

## مروری بر سیستم تامین مالی مسکن در آلمان

سجاد سیاح<sup>۱</sup>

براساس بخش آمار و قیمت‌های نشریه اقتصادی انگلیسی اکونومیست، متوسط قیمت خانه بین سال‌های ۱۹۹۷ و ۲۰۰۷ در بسیاری از کشورها دو یا حتی سه برابر افزایش داشته است. در انگلیس قیمت مسکن ۲۱۰ درصد، در اسپانیا ۱۹۰ درصد، در استرالیا ۱۶۸ درصد و در آمریکا ۱۰۴ درصد افزایش یافت. آلمان اما یکی از معدود کشورهای پیشرفته اقتصادی جهان بود که در ۱۰ سال گذشته این رونق جهانی را تجربه نکرد. براساس مطالعات انجام شده توسط اتحادیه املاک و مستغلات آلمان که بر بیش از ۱۵۰ شهر آلمان تحقیق کرده است، قیمت مسکن در سال ۲۰۰۷ در همه این شهرها همانی بوده که ۱۰ سال پیش بوده است. از این رو در این مقاله با بررسی سیستم تامین مالی مسکن در آلمان به دنبال آن هستیم که اجزای سیستم تجهیز منابع در آلمان و بخصوص ویژگی‌های اصلی نهادها و ابزارهای تامین مالی آن را مورد بررسی قرار دهیم. این بررسی می‌تواند در خصوص راه‌اندازی نهادهای جدید تامین مسکن، مثل اوراق رهنی بانک مسکن و نیز راه‌اندازی صندوق‌های املاک و مستغلات در ایران، راهگشا باشد.

### موسسات تامین مالی مسکن در دنیا:

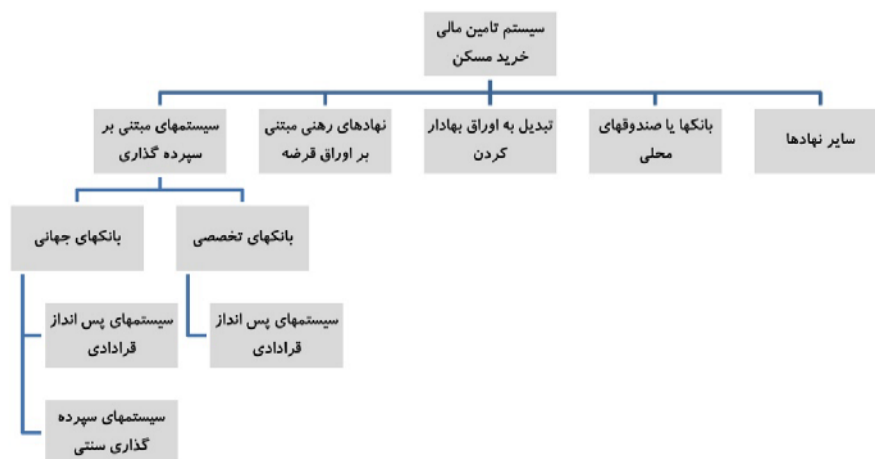
طی سی سال گذشته، سیستم تامین مالی خرید مسکن در کشورهای صنعتی بطور اساسی دچار تغییر و تحول شده است. در گذشته، وام‌دهندگان محلی خرید مسکن و یا شرکت‌های دولتی که به ارایه تسهیلات خرید مسکن می‌پرداختند، بشدت تحت مقررات و نظارت سیستم نظارتی قرار می‌گرفتند. تامین مالی از طریق وام رهنی بوسیله جریان‌های سرمایه‌ای بین‌المللی

---

۱. دانشجوی دکتری مدیریت مالی دانشگاه تهران

صورت نمی‌گرفت. امروزه یکپارچگی و ادغام سیستم‌های تامین مالی خرید مسکن با بازارهای سرمایه، علی‌رغم اشکال مختلف آن به یک پدیده جهانشمول تبدیل شده است. آزادسازی تامین مالی خرید مسکن و ادغام آن با بازارهای مالی بین‌المللی در سرتاسر دنیا رخ داده است. شکل یک، تصویر کلی از انواع نهادهای درگیر در تامین مالی مسکن را به تصویر می‌کشد.

شکل (۱) موسسات تامین مالی مسکن



در حالت کلی می‌توان چهار الگوی کلی را برای تامین مالی مسکن دسته‌بندی نمود:

- سیستم تامین مالی از طریق نهادهای سپرده‌پذیر یا نظام سپرده‌گذاری (توسط بازار پول)
- نهادهای رهنی مبتنی بر صدور اوراق قرضه (بانک‌های رهنی)
- تبدیل به اوراق بهادار کردن
- وام‌های خرید خانه از آژانس‌های بین‌المللی، بانک‌های محلی خرید خانه و صندوق‌های املاک

روش‌های سنتی تامین مالی خرید مسکن تحت محدودیت‌های سیاست‌های دولتی شکل گرفته بودند که نتیجتاً سیستم تامین مالی خرید مسکن را از بقیه اقتصاد جدا می‌شد. حتی

