

# ظرفیت‌های اجرای ماده (۵) قانون جهش تولید مسکن: ابزارها و راهکارهای بازار سرمایه در صنعت ساختمان و تولید مسکن (با تأکید بر صندوق‌های سرمایه‌گذاری بخش مسکن)





بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

تاریخ انتشار:

۱۴۰۳/۵/۱۴

شماره مسلسل: ۱۹۹۴۳

کد موضوعی: ۲۵۰



مرکز پژوهش‌های  
مجلس شورای اسلامی

**عنوان گزارش:**

ظرفیت‌های اجرای ماده (۵) قانون جهش تولید مسکن: ابزارها و راهکارهای بازار سرمایه در صنعت ساختمان و تولید مسکن (با تأکید بر صندوق‌های سرمایه‌گذاری بخش مسکن)

**نوع گزارش:** طرح/ لایحه □، نظارتی □، راهبردی □

**نام دفتر:**

مطالعات زیربنایی (گروه عمران و شهرسازی)

**مدیر مطالعه:**

علی فرنام

**تهیه و تدوین کنندگان:**

نوید پاک‌نژاد (گروه عمران و شهرسازی) مریم رضانی (مدیر نوآوری‌های راهبردی فرابورس ایران)

**ناظران علمی:**

محمدحسن معادی رودسری، علی فرنام

**اظهار نظر کننده:**

محمدامین صلواتیان (دفتر مطالعات اقتصادی)

**ویراستار ادبی:**

سیده مرضیه موسوی راد

**گرافیک و صفحه آرایی:**

آذر مهمان‌نواز

**واژه‌های کلیدی:**

۱. تأمین مالی مسکن
۲. بازار سرمایه
۳. قانون جهش تولید مسکن
۴. صنعت ساختمان
۵. املاک و مستغلات

**تاریخ شروع مطالعه:**

۱۴۰۳/۳/۳



دفتر مطالعات زیربنایی

## فهرست مطالب

چکیده.....	۶
خلاصه مدیریتی.....	۷
۱. مقدمه.....	۸
۲. پیشینه پژوهشی.....	۱۰
۳. ابزارها و راهکارهای بازار سرمایه.....	۱۳
۴. نقش بازار سرمایه در بازار املاک و مستغلات کشورهای منتخب.....	۱۸
۵. ایران.....	۲۴
۶. جمع‌بندی و پیشنهادها.....	۳۰
منابع و مأخذ.....	۳۱

## فهرست جداول

جدول ۱. تفاوت‌های دو صندوق سرمایه‌گذاری SCPI و SIIC.....	۱۹
جدول ۲. تاریخچه صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات (REIT) در ایالات متحده.....	۲۰
جدول ۳. تاریخچه صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات (REITs) در جمهوری خلق چین.....	۲۳
جدول ۴. صندوق سرمایه‌گذاری زمین و ساختمان فعال در فرابورس ایران.....	۲۵
جدول ۵. صندوق‌های املاک و مستغلات فعال در فرابورس ایران.....	۲۹



## ظرفیت‌های اجرای ماده (۵) قانون جهش تولید مسکن: ابزارها وراهکارهای بازار سرمایه در صنعت ساختمان و تولید مسکن (با تأکید بر صندوق‌های سرمایه‌گذاری بخش مسکن)

### چکیده



بازار تولید مسکن در ایران به صورت تاریخی تأمین مالی بانک محور داشته و سایر ابزارهای حوزه مسکن به خصوص در بازار سرمایه کمتر شناخته شده هستند. مطالعه و شناخت این ابزارها می‌تواند پتانسیل خوبی را برای یافتن بهترین راهکار فراهم آورد و یا چارچوبی را ترسیم کند که در قالب آن نیازهای قانونی و سیاستی را شناسایی کنیم. هیئت وزیران در جلسه ۱۴۰۲/۷/۱۹ به پیشنهاد وزارت راه و شهرسازی و سازمان بورس و اوراق بهادار و به استناد تبصره «۴» ماده (۵) قانون جهش تولید مسکن مصوب ۱۴۰۰، آیین‌نامه اجرایی ماده مذکور را تصویب کرد. هدف از این کار استفاده از ظرفیت بازار سرمایه در جهت تأمین مالی حوزه مسکن و جهش تولید مسکن عنوان شد. در این گزارش، ضمن معرفی ابزارها و راهکارهای بازار سرمایه در این حوزه به طور خاص به بررسی صندوق زمین و ساختمان و صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات، به عنوان دو ابزار نوین و کلیدی در بازار سرمایه می‌پردازیم. در گزارش حاضر، پس از بررسی ماهیت این صندوق‌ها به تفصیل و کاوش عمیق تر آنها از منظر پیاده‌سازی و اجرا در کشورهای چین و آمریکا پرداخته و به این پرسش، پاسخ خواهیم داد که این ابزارها تا چه حد ظرفیت و شرایط رفع نیازهای موجود را دارند؟



### بیان / شرح مسئله

در سال‌های اخیر به‌رغم شرایط خاص اقتصادی و سیاسی حاکم که تمامی بخش‌های واقعی (حقیقی) و مالی اقتصاد را درگیر چالش‌های شدیدی کرده، حوزه مسکن هم از این وضعیت مستثنا نبوده و این بازار دچار عدم تعادل عرضه و تقاضا، جهش چند برابری قیمت و فشار بر اقتصاد خانوارها شده است. دولت، در سال‌های تحت تحریم، تلاش زیادی برای مهار افسار گسیخته قیمت‌ها و حفظ قدرت خرید مردم کرده است. اگرچه هدف دولت برنامه‌ریزی برای تأمین مسکن قشر کم درآمد جامعه بوده، اما فعالیت در این حوزه به‌خصوص در سال‌های اخیر تبدیل به تجارت و سوداگری شده است. در راستای جهش تولید مسکن و تمرکز دولت سیزدهم بر هدف ساخت ۴ میلیون مسکن در طی چهار سال، قانون جهش تولید مسکن سال ۱۴۰۰ به تصویب رسید.

به‌منظور اجرایی کردن هدف مذکور ذیل قانون مصوب سال ۱۴۰۰، نیاز به منابع مالی هنگفتی بود که به‌عنوان یکی از موانع و گره‌های اصلی در مسیر تحقق شناسایی شد. با توجه به اینکه بانک‌ها به تنهایی توان تأمین مالی این میزان از ساخت مسکن را نداشتند، هیئت‌وزیران در جلسه ۱۴۰۲/۷/۱۹ به پیشنهاد وزارت راه و شهرسازی و سازمان بورس و اوراق بهادار و به استناد تبصره «۴» ماده (۵) قانون جهش تولید مسکن مصوب ۱۴۰۰، آیین‌نامه اجرایی ماده مذکور را تصویب کرد. در این آیین‌نامه اجرایی، بهره‌مندی از ظرفیت بازار سرمایه با محوریت صندوق‌های سرمایه‌گذاری برای کمک به حل مشکل تأمین مالی صنعت ساخت‌وساز ساختمان و مسکن معرفی شده است.

### نقطه‌نظرات / یافته‌های کلیدی

به‌طور کلی بیش از ۵۰ سال است که ساختار صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات در ایالات متحده وجود دارد. کنگره آمریکا در سال ۱۹۶۰، مجوز قانونی برای تشکیل صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات را به‌عنوان اصلاحیه تمدید مالیات غیرمستقیم سیگار اعطا کرد. در آن سال، انجمن ملی صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات، که یک گروه حرفه‌ای برای ترویج سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات بود، تأسیس شد. سپس در سال ۱۹۶۵، اولین صندوق سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات، در بورس اوراق بهادار نیویورک (ESYN) پذیرش شد. صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات مبتنی بر وام مسکن، بخش عمده‌ای از رشد صندوق‌های املاک و مستغلات در اوایل دهه ۱۹۷۰ را تشکیل دادند و باعث رونق مسکن شدند. این رونق، البته پس از شوک‌های نفتی سال ۱۹۷۳ و رکود اقتصادی پس از آن، از بین رفت. در سال ۱۹۶۹ نیز نخستین قانون مربوط به صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات در اروپا در هلند تصویب شد.

اولین تراست املاک پذیرش شده در استرالیا در سال ۱۹۷۱ راه‌اندازی شد. صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات کانادایی نیز در سال ۱۹۹۳ شروع به کار کردند، اما تا آغاز قرن بیست‌ویکم به ابزارهای سرمایه‌گذاری محبوب تبدیل نشدند. از طرف دیگر، با راه‌اندازی صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات ژاپنی در سال ۲۰۰۱ این مفهوم در سراسر آسیا گسترش یافت و در اروپا با قوانین وضع شده در فرانسه (۲۰۰۳)، آلمان (۲۰۰۷) و بریتانیا (۲۰۰۷)، بیش از پیش تقویت شد. در مجموع، اکنون حدود ۴۰ کشور دارای قانون مربوط به صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات هستند.

در بازار مسکن کشوری مانند فرانسه می‌توان به‌طور غیرمستقیم سرمایه‌گذاری کرد. برای مثال، گروهی از شرکت‌ها که با عنوان شرکت‌های سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات که اختصاراً با عنوان IPCS فعال هستند، با معرفی واحدهای مسکونی بانرخ بازده اجاره بالا در پی جذب سرمایه‌گذار هستند. برای نمونه، این شرکت، ملکی را پیشنهاد کرده که با حداقل ۱۹۵ یورو (یک واحد سرمایه‌گذاری) می‌شود در خرید و اجاره آن مشارکت کرد. این سرمایه‌گذاری طی سال مالی گذشته ۹/۱۴ درصد بازده داشته که ۵/۷۹ درصد آن ناشی از درآمد اجاره و ۳/۱۷ درصد آن ناشی از افزایش قیمت ملک بوده است. این روش سرمایه‌گذاری این مزیت اصلی را داراست که تمامی امور و هزینه‌های مربوط به پیدا کردن، خرید، اجاره، نگهداری ساختمان بر عهده شرکت مربوطه (متولی) خواهد بود. متوسط سوددهی این گروه



از شرکت‌های فرانسوی در سال مالی گذشته ۴/۵۳ درصد گزارش شده که بیش از دو برابر نرخ سود پرداختی به حساب‌های پس‌انداز بانکی در سال ۲۰۲۲ بوده است.

### ■ پیشنهاد راهکارهای تقنینی، نظارتی یا سیاستی

- با توجه به بحث مولدسازی در ارگان‌های دولتی و فروش اموال مازاد این ارگان‌ها که عموماً در قالب زمین و ملک‌های تجاری و ساختمان است، پیشنهاد می‌شود با این ارگان‌های دولتی مذاکره شود تا با استفاده از ابزار صندوق‌های زمین و ساختمان با آورده ملک خود شریک شده تا ضمن ایجاد درآمد پایدار، زمینه مشارکت شهروندان هم فراهم شود.
- توسعه این ابزار در قالب صندوق‌های پیش‌فروش ساختمان نیز می‌تواند در رشد تولید و جذب سرمایه‌گذاری مؤثر واقع شود.
- واگذاری املاک بانک‌ها از طریق این صندوق‌ها به عموم شهروندان با توجه به نقدشوندگی پایین املاک از راهکارهای توسعه‌ای بازار و کاهش انباشت سرمایه بانک‌ها در املاک شده و موجبات رونق و عرضه املاک را با مشارکت مردم با توجه به شعار سال فراهم می‌کند.
- فراهم‌سازی زیرساخت‌های شفاف و برخط ارزش‌گذاری املاک و مستغلات صندوق‌ها، جهت اعتمادسازی برای مشارکت شهروندان در سرمایه‌گذاری صندوق‌های املاک و مستغلات و زمین و ساختمان.
- کاهش بوروکراسی و تدقیق و تسهیل چارچوب‌های بررسی پذیرش صندوق‌ها با هدف هوشمندسازی بررسی شرایط پذیرش و پذیره‌نویسی صندوق‌ها.
- توجه جدی سازمان بورس و فرابورس به عملیاتی‌سازی صندوق‌های سرمایه‌گذاری موضوع ماده (۵) قانون جهش تولید مسکن و آیین‌نامه اجرایی این ماده.
- توسعه بازار مسکن از طریق استفاده از ابزار لیزینگ مسکن.

