ها در واحدهای یک میلیون دلاری، به انتشار اوراق انتقال وام‌های رهنی اقدام می‌کند. به طور معمول جریان‌های نقدی که در قالب بهره و اصل از دارندگان وام‌های رهنی دریافت می‌شود، برای پرداخت‌های تعهد شده اوراق بهادار منتشر شده، استفاده می‌شود و وام‌های رهنی که به عنوان پشتوانه اوراق بهادار منتشر شده قرار گرفته‌اند، تضمینی برای پرداخت‌های دارندگان اوراق بهادار مؤسسه جنی می محسوب می‌شوند (Ambrose, Buttimer, 2005).

به طور معمول تمامی وام‌های رهنی که به وسیله مؤسسه جنی می برای انتشار اوراق بهادار تجمیع می‌شوند نرخ بهره یکسانی دارند. نرخ بهره ای که خریداران اوراق بهادار انتقال وام‌های رهنی مؤسسه جنی می در بازارهای ثانویه مطالبه می‌کنند، نیم درصد کمتر از نرخ بهره وام‌های رهنی مربوط به آن اوراق بهادار است. این نیم درصد بین مؤسسه مالی ارائه‌کننده وام رهنی و مؤسسه جنی می به عنوان تضمین‌کننده به موقع پرداخت‌ها، تقسیم می‌شود. بدین ترتیب می‌توان گفت جنی می؛

۳- روش‌شناسی پژوهش

این تحقیق از حیث نوع پژوهش، کاربردی، و از حیث از روش، تحلیلی- توصیفی است. در این تحقیق تلاش می‌شود به روش تحلیلی توصیفی و کتابخانه‌ای در حد ظرفیت یک مقاله به سوالات تحقیق پاسخ داده شود.

۴- فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اصلی پژوهش حاضر عبارتست از «امکان طراحی الگوی بهینه برای بازار رهن ثانویه در ایران وجود دارد» و فرضیه‌های فرعی آن عبارتند از:

- برای طراحی فنی می‌ایرانی، الگوی تبدیل شخصیت حقوقی موجود مناسب‌تر از تأسیس یک شخصیت حقوقی جدید است.
- ساختار مالکیتی بهینه برای فنی می‌ایرانی، شامل الگوی سه مرحله‌ای تمام دولتی، نیمه دولتی- نیمه خصوصی و نهایتاً تمام خصوصی است.

۵- نتایج پژوهش

۵-۱- ساختارهای مالکیتی پیشنهادی برای فعالان بازار رهن ثانویه در ایران

- مالکیت صد درصد دولتی (Full Government ownership)

براساس این مدل موسسات فعال در بازار رهن ثانویه به صورت کامل از ساختار دولتی بهره‌مند خواهند بود و کلیه ضمانت‌های این مؤسسات از اعتبار و حمایت دولتی برخوردار می‌گردند. نیروی انسانی شاغل در این موسسه در بخش خدمات عمومی بود. و حقوق و مزایای آنها صرف و از عملکرد موسسه در قالب کارمند دولت پرداخت

پرداخت‌های به موقع بهره و اصل اوراق بهادار را در موعد تعیین شده تضمین می‌کند (Ambrose, Buttimer, 2005).

امروزه از هر چهار خانوار یک نفر از طریق فردی مک صاحب خانه می‌شود و از مهمترین بزرگترین منابع تامین مالی برای مجتمع‌های آپارتمانی است. این شرکت در بازار ثانویه وام رهنی مشارکت دارد که این امر از طریق خرید وام‌های رهنی مسکن، خرید اوراق بهادار رهنی مرتبط به سرمایه‌گذاری ها در بخش مسکن و همچنین انتشار اوراق بهادار رهنی تضمین شده، انجام می‌دهد. باید توجه داشت که بازار ثانویه رهنی، شامل نهادهایی که اقدام به خرید و فروش سبدهی از وام‌های رهنی (که هنوز به اوراق بهادار تبدیل نشده‌اند) و اوراق بهادار مرتبط با وام‌های رهنی می‌کنند. در نتیجه فردی مک به طور مستقیم با مالکان خانه^۳ در ارتباط نمی‌باشد. (در حقیقت از بزرگترین سرمایه‌گذاران اوراق بهاداران رهنی، خریدار و نگه‌دارنده اوراق MBS خود و دیگران است). بنابراین می‌توان گفت، فردی مک؛

✓ صد در صد مالکیت آن عمومی است.