رویکردهای مبتنی بر بازار نیز، که از طریق سیستم سپرده‌گذاری اقدام به تامین مالی خرید مسکن می‌نمودند، تا دهه ۱۹۸۰ بشدت تحت نظارت و مقررات دولت بود. برای مثال در انگلیس، سیستم‌های تامین مالی خرید مسکن در اوایل دهه ۱۹۸۰ عمدتاً بوسیله انجمن ساخت‌وساز که با هزینه نرخ بهره پایین‌تر از بازار حمایت می‌شدند، صورت می‌گرفت. انجمن‌های ساخت‌وساز با همکاری مشترک طرف‌های مختلفی شکل گرفتند که بدنیال تبدیل پس‌اندازها به تامین مالی خرید مسکن بودند. با تزریق وام‌هایی با نرخ بهره پایین‌تر از بازار، دیگر بازار رهنی چندان تحت تاثیر نوسانات اقتصاد کلان نبود. تحت این شرایط موسساتی که از طرق بازار به دنبال گردآوری و افزایش وجوه بودند، مثل بانک‌های تجاری قدرت رقابت نداشته و تامین مالی رهنی در انحصار نهادهای مالی که تحت تاثیر نیروهای بازار نبودند، باقی ماند.

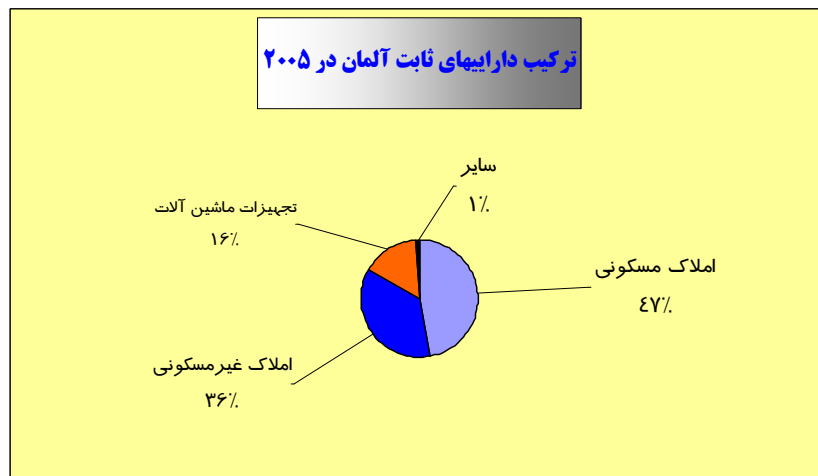
#### وضعیت مسکن در آلمان:

براساس مطالعات انجام شده توسط اتحادیه املاک و مستغلات آلمان که جامعه تحقیق آن شامل بیش از ۱۵۰ شهر آلمان بوده است، قیمت مسکن در سال ۲۰۰۷ در همه این شهرها، تقریباً برابر با قیمت ۱۰ سال پیش بوده است. در حقیقت رونق اقتصادی که کشورهای انگلیس و آمریکا و دیگر کشورهای غربی در چند سال گذشته تجربه کردند، همان رونقی است که آلمان در دهه ۱۹۹۰ تجربه کرده بود. در ۱۰ سال گذشته آلمان با دوره‌هایی از فراز و فرود اقتصادی روبرو بوده است. در سال ۲۰۰۱ اقتصاد آلمان دچار رکود شد و نرخ بیکاری در این کشور به رکورد رسید. ترکیدن حباب بازار سهام در سال ۲۰۰۰ به اقتصاد آلمان به شدت آسیب وارد کرد. در اثر این بحران، بازار سهام فرانکفورت به شدت دچار سقوط شد، اما سقوط بازار سهام باعث نشد که سرمایه‌گذاران نقدینگی خود را در بازار املاک سرمایه‌گذاری کنند.

آرامش واقعی در بازار مسکن آلمان که به اعتقاد فعالان آلمانی این بازار تا سال‌های آینده نیز ادامه خواهد داشت، نتیجه تحولات اقتصادی در اوایل دهه ۱۹۹۰ و بعد از اتحاد دو دولت آلمان شرقی و غربی است. برای درک اینکه بازار مسکن آلمان چرا در یک دهه گذشته چنین بدون تغییر مانده، باید به اوایل دهه ۱۹۹۰ بازگردیم. در ژوئن سال ۱۹۹۱ یعنی ۸ ماه بعد از اتحاد دو آلمان، قانونی که برای احیای اقتصاد آلمان شرقی سابق تدوین شده بود، به اجرا