## ۱. مقدمه

از منظر اقتصادی، مسکن، پیشران مهم توسعه بوده و صنعت مادر محسوب می‌شود. سازندگان مسکن، نه تنها یک دارایی اقتصادی را تولید می‌کنند، بلکه طیف وسیعی از فعالیت‌های صنایع مرتبط و البته نیروی کار را هم شامل می‌شود. به‌طور کلی این بخش با بیش از ۲۰ صنعت مهم، رابطه پسینی و پیشینی دارد. خرید و فروش مسکن، موجب رونق صنعت و تجارت یک کشور می‌شود و با رشد تولید ناخالص داخلی (GDP) رابطه مستقیم دارد. مسکن از منظر اثرگذاری بر اشتغال، تولید و ایجاد پویایی و تحرک در اقتصاد ملی، ارتباط گسترده‌ای با بیش از ۱۵۰ فعالیت اقتصادی دارد. برخورداری از سهم ۳۰ درصدی در تشکیل سرمایه ثابت ناخالص کشور و سهم بیش از ۱۰ درصدی از ایجاد اشتغال از ویژگی‌های بارز این بخش است.<sup>۱</sup> همچنین سهم ۳۰ درصدی از حجم نقدینگی و مبادلات مالی را به‌خود اختصاص می‌دهد و بیشترین سهم را در سبد هزینه خانوار (در سال ۱۴۰۱، ۳۸ درصد در خانوار شهری کشور و بیش از ۵۰ درصد در خانوار شهری استان تهران) دارد. آمار و ارقام نیز گویای این واقعیت است که در سه دهه اخیر همواره بین ۲۰ تا ۴۰ درصد کل سرمایه‌گذاری‌های کشور در این بخش انجام شده است [۱]. لذا نوسان‌های مسکن می‌تواند کل اقتصاد را تحت تأثیر قرار دهد. تقاضا در حوزه مسکن به دو دسته مصرفی<sup>۲</sup> و سرمایه‌ای<sup>۳</sup>

۱. براساس گزارش وزارت راه و شهرسازی در سال ۱۴۰۰ منتشر شده در خبرگزاری فارس.

2. Primary Residence  
3. Investment Property

تقسیم می‌شود. دولت‌ها، ضمن تسهیل کردن شرایط برای رفع نیاز مصرفی مردم با اتخاذ سیاست اصولی، زمینه رفع نیاز سرمایه‌ای مسکن را نیز فراهم می‌کنند. سرمایه‌گذاری، به‌عنوان عامل کلیدی که شرط اصلی توسعه و پیشرفت کشورهاست، می‌تواند تأثیر مثبت بر رشد اقتصادی، افزایش تولید ناخالص ملی، افزایش درآمد سرانه، افزایش اشتغال، کاهش تورم و افزایش ارزش پول ملی و به‌طور کلی بهبود مؤلفه‌های مختلف اقتصاد کلان داشته باشد [۲]. از سوی دیگر مسکن دارای ویژگی‌های پیچیده‌ای است که گاه کالا و خدمات عمومی تلقی می‌شود و گاه ارزش سرمایه‌ای می‌یابد [۳]. قیمت‌گذاری آن تابع ارزیابی (Appriase) است تا ارزش‌گذاری (Valuation). بدین معنا که ضمن خصوصی بودن این بازار، عوامل کیفی زیادی (محل، نوع و کیفیت ساخت، ویژگی‌های فرهنگی ساکنین، دسترسی‌های محلی، اولویت و ترجیحات شخصی‌سازی شده برای خریدار و فروشنده و بسیاری عوامل دیگر) برای تعیین قیمت یک معامله دخیل می‌شوند و در ادبیات سرمایه‌گذاری مسکن یک سرمایه‌گذاری جایگزین<sup>۱</sup> (در مفهوم غیر از سهام و اوراق بهادار بودن) به‌شمار می‌آید و ضمن دارا بودن ویژگی‌های یک کالای مناسب سرمایه‌گذاری اعم از دوام و امنیت بالا، برای تنوع‌بخشی و دارایی‌های سرمایه‌ای نامتجانس<sup>۲</sup> بودن و کاهش ریسک سبد سرمایه‌گذاری گزینه مناسبی محسوب می‌شود. سرمایه‌گذاری در حوزه مسکن و مستغلات در مفهوم کلی یا به‌صورت مستقیم<sup>۳</sup> و یا به‌صورت غیرمستقیم<sup>۴</sup> از طریق ابزارهای بازار سرمایه امکان‌پذیر است.

انتخاب مسکن به‌عنوان یک دارایی به‌دلیل اطمینان‌بخشی از بازدهی آن در مقایسه با سایر دارایی‌ها، نوظا بودن بازارهای مالی و نوسانات شدید قیمتی در آنها، دانش محور بودن بازار مالی در انتخاب سرمایه‌گذاری مؤثر بوده است. در کنار عوامل اقتصادی، عوامل فرهنگی و تاریخی در انتخاب این دارایی به‌عنوان سرمایه‌گذاری نقش داشته است. در حال حاضر تأمین مالی بخش مسکن در ایران وابستگی زیادی به نظام بانکی دارد و بخش قابل توجهی از تأمین مالی در این بخش از طریق بانک‌ها صورت می‌گیرد و سایر ابزارهای مالی در این بخش کمتر مورد توجه و استفاده قرار می‌گیرند و لذا مشکلاتی از جمله:

الف) محدودیت اعتبارات بانکی،

ب) نسبت پایین مبلغ تسهیلات به ارزش واحد مسکونی،

ج) انعطاف اندک نظام بانکی،

د) سهم بالای مبلغ اقساط بازپرداخت تسهیلات مسکن از حقوق و دستمزد؛ گریبان‌گیر این نظام تأمین مالی است.

با توجه به عدم تعادل عرضه و تقاضا و افزایش قیمت مسکن و فشار بر اقتصاد خانوارها، قانون جهش تولید مسکن در سال ۱۴۰۰ به تصویب مجلس شورای اسلامی رسید تا با تمرکز دولت بر موضوع جهش تولید مسکن و ساخت ۴ میلیون مسکن در طی چهار سال انجام پذیرد. از این رو مشکل و مانع اصلی هزینه‌نگفت تأمین مالی این میزان تولید مسکن ارزیابی می‌شود. با توجه به اینکه بانک‌ها به تنهایی توان تأمین مالی این میزان از ساخت مسکن را ندارند، به پیشنهاد وزارت راه و شهرسازی و سازمان بورس و اوراق بهادار آیین‌نامه اجرایی ماده (۵) قانون جهش تولید مسکن در هیئت‌وزیران، به‌منظور استفاده از ظرفیت بازار سرمایه، ابزارها و راهکار بازار سرمایه در جهت کمک به تأمین مالی صنعت ساخت‌وساز ساختمان و مسکن، به تصویب رسید. بازار سرمایه، ساختار دقیق، سیستم پیشرفته و قوانین شفاف دارد. این بازار، منابع مالی را از سرمایه‌گذاران جذب کرده و به سازمان‌هایی که برای فعالیت و کسب سود سرمایه لازم دارند انتقال می‌دهد. بدین ترتیب بازار سرمایه، نه‌تنها واسطه‌ای برای عملکرد خوب در اقتصاد توسعه‌یافته می‌شود، بلکه محرک اشتغال نیز است [۴].

در حال حاضر دو نوع صندوق سرمایه‌گذاری موجود در بازار سرمایه ایران، صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات<sup>۵</sup> (عمدتاً

1. Alternative Investment
2. Heterogeneous
3. Direct
4. Indirect
5. REIT (Real Estate Investment Trust)



برای تقویت سمت تقاضا) و صندوق سرمایه‌گذاری زمین و ساختمان<sup>۱</sup> (به‌عنوان ابزاری برای تقویت سمت عرضه و سرمایه‌گذاری در صنعت ساختمان) هستند. از نظر سرمایه‌پذیر،<sup>۲</sup> این دو ابزار دارای پتانسیلی هستند که در صورت تخصیص و مدیریت مناسب و جوه به افزایش تولید و عرضه واحد مسکونی در سمت عرضه کمک کرده و با ایجاد رونق در هر دو بازار علاوه بر رونق در حلقه‌های قبل و بعد می‌تواند ما را به رشد اقتصادی امیدوار کند.

در بحث سرمایه‌گذاری، خرید یک واحد آپارتمانی یا یک خانه ویلایی حتی انباری و پارکینگ و کسب درآمد از اجاره آن به‌عنوان سرمایه‌گذاری مستقیم در بازار املاک مسکونی و تجاری همواره مطرح بوده است، اما هم‌زمان با افزایش مستمر هزینه‌های زندگی و قیمت مسکن، پس‌انداز پولی که بتوان با آن خانه‌ای برای محل سکونت خرید، روز به روز دشوارتر می‌شود، چه رسد به اینکه بتوان به بازار مسکن به‌عنوان محلی برای سرمایه‌گذاری از طریق خرید خانه دوم تأمل کرد. گذشته از این، همپای افزایش قیمت مسکن، هزینه‌های خرید و اجاره آن نیز رو به صعود است: هزینه‌های حق مشاوره آژانس‌های املاک برای یافتن واحد مطلوب یا صرف وقت در میان انبوه آگهی‌های منتشر شده، هزینه بالای ثبت سند مالکیت، نرخ عقد اجاره‌نامه و هزینه و زمان از دست رفته برای یافتن مستأجر دلخواه، همچنین هزینه اصلاح و بازسازی متناوب واحد مسکونی تحت اجاره و نیز درآمدهای از دست رفته به دلیل خالی ماندن اجتناب‌ناپذیر ملک یا بروز مشکلات اقتصادی برای مستأجر که موجب ناتوانی او در پرداخت به‌موقع اجاره می‌شود، اما در مقابل، این امکان وجود دارد که با بودجه‌ای بسیار محدودتر از میزانی که برای خرید یک ملک مورد نیاز است بتوان در بازار مسکن به‌صورت غیرمستقیم سرمایه‌گذاری کرد.

توجه این گزارش بر ابزارها و راهکارهای بازار سرمایه در صنعت ساخت‌وساز و مسکن به‌خصوص صندوق‌های سرمایه‌گذاری بوده و تلاش بر آن است تا ضمن معرفی این صندوق‌ها در اشکال مختلف آن، با بررسی تجربه‌های جهانی در این خصوص به این نتیجه برسیم که آیا بازار سرمایه در این حوزه ظرفیت و کارایی دارد؟

## ۲. پیشینه پژوهشی



تحقیقات انجام شده در پایان‌نامه آقای بان، با عنوان «مطالعه تطبیقی صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات در سایر کشورها و بررسی امکان‌پذیری راه‌اندازی آن در ایران» (سال ۱۳۸۸) نشان می‌دهد که نهاد سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات در بازار سرمایه ایران به‌عنوان یک مؤسسه مالی تعریف می‌شود که اقدام به سرمایه‌گذاری در زمینه مسکن و املاک به‌صورت اجاره‌ای از طریق بازار سرمایه می‌کند و این نهاد براساس شرط توزیع بیش از ۹۰ درصد از سود حاصله، از مالیات معاف است.