✓ فعالیت آن مشابه فنی می‌است بجز آنکه منبع بیشتر وام‌های آن از نهادهای سپرده‌پذیر است.

همچنین فردی مک چند هدف مهم را دنبال می‌کند که عبارتند از:

(۱) اطمینان از اینکه موسسات مالی مسکن پول کافی برای وام دادن را در اختیار دارند.

(۲) خانواده‌ها / مصرف‌کنندگان راحت تر بتوانند هزینه‌های خانه را پرداخت کنند.

(۳) ایجاد ثبات در بازارها وام رهنی مسکن در زمان‌های بحران مالی.

صورت تلفیق آن در یک بخش صد در صد دولتی به نظر می‌رسد دچار کاهش کیفیت نیروی انسانی گردد.

علیرغم نقش گسترده‌تری که چنین موسسه‌ای برعهده می‌گیرد، نظارت گسترده‌تر دولتی، ضرورت تأیید و تصویب قوانین برای اجرای عملیات جدید و نوآورانه در نهایت باعث محدود کردن فعالیت آن در حالت‌های برای تأمین نقدینگی برای مجموعه تعریف شده‌ای از رهن‌ها می‌گردد. از سوی دیگر هدف عمده چنین موسسه‌ای نیز با توجه به ماهیت دولتی آن تمرکز ویژه بر خانه‌دار کردن خانوارهای با درآمد متوسط به پایین خواهد بود. همچنین برنامه‌های تأمین مالی بخش اجاره مسکن نیز احتمالاً به عنوان یکی از اهداف پایدار این قبیل موسسات تلقی خواهد شد.

- تعهدات چنین موسسه‌ای نیز در نهایت در تراز پرداخت‌های دولت منعکس می‌گردد. در این حالت بدهی کشوری همچون آمریکا، ۱۲ تریلیون دلاری دولت آمریکا در تراز پرداخت‌ها با افزایشی به میزان ۶ تریلیون دلار مواجه خواهد شد.

• **مالکیت صد درصد خصوصی (Fully Private)**
معمولاً با شروع هر کسب‌وکار پر بازدهی که در بخش دولتی وجود دارد، بخش خصوصی نیز یا به طور همزمان یا با فاصله زمانی معینی داوطلب ورود به آن کسب و کار خواهد بود. به عنوان مثال با بررسی بازار رهن ثانویه در آمریکا می‌توان مشاهده نمود که با آغاز به کار فنی می و فردی مک سرمایه‌گذاران خصوصی نیز اقدام به ورود به بازارهای ثانویه دارایی‌های مختلف از جمله اوراق رهنی نمودند. در این رویکرد به حذف کامل دولت در ساختار موسسات نامبرده تأکید می‌شود با این

می‌گردد و نظارت نهاد قانونگذاری با نظارتی در حد بالای افزایش می‌یابد در این حالت قرض گیرندگان هزینه یا کارمزدی تحت عنوان بیمه یا ضمانت پرداخت می‌نمایند تا امکان تأمین سرمایه با پشتوانه تضمینی دولتی برایشان فراهم گردد.

مزیت‌ها:

- این مدل تضاد تاریخی میان مأموریت یا رسالت دولت و بازدهی سهامداران را از بین می‌برد.
- این مدل ابزاری قدرتمند برای مدیریت نقدینگی در بخشهای مختلف بازار رهنی را در اختیار دولت قرار می‌دهد.
- با استفاده از این مدل کلیه کارکردهای کلیدی EGSE از جمله نقد شونگی و استانداردسازی تحت کنترل دولت تحقق پیدا می‌کند.

