

ارزیابی کارآیی بازار رهن ایران

کارآیی بازارهای مالی

بازار های مالی بازارهایی هستند که در آنها اوراق بهادار مثل شرکت ها، اوراق قرضه، پول و اسنادی از این دست مورد معامله قرار میگیرند. هر کدام از این اوراق دارای خصوصیات و ویژگی هایی هستند. خود بازارها نیز از آنجا که باید دارای جذبه کافی خریداران و فروشندگان در بازار و باشند باید ویژگی هایی داشته باشند. اساساً می توان بازارهایی مالی را به دو بخش بازارهای سرمایه و پول تقسیم بندی کرد. که به نحوه استفاده از این بازارها اشاره دارد. در بازارهای سرمایه، خرید و فروش اوراق بهادار دست اول که در آنها هدف تامین سرمایه برای شرکت در حال تاسیس است، در جریان است. طبیعتاً سهام و اوراق قرضه ای که شرکت ها برای تامین سرمایه خویش منتظر می سازند در این بازارها برای بار اول عرضه می شوند اما بازار دست دومی نیز در داخل بازارهای سرمایه در جریان است که خرید و فروش های بعدی اوراق بهادار در آن انجام می پذیرند. انباردار بورس عمدتاً دست دوم است.

بازار پول شکل دیگری دارد. در این بازار از صحبت از اعتبار کوتاه مدت است، یعنی منابع مالی در قالب و امهائی مختلف برای مدت زمان های کوتاه اغلب برای مدت کمتر از یک سال وام داده می شوند. مهمترین وظیفه بازار پول تامین سرمایه در گردش موسسات اقتصادی است.

وظایف مهم بازارهای مالی عبارتند از:

الف) ایجاد تسهیلات در زمینه تامین سرمایه واحدهای اقتصادی

ب) ایجاد امکان خرید و فروش های بعدی اوراق بهادار (بازار ثانویه - دست دوم)

ج) تعیین قیمت عادلانه سهام

تعیین قیمت عادلانه سهام، وظیفه بسیار مهمی است که مباحث مفصلی در دنیای مالی به خود اختصاص داده است. تعیین قیمت عادلانه سهامی که واقعاً با میزان دیسک و بازده موسسات تناسب داشته باشد نشان از کارایی بازار دارد.

نظریه بازار کارآی سرمایه

بازار کارآرا به بازاری اطلاق می شود که در آن قیمت اوراق بهادار از قبیل سهام عادی، منعکس کننده تمام اطلاعات موجود در بازار باشد. به عبارت دیگر وجود اطلاعات کافی در این بازار انعکاس سریع آن بر روی اوراق حکایت از کارآیی بازار دارد. از این رو تصور بر این است که در بازار کارآ قیمت اوراق بهادار به ارزش ذاتی آن نزدیک است. اگر اینگونه باشد لاجرم قیمت بازار شاخص درستی از ارزش واقعی سهام خواهد بود. چنین بازاری باید خصوصیات منحصر به فردی داشته باشد.

ویژگی کارایی بازار

۱- در بازار کارآ بایستی شرایط بازار رقابتی حاکم باشد. مهمترین خصوصیت بازار در رقابتی وجود تعداد زیادی عرضه کننده و تقاضا کننده در بازار است که بیانگر آزاد بودن و خروج و ورود همه مردم به این بازار است.

۲- اطلاعات باید بسیار سریع و فوری با هزینه کم در بازار پخش شوند تا حصول آن برای همگان به راحتی امکان پذیر باشد.

۳- هزینه معامله در بازار کارآ باید بسیار کم و نامحسوس باشد. به طوری که یک معامله آن برای همه به سادگی مقدور باشد.

۴- بازار نباید حاوی شرایطی باشد که تحت نطفه و تاثیر معامله گران اندک قرار بگیرد.

۵- افراد مطلع در بازار وجود دارند و دانش و آگاهی آنها باعث می شود که بازار به کارآیی برسد. اما این آگاهی نباید در یک بازار کارآ منجر به این شود که سودی بیشتر از مردم عادی برای اینگونه افراد در پی داشته باشد.

