

توسعه بازار رهن در ترکیه و چشم‌اندازهای آتی^۱

مترجمین: کیمیا علوی* و امین قبادی**

چکیده

از ویژگی‌های بخش مسکن این است که به طور مستقیم و قابل ملاحظه‌ای به کل فعالیت تولیدی در هر کشور کمک می‌کند. همچنین، این بخش اثرات ضریب‌فزاينده کینزی را ایجاد می‌کند؛ زیرا خرید خانه معمولاً به افزایش مخارج در بخش‌های دیگر اقتصاد منجر می‌شود که این موضوع خود چرخه‌های دیگری از درآمد و خرید را خلق می‌کند. به‌رغم وجود بحران در سال‌های ۲۰۰۸ و ۲۰۰۹، اقتصاد ترکیه در دهه اخیر به طور متوسط رشد اقتصادی سالانه ۴/۳ درصدی را تجربه کرده است؛ فعالیت‌های ساختمانی بخش خصوصی نیز به طور متوسط ۴/۳ درصد افزایش داشته که این مسأله موجب ثبات سهم بخش خصوصی ساخت و ساز در تولید ناخالص داخلی در سطح ۶ تا ۷ درصد شده است. تحولات مثبت در اقتصاد ترکیه و بازارهای مالی آن، سیستم بانکی را قادر به ارائه وام‌های رهنی با سرسیدهای بلندمدت‌تر کرده است؛ اما کاهش دسترسی بانک‌ها به منابع بلندمدت‌تر موجب عدم تطابق سرسیدها و کسری بودجه بیشتر برای بانک‌های ترکیه شده است. در این چارچوب، بازار ثانویه سرمایه برای بانک‌ها به‌منظور ایجاد منابع مالی بلندمدت‌تر مورد نیاز است. تجزیه و تحلیل انجام شده در خصوص مدل‌های بازار ثانویه رهنی ایالات متحده آمریکا و اروپا نشان می‌دهد که باید یک نهاد حاکمیتی وجود داشته باشد که به‌طور کامل یا نسبی توسط بخش عمومی اداره شود. در چنین چارچوبی، پیشنهاد می‌شود که در ترکیه، اداره مسکن عمومی (TOKI) به‌منظور ارائه خدمات به عنوان بنگاه تأمین مالی مسکن ترکیه با ظرفیت‌ها و حقوق قانونی لازم تجهیز شود.

واژگان کلیدی: تسهیلات رهنی، مسکن، اوراق قرضه با پشتوانه تسهیلات رهنی، بنگاه تأمین مالی مسکن.

طبقه‌بندی JEL: G23.

۱. ترجمه‌ای است از:

Turguttopbas, N., Erdal, B. (2016). Mortgage Market Development in Turkey and Future Prospects. Journal of Bussiness and Economics. ISSN 2155-7950. Volume 7. No. 4. pp. 676-689. USA.

k.alavi@cbi.ir

*مسئول امور حسابداری اداره حسابداری کل و بودجه بانک مرکزی

a.qobadi@cbi.ir

** پژوهشگر اداره بررسی‌ها و سیاست‌های اقتصادی بانک مرکزی

۱. مقدمه

در بازارهای سرمایه ترکیه، نخستین اوراق قرضه رهنی با پشتوانه وام مسکن با حجم ۴۱۰ میلیون لیر ترکیه و سررسید ۵ ساله در اواسط فوریه ۲۰۱۵ توسط یک بانک تجاری برجسته ترکیه منتشر شد. این انتشار، نخستین بخش از برنامه جدید اوراق قرضه تحت پوشش بانکها بود. با این وجود، این انتشار نوعی فروش مستقیم به بانک سرمایه‌گذاری اروپا بود تا یک عرضه عمومی. این اوراق رتبه A₃ را از مؤسسه مودیز (شرکت رتبه‌بندی اعتباری) دریافت کرد که سه امتیاز بالاتر از اوراق ساده بانک‌های مربوطه است. درآمد حاصل از انتشار برای تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط (SME)^۱ مورد استفاده قرار می‌گیرد. این انتشار نخستین موفقیت پس از یک دوره انتظار طولانی‌مدت برای بازار ثانویه رهنی ترکیه است که انتظار می‌رود توسط بانک‌های دیگر تجاری که دارای سبد دارایی‌های رهنی مسکونی قابل توجه هستند، دنبال شود.

اگرچه هیأت بازارهای سرمایه^۲ ترکیه بازار ثانویه رهنی را در سال ۲۰۰۷ نظام‌مند کرد، اما اصلاحات ارائه شده در قالب اعلامیه هیأت بازارهای سرمایه در سال ۲۰۱۴ چارچوب‌های قانونی برای اوراق قرضه تحت پوشش با پشتوانه دارایی رهنی را بهبود بخشید. اصلاحات مؤثر، تا زمانی که نتایج آزمون قانونی رضایت‌بخش هستند، صادرکننده اوراق را مجاز به استفاده آزاد از پول نقد می‌داند و حداقل ضوابط رتبه‌بندی برای معامله‌کنندگان سوپ را تعریف می‌نماید. بانکها و نیز شرکت‌های تأمین مالی رهنی واقع در ترکیه که توسط آژانس تنظیم مقررات و نظارت بانکی^۳ معتبر شناخته شده‌اند، مجاز به انتشار اوراق قرضه تحت پوشش رهنی^۴ با شرط موافقت هیأت بازارهای سرمایه هستند. بر اساس مقررات هیأت بازارهای سرمایه، تسهیلات رهنی تجاری تا ۱۵ درصد سرمایه پوششی و تنها تا ۵۰ درصد ارزش اموال، به‌عنوان دارایی پوششی واجد شرایط تطبیق پوشش دارایی‌ها به حساب می‌آیند. محدودیت انتشار تا ۱۰ درصد از کل دارایی‌ها و پنج برابر حقوق مالکانه صادرکننده، تعیین شده است.

1. Small and Medium Enterprises

2. Capital Markets Board (CMB)

3. The Banking Regulatory and Supervision Agency (BRSA)

4. Mortgage Covered Bonds (MCB)

بازیگران بازار سرمایه ترکیه و نیز اشخاص خارجی انتظار دارند بازار رهن ثانویه به سه شرط مطلوب به سرعت پیشرفت کند؛ این سه شرط عبارتند از ساختار قانونی مناسب‌تر، سبد دارایی تسهیلات رهنی موجود در سیستم بانکی ترکیه و پتانسیل مناسب بخش املاک. هدف اصلی این تجزیه و تحلیل، شرح مبسوط پتانسیل توسعه بازار ثانویه رهنی در کشور ترکیه است؛ بخش نخست، بر تجزیه و تحلیل سبد دارایی تسهیلات رهنی موجود در سیستم بانکی و پتانسیل مناسب بخش املاک متمرکز می‌شود؛ در بخش دوم، مدل‌های آمریکایی و اروپایی توسعه بازارهای رهن ثانویه، به‌منظور درک عمیق مراحل توسعه تشریح می‌شود. در بخش پایانی، بر نیاز به بنگاه تأمین مالی مسکن تأکید و پیشنهاد می‌شود که اداره مسکن عمومی در ترکیه با کاهش تدریجی فعالیت‌های خود در بخش ساخت و ساز، می‌تواند به بنگاه تأمین مالی مسکن تبدیل شود. فعالیت‌هایی که به علت آسیب‌زدن به رقابت، مورد نکوهش قرار گرفته‌اند.

۲. پیشینه پژوهش

شگفت‌آور است که نهادهای بین‌المللی همچون بانک جهانی و صندوق بین‌المللی پول، بیشتر از محققان دانشگاهی، توسعه بازار رهن ثانویه در کشورهای مختلف را مورد تجزیه و تحلیل قرار داده‌اند. با این وجود، جای تعجب نیست که تجزیه و تحلیل آکادمیک به‌ویژه پس از سال ۲۰۰۰ بر توسعه تسهیلات رهنی در کشورهای در حال توسعه متمرکز شده است؛ چرا که کشورهای توسعه یافته بازارهای تثبیت شده‌ای دارند. صندوق بین‌المللی پول با تمرکز بر تأمین مالی مسکن و رونق املاک و مستغلات از منظر بین‌المللی، جدیدترین تجزیه و تحلیل‌های ساختاری و دقیق را ارائه کرده است. یکی از این یافته‌ها برای توسعه بازار رهن عبارت است از: «هر دو بازار پیشرفته و نوظهور باید به‌منظور دستیابی به بازارهای رهنی از پایین آوردن استانداردهای تأمین مالی مسکن پرهیز کرده و این کار را ابتدا با تمرکز بر بهبود نهادها (به عنوان مثال، حقوق قانونی) و محیط اقتصاد کلان انجام دهند.»^۱