بان، اعتقاد دارد که نیاز به نهاد سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات از اهمیت بالایی برخوردار است. زیرا اولاً، بازار سرمایه در ایران نیاز به طراحی ابزاری دارد که مانع کوچ نقدینگی از بازار سرمایه به بازار مسکن شود. ثانیاً، بازار سرمایه نیازمند ساختار شفاف، قابل نظارت و استاندارد برای تفکیک تقاضاهای مولد و مخرب سرمایه‌گذاری در بازار مسکن است.

در سال ۱۳۹۵، در واحد پژوهش و مطالعات فرا بورس ایران، گزارشی با عنوان «صندوق سرمایه‌گذاری مستغلات؛ مطالعه تطبیقی» انتشار یافت و به‌طور تفصیلی به تاریخچه، الزامات تأسیس، سابقه بازدهی و ریسک صندوق‌های سرمایه‌گذاری مستغلات، شرایط (معافیت) مالیاتی، حسابداری تجدید ارزیابی، شاخص‌های ارزیابی عملکرد، شرایط عرضه اولیه و کشف قیمت، سازوکارهای افزایش سرمایه، ضوابط بازارگردانی، ساختار مدیریتی و شرایط مؤسسان و مدیر صندوق، ضوابط ارزش‌گذاری واحدهای سرمایه‌گذاری، ضوابط افشا و شرایط انحلال و تسویه

1. Exchange Traded Construction Funds  
2. Investee

پرداخته شد.

غلامی نژاد (سال ۱۴۰۰)، در پایان نامه خود با عنوان «ایجاد صندوق سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات در ایران با رویکرد اسلامی» به شناخت و امکان‌پذیری تأسیس صندوق سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات اسلامی در بازار سرمایه و مسکن ایران پرداخته است. در پژوهش غلامی نژاد، ابتدا نقاط قوت و ضعف و همچنین فرصت و تهدید صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات در تأمین مالی پروژه بخش مسکن در کشور با استفاده از پژوهش و مصاحبه با افراد متخصص در بازار سرمایه و مسکن شناسایی شده و سپس با استفاده از ماتریس سوات<sup>۱</sup> استراتژی مورد نیاز تدوین شده و در نهایت با ماتریس کمی برنامه‌ریزی استراتژیک QSPM<sup>۲</sup> رتبه‌بندی شده است. نتایج به دست آمده در پژوهش غلامی نژاد نشان می‌دهد که امکان راه‌اندازی صندوق سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات در ایران با رویکرد اسلامی وجود دارد و در نهایت ۶ عامل ضعف، ۸ عامل قوت، ۱۳ فرصت پیش‌رو و ۶ تهدید فرارو شناسایی شدند.

رسولیان، دشتبانی و گلکانی (سال ۱۴۰۱)، پژوهشی تحت عنوان «ارائه الگوی به کارگیری نهاد سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات به منظور تأمین مالی و مولدسازی دارایی‌ها (املاک و مستغلات) در صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح» انجام دادند. هدف از این مطالعه بررسی این ایده بود که آیا می‌توان به کمک ساختار بازار سرمایه، به تأمین مالی از طریق نهاد سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات در صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح نائل شد. نتایج تحقیق رسولیان، دشتبانی و گلکانی نشان می‌دهد که تعریف ابزارهای تأمین مالی مناسب یعنی صندوق املاک و مستغلات در صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح، اولاً، منجر به مولدسازی دارایی‌ها در صندوق می‌شود. ثانیاً، با مناسب‌ترین روش تأمین مالی برای صندوق صورت گرفته، ثالثاً، منجر به توسعه یافتگی کشور خواهد شد.

پیش از این بررسی تخصصی در این موضوع در مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی انجام نشده است.

## ۲-۱. پیشینه تقنینی

پیشینه تقنینی تشکیل ابزارهای مالی بازار سرمایه در حوزه مسکن و ساختمان در قوانین و مقررات مصوب مجلس شورای اسلامی، هیئت‌وزیران و سازمان بورس و اوراق بهادار به شرح ذیل دسته‌بندی شده است:

### ۱. قانون سامان‌دهی و حمایت از تولید و عرضه مسکن، مصوب ۱۳۸۷/۰۲/۲۵ با اصلاحات بعدی

قانون مذکور که مطابق ماده (۱) آن «به منظور تأمین مسکن و سهولت دسترسی فاقدین مسکن به ویژه گروه‌های کم‌درآمد به خانه مناسب، ارتقای کیفی و کمی مسکن تولیدی کشور، حمایت از سرمایه‌گذاری در امر تولید مسکن با استفاده از فناوری‌های نوین و تولید صنعتی مسکن، بهسازی و نوسازی بافت‌های فرسوده شهری و سکونتگاه‌های غیررسمی و مقاوم‌سازی واحدهای مسکونی موجود» تصویب شده، واجد مقرره مهمی در خصوص صندوق‌های املاک و مستغلات است. در ماده (۱۴) قانون مذکور، طرق تأمین مالی مورد نیاز برای تولید مسکن در کشور بر شمرده شده است و مطابق بخش ششم بند «۱» ماده اخیر، «استفاده از صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در داخل و خارج با هدف جذب منابع برای تولید انبوه مسکن» به عنوان یکی از روش‌های تأمین مالی دیده شده است.

### ۲. آیین‌نامه اجرایی ماده (۱۴) قانون سامان‌دهی و حمایت از تولید و عرضه مسکن، مصوب ۱۳۹۵/۰۸/۰۵

این آیین‌نامه که دقیقاً نحوه تأمین مالی دولت در عرضه مسکن موضوع ماده بند پیشین را بیان می‌کند، در بند «ب» ماده (۱)، صندوق‌های سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات را نوعی صندوق سرمایه‌گذاری موضوع بند «ه» ماده (۱) قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید به منظور تسهیل اجرای سیاست‌های کلی اصل چهارم قانون اساسی مصوب سال ۱۳۸۸ دانسته که به منظور خرید یا پیش‌خرید ساختمان با هدف فروش یا اجاره دادن آن برای کسب سود، تأسیس می‌گردد. در ماده (۱۲) آیین‌نامه مذکور، به مؤسسات اعتباری (با تعریف مذکور در بند «ت» ماده (۱)) مجوز داده شده است سود واحدهای این صندوق‌ها را تضمین یا در تأمین مالی آنها مشارکت نمایند. در ماده (۲۳) نیز سازمان بورس و اوراق بهادار موظف دانسته شده است که نسبت به تهیه ضوابط و مقررات مورد نیاز برای راه‌اندازی صندوق‌های سرمایه‌گذاری

1. SWOT (Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats)  
2. Quantitative Strategic Planning Matrix



در املاک و مستغلات اقدام نموده و آنها را به تصویب مراجع ذی صلاح برساند. در نهایت در ماده (۲۴)، صندوق‌های سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات، مشمول مزایا و تسهیلات آیین‌نامه صدرالذکر شده‌اند.

### ۳. قانون جهش تولید مسکن، مصوب ۱۳۹۰/۰۵/۱۷ [۱]

ماده (۳) این قانون، مجوز تشکیل «صندوق ملی مسکن» را اعطا و منابع مالی آن را مشخص کرده است، اما از آنجا که صندوق مذکور دولتی بوده، خارج از موضوع بحث است. با وجود این، در ماده (۵) این قانون، وزارت راه و شهرسازی مکلف شده است با همکاری وزارت امور اقتصادی و دارایی، نسبت به تأسیس، توسعه و تسهیل مقررات فعالیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری موضوع بند «۲۰» ماده (۱) قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران مصوب سال ۱۳۸۴، برای تأمین مالی ساخت و اجاره واحدهای مسکونی از طریق جذب سرمایه بخش خصوصی اقدام نماید. علاوه بر این، در تبصره «۱» ماده اخیرالذکر، انتقال املاک در تملک این صندوق‌ها به دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری آن، معاف از مالیات بوده و موجب تبصره «۴» همان ماده، اولویت واگذاری واحدهای ساختمانی صندوق‌ها، با دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق است.

### ۴. آیین‌نامه اجرایی ماده (۵) قانون جهش مسکن، مصوب ۱۴۰۲/۰۷/۱۹

به موجب ماده (۲) این آیین‌نامه، تأسیس صندوق‌های سرمایه‌گذاری توسط بخش غیردولتی اعم از شخص حقیقی و حقوقی، مطابق با ضوابط و مقررات مجاز دانسته شده است. همچنین به موجب ماده (۴) آن، بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی می‌توانند با رعایت ضوابط و مقررات بانک مرکزی، نسبت به تأسیس صندوق‌های املاک و مستغلات در اراضی و املاک مازاد خود اقدام نمایند. در ماده (۵) نیز مقررات صدور مجوز صندوق‌ها توسط سازمان و ضوابط تعیین واحدهای صندوق مشخص شده است.

### ۵. قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید به منظور تسهیل اجرای سیاست‌های کلی اصل چهارم قانون اساسی، مصوب ۱۳۸۸/۰۹/۲۵

در این قانون، اگرچه اشاره جزئی و دقیقی به صندوق‌های املاک و مستغلات نشده، اما به موجب ماده (۲) آن، ثبت این صندوق و سایر صندوق‌های مشابه در سازمان ثبت اسناد و املاک کشور، صرفاً منوط به مجوز سازمان بورس و اوراق بهادار شده است. ماده (۲) - سازمان ثبت اسناد و املاک کشور موظف است صرفاً با مجوز سازمان، صندوق‌های موضوع بندهای «۱۹» و «۲۰» ماده (۱) قانون «بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران» و صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک موضوع بند «۱» ماده (۱۴) قانون «سامان‌دهی و حمایت از تولید و عرضه مسکن» مصوب ۱۳۸۷/۲/۲۵ و سایر صندوق‌هایی را که به موجب مقررات قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران نهاد مالی محسوب می‌شوند، ثبت نماید. این صندوق‌ها از تاریخ ثبت دارای شخصیت حقوقی می‌باشند.

### ۶. مصوبه ضوابط تأسیس صندوق‌های زمین و ساختمان شورای عالی بورس و اوراق بهادار، مصوب ۱۳۸۷/۰۵/۲۸

این مصوبه به صورت مستقیم به صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات پرداخته و به موجب ماده (۳) آن، تمامی صندوق‌های موضوع بند «۱» ماده (۱۴) قانون سامان‌دهی و حمایت از تولید و عرضه مسکن مصوب سال ۱۳۸۷ مشمول آن است. در ادامه نیز به طرح مقررات کلی لازم‌الرعایه در تأسیس صندوق‌های فوق پرداخته است، از جمله قابل معامله بودن واحدهای صندوق به عنوان اوراق بهادار (ماده (۴))، مواردی که باید در اساسنامه صندوق‌ها رعایت شوند (ماده (۷))، نحوه رفع اختلاف از کان صندوق‌ها با یکدیگر (ماده (۹)) و نحوه خاتمه فعالیت و تصفیه و انحلال صندوق‌ها (ماده (۱۳)).

### ۷. مصوبه تک‌ماده‌ای در خصوص شرایط تأسیس و فعالیت صندوق سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار، مصوب ۱۳۹۸/۰۵/۰۲

مصوبه فوق در اجرای ماده (۲۳) آیین‌نامه اجرایی ماده (۱۴) قانون سامان‌دهی و حمایت از تولید و عرضه مسکن مصوب سال ۱۳۹۵، کلیات ساختار صندوق سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات مشخص شده و به موجب آن، عنوان، موضوع فعالیت اصلی، مشخصات دارایی‌های غیرمنقول قابل سرمایه‌گذاری، حداقل سرمایه، مؤسسان، انواع واحدهای سرمایه‌گذاری، مدت فعالیت، ترکیب دارایی‌ها، نحوه ارزش‌گذاری مستغلات، خالص ارزش دارایی‌ها، اعلام پرتفوی صندوق، مدیر بهره‌برداری و سایر الزامات صندوق‌ها مشخص شده است.