۶- مکانیزم تعدیل قیمت در بازار کارآ بدین نحو است که افرادی که در بازار حضور دارند با تجزیه و تحلیل اطلاعات فوراً وادار به خرید و یا فروش اوراق خاصی می شوند و این بدان معنی است که اطلاعات سریعاً بر روی قیمت ها منعکس شده اند. طبیعتاً چون این اطلاعات به صورت تصادفی توزیع میشوند از قبیل قابل پیش بینی و نتیجه گیری نیستند.

۷- وجود کارگزاران و واسطه های متخصص خرید و فروش که با دانش و آگاهی خود به توزیع اطلاعات درست و تعیین قیمت مناسب کمک می کنند.

زمین باسازی با قیمت های فرسوده و ... وجود دارد که به اعتبارات میان مدت ۳ تا ۷ سال نیاز دارند. انقلاب در امور مالی در سال های اخیر به مکانیسم هایی انجامیده است که بر روی شکاف میان بازارهای کوتاه مدت و بلند مدت پل می زند. آنچه که در این بررسی مورد نظر می باشد مطالعه چگونگی کیفیت و کارایی تخصیص اعتبار در قالب تسهیلات بلند مدت به استفاده کنندگان نهایی در کشور ما است.

متأسفانه آمار و ارقام تسهیلاتی که توسط بانک ها اعطا می شود، به تفکیک نگهداری نمی شود و آنچه که موجود است آمارهای کلی ناقص و فاقد مشخصات لازم برای تحقیق میدانی است. آمارهای وزارت خانه ها، سازمان ها و بانک مرکزی در خیلی از موارد با هم مغایرت دارند و اساساً آماری در مورد خانه های فروش رفته و چگونگی تامین آنها و .. وجود ندارد. از این رو چارچوب تحقیق جاری توسط آمارهای موجود تعیین شده است.

ابزار معمول در دنیا برای تامین مالی بلند مدت خرید و استفاده از مسکن و مستقرات رهن است. نهادهای متفاوتی که در جهان عهده دار اعطای تسهیلات به گروه های فوق بوده اند، قسمت اعظمی از تسهیلات اعطایی خود را در قالب رهن به استفاده کنندگان ارائه کرده است. برای مثال در امریکا که یک سوم کل وام های بانک ها و یک پنجم کل داراییهایشان به وام های مستقرات مربوط است، بسیاری از اینوام ها به شکل وامهای رهنی در اختیار استفاده کنندگان قرار گرفته است. ارزش کل وام های مسکن و مستقرات این بانک ها براساس ارقام مندرج، در ترازنامه آنها بیش از ۳۰۰ میلیارد دلار است. چنین مشارکتی در وام های رهنی در بخش مسکن تازه در حالی است که بانک ها به دلیل نقدینگی پایین این وام ها از ورود کامل به این حوزه حشود نیستند. علاوه بر رهن، که برخلاف شکل سنتی آن حصه و واحد منسجم و یکسانی ندارد و بر حسب ویژگی های وام گیرندگان اوراق بهادار مورد نظر، نرخ بهره قرا ردارد، سررسید، نحوه بازپرداخت حقوق وام دهنده عدم پرداخت اقساط و ... تغییر می کند، به دلیل فعالیت زیاد این بازار ابزار جدیدی نیز طراحی و مورد استفاده این نهادها در جهان قرار گرفته است. معرفی این ابزار مقایسه آن با روش سنتی رهن در ایران و طراحی ابزار مالی جدید می تواند حرکتی در جهت گسترش و بسط بازار رهن در ایران باشد. در این بررسی لازم است که محدودیت های ابزار رهن مسکن چه از نظر مالی و چه از نظر نهادهای درگیر آن روشن شوند. تصویر کلی از بازار رهن مسکن در ایران می تواند نقش و وزن این نهادها در این بازار را نشان دهد.