تجزیه و تحلیل ساختاری دیگر توسط بانک جهانی ارائه شده و در آن ترکیه به همراه چین، هندوستان، تایلند، مکزیک، بیشتر کشورهای جدید اتحادیه اروپا، مراکش، اردن، برزیل، پرو، قزاقستان و اکراین در فهرست کشورهای "عقب‌افتاده" قرار گرفته‌اند. ارزش بازارهای رهنی کشورهای مذکور ۶ تا ۱۷ درصد تولید ناخالص داخلی است.^۱ مطالعه دیگری از بانک جهانی وجود موفقیت محدود در معرفی اوراق بهادار (قرضه) رهنی در بازارهای نوظهور در مقیاس قابل توجه به‌رغم تلاش‌های متعدد را آشکار نمود. دلیل این امر، الزامات زیربنایی برای انتشار اوراق قرضه رهنی است که بسیار دشوار، زمان‌بر و پرهزینه هستند.^۲

باردهان و اولشتاین^۳ (۲۰۰۷) معیار ارزیابی برای رابطه بین اندازه بازار رهنی هر کشور و متغیرهای توضیحی اجتماعی-اقتصادی را که با استفاده از داده‌های ۱۸ کشور عضو سازمان همکاری و توسعه اقتصادی (OECD) تعیین شده‌اند، توسعه دادند. تمرکز بر کشورهای روسیه، چین و هندوستان نشان داد که بازارهای رهنی این کشورها پتانسیل رشد قابل توجهی دارد.

۳. تسهیلات رهنی و بازار مسکن

۳-۱. سیستم بانکی و مسکن کشور ترکیه

۳-۱-۱. سبب دارایی تسهیلات رهنی در سیستم بانکی ترکیه

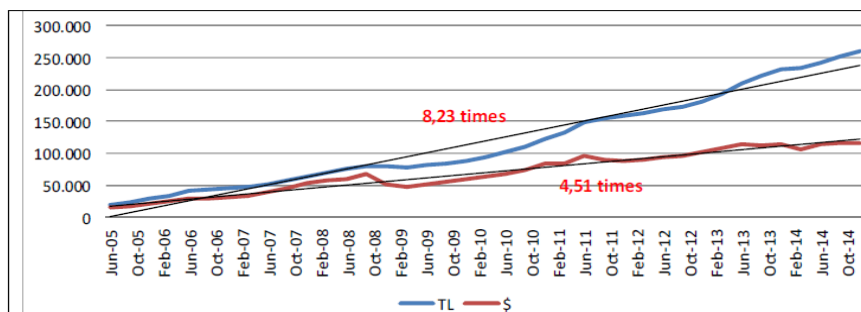
در دهه اخیر، ثبات در اقتصاد و شرایط مالی کشور ترکیه به افزایش تقاضا برای تسهیلات مسکن، به‌ویژه پس از سال ۲۰۰۴ منجر شده است. مانده معوقه تسهیلات مسکن تا دسامبر ۲۰۱۴، ۲۶۰,۸۹۱ میلیون لیر ترکیه (برابر ۱۱۵,۳۷۷ میلیون دلار) است و ۱۵/۹ میلیون شهروند از تسهیلات رهنی استفاده کرده‌اند. نمودار ۱ نشان می‌دهد که پرتفوی تسهیلات رهنی سیستم بانکی ترکیه از سال ۲۰۰۵ بر حسب لیر ترکیه ۸/۲۳ برابر و بر حسب دلار ۴/۵۱ برابر افزایش یافته است.

1. Chiquier and Michael Lea. (2009).

2. Chiquier, et al. (2004).

3. Bardhan and Edelstien.

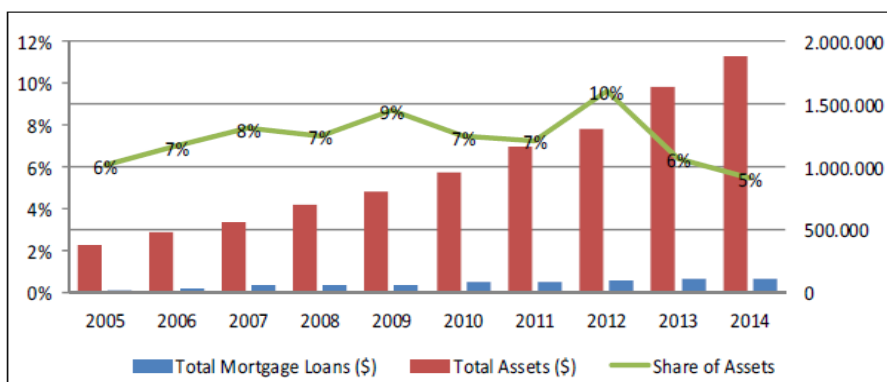
نمودار ۱. مانده معوقه تسهیلات رهنی بخش بانکی ترکیه (۲۰۰۵-۲۰۱۴)



مأخذ: انجمن بانکداری ترکیه.^۱

با این وجود، از آنجا که بسیاری از دارایی‌های بخش بانکی ترکیه چنین رشدی را تجربه کرده‌اند، سهم تسهیلات رهنی در کل دارایی‌های بانک‌ها تا دسامبر ۲۰۱۴، ۵ درصد بوده که پایین‌ترین میزان از سال ۲۰۰۵ است که در نمودار ۲ نشان داده شده است. این سهم در سال ۲۰۱۲ به حداکثر خود رسید و چنین کاهش را می‌توان به آسانی به تغییر ساختار سیستم بانکی ترکیه نسبت داد. با توجه به نمودار ۳، پس از سال ۲۰۱۱ بانک‌های ترکیه دارایی‌های اوراق قرضه خود را کاهش و تمرکز خود را نه تنها در بخش مسکن بلکه در بخش حقیقی نیز بر عملکرد وام‌دهی قرار دادند.

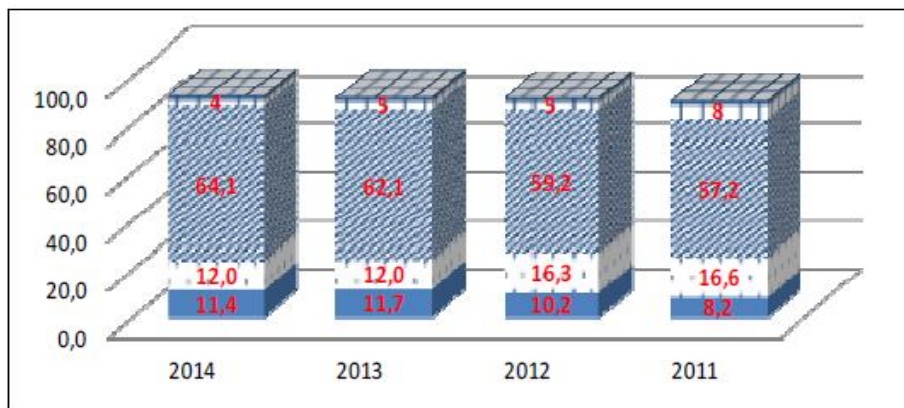
نمودار ۲. دارایی‌های کل و تسهیلات رهنی سیستم بانکی ترکیه (۲۰۰۵-۲۰۱۴)



مأخذ: انجمن بانکداری ترکیه.

1. Turkish Banking Association.

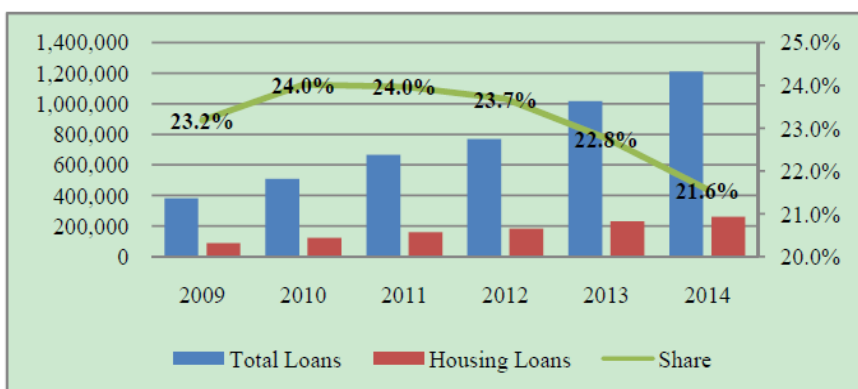
نمودار ۳. ساختار کل دارایی‌های سیستم بانکی ترکیه



■ نقدینگی و دارایی‌های بانک مرکزی ■ پرتفوی تجارت وام‌ها ■ پرتفوی سرمایه‌گذاری
 مأخذ: انجمن بانکداری ترکیه.