گذاشته شد. این قانون مشوق‌های مالیاتی بسیار خوبی را به سرمایه‌گذاران بازار مسکن پیشنهاد می‌داد و می‌گفت که هر کس در آلمان شرقی سابق یا برلین خانه‌ای بسازد یا آن را بازسازی کند، از کلیه هزینه‌های سرمایه‌گذاری از مالیات بر درآمد گرفته تا دیگر هزینه‌ها، تا ۱۰ سال معاف می‌شود. بسیاری از ثروتمندان آلمان غربی از این فرصت استثنایی استفاده کرده و سرمایه‌های خود را در بازار املاک شرق آلمان ریختند. حتی بعضی سیاستمداران هم شروع به خرید و ساخت خانه از آپارتمان‌های یک طبقه تا مجموعه‌های ساختمانی بزرگ در این منطقه کردند. بازار املاک آلمان در نتیجه این قانون در اوایل و نیمه دهه ۱۹۹۰ به شدت رونق یافت. بین سال‌های ۱۹۹۰ و ۱۹۹۸، یعنی سالی که این مشوق مالیاتی کاملاً پایان می‌یافت، قیمت املاک که با هدف اجاره دادن خریداری می‌شد تا ۷۰ درصد افزایش یافت، اما این سیاست باعث شده بود که میزان عرضه از تقاضا به شدت پیشی گیرد و به همین دلیل است که در طی ده سال گذشته ما شاهد ثبات خاصی در حوزه مسکن در آلمان بوده‌ایم.

ناخالص ترکیب دارایی‌های ثابت در آلمان



همانطور که در شکل فوق ملاحظه می‌نمایید، بیش از ۸۰ درصد دارایی‌های ثابت در آلمان متعلق به بخش املاک و مستغلات است.

سیستم تامین مالی خرید مسکن در آلمان، هم بوسیله بانک‌های تجاری از محل سپرده‌ها و هم بوسیله اوراق قرضه رهنی بطور مستقیم در بازار سرمایه طراحی و تدوین شده است که البته محدودیت‌های سختی جهت اطمینان از بازپرداخت وام در نظر گرفته شده است تا ریسک نرخ بهره بانک را محدود کند. هر دو سیستم در انگلیس و آلمان وجود دارد ولی جالب توجه است که نرخ تملک مسکن در انگلیس ۶۸ درصد ولیکن در آلمان ۴۰ درصد است.<sup>۱</sup> مدل سوم عبارت است از تبدیل به اوراق بهادار کردن از طریق اوراق بهادار به پشتوانه وام رهنی تجمعی<sup>۲</sup> است. همانطور که کره و استرالیا تبعیت می‌کنند. سیستم اوراق قرضه پوششی آلمان (German covered bond system)، ریسک را بین سرمایه‌گذار و قرض‌گیرنده بطور یکسان توزیع نمی‌کند. وام‌های رهنی در آلمان طولانی مدت بوده ولی ریسک نرخ بازار کمتری نسبت به MBSهای امریکایی برای سرمایه‌گذاران تحمیل می‌کنند. چرا که وام‌گیرندگان بطور موثری از بازپرداخت زود هنگام وام‌های رهنی خود منع شده‌اند. وام‌های رهنی در آلمان، که بوسیله اوراق قرضه پوششی تامین مالی شده‌اند، از ابزار و سازوکارهای تضمین‌کننده تا حد امکان استفاده شده و در نتیجه ریسک اعتباری کمی دارند. در مقابل وام‌گیرندگان، در عمل با چنان جریمه‌های پیش‌پرداخت مواجه می‌شوند که ممکن است بخواهند که مجدداً تامین مالی نمایند و یا حتی خانه‌های خود را بفروشند. ولی در عوض مطمئن شوند که پرداخت‌های آنها در طول دوره زمانی بلندمدت ثابت خواهد بود.

نرخ‌های سالانه رشد بازار وام رهنی در کشورهای اتحادیه اروپا بطور متوسط ۸.۲ درصد (۱۹۹۲ تا ۲۰۰۲)

یونان	٪۲۳.۵	پرتغال	٪۲۲.۵
ایرلند	٪۱۸	اسپانیا	٪۱۷
آلمان	٪۶	فرانسه	٪۴
فنلاند	٪۳.۵	سودان	٪۲.۵

1. International Union for Housing Finance (IUHF)  
2. collateralized MBS

## ابزارها و نهادهای مالی مسکن در آلمان

## ۱- اوراق رهنی:

مهمترین ابزار تامین مالی برای خرید ملک در آلمان، وام‌های رهنی است. این نوع وام‌ها در بانک‌های معمولی و نیز بانک‌های رهنی موجود است. بازار رهن معمولاً از دو بازار اولیه و ثانویه تشکیل می‌شود. ساختار بازار اولیه رهن، عامل اصلی توسعه بازار رهن ثانویه بوده است. در واقع ساختار بازار ثانویه رهن را باید مرحله‌ای از تکامل و توسعه بازار اولیه رهن دانست. وام رهنی، وامی است که در برابر وثیقه‌گذاری اموال غیرمنقول به متقاضی پرداخت شده و متضمن قراردادی بین وام‌دهنده و وام‌گیرنده است؛ که به موجب آن، دارایی فرد مذکور تا اتمام و بازپرداخت اصل و فرع وام، در گروی وام‌دهنده می‌باشد. در بازار اولیه رهن، وام اصلی برای متقاضی فراهم شده و در بازار ثانویه رهن، نقدینگی از طریق خرید اشکال مختلف بسته‌های رهنی و صدور وثایق رهنی، وارد بازار اولیه می‌گردد. در بازار ثانویه، فرد وام‌دهنده (دارنده وام اصلی) نقش فروشنده و سرمایه‌گذاری نقش خریدار را خواهد داشت.