### ۳. ابزارها و راهکارهای بازار سرمایه



در این بخش به معرفی اجمالی تعدادی از ابزارها و راهکارهای تأمین مالی در حوزه مسکن می‌پردازیم:

#### ۳-۱. صندوق سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات<sup>۱</sup> (REIT)

صندوق املاک و مستغلات ابزار مالی است که مالک، اداره و یا تأمین‌کننده املاک درآمدزاست. این نوع صندوق‌های سرمایه‌گذاری که براساس سرمایه‌گذاری مشترک طراحی شده‌اند، سرمایه‌گذاران متعددی را جمع‌آوری می‌کنند که این امر به سرمایه‌گذاران خرد نیز امکان سرمایه‌گذاری در املاک را بدون آنکه مجبور باشند ملک را خریداری، مدیریت یا تأمین مالی کنند، فراهم می‌کند.<sup>۲</sup> انتخاب واحدهای صندوق یا تراست سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات (REIT) برای سرمایه‌گذاری این امکان را فراهم می‌کند که بدون خرید ملک، در حوزه املاک سرمایه‌گذاری انجام شود.

این صندوق‌ها، واحدهای تجاری هستند که به منظور کسب سود، سبدهای دارایی‌های مبتنی بر املاک و مستغلات را خرید، ایجاد و اداره می‌کنند. سود حاصل از سبد سرمایه‌گذاری میان سهام‌داران این صندوق‌ها (دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری) توزیع می‌شود. در یک تقسیم‌بندی کلی سه نوع اصلی صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات عبارتند از: صندوق‌های سرمایه‌گذاری مالکیت املاک و مستغلات،<sup>۳</sup> صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات رهنی<sup>۴</sup> و صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات ترکیبی<sup>۵</sup>. صندوق‌های مالکیتی وجوه نقد ورودی برای سرمایه‌گذاران خود را از طریق اجاره و لیزینگ دارایی‌های صندوق تأمین می‌کنند. در واقع این صندوق‌ها املاک و مستغلات درآمدزای خود را خریداری و اداره کرده و منافع حاصل از آن، از جمله اجاره ملک را بین سهام‌داران تقسیم می‌کنند. این صندوق‌ها در طیف وسیعی از فعالیت‌ها مانند لیزینگ، تعمیر و نگهداری، ساخت و ساز املاک و مستغلات و ارائه خدمات به مستأجران اشتغال دارند. در واقع خرید یا ساخت و ساز به منظور نگهداری، اداره یا فروش و در نهایت کسب درآمد (عمدتاً اجاره) صورت می‌گیرد.

سبدهای دارایی‌های صندوق‌های مالکیتی و رهنی تفاوت‌های مشخصی دارند. صندوق‌های مالکیتی، حقوق مالکیت املاک و مستغلات را خریداری می‌کنند، در حالی که صندوق‌های رهنی خریدار تعهدات رهنی هستند. بدین معنا که دارایی فیزیکی نگهداری نمی‌کنند و تمرکز سرمایه‌گذاری آنها بر بازار ثانویه رهن است. این صندوق‌ها، اقدام به خرید وام‌های رهنی در بازار ثانویه یا اوراق رهنی کرده و از آنها کسب درآمد می‌کنند [۵]. در این بین صندوق‌هایی هستند که سبد سرمایه‌گذاری آنها شامل دارایی‌هایی از هر دو نوع صندوق است. این صندوق‌ها، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مستغلات ترکیبی نام‌گذاری شده‌اند. در واقع با راه‌اندازی این صندوق‌ها، چندین ملک یا ساختمان در سبدهای دارایی صندوق قرار گرفته و با انتشار واحدهای صندوق، ضمن کمک به نقدشوندگی ساختمان، امکان تملک خرد میان عموم مردم را فراهم می‌سازد. از چنین صندوق‌هایی در هنگام افزایش عرضه مسکن، مسکن‌های خالی بهره‌برداری می‌شود. در حال حاضر در بازار سرمایه ایران، بازار این ابزار مالی، نوپا و دارای عمق کمی بوده و تنها از جنس مالکیت املاک و مستغلات یا همان Equity REIT است.

درصد کثیری از صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات، نزد کمیسیون بورس اوراق بهادار آمریکا ثبت شده و دارای فعالیت رسمی هستند. برای مثال در ایالات متحده بسیاری از این صندوق‌ها نزد نهاد ناظر بازار سرمایه آمریکا موسوم به کمیسیون بورس و اوراق بهادار (در ادامه اختصاراً SEC می‌نامیم) ثبت و پذیرش شده‌اند و در بورس معامله می‌شوند. صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات دیگری نیز هستند که نزد SEC ثبت می‌شوند، اما به صورت عمومی در بورس قابل معامله نیستند. صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات، دارنده و در بیشتر موارد گرداننده فعالیت‌های مربوط به املاک و مستغلات درآمدزا هستند.

1. Real Estate Investment Trust

2. <https://nikaninvest.com/fa>

3. Equity REITs

4. Mortgage REITs

5. Hybrid REITs

6. SEC



ملاحظات مالیاتی ویژه‌ای بر صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات حاکم است و در این چارچوب به‌طور معمول به سرمایه‌گذاران، بازده سود تقسیمی<sup>۱</sup> بالایی تعلق می‌گیرد. صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات معمولاً ذیل دو ساختار تراست<sup>۲</sup> یا شرکت<sup>۳</sup> فعالیت می‌کنند و صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلاتی که به شکل شرکت ساختار یافته‌اند، معمولاً در سطح واحد تجاری مشمول مالیات نمی‌شوند تا سرمایه‌گذاران با مالیات مضاعف بر سود تقسیمی روبه‌رو نشوند. صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات باید در دارایی‌های واقعی، سرمایه‌گذاری کنند و بیشتر درآمد خود را از فعالیت‌های مربوط به املاک و مستغلات، از جمله اجاره املاک و بهره‌ام‌های مسکن، به‌دست آورند. آنها همچنین باید ۹۰ درصد<sup>۴</sup> از درآمد مشمول مالیات سالیانه خود را در قالب سود تقسیمی، توزیع کنند. از این رو، معمولاً نرخ سود بیشتری نسبت به سهام یا بسیاری از سرمایه‌گذاری‌ها در ابزار با درآمد ثابت پرداخت می‌کنند. شایان ذکر است سود تقسیمی دریافتی از دارایی‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات به‌عنوان درآمد عادی، مشمول مالیات می‌شود (این مورد در برخی از کشورها مشمول مالیات نیست).

با توجه به موارد فوق می‌توان دریافت که اهم اهداف تأسیس این صندوق‌ها به شرح زیر است:

- جذب سرمایه‌های خرد به سرمایه‌گذاری مشترک در املاک و مستغلات؛
- تحریک طرف تقاضای بازار املاک و مستغلات؛
- سامان‌دهی بازار اجاره‌داری بلندمدت املاک و مستغلات؛
- مدیریت حرفه‌ای و متنوع‌سازی سبد سرمایه‌گذاری؛
- ایجاد بازار ثانویه و نقدشوندگی برای سرمایه‌گذاری‌های املاک و مستغلات.

## مزایا و ریسک‌ها

در ادامه به‌طور مختصر، برخی از مهم‌ترین مزایا و ریسک‌های متوجه فعالیت در این حوزه اشاره شده است:

### الف) مزایا

- **ظرفیت کسب بازدهی بالاتر:** صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات، معمولاً سود تقسیمی بیشتری نسبت به سهام پرداخت می‌کنند که این مسئله تا حدی به دلیل ساختار مالیاتی مطلوبی است که آن را قادر به ایجاد بازدهی بالاتری می‌کند. این تراست‌ها همچنین دارای املاک و مستغلاتی هستند که درآمد تولید می‌کنند.
- **دسترسی:** صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات، معمولاً در بورس ملی کشورها پذیرش می‌شوند و نقدشوندگی قابل توجهی را برای سرمایه‌گذاران فراهم می‌کنند. علاوه بر این، صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات در مجموعه‌ای از دارایی‌ها و املاک تجاری سرمایه‌گذاری می‌کنند که معمولاً برای سرمایه‌گذاران خرد در دسترس نیست.
- **تنوع بخشی:** صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات می‌توانند مزیت تنوع‌بخشی را نیز به همراه داشته باشند. زیرا از چرخه‌های تجاری املاک و مستغلات پیروی می‌کنند که معمولاً یک دهه یا بیشتر طول می‌کشد، در حالی که چرخه‌های مربوط به اوراق قرضه و بازار سهام به‌طور تقریبی حدود پنج سال طول می‌کشد.
- **پوشش تورمی:** صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات می‌توانند به‌عنوان یک پوشش مؤثر در برابر افزایش نرخ تورم عمل کنند. به‌ویژه، در مورد دارایی‌های تجاری، اغلب توافق‌نامه‌هایی وجود دارد که به آنها اجازه می‌دهد تا اجاره‌ها را همگام با تورم افزایش دهند.

### ب) ریسک‌ها

ریسک‌های مرتبط با سرمایه‌گذاری در صندوق‌های املاک و مستغلات (REITs) متنوع و چندجانبه هستند، به طوری که تأثیرات عمده‌ای بر روی عملکرد سرمایه‌گذاری‌های مربوطه دارند.

#### 1. Dividend yields

۱. تراست یک رابطه امانی است که در آن یکی از طرفین که به‌عنوان امانت‌دار شناخته می‌شود، از طرف دیگر، امین، حق مالکیت دارایی‌ها را به نفع شخص ثالث می‌دهد.  
 ۲. شرکت در لغت به معنای شریک شدن در مال یا کاری است. در اصطلاح حقوقی، شرکت به قراردادی گفته می‌شود که بر مبنای آن شرکت سود حاصل از شرکت را بین خودشان تقسیم می‌کنند.  
 ۳. انواع شرکت‌ها عبارتند از: شرکت تجاری و شرکت مدنی.  
 ۴. در حوزه‌های قضایی مختلف، مقررات متفاوتی بر صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات حاکم است.

- **ریسک بازار ملک (دارایی پایه):** صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات به شدت روند کلی بازار املاک و مستغلات را دنبال می‌کنند و در معرض خطرات مشابهی از جمله نوسانات ارزش ملک، تغییر تقاضا برای جغرافیای خاص و غیره قرار دارند.
- **ریسک نرخ بهره:** املاک و مستغلات به‌طور معمول نسبت به تغییرات در نرخ بهره بسیار حساس هستند که می‌تواند بر ارزش ملک و تقاضای اشغال<sup>۱</sup> تأثیر گذارد.
- **ریسک نرخ سکونت:**<sup>۲</sup> به‌منظور حفظ جریان درآمدهای مورد انتظار، سطوح اشغال خاصی باید حفظ شود. این به‌شدت با میزان اجاره‌ای که این املاک قادر به دریافت آن هستند، ارتباط دارد. نرخ اشغال و اجاره کمتر، بر عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات تأثیر منفی می‌گذارد.
- **ریسک جغرافیایی:** صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات ممکن است تمرکز جغرافیایی محدودی داشته باشند، به طوری که اکثر املاک آن در یک منطقه خاص واقع شده باشد؛ این امر آسیب‌پذیری صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات از تحولات در آن حوزه جغرافیایی را افزایش می‌دهد.
- **ریسک تجاری:** صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات ممکن است به شدت تحت تأثیر کسب و کار یا صنعتی باشد که املاک آن را اجاره کرده است.
- **ریسک سیاسی و سیاست‌گذاری دولت‌ها:** تغییرات در قوانین و مقررات، مانند تغییرات در قوانین مالیاتی می‌توانند بر ارزش دارایی‌های ملکی و جاذبه سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات تأثیر بگذارند. عدم ثبات سیاسی یا سیاست‌گذاری‌های ناگهانی می‌توانند به ناپایداری در بازارهای املاک و مستغلات منجر شوند.
- **ریسک سیستماتیک صنعت املاک:** بزرگی و پیچیدگی زنجیره صنعت املاک و مستغلات که شامل سازندگان، واسطه‌ها، مدیران ملک، مستأجران و سایر ذی‌نفعان است، می‌تواند باعث شود که صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات در معرض ریسک‌های سیستماتیک وسیع‌تری قرار گیرند. تنوع بالای عوامل تأثیرگذار مانند تحولات اقتصاد کلان، تغییرات جمعیت‌شناختی و ترجیحات مصرف‌کننده می‌توانند تقاضا برای انواع خاصی از املاک را به‌طور چشمگیری تغییر دهند.