معایب:

- در یک ساختار کاملاً دولتی عمدتاً ابزارهای تشویقی برای اجتناب از ریسک مورد توجه قرار می‌گیرند نه مدیریت ریسک، ساختار بوروکراتیک حاکم بر بخش دولتی و نیز ضرورت نظارت گسترده نهاد قانونگذاری عمدتاً مانع خلاقیت و نوآوری بوده و کارایی عملیاتی را به صورت منفی تحت تأثیر قرار می‌دهد.

- مدل‌های جبران خدمات نیروی انسانی که در بخش دولتی مورد استفاده قرار می‌گیرند از جذابیت لازم برای به کارگیری نیروهای انسانی متخصص برخوردار نمی‌باشد، لذا کسب تجربه یا حفظ آن تحت این مدل‌ها دشوار به نظر می‌رسد. این در حالی است که با بررسی تجربه شرکت آمریکایی فردی مک مشاهده می‌شود که این شرکت به واسطه برخورداری از سیستم‌های جذاب حقوق و دستمزد از نیروی انسانی ممتازی برخوردار است که در

- درگیری دولت در تضمین به شدت کاهش می‌یابد.

- ریسک ناشی از ورشکستگی در بازار بیشتر متوجه سرمایه‌گذاری خصوصی است تا پرداخت-کنندگان مالیات.

معایب:

- وقوع بحران مالی اخیر نشان داد که علیرغم مزایای متصور از حضور فعالان کاملاً خصوصی در بازار ثانویه رهن، اما کارآمدی حضور آن‌ها در این بازار چندان روشن نیست. در آمریکا، ریسک سیستمی ناشی از بزرگتر شدن سایز و حجم فعالیت این موسسات به ویژه بی‌ثباتی حاصل از آن در بسیاری موارد، دخالت دولت فدرال را در پی داشته است. در واقع منتشر کنندگان اوراق در وال استریت به دلیل عدم وجود نظارت دولتی بخشی از بحران مالی اخیر شدند.

- از آنجا که بخش خصوصی به دنبال کسب سود و حداکثر سازی ثروت خود می‌باشد، هیچ گونه تعهدی نسبت به تأمین نیاز مسکن جامعه را قبول نمی‌کند. در واقع بخش خصوصی انگیزه‌ای برای سرمایه‌گذاری در بخش تأمین نیاز مسکن برای اقشار با درآمد متوسط به پایین (که گاهاً به اندازه سایر بخش‌ها سودآور هستند) ندارد.

- بخش خصوصی هیچ تمایلی برای ارایه اوراق رهنی به نرخ ثابت و بلندمدت بدون اخذ پیش پرداخت ندارد. موضوعی که مورد توجه بسیاری از مشتریان و مصرف‌کنندگان این بخش قرار می‌گیرد.

• مدل دولتی - خصوصی (The regulatory utility model)

استفاده از این مدل با اوج گیری بحران اعتباری مورد بحث قرار گرفت ولی هنوز ساختار ویژه و

وجود آثار احتمالی این حذف و تبدیل شدن آن به موسساتی کاملاً خصوصی به روشنی قابل تشریح نیست. به ویژه بحران‌هایی که در طی دهه اخیر به وقوع پیوست تردید در این زمینه را بیشتر می‌کند.

با توجه به تردید فوق الذکر، تشکیل کارگروهی نظارتی متشکل از متخصصان حوزه سیاستگذاری مسکن و رهن چهارچوبی ضروری می‌نماید به گونه‌ای که در آن هر موسسه‌ای که اقدام به انتشار MBS می‌نماید بایستی خود را ملزم به رعایت الزامات آن کارگروه نماید به گونه‌ای که شرایط سرمایه‌گذاری در این حوزه قانونمند گردد. شرایطی همچون انجام حسابرسی‌های دوره‌ای منظم، رعایت شفافیت عملیاتی، الزام پیروی کلیه MBSها از استانداردهای یکسان به ویژه استانداردهای حسابداری و تسویه از مواردی هستند که توسط کارگروه‌های مزبور مورد توجه قرار می‌گیرند.