عاملان اصلی این بازار، بانک‌های تجاری، بانک‌های رهنی، صندوق‌های بازنشستگی، موسسات بیمه‌ای، شرکت‌های سرمایه‌گذار، موسسات پس‌انداز و سایر افراد حقیقی و حقوقی هستند که در چهار گروه اصلی تحت عنوان ناشر رهن، خدمات‌دهندگان رهن، بیمه‌کنندگان رهن و سرمایه‌گذاران رهن طبقه‌بندی می‌شوند. از بین موسسات مذکور، خدمات‌دهندگان رهن، موسساتی هستند که بخش عمده‌ای از انتشار و خلق رهن را انجام می‌دهند و درآمدهای حاصل از خلق رهن حاصل شامل کارمزد و سود ناشی از فروش رهن با قیمت‌های بالاتر را بدست می‌آورند.

مهمترین ابزارها و محصولات که در بازار رهن وجود دارند، عبارتند از:

الف) رهن با بازپرداخت یکسان: در این حالت، شخص وام‌گیرنده، اصل و فرع وام را در اقساط مساوی طی زمان‌بندی معینی پرداخت می‌کند، بطوری که کل وام در انتهای دوره مستهلک می‌شود.

ب) رهن بازپرداخت تدریجی: در این نوع رهن، مبلغ قسط در دوره‌های اولیه کمتر از روش اقساط مساوی و در دوره‌های پایانی بیشتر از روش مذکور می‌باشد. این شیوه به دلیل افزایش درآمد خانوار، طی سال‌های آتی، فشار کمتری بر بودجه و درآمد خانوار وارد می‌نماید.

ج) رهن با نرخ قابل تعدیل: در این روش، رهن با یک نرخ پایین شروع و طی دوره‌های معینی بر اساس برخی شاخص‌ها از جمله نرخ لایبور تعدیل می‌شود.

د) رهن ترکیبی: آن نوع رهن ترکیبی از وام با نرخ ثابت و رهن با نرخ قابل تعدیل (ARM) است.

ه) رهن‌های بالونی (Balloon Mortgage): این نوع وام رهنی، دارای نرخ ثابت بوده و دوره زمانی آن ۳۰ سال می‌باشد. متنها وام‌گیرنده در پایان ۵ یا ۷ سال اول، می‌باید مانده اصل وام را یکجا بپردازد. این گونه رهن‌ها به دلیل نرخ پایین‌تر از انواع دیگر رهن‌های سی ساله، مورد استقبال قرار می‌گیرد.

و) وام رهنی دو مرحله‌ای: این نوع رهن، مشابه وام رهنی بالونی است متنها دارای ساختار دو مرحله‌ای است. این وام‌ها دارای نرخ ثابت برای دوره‌های اول و پس از آن مجدداً تنظیم می‌شود.

ز) رهن‌های با نرخ کاهشی (Rate Reduction Mortgage): در این نوع رهن، به وام‌گیرنده اختیار داده می‌شود که در شرایط کاهش نرخ بهره، بتواند وام بلندمدت با نرخ ثابت را که قبلاً دریافت نموده است، تامین مالی مجدد نموده و تبدیل نماید.

ح) رهن‌های معکوس: این نوع محصولات رهنی برای صاحبخانه‌های بزرگسال که می‌خواهند از طریق تبدیل دارایی خود به نقد، استقراض نمایند، طراحی شده است. در این حالت دارایی به صورت رهن حکمی (نه رهن حقوقی)، در وثیقه رهن‌گیرنده قرار می‌گیرد. بنابراین در قالب این نوع رهن، ملک از نظر حقوقی به مالکیت رهن‌گیرنده در نمی‌آید، مگر با حکم دادگاه. رهن‌های معکوس، با نرخ قابل تعدیل معمولاً به متقاضیانی تعلق می‌گیرد که دارای مالکیت کامل، مانده بدهی خیلی پایین و حداقل ۶۲ سال سن داشته باشند. حداکثر مبلغ رهن بستگی به سن وام‌گیرنده، ارزش دارایی و نرخ بهره دارد.