## انواع صندوق‌های املاک و مستغلات (REITs)

- صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات، انواع و دسته‌بندی‌های مختلفی دارند که در ادامه به برخی از آنها اشاره شده است:
- **صندوق سرمایه‌گذاری سهامی مستغلات:**<sup>۳</sup> صندوق‌های سرمایه‌گذاری سهامی مستغلات، به‌عنوان یکی از شکل‌های اصلی صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات، عموماً در خرید و مدیریت املاک تجاری مانند مراکز خرید، ادارات و آپارتمان‌ها فعالیت می‌کنند. سود اصلی این صندوق‌ها از طریق درآمد‌های حاصل از اجاره و سود حاصل از فروش املاک به‌دست می‌آید. در مقابل، در صورتی که بخواهند سرمایه‌های جدید جذب کنند یا دارایی‌های خود را گسترش دهند، معمولاً از طریق افزایش سرمایه اقدام می‌کنند و به‌جای تقسیم سود، منابع مالی خود را برای سرمایه‌گذاری‌های بیشتر حفظ می‌کنند.
  - **صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات تجاری:** مالکیت و اداره انواع املاک تجاری مانند مراکز خرید، ساختمان‌های اداری و انبارها را برعهده دارند و از اجاره‌های دریافتی از مستأجران در آمد کسب می‌کنند.
  - **صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات مسکونی:** مالکیت و بهره‌برداری از انواع املاک مسکونی را برعهده دارند. از جمله این موارد می‌توان به آپارتمان‌ها، مسکن‌های دانشجویی و حتی خانه‌های تک‌خانواده‌ای اشاره کرد.
  - **صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات مراقبت‌های بهداشتی:** مالکیت و بهره‌برداری از املاکی را برعهده دارند که بر صنعت مراقبت‌های بهداشتی از جمله بیمارستان‌ها، مراکز پزشکی و پرستاری تمرکز دارند.

۱. Occupancy درصدی از کل فضای ساختمان (هتل، آپارتمان و ...) که مورد بهره‌برداری قرار گرفته است (برای مثال اجاره رفته است).

2. Occupancy Rate Risk  
3. Equity REITs



■ **صندوق‌های سرمایه‌گذاری مستغلات رهنی:**<sup>۱</sup> صندوق‌های سرمایه‌گذاری در واحدهای مستغلات، که معمولاً به‌عنوان صندوق املاک و مستغلات رهنی (mREITs) شناخته می‌شوند، در بخش تأمین مالی املاک فعال هستند. این صندوق‌ها بیشتر به جمع‌آوری و توزیع درآمد حاصل از بهره‌های املاک مشغولند و درآمدهای خود را عمدتاً از طریق سود به‌دست می‌آورند که می‌توانند بین سرمایه‌گذاران تقسیم کنند. این نوع از صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات به میزان بسیاری به نرخ‌های بهره وابسته هستند، چراکه تغییرات نرخ بهره می‌تواند تأثیر قابل توجهی بر مارجین سود آنها داشته باشد.

برای سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات، روش‌های متفاوتی وجود دارد. برخی از سرمایه‌گذاران ممکن است بخواهند در یک صندوق سرمایه‌گذاری قابل معامله در بورس (ETF) یا صندوق سرمایه‌گذاری مشترک<sup>۲</sup> سرمایه‌گذاری کنند که به جای سرمایه‌گذاری در یک صندوق سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات خاص، یک شاخص مربوط به صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات<sup>۳</sup> را دنبال می‌کنند. برخی دیگر نیز با خرید اوراق متعلق به یک صندوق سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات پذیرش شده در بورس، فعالیت‌های یک مجموعه خاص را دنبال می‌کنند [۶].

صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات نسبت به مسکن نقدشوندگی بالایی دارند. این صندوق‌ها، طبق قانون موظف هستند، نسبت پرداخت سود تقسیمی را حداقل ۹۰ درصد نگه دارند که این امر موجب جذابیت این نوع از سرمایه‌گذاری برای جویندگان درآمد می‌شود. صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات می‌توانند این سود تقسیمی را کسر و از پرداخت بخش عمده یا همه بدهی‌های مالیاتی اجتناب کرده، اگرچه سرمایه‌گذاران همچنان مالیات بر درآمد دریافتی را باید پرداخت کنند. بسیاری از صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات دارای طرح‌های سرمایه‌گذاری مجدد سودهای تقسیمی (DRIP)<sup>۴</sup> هستند.

در ایران نیز در سال‌های گذشته در مقاطعی در بازار املاک و مستغلات تجاری، وضعیت مزاد عرضه رخ داد و به دلیل کمبود تقاضای خرید برای املاک تولید شده در این بخش، اولاً، قیمت بازار این بخش رشد متناسبی با رشد قیمت بازار املاک مسکونی تجربه نکرد. ثانیاً، بسیاری از سازندگان پروژه‌های تجاری، مجبور شدند به اجاره‌داری این املاک روی آورند. در چنین شرایطی بهره‌گیری از ظرفیت صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات و بازار سرمایه می‌توانست برای مالکان این پروژه‌ها مزایایی به‌همراه داشته باشد. چراکه هم امکان فروش پروژه‌های تکمیل شده به سرمایه‌گذاران خرد در بازار از طریق تأسیس صندوق‌های سرمایه‌گذاری مستغلات فراهم می‌شد و هم امکان ادامه مدیریت بهره‌برداری و اجاره‌داری توسط مالکان پروژه یا همان مؤسسان صندوق‌ها فراهم بود.

## ۲-۳. صندوق سرمایه‌گذاری زمین و ساختمان (ETCF)<sup>۵</sup>

صندوق زمین و ساختمان نوعی از صندوق‌های سرمایه‌گذاری است که کار آن جمع‌آوری سرمایه‌های اندک سرمایه‌گذاران و سرمایه‌گذاری در پروژه‌های ساختمانی شامل تجاری، اداری و مسکونی است. صندوق‌های زمین و ساختمان، نوعی از صندوق‌های تأمین مالی هستند که سرمایه جذب شده را صرف‌تأمین مالی پروژه‌های ساختمانی می‌کنند. این پروژه‌ها می‌توانند مسکونی، اداری و یا تجاری باشند. سرمایه‌گذاران با خرید واحدهای این صندوق‌ها در تأمین مالی ساخت‌وساز شریک می‌شوند. ارکان این صندوق (مجمع صندوق، مدیر صندوق، مدیر ساخت، ناظر، متولی، متعهد پذیرهنویسی، بازارگردان، حسابرس و هیئت‌مدیره) همگی باید به تأیید سازمان بورس و اوراق بهادار رسیده باشند.

## ۳-۳. تأمین مالی جمعی حوزه مسکن (Real Estate Crowdfunding)

در تعریف، کراودفاندینگ یا تأمین مالی جمعی از دو کلمه Crowd و Funding تشکیل شده و روشی نوین برای جذب سرمایه از افراد مختلف به‌منظور تأمین منابع مالی برای پروژه‌ها، کسب‌وکارها یا ایده‌های کارآفرینانه است. هدف اصلی کراودفاندینگ، تأمین منابع مالی برای شروع

1. Mortgage REITs
2. Mutual Fund
3. Broad-based Reit Index
4. Dividend Reinvestment Plans (DRIPs)
5. Exchange Traded Construction Fund

یک پروژه جدید، توسعه کسب و کار، تحقق ایده‌های نوآورانه یا حتی حمایت از مسائل اجتماعی و محیطی است. این روش علاوه بر جذب سرمایه، باعث ایجاد ارتباط نزدیک‌تری بین سرمایه‌پذیران و سرمایه‌گذاران (حامیان پروژه) می‌شود. تأمین مالی جمعی یک راهکار و مکانیسم تأمین مالی است که در حوزه مسکن هم مورد استفاده قرار می‌گیرد و به سرمایه‌گذاران اجازه می‌دهد تا با مبلغی بسیار اندک، از طریق پلتفرم آنلاین در پروژه‌های ساخت و ساز با هدف سود سرمایه‌ای<sup>۱</sup> یا کسب درآمد جانبی<sup>۲</sup> شرکت کنند. اگرچه این گزینه سرمایه‌گذاری جایگزین، نیاز به سطحی از حداقل سرمایه و اعتبار حساب دارد.<sup>۳</sup> در مقابل، سرمایه‌پذیر هم می‌تواند از طریق مبالغ جمع‌آوری شده اقدام به ساخت و ساز در قالب پروژه تعریف شده برای تأمین مالی بپردازد. به‌طور کلی نرخ مشارکت در تأمین مالی جمعی در صنعت مسکن به دلایل زیر به نسبت پایین است:

- ریسک نکول و ورشکستگی بالا برای سرمایه‌پذیر به جهت تعهدات اعلام شده در پلتفرم،
- عدم امکان کنترل بر مدیریت و احتمال ضعف در مدیریت پروژه،
- کارمزد به نسبت بالا برای سرمایه‌گذار و سرمایه‌پذیر،

اگرچه سرمایه‌گذاری تبدیل به یونیت‌های کوچک قابل معامله شده، اما باز هم عدم نقدشوندگی نسبتاً بالایی دارند. همچنین باید توجه داشت که حتی با وجود نظارت رگولاتوری بازار سرمایه و وجود دستورالعمل‌های افشا، این پلتفرم‌ها سطح شفافیت بالایی ندارند. شایان ذکر است موفقیت این پلتفرم‌ها در حوزه مسکن، به‌شدت تابع ثبات اقتصادی و رونق ساخت و ساز بوده و در صورتی که پروژه تعریف شده در این پلتفرم متأثر از تورم و رکود (به‌صورت هم‌زمان یا پشت سرهم) شود، نه تنها سود نخواهد کرد، بلکه کل پروژه و سرمایه‌گذاران آن نسبت به اصل سرمایه اولیه به‌شدت متضرر می‌شوند. همان‌طور که در بالا بیان شد گزینه سرمایه‌گذاری در تأمین مالی جمعی حوزه مسکن برای تمامی سرمایه‌گذاران خرد امکان‌پذیر نیست و برآورده کردن حداقل سطحی از درآمد و تمکن ضروری است. از این رو نه تنها کمک به توسعه ساخت و ساز با هدف خانه‌دار کردن عموم جامعه نمی‌کند، بلکه صرفاً یک گزینه سرمایه‌گذاری غیرمستقیم در مسکن محسوب می‌شود.

1. Capital Appreciation

2. Passive Income

۳. در تعریف کلی سرمایه‌گذار معتبر، باید حداقل درآمد سالیانه ۲۰۰ هزار دلار در دو سال پیاپی کسب کرده باشد و خالص ثروت او به‌جز ملکی که در آن ساکن است، حداقل ۱ میلیون دلار باشد.