مزیت:

- شرکت‌های خصوصی از قابلیت بالایی برای ورود به بازار یا خروج از بازار رهن برخوردارند. عدم الزام پیروی از رویه‌ها و مقررات دست و پاگیر به این موسسات امکان می‌دهد به راحتی خود را با تغییرات بازار و موسسات دیگر انطباق داده و به همین دلیل از خلاقیت و قدرت نوآوری بالایی برخوردارند. این موضوع در عین حال به وام دهندگان بازار اولیه این امکان را می‌دهد تا محصولات جدیدی عرضه کرده وارد بازارهای جدیدتری شوند.

- این شرکت‌ها امکان جذب و به کارگیری نیروی انسانی متخصص و کارآمد و نگهداری آنها را در یک بازار رقابتی دارند.

- اعمال قوانین و مقررات سختگیرانه و دست و پاگیر به سهم خود باعث تصمیم‌گیری سیاسی و تأثیر منفی آن بر فعالیتهای اجرایی شرکت می‌گردد.

- در این مدل شرکت به هزینه مصرف‌کنندگان عمدتاً به تأمین نیازهای وام‌دهندگان متمرکز گردیده و بر درآمدهای مستمر و پایدار تأکید بیشتری می‌کند. فقدان رقابت انگیزه‌ای برای خلاقیت و نوآوری ایجاد نمی‌کند.

- اعمال محدودیت و نظارت بیش از اندازه بر فعالیت‌ها و به ویژه سودآوری شرکت، توجه به بخش‌هایی از بازار را که خدمت‌رسانی به آن سخت می‌باشد از اهمیت کمتری برخوردار می‌سازد.

• طرح پیشنهادی موسسه بانکداران رهنی آمریکا (MBA⁴)

بر اساس این مدل اوراق رهنی با پشتوانه تضمین دولتی توسط نهادهای موسوم به MCEG⁵ منتشر می‌گردد و این شرکت سرمایه لازم برای حمایت و پوشش MBS را تأمین نموده و در صورت زیان نیز اولین ارگانی است که زیان را تقبل می‌کند. همچنین این شرکت‌ها بمنظور تقویت موضع و جایگاه خود می‌توانند الزامات اعتباری بیشتری نیز مطالبه نمایند.

MCEG بایستی از نظر مالی به شیوه‌ای مناسب تأمین مالی شده و از قدرت بالایی برخوردار باشد. این امر می‌تواند از طریق نرخ‌های مناسب بیمه تضمین دولتی تحقق پیدا کند. در این مدل پیشنهاد می‌شود قابلیت‌های اصلی فنی می و فردی مک به این شرکت‌های جدید یعنی MCEG منتقل شده که این امر می‌تواند شامل کلیه خدمات این موسسات باشد.

خاصی برای آن پیشنهاد نشده است. در واقع در این مدل موسسه‌ای شکل می‌گیرد که از حمایت مالی دولت برخوردار بوده و در عین حال ساختاری خصوصی دارد. قوانین و محدودیت‌های عملیاتی چنین ساختاری نیز بسیار بالا است. دلیل اصلی شکل‌گیری چنین ساختاری غلبه بر تضاد تاریخی میان اهداف دولت و بخش خصوصی است.

مزایا:

- این مدل با به کارگیری ساختار سهامداری به دنبال حداکثر استفاده از سرمایه بخش خصوصی است و به طور همزمان با بکارگیری سیستم قانونی و نظارتی به دنبال تمرکز بر منافع عمومی است.