ط) رهن زیر ممتاز: این گونه رهن‌ها برای متقاضیانی است که به دلیلی مشکلات در بازپرداخت بدهی، قادر به مدیریت بدهی و تامین مالی خود نمی‌باشند و لذا رتبه اعتباری آنها کاهش یافته است. (مشکلاتی از قبیل از دست دادن شغل)

ی) وام‌های رهنی جایگزین: بطور سنتی برای دریافت وام‌های رهنی، وام‌گیرنده باید قادر باشد حداقل ۲۰ درصد ارزش رهن را بپردازد. در خصوص افرادی که دارای کیفیت و رتبه اعتباری بالایی هستند، این امکان وجود دارد که از رهن‌های با نسبت بالای وام به ارزش دارایی، که تا ۱۰۰ درصد ارزش رهن را پوشش می‌دهند، برخوردار می‌باشد. در مقابل متقاضیانی هستند که به دلیل خویش‌فرما بودن، امکان ارایه مدارک کافی برای تایید درآمد خود را ندارند؛ لذا اینگونه متقاضیان از وام‌های با پوشش زیر ۸۰ درصد و عمدتاً تا ۶۰ درصد ارزش رهن استفاده می‌نمایند. به اینگونه محصولات رهنی که بر اساس درجه اعتباری افراد، دارای پوشش بالاتر از حد معمول و یا پایین‌تر از حد متعارف هستند، وام‌های رهنی جایگزین گفته می‌شود.

بطور کلی از بین انواع مختلف وام‌های رهنی، آن دسته از وام‌ها ی رهنی که نرخ بهره آنها معمولاً برای چندین سال متوالی بصورت ثابت تعیین می‌شود، دوره عمر بین ۱۰ تا ۲۰ ساله و نوع وام رهنی ترکیبی بیشترین رونق را دارد. هزینه نرخ بهره وام‌های رهنی در آلمان معمولاً حداکثر ۱ درصد بیشتر از نرخ بهره رایج بانک مرکزی است. هزینه‌ها و کارمزد مدیریتی تا سقف ۱ درصد مبلغ وام در نظر گرفته می‌شود.

## ۲- طرح‌های قرارداد پس‌انداز

با توجه به اینکه خرید خانه از محل پس‌انداز معمولی‌ترین روش خانوارها، برای خرید خانه محسوب می‌شود، لذا یکی دیگر از روش‌های تامین منابع مالی مسکن، ارایه انواع طرح‌های قرارداد پس‌انداز توسط سیستم تامین مالی مسکن است. در طرح پس‌انداز، فرد می‌تواند در قبال پس‌انداز خود، سود و منفعتی دریافت ننموده و در عوض در پایان طرح، وام دریافت نماید. ارایه وام با نرخ بهره پایین‌تر و عمر طولانی‌تر از عوامل موفقیت‌آمیز بودن این نوع طرح‌ها می‌باشد. این تجربه‌ای است که در اقتصاد ایران وجود دارد و استقبال از وام‌های با نرخ بهره پایین و طولانی‌مدت همواره وجود داشته است.



## ۳- ابزارهای ترکیبی

وام خرید خانه، برخی اوقات با محصولات بیمه عمر ترکیب می‌شود. خریدار خانه بهره وام مسکن را در طی مدت دیرش وام بطور کامل پرداخت می‌کند و همزمان به صندوق بیمه عمر نیز پرداخت انجام می‌دهد. در پایان دوره مبلغ گردآوری شده توسط بیمه عمر، صرف بازپرداخت وام بصورت کامل می‌شود.<sup>۱</sup> از مهمترین مزایای آن برای فرد سرمایه‌گذار در املاک، قابل قبول بودن هزینه‌های آن جزو هزینه‌های مالیاتی است. از معایب آن می‌توان به این نکته مهم اشاره کرد که خریدار خانه در معرض ریسک بیشتری با توجه به تاثیر تغییرات نرخ بهره بر ارزش کل وام در طی دوره عمر وام قرار می‌گیرد. محصولات بیمه اغلب به موفقیت بازار سرمایه بستگی دارد. البته نکته بدیهی که در اینجا باید بدان اشاره کرد، آن است که مشاوران مالی بدلیل اینکه معمولاً حق مشاوره بالایی در این موارد دریافت می‌کنند، لذا ممکن است حتی اگر دریافت چنین محصولی به نفع مشتری نباشد، همچنان محصول فوق را توصیه نمایند.

## ۴- دفترچه قرارداد ساختمانی (Bausparvertrag) (با اُشپارفرتاک)

خریدار آتی خانه، با انجمن ساختمانی خود Bausparvertrag می‌کند. این قرارداد پس‌انداز، برای پس‌انداز کننده، پس‌انداز مبلغ معینی را در دروه خاصی در حساب ساختمانی وی ذخیره می‌نماید. در پایان دوره پس‌انداز کننده، متقاضی دریافت کننده وام انجمن ساختمانی خواهد بود. این وام مزایای ذیل را به دنبال دارد: نرخ بهره پایین و مصونیت از نوسانات نرخ بهره در بازارهای سرمایه.

1. The house buyer pays interest on the FULL mortgage for the FULL duration of the loan and in parallel pays into a life insurance fund. At the end of the period the capital gathered by the life insurance is used to repay the loan in full.