#### ۴. نقش بازار سرمایه در بازار املاک و مستغلات کشورهای منتخب

به‌طور کلی بیش از ۵۰ سال است که ساختار صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات در ایالات متحده وجود دارد. کنگره در سال ۱۹۶۰ مجوز قانونی برای تشکیل صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات را به‌عنوان اصلاحیه تمدید مالیات غیر مستقیم سیگار<sup>۱</sup> اعطا کرد. در آن سال انجمن ملی صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات، که یک گروه حرفه‌ای برای ترویج سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات بود، تأسیس شد. سپس در سال ۱۹۶۵ اولین صندوق سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات، در بورس اوراق بهادار نیویورک (NYSE) پذیرش شد. صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات مبتنی بر وام مسکن بخش عمده‌ای از رشد صندوق‌های املاک و مستغلات در اوایل دهه ۱۹۷۰ را تشکیل دادند و باعث رونق مسکن شدند. این رونق، البته پس از شوک‌های نفتی سال ۱۹۷۳ و رکود اقتصادی پس از آن، از بین رفت. در سال ۱۹۶۹ نیز نخستین قانون مربوط به صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات در اروپا در هلند تصویب شد.

اولین تراست<sup>۲</sup> املاک پذیرش شده در استرالیا در سال ۱۹۷۱ راه‌اندازی شد. صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات کانادایی در سال ۱۹۹۳ شروع به کار کردند، اما تا آغاز قرن بیست و یکم به ابزارهای سرمایه‌گذاری محبوب تبدیل نشدند. از طرف دیگر، با راه‌اندازی صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات ژاپنی در سال ۲۰۰۱ این مفهوم در سراسر آسیا گسترش یافت و در اروپا با قوانین وضع شده در فرانسه (۲۰۰۳)، آلمان (۲۰۰۷) و بریتانیا (۲۰۰۷) بیش از پیش تقویت شد. در مجموع، اکنون حدود ۴۰ کشور دارای قانون مربوط به صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات هستند [۷].

البته در کنار این جذابیت‌ها باید بدانیم مدیریت صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات هزینه بالایی دارد و در بسیاری از حوزه‌های قضایی،<sup>۳</sup> محدودیت‌هایی در مورد تعداد و نوع سهام‌دارانی که می‌توانند این ابزارها را خریداری کنند، وجود دارد. بنابراین گاهی صاحبان املاک که می‌توانند دارایی خود را در قالب صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات ساختار بندی و در نتیجه آن را قابل معامله‌تر و نقدشونده‌تر کنند، ترجیح می‌دهند این کار را انجام ندهند.

علاوه بر این، اوراق بهادار مشتقه‌ای، مانند اوراق بهادار با پشتوانه وام رهنی (MBS) و اوراق بهادار مبتنی بر بدهی (CDO) وجود دارند که ارزش آنها از دارایی پایه یعنی خود ملک ناشی می‌شود. گرچه این ابزارها تنها در بازارهای سرمایه توسعه یافته مانند آمریکا، بورس یورونکست اروپا و انگلستان و توسط سرمایه‌گذاران نهادی معامله می‌شوند. در بازار مسکن کشوری مانند فرانسه می‌توان به‌طور غیر مستقیم سرمایه‌گذاری کرد. برای مثال، گروهی از شرکت‌ها که با عنوان شرکت‌های سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات اختصاراً با عنوان SCPI<sup>۴</sup> فعال هستند، با معرفی واحدهای مسکونی با نرخ بازده اجاره بالا در پی جذب سرمایه‌گذار هستند. برای نمونه، این شرکت، ملکی را پیشنهاد کرده که با حداقل ۱۹۵ یورو (یک واحد سرمایه‌گذاری) می‌شود در خرید و اجاره آن مشارکت کرد. این سرمایه‌گذاری طی سال مالی گذشته ۹/۱۴ درصد بازده داشته است که ۵/۹۷ درصد آن ناشی از درآمد اجاره و ۳/۱۷ درصد از آن ناشی از افزایش قیمت ملک بوده است. این شرکت پیش‌بینی کرده که متوسط بازده این سرمایه‌گذاری طی پنج سال آینده ۵/۳۴ درصد و طی ۱۰ سال آینده سالیانه ۱۰ درصد خواهد بود. جذابیت این گروه از شرکت در ارائه تعداد پروژه‌های مختلف و جذاب با حداقل آورده‌های متنوع و نرخ‌های سود بالاتر است. چنان‌که در میان پروژه‌های این شرکت، نرخ بازده ۱۱ درصدی نیز مشاهده می‌شود. این روش سرمایه‌گذاری این مزیت اصلی را داراست که تمامی امور و هزینه‌های مربوط به پیدا کردن، خرید، اجاره، نگهداری ساختمان بر عهده شرکت مربوطه خواهد بود، اما این ریسک وجود دارد که برآورد شرکت در مورد چشم‌انداز بازار ملک و سطح بازده اجاره ساختمان خریداری شده، درست از آب در نیاید؛ همان‌طور که این امکان وجود دارد که بروز یک

1. Amendment to the Cigar Excise Tax Extension

۲. یک صندوق متعلق به مدیران آن است و شبیه به مالکیت سهام یک شرکت است، در حالی که یک تراست متعلق به هیچ طرفی (حتی ذی‌نفع) نیست و به‌عنوان یک شخص حقوقی جداگانه تلقی می‌شود.

3. Regulatory Jurisdictions

4. Société Civile de Placement Immobilier

شوگ پیش‌بینی نشده، ارزش ملک و بازده اجاره آن را افزایش دهد. متوسط سوددهی این گروه از شرکت‌های فرانسوی در سال مالی گذشته ۴/۵۳ درصد گزارش شده که بیش از دو برابر نرخ سود پرداختی به حساب‌های پس‌انداز بانکی در سال ۲۰۲۲ بوده است. همچنین برخی دیگر از شرکت‌های سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات اختصاراً با عنوان SIIC<sup>۱</sup> فعال هستند که عضو بورس اوراق بهادار بوده و با جمع‌آوری پس‌اندازهای خرد و کلان مردم اقدام به سرمایه‌گذاری در بازار مسکن می‌کنند. این شرکت‌ها که ریسک سرمایه‌گذاری در آنها کمتر از SCPI<sup>۱</sup> است، موظفند حداقل ۹۵ درصد اجاره دریافتی و ۷۰ درصد از سود حاصل از افزایش ارزش سرمایه را پس از کسر هزینه‌های جاری خود، بدون کسر مالیات، بین سهام‌داران خود تقسیم کند [۸].

### جدول ۱. تفاوت‌های دو صندوق سرمایه‌گذاری SCPI و SIIC

#### تفاوت‌های دو صندوق سرمایه‌گذاری SCPI و SIIC

در فرانسه، اصطلاحات «SIIC» و «SCPI» به دو نوع ساختار سرمایه‌گذاری متفاوت در زمینه املاک و مستغلات اشاره دارند که هر کدام ویژگی‌ها و هدف‌های منحصر به فردی دارند. شرکت‌های سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات SIIC تعریف SIIC: مخفف «صندوق سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات» در فرانسه است. یک شرکت فهرست‌شده که دارایی‌ها و مدیریت مجموعه‌ای از املاک را در اختیار دارد. مالیات SIIC: از رژیم مالیاتی مطلوبی در فرانسه برخوردار هستند. آنها از پرداخت مالیات شرکتی بر درآمد اجاره‌ای و سود سرمایه معاف هستند، به شرطی که حداقل ۸۵٪ از درآمد اجاره و ۵۰٪ از سود سرمایه خود را به سهام‌داران توزیع کنند. پروفایل سرمایه‌گذاری: سرمایه‌گذاران سهام SIIC را در بازار بورس خرید و فروش می‌کنند. این بدان معناست که سرمایه‌گذاری قابلیت نقدشوندگی دارد. زیرا سهام به راحتی قابل خرید و فروش هستند. ریسک و بازده: به دلیل وابستگی به بازار سهام، SIICها در معرض نوسانات بازار قرار دارند که می‌تواند منجر به نوسانات بیشتر در ارزش سرمایه‌گذاری شود. شرکت‌های سرمایه‌گذاری در املاک غیر متعارف SCPI تعریف SCPI: به معنای «شرکت سرمایه‌گذاری املاک غیر متعارف» است. این یک ابزار سرمایه‌گذاری غیر لیست شده است که پول‌های جمع‌آوری شده از سرمایه‌گذاران را برای خرید و مدیریت یک مجموعه املاک استفاده می‌کند. مالیات: سرمایه‌گذاران در SCPIها بر اساس درآمدی که از سرمایه‌گذاری دریافت می‌کنند، مشمول مالیات می‌شوند، مشابه مالکیت مستقیم املاک. معافیت مالیاتی خاصی برای SCPIها وجود ندارد. پروفایل سرمایه‌گذاری: سرمایه‌گذاران سهام در SCPI را خریداری می‌کنند، اما این سهام در بورس معامله نمی‌شوند، بنابراین نقدشوندگی آنها کمتر از سهام است.

مأخذ: نویسندگان.

برای نمونه، قیمت هر سهم شرکت یونیپیل - رودامکو وست‌فیلد (UNIBAIL-RODAMCO-WESTFIELD) در جریان معاملات ۲۹ سپتامبر، ۴۶.۷۵ یورو بوده است که حداقل رقم لازم برای سرمایه‌گذاری در این شرکت از طریق خرید سهام آن محسوب می‌شود. این دسته از شرکت‌های سرمایه‌گذاری در فرانسه، در سال مالی گذشته به‌طور متوسط ۵ درصد سود خالص در میان سهام‌داران خود توزیع کرده‌اند، البته این شرکت‌های سرمایه‌گذاری که به آنها تراست‌های سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات هم گفته می‌شود (REAL ESTATE INVESTMENT TRUST) نخستین بار در جهان در اوایل دهه ۱۹۶۰ در ایالات متحده آمریکا تأسیس شدند، ولی طی سه دهه گذشته فعالیت آنها در اروپا و سایر کشورهای جهان رواج پیدا کرده است. در حال حاضر، شرکت‌هایی در چارچوب تراست‌ها شکل گرفته‌اند که دامنه فعالیت آنها سرمایه‌گذاری در بازار املاک کل اروپا و حتی در سطح جهانی است. این شرکت‌ها، همچنین صندوق‌های قابل

1. SIIC (société d'Investissement Immobilier Cotée) means "Listed Real Estate Investment Company, Inspired by US REITs (Real Estate Investment Trusts)"



معامله در بورس (ETF) را نیز در بورس‌های بسیاری از کشورهای جهان عرضه می‌کنند که سرمایه‌گذاران با خرید سهام آن قادر به خرید و فروش روزانه آن خواهند بود. نقدشوندگی بالا، مهم‌ترین ویژگی این صندوق‌هاست که مدیریت سرمایه‌گذاری منابع آن برای تضمین بالاترین سوددهی و افزایش قیمت بر عهده شرکت عرضه‌کننده این صندوق‌هاست.

بنابراین، در شرایطی که نرخ بازده ناخالص سرمایه‌گذاری در بازار املاک مسکونی دوازده شهر جذاب فرانسه در سال مالی ۲۰۲۲ بین ۵ تا ۸ درصد بوده، سرمایه‌گذاری غیرمستقیم در بازار مسکن آن هم با متوسط نرخ سود خالص ۴/۵۳ و ۵ درصدی چندان هم غیرجذاب به نظر نمی‌رسد. چراکه با کسر هزینه‌های جاری اجاره ملک بعید است که هر فرد سرمایه‌گذاری در بازار مسکن فرانسه بتواند به راحتی سود خالص ۵ درصدی را با سرمایه‌گذاری مستقیم ارقامی بسیار کوچک‌تر از قیمت یک ملک، کسب کند.