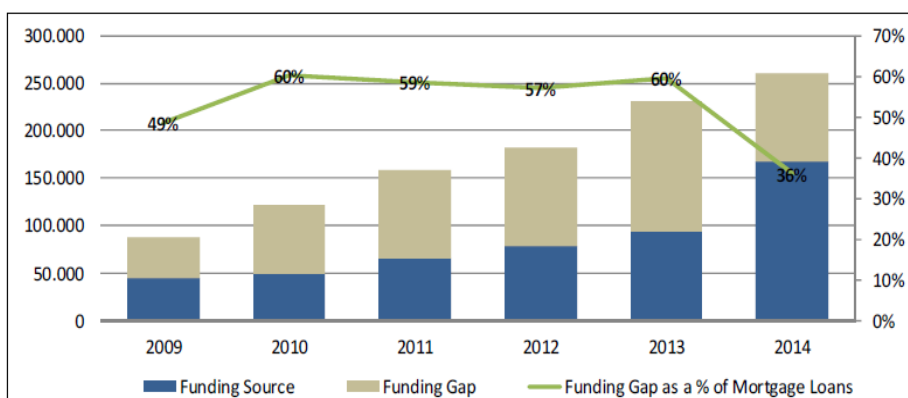
به‌رغم، تغییر ساختار کل دارایی‌های سیستم بانکی ترکیه به نفع وام‌ها، سهم تسهیلات رهنی در کل سبد دارایی‌های تسهیلات رهنی بانک‌های این کشور که به ۲۴ درصد افزایش یافته بود، از سال ۲۰۱۰ شروع به کاهش کرد (نمودار ۴). واقعیت آن است که از سال ۲۰۱۰ افزایش مداوم در میزان تسهیلات اعطایی به بخش مسکن توسط سیستم بانکی ترکیه تحقق نیافته است.

نمودار ۴. سهم تسهیلات رهنی از کل سبد دارایی‌های تسهیلات



دلیل کاهش در سهم تسهیلات رهنی، به ساختار تأمین مالی بانک‌های ترکیه مربوط می‌شود. سررسید تسهیلات رهنی بانک‌های ترکیه دارای دو بند ۱ تا ۵ سال و ۵ تا ۱۰ سال است.^۱ انتظار می‌رود این تسهیلات رهنی به عنوان یک دارایی میان‌مدت و بلندمدت از طریق بدهی‌های بلندمدت‌تر که استقراض از مؤسسات تأمین مالی، استقراض از بازار پول با سررسید بیش از یک‌سال و اوراق قرضه قابل فروش منتشرشده هستند، تأمین مالی شوند. با این وجود، با توجه به نمودار ۵، بیش از نیمی از تسهیلات رهنی توسط سرمایه و بدهی‌های کوتاه‌مدت تأمین مالی شده‌اند که هر دوی آنها قابل اتکا و منبع تأمین مالی مناسب برای تسهیلات رهنی نیستند. در سال ۲۰۱۳، شکاف تأمین مالی تا ۶۰ درصد از سبد دارایی‌های رهنی افزایش یافت که حاکی از عدم تناسب شدید بوده و از این رو بخش بانکی، تسهیلات رهنی را متوقف کرده است. یکی دیگر از استدلال‌ها شرایط رو به وخامت اقتصاد کلان است که هم بر سیستم بانکی و هم بر رفتار خرید خانه توسط خانوارها تأثیر می‌گذارد.

نمودار ۵. شکاف تأمین مالی برای تسهیلات رهنی سیستم بانکی ترکیه (۲۰۰۹-۲۰۱۴)



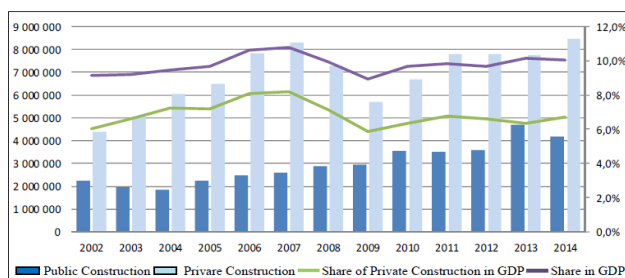
1. http://www.bddk.org.tr/websitesi/trukce/Raporlar/Calisma_Rapolari/13132006-1.pdf. The Latest Public Data about The Maturity Profile of Turkish Banking Sector is Dated 2006. Any Relevant Public Data Has Not been Available Since then to Our Knowledge.

۳-۱-۲. بازار مسکن ترکیه

اقتصاد رو به رشد و ویژگی‌های جمعیت‌شناسی مطلوب^۱ که به افزایش مصرف در ترکیه منجر شده، به تقویت بخش ساخت و ساز نیز کمک کرده است. در واقع، از سال ۲۰۰۲ تمرکز اصلی توسعه اقتصادی بر روی ساخت و ساز تنظیم شده است. بخش ساخت و ساز از دو بعد به اقتصاد کمک می‌کند؛ نخست، با استفاده از نیروی کار و ایجاد تقاضا برای تقریباً ۲۵۰ بخش فرعی، فعالیت‌های اقتصادی را تحریک می‌کند؛ دوم، بخش ساخت و ساز به رشد اقتصادی حساس است، چرا که تقاضا برای ساختمان‌های جدید به شدت به شرایط عمومی اقتصاد بستگی دارد.

نمودار ۶ حجم فعالیت‌های ساخت و ساز و نیز سهم بخش ساخت و ساز در تولید ناخالص داخلی از سال ۲۰۰۲ را نشان می‌دهد که بخش خصوصی در آن نقش برجسته‌ای دارد. در سال ۲۰۰۷، سهم ساخت و ساز به بیشترین میزان خود برابر ۱۰/۸ درصد رسید و پس از آن به استثنای بحران سال ۲۰۰۹ در سطح ۱۰ درصد تثبیت شد. از سوی دیگر، پس از سال ۲۰۱۱ سهم بخش خصوصی در ساخت و ساز توسعه یکسانی را تجربه کرد و در حدود ۶ درصد تثبیت شد.

نمودار ۶. سهم بخش دولتی و خصوصی ساخت و ساز ترکیه در تولید ناخالص داخلی

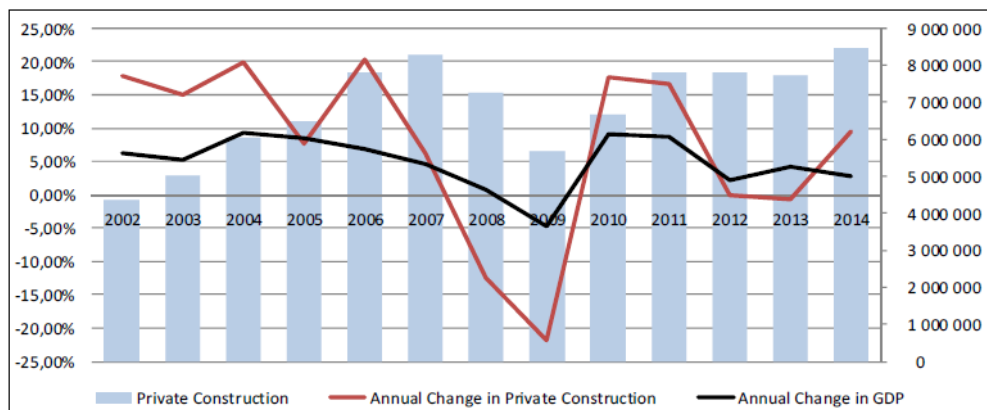


مأخذ: مؤسسه آمار ترکیه (TUIK).

۱. در پایان سال ۲۰۱۴ جمعیت کشور ترکیه حدود ۷۷/۷ میلیون نفر با میانگین سنی ۳۰/۷ سال بوده است. از آنجا که در سال ۲۰۱۲ میزان ساکنان در شهرها و نواحی مرکزی ۷۷/۳ درصد بود، امروز حدود ۹۱/۳ درصد کل جمعیت این کشور در استان‌ها و نواحی مرکزی زندگی می‌کنند که این مسأله تأثیر معناداری در تأسیس شهرداری‌ها در ۱۴ استان و مشارکت حومه شهرها و روستاها در یک‌چهارم این ۱۴ استان داشته است. بر اساس اطلاعات انجمن شرکت‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات (GYODER) نرخ شهرنشینی در ترکیه ۷۸ درصد است. پیش‌بینی شده است جمعیت شهری که حدود ۶۰ میلیون نفر است، در سال ۲۰۲۳ به بیش از ۷۱ میلیون نفر برسد.

سازمان توسعه مسکن نقش قابل توجهی در بخش ساخت و ساز دولتی، به‌ویژه در بخش مسکن دارد؛ ولی داده‌های فعالیت‌های آن در دسترس نیست. در نمودار ۷، تحولات ساخت و ساز بخش خصوصی از سال ۲۰۰۲ نشان داده شده است. رشد بخش ساخت و ساز خصوصی دو روند اصلی رو به افول را تجربه کرد؛ نخستین روند در سال ۲۰۰۵ بود که با کاهش پروژه‌های عظیم زیربنایی نمایان شد. با این وجود، مطابق با نمودار ۷ روند بهبود سریع‌تر از وضعیت عمومی اقتصاد بود. روند رو به افول دیگر در زمان بحران جهانی در سال ۲۰۰۹ اتفاق افتاد که تأثیرات افول اقتصاد بر ساخت و ساز بسیار شدید بود. بخش ساخت و ساز برای رشد اقتصادی پیش‌قدم بوده، اما به شدت تحت تأثیر رکود اقتصادی قرار گرفته است.