## ۵- صندوق سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات

صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات، مهمترین ابزار سرمایه‌گذاری غیرمستقیم در املاک و مستغلات در کشور آلمان است.<sup>۱</sup> در واقع صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات در آلمان از معدود نهادهای مالی دنیاست که توانسته بود طی ۵۰ سال گذشته، عملکرد موفق‌آمیزی داشته باشد. اما چرا شکل غالب حقوقی این صندوق‌ها بصورت صندوق با سرمایه متغیر بوده است؟

به نظر می‌رسد دلیل عمده شکل غالب حقوقی این صندوق‌ها را می‌توان در نوع طراحی ساختاری و چارچوب قانونی خاص آن یافت. اجازه بدهید ابتدا نگاهی به طراحی و ساختار قانونی این صندوق‌ها بیندازیم. از زمان تصویب قانون شرکت‌های سرمایه‌گذاری ۱۹۶۹، مقام ناظر ضوابط خاصی را در رابطه با محدود کردن ریسک بحران نقدینگی این صندوق‌ها با توجه به تعهدات این صندوق‌ها مبنی بر بازخرید روزانه واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق در نظر گرفت. از مهمترین ضوابط می‌توان به الزام صندوق‌ها مبنی بر نگهداری حداقل ۵ درصد تا سقف ۵۰ درصد از دارایی‌های صندوق بصورت وجه نقد اشاره داشت. تحقیقات نشان می‌دهد که تا سال ۲۰۰۵ و اوایل ۲۰۰۶، صندوق‌های مزبور بین ۲۵ تا ۴۹ درصد از دارایی‌های خود را بصورت وجه نقد و اوراق قرضه نگهداری نموده‌اند. بعلاوه این صندوق‌ها می‌توانستند تا سقف ۵۰ درصد ارزش املاک و مستغلات صندوق از قدرت اهرمی استفاده نمایند. همچنین این صندوق‌ها می‌توانند در مواقعی که جریان نقد خروجی صندوق بالاست، بازخرید واحدهای صندوق‌های سرمایه‌گذاری را به مدت دو سال به تعویق بیندازند. ولی از سال ۱۹۵۹ تا سال ۲۰۰۵ صندوق‌ها از این اختیار خود استفاده نکرده بودند. یکی از دلایل آن به هزینه ۵ درصدی کارمزد خرید واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق برمی‌گردد. هر چند که این کارمزد در وهله اول به منظور پوشش هزینه‌های انتشار تعیین شده بود ولی در عین حال مانع موثری برای کاهش جذابیت دفعات ورود و خروج و در نتیجه کاهش و از بین بردن فرصت‌های آربیتراژی

۱. برای اطلاعات بیشتر به مقاله Maurer و Klug (۲۰۰۴) که به تشریح کامل صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات و اهمیت آنها در آلمان می‌پردازد، مراجعه نمایید.

بود. این نوع چیدمان باعث می‌شد، برای اینکه سرمایه‌گذار بتواند به بازدهی مثبت دست یابد، علی‌القاعده بطور متوسط باید یک سال واحد صندوق را نگه می‌داشت.

نکته مهم دیگر که تا حدودی مختص صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات آلمانی بود، به نوع فراگرد ارزشگذاری دارایی‌های این نوع صندوق‌ها برمی‌گشت. در حالی که ارزش دارایی‌های سایر صندوق‌ها بر اساس ارزش بازار تعیین می‌شود، ارزش دارایی‌های این نوع صندوق‌ها، عمدتاً بر اساس نظر کارشناسی خبرگان ملک و مستغلات تعیین می‌شود. بر مبنای قانون شرکت‌های سرمایه‌گذاری، دارایی‌های صندوق‌ها هنگام خرید یا فروش باید توسط گروهی از کارشناسان خبره مستقل مورد ارزیابی قرار گیرد. ضمن اینکه کل پرتفوی صندوق هر ۱۲ ماه یکبار بصورت کلی مورد ارزیابی قرار می‌گیرد. بنابراین ارزیابی مایملک صندوق‌ها در مواقع زمانی خاصی با توجه به سال مالی صندوق صورت می‌گیرد. این فرایند باعث تغییر قیمت بازخرید واحدهای صندوق بصورت پلکانی می‌شود. و در نتیجه قیمت بازخرید واحدها روند همواری خواهد داشت. البته روش‌های ارزشگذاری دیگری نیز برای هر چه بیشتر هموار کردن قیمت واحدهای صندوق‌ها در نظر گرفته می‌شود. Reiner, Maurer و Rogalla (۲۰۰۵)، ارزیابی املاک و مستغلات باعث ایجاد وقفه در تغییرات بازار املاک شده و نوسان‌پذیری واقعی بازدهی قیمت دارایی پایه این صندوق‌ها را کمتر نشان می‌دهد. این امر ممکن است به علت «لنگر انداختن» و اصرار بر روش‌های ارزشگذاری پیشین، تجمع اطلاعات در طول زمان و استفاده از روش‌های ارزشگذاری مبتنی بر نرخ عایدی و نه جریان نقدی باشد که بطور کلی نمی‌تواند با مبنای بازار تطابق داشته باشد.