در ادامه به بررسی تطبیقی این صندوق‌ها در بازارهای ایالات متحده و چین پرداخته شده است. به‌طور کلی در کشورهای توسعه‌یافته توجه به ابزارها و راهکارهای مالی مرتبط با املاک و همواره رو به رشد بوده و این توجه ابزارهای مالی املاک و مستغلات را به بخشی مؤثر در مدیریت بازار مسکن در برخی از کشورها تبدیل کرده است. در ادامه به بررسی دو کشور ایالات متحده و چین می‌پردازیم.

#### ۱-۴. ایالات متحده

تاریخ صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات (REIT) در ایالات متحده، مملو از پیشرفت‌های برجسته، تحولات نظارتی گسترده و تکامل چشمگیر در مسیرهای سرمایه‌گذاری است. در این بررسی تحلیلی، به نقاط عطف کلیدی در مسیر تاریخی توسعه صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات (REITs) در ایالات متحده خواهیم پرداخت.

جدول ۲. تاریخچه صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات (REIT) در ایالات متحده

دوره زمانی	اقدامات انجام شده
دوران پیشین (اواخر قرن ۱۹)	اصول ابتدایی و فلسفه پشتوانه صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات (REITs)، که امروزه به‌عنوان رایج‌ترین شکل این نوع سرمایه‌گذاری شناخته می‌شوند، به دوران اواخر قرن نوزدهم میلادی بازمی‌گردد.
دهه ۱۹۶۰	تأسیس صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات دوران مدرن صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات با تصویب قانون صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات توسط کنگره ایالات متحده در سال ۱۹۶۰ رقم خورد. این قانون، بستری برای سرمایه‌گذاران فردی فراهم کرد تا از طریق صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات به صورت غیرمستقیم در پروژه‌های بزرگ و سودآور املاک و مستغلات سرمایه‌گذاری کنند.
دهه‌های ۱۹۷۰-۱۹۸۰	توسعه و پیشرفت طی دهه‌های ۱۹۷۰ و ۱۹۸۰، صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات به تدریج به‌عنوان یک ابزار سرمایه‌گذاری پرطرفدار، جایگاه خود را در عرصه بازارهای مالی تثبیت کردند. شمار صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات افزایش یافت و تنوع بخش‌های تحت پوشش آنها نیز گسترده‌تر شد و شاهد تأسیس صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات مختص بخش‌های مسکونی، تجاری و بهداشت بودیم.
دهه ۱۹۹۰	چالش‌های بازار این دهه شاهد چالش‌هایی برای بازار املاک و مستغلات بود که نتیجه‌اش تغییرات ساختاری گسترده‌ای در ترکیب بسیاری از صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات بود. صنعت از طریق ادغام‌ها و انحلال‌های متعدد، دوره‌ای از بازسازی را تجربه کرد.

دوره زمانی	اقدامات انجام شده
اواخر دهه ۱۹۹۰	تحولات مالیاتی در پایان دهه ۱۹۹۰، اصلاحات مالیاتی به‌ویژه با تصویب قانون معافیت مالیاتی در سال ۱۹۹۷ م، منجر به فراهم آوردن مشوق‌های مالیاتی برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات شد. این تغییرات قوانین، با افزایش شفافیت و گشودن فرصت‌های جدید، جذابیت سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات را افزایش داد.
دهه ۲۰۰۰	نوسازی و مدرنیزاسیون ابتدای قرن بیست‌ویکم با نوسازی و تحولات چشمگیری در صنعت صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات همراه بود. تغییرات مقرراتی به این صندوق‌ها اجازه داد تا در طیف گسترده‌تری از فعالیت‌های مربوط به املاک و مستغلات از جمله توسعه و مدیریت دخالت و فعالیت کنند.
۲۰۰۸	بحران مالی جهانی در سال ۲۰۰۸، تأثیرات عمیقی بر بازارهای جهانی از جمله صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات گذاشت. بسیاری از صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات با مشکلات جدی مالی مواجه شدند که منجر به افزایش نرخ‌های ورشکستگی و کاهش ارزش سهام شد.
۲۰۱۰ تاکنون	عصر دیجیتال و تکامل طی دهه ۲۰۱۰ و تا به امروز، شاهد پیشرفت‌های برجسته‌ای در صنعت صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات بوده‌ایم. تمرکز بر توسعه صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات دیجیتالی و فناوری‌ها مانند صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات مرتبط با دیتاسترها و زیرساخت‌های تلکام از جمله این تحولات هستند.

مأخذ: همان.

تاریخچه صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات در ایالات متحده، نمایانگر مسیری است که از زمان تأسیس اولین صندوق در دهه ۱۹۶۰ آغاز شد و به صنعتی پویا، متنوع و مدرن انجامید. از پیشرفت‌های مالیاتی گرفته تا تحولات فناورانه، هر دوره شاهد تکاملی بود که این صنعت را به سطح جدیدی از رشد و تنوع رسانده است.

#### ۱-۱-۴. انواع صندوق‌ها در ایالات متحده

۱. صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات سهامی (Equity REITs): در ایالات متحده، این نوع از صندوق‌های سرمایه‌گذاری عمدتاً در خرید، مدیریت و فروش املاک و مستغلات تجاری مانند دفاتر (OFFICES)، مراکز خرید، آپارتمان‌ها و هتل‌ها فعالیت می‌کنند. این صندوق‌ها از طریق اجاره‌ها و فروش املاک درآمد کسب می‌کنند و موظف به پرداخت حداقل ۹۰٪ از درآمد خالص خود به صورت سود سهام (DIVIDENDS) به سهام‌داران هستند.

۲. صندوق‌های سرمایه‌گذاری وام املاک و مستغلات (Mortgage REITs یا mREITs): این صندوق‌ها بر روی تأمین مالی (FI-NANCING) املاک و مستغلات تمرکز دارند. آنها با خرید و یا تأمین مالی وام‌های مسکونی (RESIDENTIAL LOANS) یا تجاری (COMMERCIAL LOANS) سود کسب می‌کنند. درآمد آنها بیشتر از تفاوت بین نرخ‌های بهره (INTEREST RATES) وام‌های خریداری شده و هزینه‌های تأمین مالی آنها حاصل می‌شود.

۳. صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات ترکیبی (Hybrid REITs): این صندوق‌ها ترکیبی از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات سهامی و صندوق‌های سرمایه‌گذاری وام املاک و مستغلات را ارائه می‌دهند و هم در املاک و مستغلات و هم در وام‌های مرتبط با املاک و مستغلات سرمایه‌گذاری می‌کنند.



۴. **صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی در حوزه املاک (Private Equity Real Estate Funds):** این صندوق‌ها در ایالات متحده به‌طور خصوصی مدیریت می‌شوند و به سرمایه‌گذاران فرصت‌هایی برای سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات بزرگ و پیچیده ارائه می‌دهند. اغلب این صندوق‌ها با استفاده از استراتژی‌هایی مانند توسعه، بازسازی و یا اصلاح املاک به دنبال افزایش ارزش سرمایه‌گذاری‌های خود هستند.

۵. **صندوق‌های سرمایه‌گذاری عمومی در حوزه املاک (Publicly Traded Real Estate Funds):** این صندوق‌ها، که در بازارهای سهام معامله می‌شوند، برای سرمایه‌گذاران ایالات متحده این امکان را فراهم می‌آورند تا به راحتی در املاک و مستغلات سرمایه‌گذاری کنند. این صندوق‌ها می‌توانند شامل صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات و سایر ابزارهای مرتبط با املاک و مستغلات باشند.

۶. **صندوق‌های املاک و مستغلات متصل به بازار (Market-Linked Real Estate Funds):** این صندوق‌ها در ایالات متحده بر بازارهای املاک و مستغلات با پتانسیل رشد بالا، مانند مناطق شهری در حال توسعه یا بازارهای جدید، متمرکز هستند.

۷. **صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات موضوعی (Thematic Real Estate Funds):** این صندوق‌ها بر بخش‌های خاصی از بازار املاک و مستغلات در ایالات متحده تمرکز دارند، مانند املاک سبز.<sup>۱</sup>

۸. **صندوق‌های سرمایه‌گذاری در املاک با موقعیت ویژه (Opportunistic Real Estate Funds):** در بازار ایالات متحده، این صندوق‌ها به دنبال فرصت‌هایی با بازده‌های بالا هستند که ممکن است شامل پروژه‌های توسعه، بازسازی و یا املاک چالش‌برانگیز باشند.

۹. **صندوق‌های سرمایه‌گذاری مستغلات با درآمد ثابت (Core Real Estate Funds):** سیاست این صندوق‌ها عمدتاً سرمایه‌گذاری در املاکی است که به‌طور کلی ریسک کمتری دارند. آنها معمولاً به دنبال املاک و مستغلات تجاری با کیفیت بالا و اجاره‌های طولانی مدت هستند.

۱۰. **صندوق‌های توسعه املاک و مستغلات (Real Estate Development Funds):** در ایالات متحده، صندوق‌های ساخت‌وساز املاک معمولاً به صورت صندوق‌های سرمایه‌گذاری در توسعه املاک یا صندوق‌های تأمین مالی پروژه‌های ساختمانی (PROJECT FINANCE FUNDS) شناخته می‌شوند. این صندوق‌ها بیشتر روی فازهای مختلف توسعه املاک و مستغلات تمرکز دارند، از جمله خرید زمین، برنامه‌ریزی و طراحی پروژه، ساخت‌وساز و فروش یا اجاره املاک پس از تکمیل پروژه. این نوع از صندوق‌ها می‌توانند ریسک بالاتری داشته باشند چراکه سرمایه‌گذاری آنها به موفقیت کلی پروژه‌های ساختمانی وابسته است، اما هم‌زمان پتانسیل سودآوری قابل توجه‌ای نیز دارند. صندوق‌های تأمین مالی پروژه‌های ساختمانی (PROJECT FINANCE FUNDS) به صورت خاص بر روی تأمین مالی جنبه‌های مختلف پروژه‌های ساختمانی تمرکز دارند. آنها ممکن است وام‌های ساخت‌وساز ارائه دهند یا در قالب شراکت‌های استراتژیک با سایر بازیگران بازار، مانند سازندگان و توسعه‌دهندگان، وارد عمل شوند [۹].

۱۱. **صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک املاک (Real Estate Mutual Funds):** این صندوق‌ها بخشی از دارایی‌های خود را در سهام شرکت‌های مرتبط با املاک و مستغلات سرمایه‌گذاری می‌کنند، از جمله شرکت‌های ساختمانی و شرکت‌های مدیریت املاک.

۱۲. **صندوق‌های املاک و مستغلات بین‌المللی (International Real Estate Funds):** این صندوق‌ها به سرمایه‌گذاران اجازه می‌دهند که در املاک و مستغلات خارج از ایالات متحده سرمایه‌گذاری کنند و از بازارهای بین‌المللی بهره ببرند. این نوع صندوق‌ها معمولاً در املاک و مستغلات تجاری یا مسکونی در مناطق مختلف جهان مانند اروپا، آسیا، آمریکای لاتین و سایر مناطق در حال توسعه سرمایه‌گذاری می‌کنند. با سرمایه‌گذاری در این صندوق‌ها، سرمایه‌گذاران می‌توانند از مزایایی مانند تنوع بخشی جغرافیایی و احتمال سودآوری بالاتر در بازارهای نوظهور بهره‌مند شوند.

هر یک از این صندوق‌ها ممکن است استراتژی‌های سرمایه‌گذاری، سطوح ریسک و بازده متفاوتی داشته باشند.

۱. املاکی که در ساخت و مدیریت آنها مسائل محیط زیستی و پایداری رعایت شده است.