- جذب سرمایه‌های خصوصی برای تأمین منافع عمومی

- استفاده از این مدل اندازه و نوع رهن مورد هدف را کنترل می‌کند و می‌تواند از ریسک سیستمی ناشی از بزرگ شدن حجم و تنوع بیش از حد اوراق رهنی که می‌تواند منجر به بی‌ثباتی بازار گردد جلوگیری کند.

- استفاده از این مدل قابلیت پیش‌بینی و نیز سلامت بازار اولیه را در قیمت‌گذاری، دسترسی و ... افزایش می‌دهد.

معایب:

- تا زمانی که موقعیتی انحصاری برای چنین شرکتی فراهم نگردد سرمایه‌گذاران رغبتی برای فعالیت و حضور در آن پیدا نمی‌کند.

- امکان اعمال کنترل بر قیمت‌گذاری و کسب سود بیشتر برای سرمایه‌گذاران

- چابکی و سرعت عمل در پاسخ به تغییرات بازار به واسطه وجود قوانین و مقررات نظارتی در این مدل کاهش می‌یابد.

مزیت‌ها

- در این مدل هرگونه تعهد برای پاسخ به نیاز بخش‌های کمتر توسعه یافته بازار از MCEG جدا و بر عهده جنی می و FHA قرار می‌گیرد. چنین وضعیتی به سرعت منجر به شکل‌گیری یک سیستم دو سطحی می‌گردد که در آن اعتبار مورد نیاز خانوارها تنها از طریق حمایت سیستم دولتی قابل دسترسی است و MCEG ها تنها بر بخش‌های سودآور بازار متمرکز خواهند شد.

• الگوی پیشنهادی موسسه کردیت سوئیس (CREDIT-SUISSE)

در این مدل نیز همانند مدل پیشنهادی MBA پس از شناسایی و طبقه‌بندی دارایی‌های موجود در ترازنامه فنی می و فردی مک و تفکیک دارایی‌های ریسکی و نامناسب، برای سایر دارایی‌ها MBS جدید در قبال اخذ هزینه یا کارمزد تضمینی قابل اتکا دریافت می‌گردد. در این حالت نیز GSE جدید تنها وام‌هایی را تقبل می‌کند که توسط نهاد قانون‌گذار به روشنی تعریف شده و در عین حال از تایید کنگره نیز برخوردار باشند.

• الگوی شرکت‌های تحت مالکیت دولت (GOVERNMENT OWNED CORPORATION)

در این حالت که چیزی مابین شرکت صدرصد دولتی و شرکت کاملاً خصوصی می‌باشد، سازمان خارج از چارچوب‌های دولتی عمل می‌نماید ولی از نظر مالکیتی به طور کامل یا نسبی متعلق به دولت می‌باشد. قانون کنترل شرکت‌های دولتی مصوب ۱۹۴۵ ناظر بر فعالیت‌های این قبیل موسسات می‌باشد. دولت به عنوان سهامدار این شرکت کنترل عملیات شرکت را در دست می‌گیرد در عین حال

- پیشنهاد ارائه شده از سوی MBA میتواند ارائه اعتبار بلندمدت با نرخ ثابت را از طریق تضمین بازپرداخت بواسطه تضمینی دولتی امکان‌پذیر سازد.

- ساختار پیشنهادی سرمایه بخش خصوصی را با ریسک مواجه می‌کند و از طرف دیگر با محدود کردن پوشش تضمین دولتی، پرداخت‌کنندگان مالیات را از تقبل هزینه‌های ناشی از عملکرد ضعیف انتشاردهندگان اوراق محافظت می‌کند.

- امکان بکارگیری نیروی انسانی متخصص فارغ از محدودیت‌های بخش دولتی برای این موسسات فراهم می‌باشد.

- با جدا شدن تضمین اوراق از تضمین موسسات در این مدل حتی در صورت ورشکستگی بخش خصوصی، دولت تنها نسبت به سرمایه‌گذاران اوراق مسولیت خواهد داشت و امکان ارائه خدمات به مشتریان از سوی سایر MCEG های فعال در بازار وجود خواهد داشت.