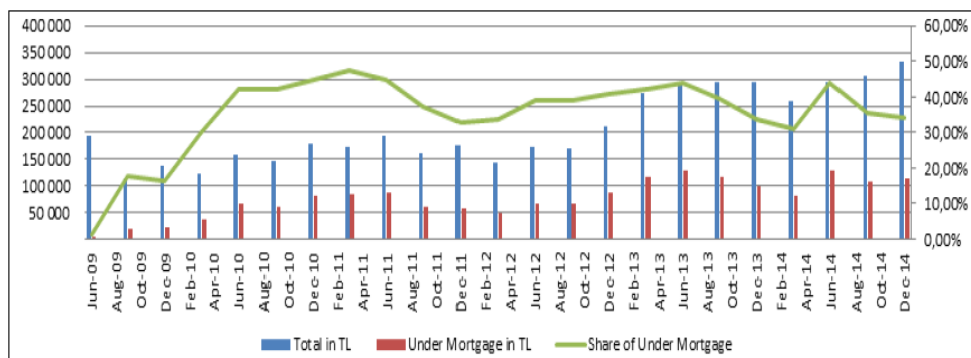
نمودار ۷. رشد در بخش ساخت و ساز خصوصی



بخش ساخت و ساز به شدت تحت تأثیر سیاست‌های اتخاذشده توسط دولت‌ها و سطح قدرت خرید خانوار قرار دارد. همان‌طور که در نمودار ۸ نشان داده شده است، از اواسط سال ۲۰۰۹ فروش ماهانه مسکن از متوسط ۳۵۰۰۰-۴۰۰۰۰ واحد به سطح ۱۰۰۰۰۰-۹۵۰۰۰ واحد افزایش یافته است. سازوکار مستحکم اعطای تسهیلات رهنی در بانک‌های ترکیه این تسهیلات را به یکی از کاراترین ابزارهای تأمین مالی در فروش مسکن تبدیل کرده است؛ در ماه مارس ۲۰۱۱ سهم فروش مسکن با تسهیلات رهنی به بالاترین سطح خود یعنی برابر ۴۷ درصد افزایش یافت. با این وجود، این افزایش

پی‌درپی فروکش کرد و تا پایان سال ۲۰۱۴ به طور متوسط به سطح ۳۷ درصد کاهش یافت. به‌رغم این حرکت رو به افول، حقیقت آن است که تسهیلات رهنی به یک منبع قابل توجه تأمین مالی برای فروش مسکن تبدیل شده و حتی انگیزه‌ای حیاتی برای بخش مسکن فراهم کرده است.

نمودار ۸. تعداد مسکن فروش رفته با تسهیلات رهنی



مأخذ: بانک مرکزی ترکیه (TCMB).

۳-۲. مدل‌هایی از توسعه بازار رهن ثانویه

برای توسعه بازار رهن ثانویه، هر کشور از نظر سازوکارهای قانونی، از قبیل تشکیلات و سطح توسعه‌ای مؤسسات اعتباری، شیوه کسب و کار و اعطای تسهیلات و شرایط تاریخی و اقتصادی مشخصات خاص خود را دارد. تجزیه و تحلیل تجربه توسعه بازار رهن ثانویه نشان‌دهنده دو مدل اساسی برای ساختار بازار است؛ این دو مدل، مدل آمریکایی (۲ لایه) و مدل اروپایی (یک لایه) هستند که ویژگی‌های اصلی آنها در جدول ۱، ارائه شده است.^۱

۳-۲-۱. مدل آمریکایی توسعه بازار رهن ثانویه

بازار رهن ثانویه آمریکایی که توسط دولت تشکیل شد، نه تنها پایه و اساس قانونی برای عملکرد سیستم رهنی را فراهم آورد، بلکه به طور مستقیم مؤسسات تخصصی بازار رهن ثانویه (برای مثال

1. Bazhanova and Shakiryanova. (2014).

انجمن ملی فدرال وام (فنی‌می)،^۱ انجمن ملی وام رهنی دولت (جینی‌می)^۲ و کمپانی فدرال وام‌های مسکن (فردی‌مک)^۳ را به‌وجود آورد.

فردی‌مک، در سال ۱۹۷۰ با تصویب قانون تأمین مالی مسکن ضربتی تأسیس شد، سرمایه‌گذاری‌های رهنی را افزایش داد، همچنین، دستیابی به وجوه برای وام‌دهی رهنی را از طریق توسعه و حمایت از یک بازار ثانویه برای وام‌های رهنی مسکن مرسوم در سراسر کشور افزایش داد. فردی‌مک، وام‌دهندگان رهنی و بازارهای سرمایه را از طریق کارکردهای خرید و فروش آنها به هم پیوند داد. انواع مختلفی از وام‌های رهنی در بیشتر موارد از مؤسسات پس‌انداز و وام و نیز از بانکداران رهنی و بانک‌های تجاری وجود دارد. این مؤسسات، وام‌های رهنی را از طریق اوراق بهادار با سود ثابت که دارای سود تقسیم نشده وام‌های رهنی بدون پشتوانه است، به فروش می‌رسانند. این موضوع موجب توسعه ابزارهای یکنواخت وام رهنی، فرم‌ها و دستورالعمل تعهدات گسترش‌دهنده استانداردسازی وام‌های بدون پشتوانه در سطح ملی می‌شود. فردی‌مک نیز برنامه‌های خرید و ابزارهای فروشی را که به نیازهای صنعت وام رهنی پاسخ دهند، توسعه می‌دهد. این موضوع سازوکار پردازش برای حمایت از عملیات کسب و کار استاندارد و بهبود کارایی و اثربخشی بازار ثانویه را توسعه می‌دهد. فردی‌مک قادر است بیشتر خریدهای رهنی را از طریق فروش اوراق گواهی مشارکت و نیز از طریق صدور اوراق بدهی، در بلندمدت از طریق اوراق قرضه و در کوتاه‌مدت از طریق اوراق بدهی تنزیلی، توافقات بازخرید ذخایر و خطوط اعتباری اختصاص داده شده از بانک‌های تجاری تأمین مالی نماید.^۴

فنی‌می بخش اصلی بازار ثانویه وام‌های رهنی مسکن در زمینه ارائه نقدینگی اضافی به بازار رهن و بهبود توزیع سرمایه لازم موجود برای تأمین مالی ساخت و فروش مسکن است. این شرکت یک بازار ثانویه برای اداره تأمین مسکن فدرال (FHA)،^۵ ارائه وام‌های رهنی صرف به اداره مجروحان جنگی

1. Federal National Mortgage Association (Fannie Mae).
2. Government National Mortgage Association (Ginnie Mae).
3. Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac).
4. U.S. Department of Housing and Urban Development. (1982).
5. Federal Housing Administration (FHA).

(VA)^۱ و نیز اعطای وام‌های رهنی بدون پشتوانه را فراهم می‌کند. این شرکت، برنامه اوراق بهادار به پشتوانه تسهیلات رهنی را برای اداره تأمین مسکن فدرال و اداره جانبازان اجرا می‌کند. فعالیت‌های خرید شرکت فنی می‌در بیشتر موارد توسط جریان نقدی سبد دارایی‌های رهنی و انتشار حجم زیادی از اوراق قرضه و اوراق بدهی تنزیلی کوتاه‌مدت تأمین مالی می‌شود؛ همچنین سهام آن به طور عمومی معامله می‌شود.

جینی می‌، اعتبارات رهنی حامی اهداف مسکن‌سازی دولت از طریق کمک به آن بخش از بازار مسکن را که برای آن تأمین مالی بدون پشتوانه به سهولت میسر نیست، با سازوکارهای بازار ثانویه، فراهم و تقویت می‌کند. جینی می‌ می‌تواند وام‌های رهنی اداره تأمین مسکن فدرال (FHA) و اداره مجروحان جنگی (VA) که به صورت یارانه‌ای و غیریارانه‌ای به یک یا چند خانواده اعطاشده و گاهی اوقات، وام رهنی بدون پشتوانه را خریداری کند. برنامه‌های خرید با کمک ویژه با وام‌های خزانه‌داری، بهره‌دریافتی از اوراق بهادار و هزینه تعهدات تأمین مالی می‌شود. برنامه تضمین اوراق بهادار پس از درخواست و پرداخت کارمزد ضمانت توسط ناشران اوراق بهادار تأمین مالی می‌شود.