آنچه که مسلم است اساساً بازار رهن در ایران منحصر به فعالیت بانک ها (عمدتاًص بانک مسکن) و در مقاطی کوتاه شرکت ها سرمایه گذاری و پس انداز بوده است که به شکل سنتی رهن (ایستا) از آن استفاده کرده اند. در رهن سنتی، پرداخت به دریافت کننده تسهیلات به اعتبار ضایعات مستقراتی

انتظارات آنها پوشش اجاره بها و مازاد ارزش (Capital Gain) مناسب در زمان فروش است.

۲- محاسبه ارزش ساختمان ها منحصر به استفاده از قیمت تمام شده احداث ساختمان ها نیست و قیمت زمین و سود مورد انتظار پدید آورنده ساختمان نیز باید در آن ملحوظ شود.

۳- به احتمال بسیار قوی، در آینده سال های نااطمینانی (انقلاب جنگ) را که اثر منفی در تقاضا اعمال می کنند نخواهیم داشت.

۴- با توجه به اینکه در سال های سازندگی قرار داریم و هرچه سریعتر به میزان موجودی مسکن افزوده می شود لذا متغیر بسته (تقاضا) نیز افزایش خواهد داشت.

البته به این نکته نیز واقفیم که ساختمان ها دچار استهلاک خواهند شد و حوادث غیر مترقبه ای مانند زلزله و سیل نیز ممکن است حادث شوند لیکن پیش بینی می کنیم که در مجموع آثار بر آینده ی این عوامل تاثیر مثبت بر تقاضا داشته باشد.

نتیجه گیری و پیشنهادات

از برآزش معادله عرضه نتیجه گرفتیم که سیستم بانکی با توجه به محدودیت های موجود، در تخصیص بهینه وجوه د را اختیار خویش به رهن موفق عمل کرده است. اما با توجه به اینکه عامل محرکه سیستم در تخصیص بیشتر یا کمتر به این بخش (RM- RB) است، در تعیین هر کدام از این دو نرخ جای بحث وجود دارد، ضمن اینکه منابع بیشتر منجر به تخصیص بیشتر خواهد شد. برای جذب منابع بیشتر RB باید به اندازه کافی زیاد باشد تا بتواند با نرخ سود حاکم بر بازار سرمایه (حداقل با نرخ همین اوراق مشارکتی که اخیراً رواج یافته است) رقابت نماید. همچنین به کاهش ارزش سپرده ها در اثر پدیده تورم نیز باید توجه کافی داشت. از طرفی برای اینکه بانک بتواند هزینه های جاری و عملیاتی خود را پوشش دهد باید RM در حد بالاتری تعیین شود. تا سرمایه گذاری در بخش رهن معنی دار جلوه کند. با توجه به حساسیت شدیدی که میزان تقاضا نسبت به نرخ رهن دارد، تعیین RM در حد بالاتری باعث کاهش مازاد تقاضا خواهد شد و بازار به سمت تعادل عرضه و تقاضا حرکت خواهد کرد (۱)، اما با توجه به عوامل تشکیل دهنده تقاضا هنوز مازاد تقاضای زیادی وجود خواهد داشت بنابراین لازم است که به بخش عرضه و جذب منابع بیشتر سپرده گذاری توجه شود.

در بخش بررسی تسهیلات بانک ها به این نکته اشاره شد که به طور متوسط در دوره ی ۷۲- ۱۳۳۶، ۶/۲ درصد از منابع بانکی به صورت بلا استفاده باقیمانده و از بخشی از منابع به صورت ارزان در تسهیلات (مخصوصاً مسکن) استفاده شده است که حکم پرداخت یارانه از

منابع سیستم بانکی را دارد، یعنی RM به درستی تعیین نشده است. همچنین در صورت اصلاح مکانیسم جذب سپرده ها (تعیین صحیح RB) امکان کانالیزه شدن نقدینگی سرگردان بخش خصوصی کمه در سال ۱۳۷۵ بالغ بر ۸۹۴۴۲ هزار میلیارد گزارش شده است برای استفاده از سود عادلانه و مناسب سپرده گذاری به سوی بانک ها وجود خواهد داشت.