معایب

با محدود کردن نقش دولت فدرال به مجموعه محدود و استاندارد از اوراق در این مدل عملاً توسعه، توزیع و بازاریابی هرگونه نوآوری و خلاقیت خارج از این محدوده استاندارد توسط سایر بخش‌های غیر رسمی بازار انجام می‌گیرد. این امر در نهایت توانایی جامعه بانکی و موسسات اعتباری را در ارائه مستقل محصولات و خدمات جدید کاهش می‌دهد.

امکان جبران خدمات مدیران و نیروی انسانی خارج از چارچوب‌های دولتی را نیز در اختیار دارد. هدف چینی موسسه‌ای سودآوری فعالیتها خواهد بود اما دولت در عین حال از اختیار تصمیم‌گیری لازم در خصوص نحوه سرمایه‌گذاری و تخصیص منابع برخوردار خواهد بود.

مزایا

- در این مدل امکان نگه‌داری و جذب سرمایه خصوصی به اشکال مختلف (استقراض با پشتوانه دولتی - سهام ترجیحی با سود ثابت) و نیز تضمین سود پایدار برای دولت بواسطه سهام آن وجود دارد. سهام دولت در این حالت امکان نظارت و کنترل را نیز فراهم می‌سازد.
- استخدام، جبران خدمات و مدیریت نیروی انسانی خارج از چارچوب‌های حاکم بر بخش خدمات دولتی قابل اجراست.
- دولت هنگام تصمیم‌گیری در خصوص فروش سهام خود و خروج از شرکت امکان کسب سود بالایی خواهد داشت. همانطور که در مورد فنی‌می در ۱۹۶۸ اتفاق افتاد.

معایب

علی‌رغم اینکه مالکیت دولتی تضاد میان اهداف عمومی و بخش خصوصی را کاهش می‌دهد لذا آنرا بطور کامل حذف نمی‌کند. علی‌رغم اینکه ضمانت اعتباری کاملاً دولتی در این مدل در عمل اتفاق نمی‌افتد اما تلقی فعالان بازار اینگونه است که چنین تضمینی وجود دارد.

یکی دیگر از اشکال قابل طرح در این بحث مدل تعاونی است که بر اساس آن موسسات فعال در بازار ثانویه توسط وام‌دهندگان که مشتریانشان به حساب می‌آیند تملک می‌گردند. چنین حالتی مشابه مدل Federal Home Loan Bank می‌باشد که در آن از وام‌دهندگان خواسته شد نسبت به خرید سهام فنی‌می در دوره مالکیت ترکیبی آن از ۱۹۴۵ تا ۱۹۶۸ اقدام نمایند. تمامی مزایا و معایب مطرح شده در مالکیت دولتی در این مدل نیز قابل طرح می‌باشد.

۵-۲- انتشار اوراق پوششی (Covered Bonds)

بجای انتشار اوراق رهنی

یکی از بدیل‌های مناسب برای اوراق رهنی (MBS) اوراق پوششی است. این اوراق به ویژه بعد از بحران اعتباری اخیر و در اروپا و کشورهایی چون دانمارک مطرح گردیده و از آنها به عنوان منبع اصلی سرمایه رهنی یاد می‌شود. براساس این مدل وام‌دهندگان اقدام به انتشار اوراق رهنی می‌نمایند که در نهایت در قالب اوراق بهادار جدید به سرمایه‌گذاران فروخته می‌شود.

دارایی‌هایی که پشتوانه این اوراق قرار می‌گیرند در صورت‌های انتشار دهندگان حفظ می‌شوند. منتشرکنندگان اوراق ضمن جایگزینی اوراق ترهینی نکول شده به اوراق جدید بایستی امکان حفظ اصل و سود اوراق را نیز داشته باشند. در واقع این نوع اوراق جزء اوراق ترهینی به حساب می‌آیند که بیش از آن که نقد شوند، باشند، ساختار یافته هستند.