1. Veterans Administration (VA).

جدول ۱. مقایسه مشخصات مدل‌های آمریکایی و اروپایی بازار اوراق بهادار به پشتوانه تسهیلات رهنی (MBS)

مدل اروپایی	مدل آمریکایی	
<ul style="list-style-type: none"> - انباشت مجموع پس‌اندازها در بانک‌های خصوصی و بانک‌های پس‌انداز عمومی، - سهام تجمیعی برای ساخت و ساز مسکن تا میزانی مشخص از حق بیمه دولت معاف می‌شوند؛ یا این کمک‌ها (تا حداکثر مقدار) از مالیات بر درآمد معاف هستند. 	<ul style="list-style-type: none"> - سپرده‌های پس‌انداز 	منابع تأمین مالی مسکن
<ul style="list-style-type: none"> - مؤسسات تخصصی (بانک‌های رهنی، شرکت‌های ساختمانی، بانک‌های پس‌انداز و بانک‌های رهنی، بانک‌های تعاونی)، - بانک‌های جهانی، - شرکت‌های بیمه. 	<ul style="list-style-type: none"> - بانک‌های پس‌انداز 	وام‌دهندگان اولیه
<ul style="list-style-type: none"> - بانک‌های رهنی، - بانک‌های جهانی. 	<ul style="list-style-type: none"> - اپراتورهای تخصصی (فنی‌می؛ جینی‌می؛ فردی مک)، - بانک‌های سرمایه‌گذاری، - مؤسسات پس‌انداز، - مجاری (Conduits). 	انتشاردهندگان اوراق بهادار رهنی
<ul style="list-style-type: none"> - اوراق قرضه رهنی (pfandbriefe and jumbo pfandbriefe)، - اوراق قرضه اجتماعی که توسط دولت‌ها تضمین شده است. 	<ul style="list-style-type: none"> - گواهی انتقال قرضه (قابل انتقال)، - سازمان یافته. 	انواع اوراق بهادار به پشتوانه تسهیلات رهنی
<ul style="list-style-type: none"> - میزان متوسط وام حدود ۱۰۰ هزار یورو، - نسبت وام رهنی به ارزش ملک (LTV) = ۷۰، - استقراض از ۱۰ تا ۳۰ سال، - نرخ بهره ثابت. 	<ul style="list-style-type: none"> - میزان متوسط وام حدود ۳۲۷ هزار دلار آمریکا، - قرض گرفتن از ۱۰ تا ۳۰ سال، - نرخ بهره ثابت، - ضریب ظرفیت اعتبار (در دسترس بودن اعتبار) از ۲۸ تا ۳۰ درصد است. 	شرایط وام رهنی
<ul style="list-style-type: none"> - یک تریلیون دلار آمریکا 	<ul style="list-style-type: none"> - ۷ تریلیون دلار آمریکا 	میزان بدهی تحت وام‌های رهنی
<ul style="list-style-type: none"> حدود ۳۰ درصد 	<ul style="list-style-type: none"> - بیش از ۵۴ درصد 	سهام تسهیلات رهنی تأمین مالی شده از طریق اوراق بهادار به پشتوانه تسهیلات رهنی

ادامه جدول ۱.

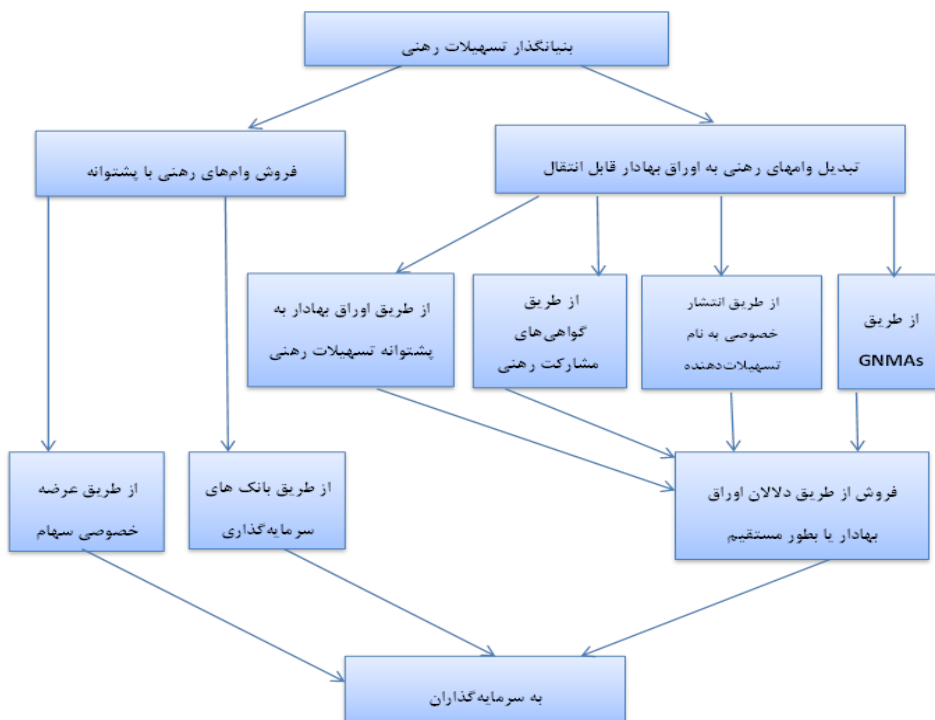
میزان اوراق بهادار منتشر شده	- ۱/۴ تریلیون دلار آمریکا	- ۱/۱ تریلیون یورو
اسناد قانونی	<ul style="list-style-type: none"> - قانون اوراق بهادار سال ۱۹۳۳، - قانون مبادله اوراق بهادار سال ۱۹۳۴، - قانون قرارداد تراست سال ۱۹۳۳، قانون سرمایه‌گذاری، - قانون ساربانز- اوکسلی سال ۲۰۰۲، - سازمان‌های خود نظارتی شرکت‌کنندگان حرفه‌ای در بازار اوراق بهادار. 	<ul style="list-style-type: none"> - قانون مبادله (پایان قرن ۱۹)، - قانون معاملات اعتباری (پایان قرن ۱۹)، - قانون معاملات اوراق بهادار (۱۹۹۴)، - کمیسیون اوراق بهادار، - نماینده ایالت‌ها، - اتاق بازرگانی فدرال برای نظارت بر بانک‌ها، - قانون خاص، - قانون اوراق قرضه رهنی.
حفاظت از سرمایه‌گذاران	<ul style="list-style-type: none"> - تضامین دولتی، - بیمه دولتی، - رتبه‌بندی‌های اعتباری تنظیم شده توسط کارگزاران رتبه‌بندی بین‌المللی. 	<ul style="list-style-type: none"> شرایط خاص وثایق وام رهنی محدودیت قانونی عملیات مجاز برای بانک‌های رهنی مؤسسه ایفای کنترل وثیقه رهن و تعهد صادرکنندگان با قوانین رهن

مأخذ: بازانووا و شاکیریانووا. (۲۰۱۴).^۱

در مدل آمریکایی، وام‌دهنده اولیه و صادرکننده اوراق بهادار به پشتوانه تسهیلات رهنی از یکدیگر جدا هستند؛ در نتیجه وظایف تخصیص و پرداخت وام‌های رهنی بلندمدت بخش مسکن از وظایف تجهیز منابع و مدیریت ریسک‌های مالی منفک شده‌اند. بازار ثانویه برای وام‌های رهنی مسکن، که ساختار آن در نمودار ۸ نشان داده شده است، یک فرایند چند بعدی است که در آن با بلوغ بازار، تعداد و نوع بانیان و سرمایه‌گذاران وام‌های مسکن گسترش می‌یابد.