ویژگی‌ها و راهکارهای سیاستی در راه‌اندازی صندوق‌هایی از نوع املاک و مستغلات

#### ۱- کنترل نقدینگی صندوق:

در واقع با کنترل میزان نقدینگی صندوق، صندوق‌ها باید ذخایر نقدی خود (وجوه نقد، اوراق قرضه) را افزایش دهند. یک دوره زمانی خاص را برای فروش بیش از ۱ میلیون یورو در نظر بگیرند و در صورت فروش سهام صندوق توسط نهادهای مالی، آنرا به کسر خریداری نمایند.

بررسی:

افزایش نقدینگی صندوق، یک مقوله ضد تولیدی است. به بیان دیگر، نگهداشتن سطح بالایی از وجوه نقد توسط صندوق، نه تنها بازدهی صندوق را کاهش می‌دهد، بلکه دست مدیر صندوق را برای مدیریت ریسک نقدینگی صندوق را می‌بندد و فرصت چنین هنرنمایی را برای مدیر از بین می‌برد. هر چند که نقدینگی بالای صندوق، بعنوان ضربه‌گیر خوبی برای تحمل ریسک عملیاتی صندوق عمل می‌کند ولیکن اهرم و فرصت دستیابی به ارزش بالاتر برای سرمایه‌گذاران را کاهش می‌دهد و باعث می‌شود که سهامدار اقدام به فروش سهم صندوق نماید.

خرید سهم صندوق از سرمایه‌گذاران نهادی، با قیمت کسر، به نظر می‌رسد با توجه به افزایش میزان نقدینگی صندوق برای عموم سرمایه‌گذاران، پیشنهادی است که می‌تواند مورد توجه قرار گیرد. (Diamond, 1997) به علاوه این رویه، انگیزه مشارکت‌کنندگان نهادی بازار را برای سرمایه‌گذاری نظارتی فعال صندوق تشویق می‌نماید، چرا که آنها نمی‌توانند قبل از سرمایه‌گذاران خرد اقدام به فروش واحدهای سرمایه‌گذاری و دریافت وجوه نقد خود نمایند. از همه مهمتر اینکه، بازخرید واحدهای سرمایه‌گذاری با قیمت کسر، باعث می‌شود سرمایه‌گذاران نهادی نتوانند از فرصت آربیتراژی در جهت منافع خود استفاده نمایند.

۲- کوتاه‌تر شدن دوره‌های ارزیابی:

به نظر می‌رسد هرچه دوره‌های ارزیابی کوتاه‌تر شود و در نتیجه دفعات ارزیابی افزایش یابد (دو بار در سال)، صندوق از شفافیت بیشتری برخوردار خواهد بود. برای چگونگی و نحوه ارزیابی نیز پیشنهاد می‌شود که بر ارزشیابی بازارمحور تاکید شود. تاکنون قیمت‌داری‌های صندوق زیاد مورد ارزش‌گذاری قرار نمی‌گرفت. تحقیقات Freixas و Tsomocos (۲۰۰۴) Sapra, Plantin و Shin (۲۰۰۵)، نشان داد که تحت شرایط خاصی، «ارزش دفتری» ممکن است بهتر از «ارزش منصفانه» بتواند ارزش‌داری‌ها را نشان دهد. در حالی که Freixas و Tsomocos بحث می‌کنند که اگر داریابی ارزش‌گذاری شده طی دوره زمانی مصرف، همسان باشد، حسابداری ارزش دفتری ارجح‌تر است Sapra, Plantin و Shin نشان دادند که چنانچه

بازار ثانویه دارایی خاصی نسبتاً نقدشونده نباشد و ادعاهای مالی طولانی مدت باشند، در اینصورت ارزش دفتری مرجح خواهد بود.

روشن است که جهت کاهش نوسان‌پذیری ارزش صندوق لازم است که از متد «به روز رسانی» یا آنچه که اصطلاحاً *marking to market* گفته می‌شود، باید در مورد این صندوق‌ها خودداری کرد. ولیکن با کوتاه‌تر کردن دوره ارزیابی و تاکید ویژه بر قیمت‌های بازار، نه تنها باعث می‌شود که دارایی‌های صندوق یک روند همواری را نشان دهند بلکه فرصت‌های آربیتراژی را نیز که در نتیجه انحراف قیمت واحدهای صندوق از ارزش ذاتی صندوق ایجاد می‌شود، از بین می‌برد.