امکان آزاد کردن وجوهی که توسط سیستم بانکی وام داده شده است نیز وجود دارد. به این نکته اذعان داریم که بانک نقدینگی بی حساب در اختیارند. و قادر به جذب سپرده های ارزان قیمت نیز نیست، لذا باید دوره گردش نقدینگی خود را کوتاه کند، اما این موضوع به معنی کوتاه کردن دوره وام نیست. آنچه که در کشور های پیشرفته برای آزاد سازی منابع انجام می شود، استفاده از اوراق قرضه و بازار ثانویه رهن است. در این بازارها امکان فروش وام ها به کسانی که علاقمند به سرمایه گذاری در این زمینه هستند وجود دارد. لذا ملاحظه می شود که ظرفیت بازار رهن هم در قعد و هم در بعد تقاضا بسیار بیشتر از آنی است که در حال حاضر عرضه و تقاضا می شود. بنابراین می توانیم بگوییم که از تمامی ظرفیت بازار رهن در ایران استفاده نمی شود و امکان گسترش بازار رهن به منظور توسعه بازار سرمایه مسکن با تعدیل و بهینه سازی نرخ های RM , RB وجود دارد.

در رهن با نرخ سود ثابت که در ایران موسوم است مزایای وام برای وام گیرنده بسیار زیاد است. از جمله می توانید خود را بر نرخ سود ثابتی استوار کند و دقیقاً میزان پرداخت ماهیانه و میزان کاهش وام را پیش بینی کند، بعلاوه افزایش ارزش دارایی بی انتها عاید وام گیرنده می شود. از طرف دیگر زیان های وام دهنده (بانک و در درجه بعدی سپرده گذار) خیلی زیاد است. بانک میزان ثابتی از نرخ سود را برای مدت بسیار طولانی دریافت می کند و در واقع نقدینگی خود را در خدمت منابع وام گیرنده قرار می دهد. تا زمانی که سپرده گذاران حاضر باشند که رایانه وام هارهنی را به وام گیرندگان پردازند. مانعی در این کار نیست، اما در وضعیت تورم سپرده گذاران تمایل خود را به این کار از دست می دهند. لذا ابزاری برای تامین منابع سپرده گذار بانک و وام گیرنده باید به وجود آید. این بازار باید توانایی آن را داشته باشد که اولاً سود مورد انتظار سرمایه گذاران به اضافه هزینه های بانک را پوشش دهد و کاهش ارزش سرمایه ناشی از تورم را جبران (یا لاقلاً تا به حدی جبران) نماید و ثانیاً پارامترهای این ابزار باید متناسب با درآمد وام گیرنده تعیین شوند و سهمی عادلانه از سرمایه گذاری برای وی را نیز تضمین نمایند. شناور ساختن RM , RB می تواند تا حدی این مشکل را حل کند.

از بررسی ابزار رهنی مورد استفاده در وضعیت های تورمی در جهان که قبلاً عنوان شد، این نتیجه به دست می آید که در تمامی آنها مشارکت بین بانک و وام گیرنده وجود دارد. و این دقیقاً چیزی است که مشخصه اصلی نظام بانکداری بدون ربا است. از این رو، به نظر می رسد که تمامی رهن های با نرخ متغیر و قابل اصلاح و با پرداخت طبقه بندی شده و حتی اشتراک در افزایش قیمت در قالب عقود اسلامی قابل طرح هستند. برای مثال می توان عقدی به نام «فروش اقساطی قسمتی» را بنیان گذاشت، که فرضاً در هر دوره ۳ تا ۵ ساله در آن یک دانگ (یا حصه ای دیگر) از دارایی به قیمت ورز مورد فروش اقساطی قرار گیرد.

از مسائل مبتلا به سیستم های بانکی در این دوران دخالت دولت در امور بانکی در قالب اعمال محدودیت ها (از جمله سهمیه بندی اعتبارات) تعیین نرخ سود سپرده ها، تعیین نرخ سود اعتبارات (گاهاً تا ۴ درصد) و دیگر سیاست های تکلیفی است که علاوه بر از بین بردن شفافیت عملکرد بانکها، سودآوری بانک ها را به قیمت اعطای وام های با یارانه تحت الشعاع قرار می دهد. پر واضح است که بانک ها براساس تبصره بند ب ماده ۳ فصل دوم قانون بانکداری بدون ربا، بعنوان وکیل و امین در مقابل مردمی که پول هایشان را نزد بانک، برای بهترین سرمایه گذاری به امانت گذاشته اند مسئول و جوابگو می باشند.