1. Bazhanova and Shakiryanova. (2014).

شکل ۱. بازار رهن ثانویه آمریکایی



مأخذ: <http://huduser.org/portal//Publications/pdf/HUD-11648.pdf,s.20>

فرایند بازار ثانویه شامل هر دو بعد خرید و فروش وام مسکن است. بنیان وام رهنی می‌توانند انتخاب کنند که یا کل وام‌ها را به فروش برسانند یا با سرمایه‌گذاران از طریق فروش مستقیم، فروش به فردی مک و یا فنی می و یا فروش به یک کانال دیگر مانند یک شرکت بیمه وام رهنی خصوصی مشارکت کنند. بسیاری از خریداران، نظیر فردی مک، فنی می و مؤسسات دیگر مشابه، با استفاده از اوراق بهادار با پشتوانه رهنی، وام‌ها را مجدداً به دیگر سرمایه‌گذاران می‌فروشند. خریداران دیگر، از جمله فنی می، ممکن است وام‌های خریداری شده را در سبد دارایی‌ها نگهداری کنند و آنها را به سرمایه‌گذار دیگری بفروشند. بنیان می‌توانند وام‌های رهنی را به اوراق بهادار قابل انتقال به غیر در

اشکال GNMA's، عرضه خصوصی سهام، گواهی مشارکت رهنی (PCs)^۱، تحت برنامه ضمانتنامه فردی مک یا اوراق بهادار با پشتوانه تسهیلات رهنی تضمین شده (MBSs)^۲ تحت برنامه فنی می تبدیل کنند.^۳

۳-۲-۲. مدل اروپایی ثانویه توسعه بازار وام مسکن

همان‌طور که در شکل ۲ نشان داده شده است، ساختار بازار در مدل اروپایی اوراق بهادار با پشتوانه رهنی در مقایسه با مدل آمریکایی، نسبتاً ساده‌تر است. منابع مالی از بازار ثانویه سازمان یافته خاص برای اوراق قرضه وثیقه‌دار تهیه می‌شود؛ به گونه‌ای که ۹۰ درصد این منابع از وام‌دهندگان اولیه نهادهایی خاص مانند بانک‌های رهنی، شرکت‌های ساختمانی، بانک‌های پس‌انداز و بانک‌های رهنی، بانک‌های تعاونی تأمین شده و شرکت‌های بیمه ۱۰ درصد باقی‌مانده را تأمین کرده‌اند. سازمان‌های عمومی اعضای فدراسیون اروپایی تسهیلات رهنی (EMF)^۴ هستند، بانک‌های اروپایی تسهیلات رهن حق دارند اوراق قرضه رهنی (پی‌فندبریفه^۵ و جامبو پی‌فندبریفه^۶) صادر کنند و دولت‌ها اوراق قرضه اجتماعی را برای اهداف تأمین مالی زیرساخت‌های اجتماعی تضمین می‌کنند.

اگرچه تفاوت‌های عملی به ویژه در چارچوب قوانین رهنی و تکوین اوراق بهادار وجود دارد، اما استاندارد مدل اروپایی بازار اوراق بهادار با پشتوانه رهنی، سیستم آلمانی ساختار بازار است که توسط پی‌فندبریفه به‌عنوان یک ابزار مالی مشخص شده است. ساختار پی‌فندبریفه برای سرمایه‌گذاران آلمانی امنیت و همزمان برای بازارهای تسهیلات رهنی آلمان منبعی بادوام از وجوه را فراهم کرده است؛ همچنین، یکپارچگی بازار اوراق قرضه تحت پوشش برای تأمین مالی مربوط به بخش مسکن در آلمان به علت نظارت دقیقی است که تنظیم‌کننده مالی آلمان بافاین^۷ برای بازار پی‌فندبریفه فراهم می‌کند.^۸

1. Mortgage Participation Certificates (PCs).

2. Mortgage-backed Securities (MBSs).

3. U.S. Department of Housing and Urban Development. (1982).

4. European Mortgage Federation (EMF).

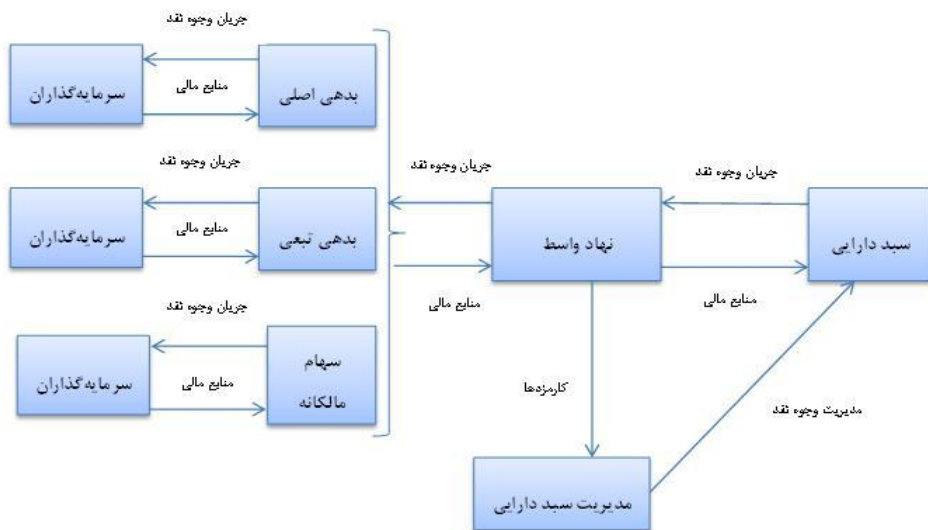
5. Pfandbriefe.

6. pfandbriefe Jumbo.

7. BaFin.

8. Hagen. (2008).

شکل ۲. ساختار اروپایی بازار رهن ثانویه



مأخذ: European Securitization Form

از آنجا که در آلمان هیچ تعریف قانونی یا بازاری برای تبدیل دارایی‌ها به اوراق قرضه وجود ندارد، رشد تبدیل دارایی‌ها به این اوراق کند است. آلمان همانند آمریکا بیشتر از تبدیل دارایی به اوراق قرضه ترکیبی به جای تبدیل دارایی به اوراق قرضه سنتی استفاده کرده است. بانک‌های اوراق رهنی آلمانی پی‌فندبریفه تحت نظارت دقیق نظیر مجوز بانکی، سرمایه اصلی حداقل ۲۵ میلیون یورویی و سیستم مدیریت ریسک مناسب قرار دارند. بانک‌های رهنی آلمانی می‌توانند وام‌های رهنی را تا ۹۰ درصد ارزش برآوردی مستقل یک ساختمان فراهم کنند. الزام به گنجاندن بیش از ۶۰ درصد وام رهنی در سبد دارایی به منظور محفوظ نمودن پی‌فندبریفه موجب وثیقه‌گذاری بیش از حد می‌شود. فقط وام‌های رهنی از کشورهای اتحادیه اروپا/ آمریکا، سوئیس، کانادا و ژاپن می‌توانند در سبد دارایی وجود داشته باشند.^۱ با توجه به وثیقه‌گذاری بیش از حد، هنوز از ضمانت دولتی در برابر نکول یک بانک استفاده نشده است؛ هر چند که این روش در قوانین رقابتی اتحادیه اروپا نیز در سال ۲۰۰۵

1. VDP. (2010).

برداشته شد. حتی بدون پشتوانه دولتی، سرمایه‌گذاران نیازی به صرف ریسک افزوده برای پی‌فندبریفه ندارند.

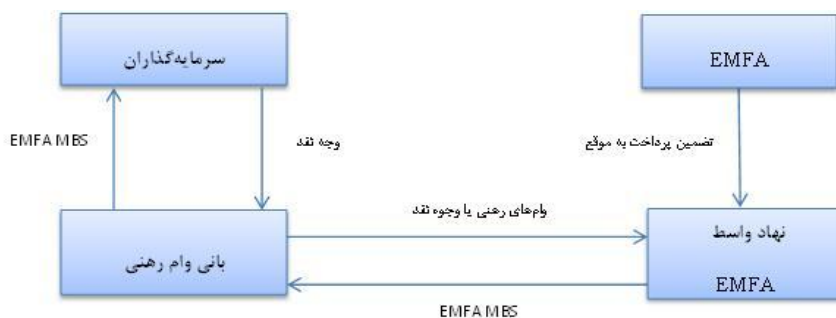
آلمان با استفاده از پی‌فندبریفه بزرگترین سهم از وام‌های رهنی را تأمین می‌کند. مؤسسات منتشرکننده اوراق تحت پوشش (رهنی) که هایپوتکن - پی‌فندبریفه^۱ نامیده می‌شوند، در بیشتر موارد بانک‌های خصوصی رهنی و مؤسسات اعتباری دولتی هستند. یکی از برجسته‌ترین ویژگی‌های بازار رهن ثانویه در آلمان این است که نسبت وام رهنی به ارزش ملک (LTV)^۲ برابر ۶۰ درصد بوده که حاکی از مقررات نسبتاً دقیق و سختگیرانه در این کشور است. وام‌های رهنی که نسبت آن به ارزش ملک بالاتر از ۶۰ درصد است، باید از طریق ابزارهای جایگزین/اضافی که باعث ایجاد گشایش‌های اعتباری می‌شوند، تأمین مالی شوند. افزون بر این، پیش پرداخت‌ها مجازات سنگینی دارند و گاهی اوقات به هیچ وجه مجاز نیستند. انتظار می‌رود که با توجه به لغو تضمین دولت از لندزبنکن (بانک ایالتی)^۳ و اسپارکاسن (بانک پس‌انداز)^۴ بازار رهن ثانویه فعال شود. نبود سازوکارهای حمایتی بخش عمومی در اعتبار آنها برای استفاده از اوراق تحت پوشش منعکس شده است تا بر نگرانی‌های اعتباری غلبه شود.^۵

به منظور ایجاد یک واحد تحت حمایت دولت در اروپا مشابه با فنی می یا فردی مک در ایالات متحده آمریکا، پروژه آژانس تأمین مالی رهنی اروپا (EMFA)^۶ در نوامبر ۲۰۰۳ آغاز شد. تصور می‌شود که این یک نهاد از بخش خصوصی باشد که توسط تعدادی از بانک‌های اروپایی حمایت و پشتیبانی می‌شود. ساختار پیشنهادی بازار رهن ثانویه اروپا در شکل ۳ آورده شده است. آژانس پیشنهادی براساس مؤسسات مشابه وام‌دهی رهنی تحت حمایت دولت در هنگ‌کنگ، کانادا و ایالات متحده آمریکا که از طریق فروش بسته‌های رهنی به سرمایه‌گذاران، تأمین مالی بلندمدت ارائه می‌دهند، بنا نهاده شده بود.