با این حال دوره‌های ارزیابی کوتاه‌مدت‌تر و تاکید عمده بر قیمت‌های بازار، شفافیت ارزش بینادین صندوق‌ها را افزایش می‌دهد. به همین نحو، افزایش استقلال متخصصان ارزیاب املاک و مستغلات برای تغییر دوره‌ای ارزیابان (هر دو سال یکبار)، می‌تواند شفافیت این صندوق‌ها را افزایش دهد. اطلاعات بهتر در مورد ارزش بنیادین هر یک از این صندوق‌ها، ریسک سیستماتیک اطلاعاتی این صندوق‌ها را کاهش و میزان اعتماد و اتکای عامه سرمایه‌گذاران را افزایش می‌دهد. بعلاوه شفافیت بیشتر سرمایه‌گذاران را قادر می‌سازد که بتوانند کنترل مستقیم خود را بر مدیریت صندوق اعمال نمایند. که سرمایه‌گذار را از رای به کنارگذاشتن مدیری که عملکرد ضعیفی داشته، بی‌نیاز می‌سازد و در نتیجه ساختار شکننده سرمایه کاهش می‌یابد.

نکته دیگر برای افزایش شفافیت، می‌توان راهکار رتبه‌بندی صندوق‌ها را ارایه نمود. در واقع رتبه‌بندی صندوق‌ها با درخواست خود صندوق‌ها موثرترین روش برای کاهش ریسک سیستماتیک اطلاعاتی و بهبود کنترل صندوق توسط سرمایه‌گذاران است. ولی هرگاه که موسسه رتبه‌بندی دسترسی به اطلاعات محرمانه صندوق (مثل مورد رتبه‌بندی *Scope's KanAm*) نداشته باشد، رتبه‌بندی صرفاً کارکرد هماهنگ‌سازی ایفا خواهد کرد که نتیجتاً ریسک بحران نقدینگی صندوق را افزایش خواهد داد. بنابراین چنانچه رتبه‌بندی بنا به درخواست خود صندوق صورت نگیرد، ممکن است شکنندگی صندوق‌های املاک و مستغلات را افزایش دهد.

## نتیجه‌گیری:

نگاهی مختصر به تنوع ابزارهای مالی مورد اشاره در مقاله حاضر، (و نه در سطح دنیا) حاکی از آن است که بازارهای مالی مسکن در ایران هنوز بسیار ضعیف و سنتی بوده و بطور عمده توسط بانک‌های دولتی و آن هم اختصاصاً توسط یک بانک (به نام بانک مسکن) تامین مالی و تجهیز می‌شود. پایین بودن مبلغ وام و به عبارتی محدود بودن سقف وام‌های اعطایی برای خرید یا حتی ساخت مسکن خصوصاً طی سال‌های اخیر باعث شده است که مبلغ وام و تسهیلات اعطایی با قیمت واحدهای مسکونی یا هزینه‌های ساخت و ساز تناسب و همخوانی نداشته باشد و سهم عمده تجهیز منابع مالی مسکن، توسط خود متقاضیان مسکن و از محل سایر منابع مثل پس‌انداز خانوار، فروش سایر دارایی‌ها و حتی دریافت وام و تسهیلات به عنوان دیگر و .... صورت گیرد. طبیعتاً بین درآمد خانوار و اقساط تسهیلات تهیه شده از منابع مختلف نیز تناسب و هماهنگی وجود نداشته و فشار زیادی بر خانوارها تحمیل می‌شود. در چنین شرایطی ارایه راهکارهای متنوع، مناسب و مفید جهت تهیه و تامین منابع مالی مورد نیاز و مناسب با شرایط اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی کشور امر ضروری است که حداقل اقدام لازم نیز در این زمینه مطالعه ابزارها، نهادها و در یک کلام سیستم تامین مالی مسکن در دنیا است. انواع وام‌های رهنی، انواع قراردادهای پس‌انداز، ترکیب تسهیلات رهنی به همراه سایر خدمات مثل بیمه و بازنشستگی و خصوصاً طراحی و راه‌اندازی صندوق‌های املاک و مستغلات می‌تواند به همراه بهینه کردن روش‌های تامین مالی فعلی، راهگشای بسیار مناسبی در افزایش نرخ خانه‌دار کردن افراد در جامعه ایرانی ایفا نماید. اقدامات اجرایی ارتقای کارایی نظام تامین مالی مسکن را می‌توان فهرست‌وار بصورت ذیل تدوین نمود:

- ارایه خدمات بیمه‌ای (مثل بیمه پس‌انداز و سرمایه‌گذاری، بیمه ساختمان، بیمه عمر)
- انتشار اوراق مشارکت قابل تبدیل به مسکن
- انتشار گواهی سپرده خاص
- جذب سرمایه‌گذاری خارجی
- تخصیص وام‌ها به تفکیک مناطق و شرایط حاکم بر بازار مسکن

- بازار ثانویه رهن و انتشار اوراق مشارکت رهنی
  - صندوق‌های ساخت‌وساز، صندوق‌های املاک و مستغلات
  - متنوع نمودن وام‌های رهنی مسکن
- جذب فناوری‌های مورد نیاز در بخش مسکن و سرمایه‌گذاری در حوزه ساخت مسکن  
ارزان و مناسب