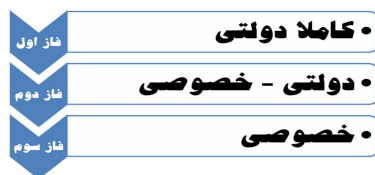
۶- نتیجه‌گیری و بحث

ارائه ساختار مطلوب برای راه‌اندازی سازمانی شبیه به فنی‌می در ایران مستلزم تصمیم‌گیری در

• مدل تعاونی (مشارکتی) Cooperative Model

با یک بررسی اولیه از شرکت‌های موجود و فعال در حوزه بازار پول و سرمایه در می‌یابیم که شرکت‌های تأمین سرمایه شاید یکی از نزدیک‌ترین سازمان‌ها به شرکت‌های فنی می و فردی مک باشند. چرا که؛

اولاً در ساختار فعلی آنها بخشی تحت عنوان مهندسی مالی و طراحی ابزار وجود دارد و از توان نیروی انسانی متخصص در این حوزه بهره‌مند هستند و ثانیاً یکی از وظایف اصلی فنی می و فردی مک که ضمانت اوراق رهنی است هم اکنون توسط شرکت‌های تأمین سرمایه در ایران در مورد انواع اوراق بهادار صورت می‌گیرد.



دولتی یا خصوصی بودن ساختار مالکیتی؟ روند پیشنهادی برای ایران

ب) تأسیس یک شخصیت حقوقی مستقل

به طور کلی ایجاد یک شخصیت حقوقی جدید مستلزم بررسی اهداف متصور از ایجاد موجودیت جدید و نیز اطمینان حاصل کردن از موارد زیر است:

۱. بستر قانونی لازم
۲. توجیه‌پذیر بودن از منظر مالی
۳. وجود نیروی متخصص و کارآمد مورد نیاز سازمان

با توجه به اینکه در حال حاضر قوانین موجود در کشور تا حد زیادی بستر قانونی لازم را برای ایجاد یک نهاد مالی فراهم نموده است، بنظر می‌رسد در این خصوص خلأ قانونی وجود ندارد اما نظر به

خصوص ساختار مالکیتی، اهداف و وظایف چنین سازمانی است. با توجه به اینکه در بخش قبل سه نوع ساختار مالکیتی برای این سازمان‌ها برشمرده شد، ضروری است به وظایف آنها با لحاظ فضای کسب و کار بومی در ایران نیز اشاره گردد. به طور کلی دو وظیفه اصلی این سازمان‌ها عبارتند از:

* انتشار اوراق رهنی

* تضمین اوراق رهنی

همانطور که از وظیفه اول بر می‌آید، انتشار اوراق رهنی مستلزم اندازه‌گیری ریسک و رتبه‌بندی وام‌های رهنی است. با توجه به اینکه در حال حاضر هنوز موسسات رتبه‌بندی اعتباری در ایران تأسیس و راه‌اندازی نشده‌اند، بنظر می‌رسد یا باید این وظیفه در قالب یک دپارتمان درون سازمانی صورت پذیرد و یا اینکه به صورت همزمان در بازار سرمایه، اقدام به تأسیس موسسات رتبه‌بندی صورت پذیرد.

در خصوص وظیفه دوم که همان تضمین اوراق رهنی است، باید گفت که در حال حاضر در ایران ضمانت اوراق به صورت کاملاً سنتی و معمولاً توسط بانک‌ها یا موسسات تأمین سرمایه انجام می‌گیرد. این در حالی است که اگر موسسات رتبه‌بندی اعتباری وجود داشته باشند، میزان ضمانت به صورت چشمگیری متناسب با میزان ریسک اوراق خواهد بود و نیاز به چنین ضمانت سنتی نخواهد بود.