-
1. Hypotheken-Pfandbriefe
 2. Loan to Value (LTV).
 3. Landesbanken.
 4. Sparkassen.
 5. Hypotech Management Consultancy. (2013).
 6. The European Mortgage Finance Agency (EMFA).

در این مأموریت، آژانس نقش بازاریابی اوراق بهادار با پشتوانه رهنی به شکل استاندارد را دارد و کوتاهی وام‌گیرندگان در بازپرداخت اصل و سود وام مسکن را جبران می‌کند. این ساختار به منظور ایجاد یک بازار رهن ثانویه یکپارچه به دنبال نوعی تضمین از اتحادیه اروپا، اما با سرمایه‌گذاری خطرپذیر بخش خصوصی است. با این وجود، یک مانع اصلی برای ایجاد این آژانس، درخواست برای پشتیبانی اتحادیه اروپا بود؛ چرا که کمیسیون اروپا بارها با تضمین‌های دولتی توسط کشورهای عضو مخالفت کرده است، چون این کار حق دسترسی برابر به بازارهای سرمایه را به خطر می‌اندازد.^۱

شکل ۳. نقش پیشنهادی آژانس تأمین مالی رهنی اروپا (EMFA) در بازارهای رهن ثانویه



مأخذ: توماس (۲۰۰۴).^۲

اگرچه از ابتدا تلاش برای ایجاد یک آژانس تأمین مالی رهنی اروپایی با هدف تشکیل یک بازار رهن ثانویه در سراسر اروپا ناموفق بوده است، ولی کشورهای مختلف آژانس‌های مخصوص به خود را دارند که در این ارتباط می‌توان به آژانس بهره نقدی مسکن (CRH)^۳ فرانسه اشاره کرد که ضمانت دولتی برای تأمین مالی محدود وام‌های اعطا شده توسط سیستم بانکداری فرانسه را ارائه می‌کند و

1. Forum Group on Mortgage Credit. (2004).

2. Thomas. (2004).

3. Caisse de Refinancement l'Habitat (CRH).

کاملاً متعلق به بانک‌های فرانسه است که به نسبت مقادیر سبد دارایی تسهیلات رهنی در آن سهم دارند.^۱

آژانس‌های مسکن ابتدا در پاسخ به نگرانی‌های مربوط به کمبود تأمین مالی مسکن در اقتصاد ایجاد شدند. در ژاپن، شرکت وام مسکن دولت (GHLC)^۲ در سال ۱۹۵۰ به منظور فراهم کردن یک منبع پایدار تأمین مالی مسکن و بهبود کیفیت موجودی مسکن این کشور تأسیس شد.^۳ شرکت وام رهنی و مسکن کانادا (CMHC)^۴ کاملاً متعلق به دولت است و از تضمین صریح دولت کانادا بهره می‌برد. هلند دارای بیمه‌گر وام رهنی دولتی به نام صندوق تضمین مالکیت خانه (HGF)^۵ است که ۱۰۰ درصد بیمه پیش پرداخت وام رهنی و تسهیلات پرداخت وام رهنی موقت را ارائه می‌دهد. در مالزی در اواسط دهه ۱۹۸۰ کاکاماس برهاد^۶ به منظور کمک به جبران کمبود منابع تأمین مالی مسکن مسکن تأسیس شد.^۷ در سال ۱۹۹۷ شرکت وام رهنی هنگ‌کنگ (HKMC)^۸ تشکیل شد تا نگرانی‌های به وجود آمده در اواسط دهه ۱۹۹۰ در مورد ناتوانایی بانک‌های محلی در تأمین تقاضای زیاد برای اعتبارات مسکن برطرف شود.^۹ بانک ملی مسکن هند (NHB)^{۱۰} در سال ۱۹۸۸ در راستای ارتقای سیستم تأمین مالی مسکن سالم و مقرون به صرفه و کمک به کاهش کمبود مسکن به‌ویژه در نواحی روستایی تأسیس شد.^{۱۱} شرکت تأمین مالی مسکن کره (KHFC)^{۱۲} در سال ۲۰۰۴ به منظور حصول اطمینان از دسترسی خانوارها به تأمین مالی مسکن بلندمدت ایجاد شد.^{۱۳}

1. http://www.crh-bonds.com/English_Presentation.html.
2. The Government Housing Loan Corporation (GHLC).
3. Konishi. (2002).
4. The Canada Mortgage and Housing Corporation (CMHC).
5. The Homeownership Guarantee Fund.
6. Cagamas Berhad.
7. Kokularupan. (2005).
8. The Hong Kong Mortgage Corporation (HKMC).
9. Yam. (1996).
10. The Indian National Housing Bank.
11. Reside and Friends. (1999).
12. The Korea Housing Finance Corporation.
13. KHFC. (2005).

۴. نتیجه‌گیری

بخش مسکن به‌طور مستقیم و قابل ملاحظه‌ای به فعالیت‌های تولیدی در هر کشور کمک می‌کند. افزون بر این، بخش مسکن اثر ضریب فزاینده کینزی را در خرید خانه ایجاد کرده که این مسأله معمولاً به صرف هزینه بیشتر در بخش‌های دیگر اقتصاد منجر می‌شود و دوره‌های دیگری از درآمد و خرید را پدید می‌آورد. میزان ضریب فزاینده به میزان تطبیق سیاست پولی و اثر جایگزینی جبری بستگی دارد. در چنین چارچوبی، در یک کشور در حال توسعه فعالیت در بخش‌های ساخت و ساز مسکن نه تنها به رشد اقتصادی، بلکه به ثروت خانوارها از طریق ایجاد اشتغال نیز کمک می‌کند که به نوبه خود قدرت خرید مورد نیاز برای خرید خانه‌های جدید را خلق می‌کند. منبع دیگر تأمین مالی خرید خانه برای خانوارها، تسهیلات رهنی بخش بانکی است.

در دهه اخیر، به‌رغم بحران اقتصادی در سال‌های ۲۰۰۸ و ۲۰۰۹، اقتصاد ترکیه به‌طور متوسط ۴/۳ درصد رشد کرده است؛ فعالیت‌های ساخت و ساز بخش خصوصی نیز رشد متوسط ۴/۳ درصدی را با حفظ سهم بخش خصوصی ساخت و ساز در سطح ۶-۷ درصد تولید ناخالص داخلی داشته است. این پیشرفت مثبت تا حدودی ناشی از وام‌های رهنی ارائه شده توسط شبکه بانکی ترکیه بود؛ چرا که بیش از ۳۵ درصد خانه‌های فروخته شده تحت وام‌های رهنی هستند و سطح وام رهنی به ۱۱۳/۴ میلیارد دلار تا پایان سال ۲۰۱۴ رسیده است.

پیشرفت‌های مثبت در اقتصاد و بازارهای مالی ترکیه، شبکه بانکی را قادر ساخت تا وام‌های رهنی با سررسیدهای بلندمدت‌تر ارائه دهد؛ با این وجود، قابلیت دسترسی محدود به منابع تأمین مالی بلندمدت‌تر باعث شد عدم تطابق سررسیدها و کسری منابع برای بانک‌های ترکیه ایجاد شود و انتظار می‌رود که در آینده کسری‌ها بیشتر شوند. در این چارچوب، لازم است یک بازار سرمایه ثانویه برای بانک‌ها با هدف ایجاد منابع تأمین مالی بلندمدت‌تر تشکیل شود. افزون بر این، بانک‌های ترکیه به شدت برای منابع تأمین مالی بلندمدت‌تر به بانک‌های اروپایی وابسته هستند و هرگونه آشفتگی در محیط مالی جهانی ممکن است شرایط را بدتر کند.