بعنوان نتیجه قابل بحث می تواند ذکر کرد که حتی اگر دولت مصمم به توزیع یارانه های مورد نظر خود به حساب بانک ها است، برای این کار باید از حساب سود ویژه بانک ها برداشته شود. (در صورت وجود) و نه از حساب عملکرد آنها و تنها در این صورت است که می توان عملکرد بانک ها را به روشنی دید و در مورد کارایی آنها بعنوان ابزار قدرتمندی در دست دولت اظهار نظر کرد.

البته در خاتمه باید اشاره کرد که نتیجه گیری بالا براساس الگوی مورد استفاده در تحقیق است و شاید بتوان مدل های بهتری را از نظر توجیه دقیق شرایط اقتصادی کشور تبیین کرد و نتایج دیگری گرفت. لذا از آنجایی که این درساله، اولین تحقیق در موضوع رهن می باشد، ممکن است به تنهایی نیز نتواند پایه نتیجه گیری های کاربردی قرار گیرد، اما می تواند بعنوان پایه ای بریا تحقیقات بعدی که برخی از آنها می توانند جنبه کاربردی و عملی داشته باشند مورد استفاده قرار گیرد. دستیابی به نتایج قطعی و ارائه احکام دقیق نیازمند تحقیق بیشتر در این زمینه است.

را افزایش دهد و به فرض وجود جابجایی بین دارائی ها، تخصیص وجوه به اوراق قرضه دولتی را کاهش دهد.

در کوتاه مدت سایر عوامل ممکن است در تصمیمات سرمایه گذاری تاثیر بگذارند. این مسئله متناوباً مورد توجه قرار می گیرد. که بنگاه ها نخواهند توانست که به سرعت و صد در صد پرتفوی خو را با تغییر شرایط مثال افزایشی در نرخ رهن تعدیل کنند. تا اطمینانی در مورد آینده هزینه های معاملاتی و شاید نیاز به پوشش دادن تقاضاهای فوری مشتریان بعمل آوردن احتیاط بیشتر و تعدیل جزئی را ضروری می سازد. بعلاوه جریان نقدی کوتاه مدت ممکن است سپرده گذاری سریع در دارائی های بنگاه را اجباری سازد. برای مثال یک بنگاه ممکن است در کوتاه مدت قبل از اینکه فرصت تخصیص صحیح و شایسته این وجوه به رهن ها را داشته باشد یک سپرده غیر منتظره را روی اوراق قرضه دولتی سرمایه گذاری کند.

تقاضا برای رهن

تقاضا برای رهن ها اغلب در اشکال اساسی آن با تئوری انتخاب پرتفوی خانواده ارتباط دارد. اگرچه این تقاضا غالباً مستقیماً برای خانه هایی که توسط دارنده اشغال شده است شکل می گیرد، اما حالاتی نیز وجود دارد که وجوه رهنی می تواند مورد نیاز واقع شود. بهر حال آنچه که مسلم است تعیین کننده اصلی در این گونه تقاضاها، ارزش دارائی خانوار (ثروت) در یک مقطع زمانی مشخص است. بعنوان استخراج قاعده ای برای رفتار خانواده در این زمینه خانوار برای حداکثر کردن تابع مطلوبیت خود ارزش خالص دارائی خود را در بین دارائی های حقیقی و مالی توزیع خواهد کرد. از قرار معلوم عواملی مانند خرسندی از داشتن دارائی حقیقی، درآمد (بهره) قابل حصول از دارائی های مال یو نقدینگی یا غیر نقدینگی ارزش هر نوع دارائی، نقش بسزائی در تعیین این تابع مطلوبیت خواهند داشت. در نهایت باتخصیص خوش بینانه، مطلوبیت نهایی تمام دارائی ها مساوی خواهد بود.