در مجموع با توجه به مطالب مطروحه در خصوص ساختار مالکیتی، اهداف و وظایف فنی می و فردی مک، و فضای بومی کسب و کار در ایران، ساختارهای زیر پیشنهاد می‌گردد:

الف) تبدیل یک شخصیت حقوقی موجود به سازمانی شبیه به فنی می در ایران

- * Fabozzi, Frank J.; Modigliani, Franco (1992), Mortgage and Mortgage-backed Securities Markets.
- * Kosar, Kevin R (2007). Government-Sponsored Enterprises (GSEs): An Institutional Overview, CRS Report for congress.
- * Lemke, Lins and Picard (2013), Mortgage-Backed Securities, Chapter 4, Thomson West.
- * Lerner, Josh and Peter Tufano, (2010). The consequences of financial innovation: A counterfactual research agenda. NBER Working Paper No. 16780
- * Marife M. Ballesteros and Daisy Dulay (2013). Feasibility of Mortgage-Backed Securitization for the Underserved Housing Market in the Philippines, Philippine Institute for Development Studies: DISCUSSION PAPER SERIES NO. 2013-43.
- * Nicholas, Tom and Anna Scherbina, (2012). Real Estate Prices During the Great Depression. Real Estate Economics, forthcoming.
- * POPESCU, Dumitru (2009), MARKET RISK ASSESSMENT OF A BANK, METHODS AND MEASUREMENTS, Bucharest, Bucharest Academy of Economic Studies.
- * Riley, James, (2009). International Government Finance and the Amsterdam Capital Market, 1740-1815, Cambridge: Cambridge University Press

یادداشت‌ها

- ¹- government-sponsored enterprise (GSE)
- ² Federal National Mortgage Association
- ³ homeowners
- ⁴ Mortgage Bankers Association proposal
- ⁵ mortgage credit-guarantor entities

اینکه ایجاد سازمانی با کارکردهای ویژه فنی می و فردی مک، قوانین و مقررات خاص می طلبد، احتمالاً پیگیری این روش نسبت به روش اول زمان بیشتری طلب خواهد کرد.

در خصوص بند دوم از الزامات تأسیس این شخصیت حقوقی نیز باید گفت که طبیعتاً شروع هر کسب و کار نیازمند وجود توجیهی مالی و اقتصادی است. از این رو بدیهی است که تهیه یک گزارش طرح کسب و کار (BP) برای تأسیس سازمانی شبیه فنی می و فردی مک در ایران ضروری است.

در پایان این که وجود نیروی متخصص و کارآمد، از ضروریات هر سازمان دانش‌بنیان محسوب می‌شود. در حال حاضر منابع انسانی متخصص در حوزه مهندسی مالی تنها در نهادهای مالی بازار سرمایه موجود می‌باشند، که همین امر تأسیس چنین سازمانی را یا در قالب یکی از نهادهای مالی تحت نظارت سازمان بورس بیشتر هویدا می‌سازد.

فهرست منابع

- * بانک مسکن (۱۳۵۸)، اساسنامه بانک مسکن، تهران، بانک مسکن، قابل دسترسی در: <http://bank-maskan.ir/93/index.aspx>
- * بانک مسکن (۱۳۹۲)، گزارش عملکرد بانک شهریور ۱۳۹۲، اداره کل آمار و اطلاعات.
- * وزارت مسکن و شهرسازی (۱۳۸۵)، طرح جامع مسکن؛ سند راهبردی - اجرایی، تهران: وزارت مسکن و شهرسازی، جمع‌بندی طرح‌های جامع.
- * Ambrose, Brent W., and Richard Buttimer (2005). "GSE Impact on Rural Mortgage Markets." Harvard Business School Press. Regional Science and Urban Economics 35, no. 4: 417-443.
- * Crouhy, Michel, Galai, Dan & Mark, Robert (2006), Essentials of RiskManagement, New York, McGraw-Hill.