در حقیقت، چارچوب قانونی کنونی ترکیه که در سال ۲۰۱۴ توسط هیأت بازارهای سرمایه بهبود یافته و با بیشتر استانداردهای پیشرفته سازگار شده است، اجازه انتشار اوراق قرضه تحت پوشش و اوراق قرضه تحت پوشش وام رهنی مسکن (RMBS)^۱ را می‌دهد. در این چارچوب، یک بانک برجسته ترکیه‌ای ترکیه‌ای انتشار اوراق قرضه تحت پوشش وام رهنی مسکن را آغاز کرد و برخی دیگر نیز تمایل به چنین کاری را ابراز کردند. با این وجود، این انتشار نوعی سرمایه‌گذاری خصوصی بود و به‌طور مستقیم به بانک سرمایه‌گذاری اروپا (EIB)^۲ فروخته شد؛ بنابراین، بسیار زود است که بگوییم یک بازار رهن ثانویه در مرحله توسعه است، اگرچه بسیاری از پیش شرطها همچون تمایل سرمایه‌گذار و اشتیاق وام‌دهندگان، برآورده شده‌اند.

تجزیه و تحلیل مبتنی بر مدل‌های بازار رهن ثانویه ایالات متحده آمریکا و اروپا، این حقیقت را افشا می‌کند که باید یک آژانس حاکم که به طور کامل یا جزئی توسط بخش دولتی اداره شود، وجود داشته باشد. فنی می و فردی مک از آمریکا، به احتمال زیاد شناخته شده‌ترین آژانس‌های تأمین مالی مسکن در سطح جهان هستند و در بسیاری از کشورها نیز چنین ادارات دولتی وجود دارد. اگرچه رویکردهای مورد استفاده توسط آژانس‌های تأمین مالی مسکن برای دستیابی به توسعه یا پشتیبانی بازارهای تأمین مالی مسکن به طور قابل ملاحظه‌ای در طول زمان و در سراسر کشورها متفاوت است، بسیاری از آژانس‌ها متحمل وظایف اضافی برای ارتقای توسعه بازارهای داخلی اوراق قرضه رهنی شده‌اند و یا به عنوان وسیله‌ای برای تأمین اوراق بهادار تأمین مالی مسکن عمل کرده‌اند. ساختار سازمانی و خطوط کسب و کار در برخی آژانس‌ها که وام‌های خود را به طور مستقیم یا توسط وام‌دهندگان دیگر بین خانوارها توزیع می‌کنند یا حتی به عنوان توسعه‌دهندگان پروژه مسکن فعالیت می‌کنند، متفاوت است؛ همچنین، آنها می‌توانند نقش تسهیل‌کننده نقدینگی وام رهنی را از طریق گسترش وام‌های عمده فروشی به وام‌دهندگان وام رهنی که با پرتفویهای رهنی وام‌دهندگان یا با خرید وام‌های رهنی بانک‌ها یا وام‌دهندگان دیگر وثیقه می‌شوند، ایفا کنند.

1. Residential Mortgage Backed Securities.

2. European Investment Bank.

در چنین چارچوبی در ترکیه، وزارت مسکن دولت (TOKI)^۱ را می‌توان با قابلیت‌های مورد نیاز و حقوق قانونی به منظور خدمت به عنوان آژانس تأمین مالی مسکن ترکیه تجهیز نمود. وزارت مسکن، نهاد اصلی ترکیه در حوزه مسائل مسکن است. این وزارتخانه دانش و تجربه ضروری در خصوص توسعه مدل‌های مختلف تأمین مالی با توجه به تولید مسکن در دوره ۳۰ ساله فعالیت در ارتباط با مؤسسات دیگر بین‌المللی همچون هابیتات^۲ را دارد. وزارت مسکن دولت به خودی خود دارای پرتفوی وام مسکن است که افراد کم درآمد و متوسط را هدف قرار داده است. ۱۵ درصد از پروژه‌های مسکن "افزایش بودجه به روش تسهیم درآمد" و ۸۵ درصد باقی‌مانده "پروژه‌های مسکن اجتماعی" را محقق کردند.

به لطف جایگاه قانونی وزارت مسکن به عنوان یک آژانس دولتی، وزارت مسکن هیچ سرمایه سهامی نداشته و نمی‌تواند ورشکسته اعلام شود و دارایی‌هایش از وابستگی مصون است. وزارت مسکن دولت گزارش‌های سالانه شرکت را تهیه می‌کند، گرچه این گزارش‌ها در دسترس عموم نیست، ولی حساب‌های آن توسط شورای عالی حسابرسی، مورد حسابرسی قرار می‌گیرد. پرتفوی دریافتی‌ها از دولت شامل دریافتی‌ها از فروش پروژه‌های مسکن رفاه اجتماعی، فروش زمین، سهم دولت از دریافتی‌ها از پروژه‌های تسهیم درآمد و دریافتی‌ها از وام‌های مسکن است. ارقام دیگر درآمد شامل تخصیص بودجه و مالیات شهروندان ترکیه در سفر به خارج از کشور است. وزارت مسکن از حق تأمین مالی سیستم بانکی ترکیه برای وام‌های مسکن برخوردار بوده که در صورت احتمال وجود مسأله نقدینگی، ممکن است لازم باشد؛ اگرچه بانک‌ها در سال‌های ۲۰۱۴-۲۰۱۱ از این خطوط استفاده نکرده‌اند.

در یک پروژه تبدیلی، وزارت مسکن می‌تواند با واگذاری تدریجی فعالیت‌های خود در بخش ساخت و ساز به آژانس تأمین مالی مسکن تبدیل شود، فعالیت‌هایی که به دلیل آسیب رساندن به رقابت مورد انتقاد قرار گرفته‌اند. با توجه به وجود نهادهای مشابه در کشورهای در حال توسعه، ساختاری مناسب‌تر برای وزارت مسکن را با عنوان آژانس تأمین مالی مسکن در خدمت بازار رهن ثانویه ترکیه می‌توان تعریف کرد.

1. Public Housing Administration.

2. HABITAT.

منابع

- Bardhan A. and Edelstein R. H. (2007). Housing Finance in Emerging Economies: Applying a Benchmark from Developed Countries. in: Danny Ben-Shahar, Seow Eng Ong, and Charles Leung (Eds.), Mortgage Markets Worldwide, Blackwell.
- Bazhanova G. and Shakiryanova A. (2014). Peculiarities of Organization of the Foreign Mortgages and Mortgage-backed Securities Market. Mediterranean Journal of Social Sciences, vol. 5, no. 24, pp. 124-130.
- Cerutti E., Jihad Dagher J. and Dell'Ariccia G. (2015). Housing finance and Real-estate Booms: A Cross-country Perspective. IMF Staff Discussion Note, available online at:
<https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn1512.pdf>.
- Chiquier L. and Lea M. (2009). Housing Finance Policy in Emerging Markets. Available Online at:
http://siteresources.worldbank.org/FINANCIALSECTOR/Resources/HousingFinanceforEMs_Ebook.pdf.
- Chiquier L., Hassler O. and Lea M. (2004). Mortgage Securities in Emerging Markets. World Bank Policy Research Working Paper 3370, Available online at:
<https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/14159/wps3370.pdf?sequence=1&isAllowed=y>.
- Hagen L. (2008). A Safe Haven from the Subprime Crisis: Pfandbriefe Have Defied Difficult Times. Atlantic Times, Available Online at:
http://www.atlantic-times.com/archive_detail.php?recordID=1148.
- HypsoTech Management Consultancy. (2004). European Mortgage Markets: What Can We Learn? Forum Group on Mortgage Credit, The Integration of EU Mortgage Credit Markets, Available Online at:
[https://www.pfandbrief.de/cms/_internet.nsf/0/91897B51AFEC8453C1257B98004F1FF2/\\$FILE/eur_li_eu_report_forumgroup.pdf](https://www.pfandbrief.de/cms/_internet.nsf/0/91897B51AFEC8453C1257B98004F1FF2/$FILE/eur_li_eu_report_forumgroup.pdf).

- Kokularupan N. (2005). Mortgage-backed Securities Markets: Experience of Malaysia. in: Asia Pacific Finance.
- Konishi A. (2002). The GHLC Reform and Japanese Housing Finance Market. in: The Third Workshop on Housing Finance in Transition Economies, OECD.
- Korea Housing Finance Corporation Annual Report. (2005).
- Reside R., S. Ghon Rhee and Shimomoto Y. (1999). Mortgage-backed Securities Markets in Asia. Asian Development Bank.
- Thomas R. (2004). Creating a Government-sponsored Enterprise for Europe — The European Mortgage Finance Agency (EMFA) Project. Housing Finance International, pp. 14-24.
- U.S. Department of Housing and Urban Development. (1982). The secondary Market in Residential Mortgages. Available at: https://www.huduser.gov/portal/publications/hsgfin/sec_mkt_1982.html.
- Verband deutscher Pfandbriefbanken. (2010). The Pfandbrief 2009/2010 — Facts and Figures about Europe's Covered Bond Benchmark. Available Online at: <http://www.pfandbrief.de>.
- Yam J. (1996). Establishment of a Mortgage Corporation in Hong Kong. Hong Kong Economic Association.