خانوار به منظور افزایش سطح دارائی خود وام می گیرد. در کل خانوار وقتی وام واهد گرفت که هزینه نهایی (عدم مطلوبیت نهایی) وام گرفتن کمتر از مطلوبیت نهایی ناشی از دارائی های وی باشد. اما یک حقیقت اساسی و مهم باید روشن شود. تقریباً در هر حالت یک خانوار فقط می تواند بر پایه وثایق معتبر وام بگیرد. در حالی که اعتبار بازار سهام بر پایه نگهداری اوراق سهام قرار دارد و اعتبار مشتری به داشتن ثبات و خوش نامی است، و امها نیز فقط با وثایق قابل دستیابی هستند. یک اثر این اجبار ها تشویق خرید دارائی های است که در نتیجه درخواست وسایق رهنی برای نیازمندان و هزینه دستیابی به وام تاثیر می پذیرد، کار می کند. نرخ بهره رهن و مقدار موجودی اعتبار برای مسکن دو عنصر مهم شرایط مالی بازار رهن هستند و میزان پاسخگویی عرضه به تقاضای بعمل آمده

را تعیین می کنند. عناصر دیگری نیز از قبیل شرایط غیر مالی اعتبار، مدت بازپرداخت، نحوه پرداخت و قوانین ناظر بر اینگونه امور در این بازار مخصوصاً در کشورهایی مثل کشور ما دخالت دارند. بحث اصلی در کارکرد نظامی مثل نظام بازار رهن تقابل بین نیروهای عرضه و تقاضا است. بنابراین این مهم است که بدانیم آیا وجوه قابل اختصاص به معاملات رهنی مسکن به صورت بهینه به تقاضای وام رهنی تخصیص یافته اند یا خیر، جواب این سوال کارایی بازار رهن را نشان خواهد داد. پس به طور خلاصه کارایی مورد نظر بازار رهن خود را بدین شکل تعریف می کنیم:

کارایی بازار رهن عبارت است از وضعیتی است که در آن میزان تقاضای خانوارها برای وجوه رهنی با تخصیص بهینه منابع از طرف بنگاه های عرضه کننده رهن پوشش داده می شود. پوشش بیشتر به معنای کارایی بیشتر و پوشش کمتر به معنای کارایی کمتر است.

این تحقیق مبتنی بر دو فرضیه زیر است:

- ۱- از تمامی ظرفیت بازار رهن در ایران استفاده نمی شود:
- ۲- امکان گسترش بازار رهن به منظور توسعه بازار سرمایه مسکن وجود دارد. باطراحی ابزار مالی رهنی جدید می توان بازار سرمایه رهن را گسترش داد.

ظرفیت بازار رهن در یک نوع برخورد اقتصادی با قضیه از طریق تخمین عرضه و تقاضای بهینه میزان وجوه رهنی قابل بررسی است. اگر چه شناخت دقیق ظرفیت بازار رهن و اندازه گیری آن به دلایل ضعف سیستم آماری و اطلاعاتی نظام مالی کشور به راحتی مقدور نیست، لیکن با توسل به معادلات عرضه و تقاضای وجوه رهنی سعی خواهیم کرد که میزان مطلوب وجوه رهنی قابل عرضه برای بنگاه های عرضه کننده رهن (بانک ها) را تخمین بزنیم و در برخوردی کمی متفاوت با بخش عرضه، استنتاج هایی را نیز در مورد تقاضای بهینه وجوه رهنی بعمل بیاوریم. از نتیجه این بحث در بررسی فرضیه دوم استفاده خواهیم کرد.

عرضه رهن

یک موسسه سپرده ها را از بازار آزاد به دست می آورد و این سپرده ها اساس فعالیت های سرمایه گذاری آن را تشکیل می دهد. تخصیص وجوه بنگاه بین دارائی های رقابتی مختلف اساساً به وسیله خالص درآمد زایی و ارزش نقدینگی دارائی ها تعیین می شود. بنابراین اگر نرخ بهره به نسبت درآمد زایی اوراق قرضه دولتی افزایش یابد باید انتظار داشت که بنگاه تخصیص وجوه خود به رهنما