## ۲-۴. چین

صنعت صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات (REITs) در جمهوری خلق چین، هر چند که نسبت به نمونه‌های غربی تاریخچه‌ای کوتاه‌تر دارد، اما در دهه اخیر توسعه چشمگیری را تجربه کرده است. در ادامه به بررسی مراحل تکاملی و گذار صندوق‌های املاک و مستغلات در چین پرداخته می‌شود.

جدول ۳. تاریخچه صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات (REITs) در جمهوری خلق چین

دوره زمانی	اقدامات انجام شده
قبل از دهه ۱۹۹۰	دوران مقدماتی و ایده‌پردازی قبل از دهه ۱۹۹۰، بازار املاک و مستغلات چین به شدت متفاوت از نمونه‌های غربی بود. اصول و مفاهیم مرتبط با صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات در این دوران در چین شکل نگرفته بودند. زیرا کشور هنوز در حال انتقال از اقتصاد مبتنی بر برنامه‌ریزی مرکزی به یک اقتصاد بازار بود.
دهه ۱۹۹۰	ورود به بازار جهانی طی دهه ۱۹۹۰، چین شاهد اصلاحات اقتصادی گسترده‌ای بود که به تدریج فضا را برای ورود سرمایه‌گذاری‌های خارجی و توسعه بازار املاک و مستغلات باز کرد. این دوره همچنین شاهد شکل‌گیری اولیه شرکت‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات بود که به صورت پایلوت، مفاهیم صندوق‌های املاک و مستغلات را در بازار داخلی آزمایش می‌کردند.
دهه ۲۰۰۰	اصلاحات ساختاری و توسعه با ورود به قرن ۲۱، اصلاحات گسترده‌تری در بخش املاک و مستغلات چین اعمال شد. این دهه شاهد شکل‌گیری و رشد صندوق‌های املاک و مستغلات بود که به موجب آن سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات برای سرمایه‌گذاران فردی آسان‌تر شد. دولت چین با تشویق اصلاحات قانونی و مقرراتی، بستری را برای توسعه این نوع از سرمایه‌گذاری‌ها فراهم کرد.
دهه ۲۰۱۰ و بعد از آن	تثبیت و گسترش در این دوران، REITs در چین به تدریج به یکی از اجزای مهم بازار سرمایه‌گذاری تبدیل شدند. با گذشت زمان و بالغ‌تر شدن این بازار، تنوع محصولات و خدمات مرتبط با صندوق‌های املاک و مستغلات افزایش یافت. سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی هر دو به این بازار جذب شدند و بازار چین را به یکی از مراکز اصلی سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات در آسیا تبدیل کردند.

مأخذ: همان.

انواع صندوق‌های زمین و ساختمان و ابزارهای مرتبط در چین به صورت زیر است:

۱. **صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات (REITs):** همانند تعاریف عام این صندوق‌ها، نوعی شرکت هستند که در املاک و مستغلات سرمایه‌گذاری می‌کنند و سود حاصل از این سرمایه‌گذاری‌ها را به صورت سود سهام به سرمایه‌گذاران توزیع می‌کنند. در چین، REITs معمولاً در بخش‌هایی مانند املاک تجاری، خرده‌فروشی، مسکونی و صنعتی فعالیت می‌کنند.

۲. **صندوق‌های املاک خصوصی (Private Real Estate Funds):** این صندوق‌ها شبیه به صندوق‌های املاک و مستغلات عمل می‌کنند، اما به جای اینکه سهام‌شان در بورس عمومی معامله شود، تنها به سرمایه‌گذاران خصوصی و سرمایه‌گذاران مؤسسات ارائه می‌شوند. این صندوق‌ها اغلب از انعطاف‌پذیری بیشتری در استراتژی‌های سرمایه‌گذاری برخوردارند.

۳. **قراردادهای سرمایه‌گذاری مستقیم (Direct Investment Contracts):** این قراردادها، فرصت‌هایی را فراهم می‌آورند که در آنها سرمایه‌گذاران می‌توانند بدون واسطه‌گری صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات یا سایر ابزارهای مالی، به طور مستقیم در پروژه‌های املاک و مستغلات سرمایه‌گذاری کنند. این نوع سرمایه‌گذاری معمولاً شامل خرید زمین، توسعه زیرساخت‌ها، ساخت واحدهای مسکونی یا تجاری و یا بازسازی و نوسازی املاک موجود می‌شود. یکی از جذابیت‌های اصلی قراردادهای سرمایه‌گذاری مستقیم،



کنترل بیشتر سرمایه‌گذار بر روی تصمیم‌گیری‌های مرتبط با پروژه و پتانسیل کسب بازدهی بالا به دلیل مشارکت مستقیم در سودهای حاصل از توسعه و بهره‌برداری از املاک است. با این حال، این نوع سرمایه‌گذاری معمولاً نیاز به دانش فنی عمیقی در مورد بازار املاک و مستغلات، مدیریت پروژه، و قوانین و مقررات مرتبط دارد.

۴. **صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک املاک (Real Estate Mutual Funds):** این صندوق‌ها بخشی از دارایی‌های خود را در سهام شرکت‌های مرتبط با املاک و مستغلات از جمله شرکت‌های ساختمانی و شرکت‌های مدیریت املاک سرمایه‌گذاری می‌کنند.

۵. **صندوق‌های املاک و مستغلات بین‌المللی (International Real Estate Funds):** این صندوق‌ها به سرمایه‌گذاران اجازه می‌دهند که در املاک و مستغلات خارج از چین سرمایه‌گذاری کنند و از بازارهای بین‌المللی بهره ببرند.

۶. **ابزارهای مشتقه املاک (Real Estate Derivatives):** این ابزارها، که شامل قراردادهای آتی و اختیار معامله‌های املاک می‌شوند، به سرمایه‌گذاران اجازه می‌دهند که بر اساس ارزش آتی بازار املاک و مستغلات معامله کنند.

بازار املاک و مستغلات چین از طیف وسیعی از صندوق‌ها و ابزارهای مالی برای سرمایه‌گذاری بهره می‌برد. از صندوق‌های عمومی گرفته تا ابزارهای مشتقه پیچیده، سرمایه‌گذاران می‌توانند بر اساس ریسک‌پذیری و اهداف سرمایه‌گذاری خود بهترین گزینه‌ها را انتخاب کنند. ترکیب صندوق‌های املاک و مستغلات و سایر ابزارهای مالی متنوع، بازار مسکن چین را به یک بازار پویا و جذاب برای سرمایه‌گذاران داخلی و بین‌المللی تبدیل کرده است. با توسعه مداوم ساختارهای قانونی و نظارتی و تلاش برای افزایش شفافیت و امنیت، این بازار نه تنها می‌تواند رشد اقتصادی چین را حمایت کند، بلکه می‌تواند به‌عنوان الگویی برای سایر کشورها در نظر گرفته شود. این تحولات، چین را نه تنها به قطبی برای سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات تبدیل کرده است، بلکه جایگاه این کشور را به‌عنوان نماینده‌ای برجسته در صحنه بین‌المللی صندوق‌های املاک و مستغلات تقویت می‌کند [۱۰].

## ۵. ایران



در تاریخ اقتصاد ایران، سرمایه‌گذاری در ملک، همواره به‌عنوان یک پناهگاه امن و پرجاذبه برای ایرانیان شناخته شده است. به‌صورت تاریخی چه در دوران شکوفایی اقتصادی و چه در زمان‌هایی که رکود سایه خود را بر بازارها گسترانده، خرید و فروش ملک، گزینه شماره یک سرمایه‌گذاری برای ایرانیان بوده است. از طرف دیگر همان‌طور که در بالا اشاره شد، صنعت ساخت‌وساز، صنعت پیشران و مادر بوده که زنجیره بزرگی از فعالیت‌های اقتصادی را درگیر خود کرده و منجر به تولید ارزش افزوده اقتصادی می‌شود. با توجه به شرایط موجود اقتصاد کشور، علاوه بر کنترل حجم نقدینگی و هدایت منابع به سمت فعالیت‌های اقتصادی مولد، نحوه تأمین مالی جهت تخصیص منابع به سمت تولید نیاز ویژه اقتصاد در این شرایط است. تأمین منابع مالی بلندمدت (به جهت ماهیت بلندمدت پروژه‌های ساخت‌وساز) از طریق بازار سرمایه می‌تواند باروش‌ها و ابزارهای مالی مناسب که توسط کارشناسان خبره مالی طراحی شده انجام بگیرد. ابزارهای ساختار یافته و نوین مالی<sup>۱</sup> پس از بررسی همه‌جانبه توسط سازمان بورس و اوراق بهادار و تأیید شورای عالی بورس و تأیید فقهی - حقوقی در کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار قابلیت اجرا پیدا می‌کنند. وجود ابزارهای متنوعی همچون انواع اوراق بهادار اسلامی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله، تأمین مالی جمعی، اسناد خزانه اسلامی، اوراق صکوک اسلامی در بازار سرمایه امکان رسیدن به اهداف تولید بدون آثار تورمی را فراهم می‌سازد. در این بخش به بررسی ابزارها و راهکاری موجود (یا پیشنهادی که در مرحله طرح هستند) در بازار سرمایه ایران و بعضاً در شبکه بانکی برای تأمین مالی تولید مسکن از منظر سرمایه‌پذیر و تأثیر آن بر عرضه و تقاضای پردازیم.

## ۱-۵. صندوق سرمایه‌گذاری زمین و ساختمان (ETCF)

صندوق‌های سرمایه‌گذاری زمین و ساختمان برای تقویت تأمین مالی حوزه مسکن و ترغیب مشارکت بخش خصوصی و بهره‌گیری از توان آن در راستای اجرای بند «ج» اصل (۴۴) قانون اساسی به‌عنوان روش نوینی برای تأمین مالی اتخاذ شد. این صندوق‌ها موضوع بند «۵» ماده (۱) قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی هستند و براساس بند «۱» ماده (۱۴) قانون سامان‌دهی و حمایت از تولید و عرضه مسکن با هدف جذب منابع برای تولید، طراحی شده‌اند.

هدف از ایجاد این صندوق، جمع‌آوری وجوه از سرمایه‌گذاران و اختصاص آن به ساخت پروژه‌های ساختمانی و فروش واحدها و تقسیم عواید ناشی از این فعالیت است که با فراهم آوردن امکان مشارکت عمومی از طریق جذب سرمایه‌های خرد در این حوزه باعث رونق دیگر صنایع مرتبط با مسکن می‌شود. جمع‌آوری وجوه از متقاضیان سرمایه‌گذاری، ساخت، فروش و تقسیم عواید، ناشی از فعالیت بین سرمایه‌گذاران، مقرر ماده (۴) اساسنامه نمونه، موضوع فعالیت صندوق است.<sup>۱</sup>

در فرابورس ایران تاکنون چهار صندوق با این شرایط فعالیت کرده‌اند که اطلاعات آنها در جدول زیر نمایش داده شده است.

جدول ۴. صندوق سرمایه‌گذاری زمین و ساختمان فعال در فرابورس ایران

ردیف	نام	نماد	نوع صندوق	اندازه صندوق	مبلغ انتشار اوراق	سقف سرمایه	تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری ممتاز	مدیر صندوق	حسابرس
۱	صندوق سرمایه‌گذاری نسیم	<a href="#">نسیم</a>	صندوق زمین و ساختمان	۸۰ واحد مسکونی	۱۵ میلیارد تومان	۲۹۰۶۰۰۰،۰۰۰	۲۹۰۶۰۰۰،۰۰۰	شرکت توسعه بازار سرمایه تهران	حسابرسی اصول پایه فراگیر
۲	صندوق سرمایه‌گذاری مسکن شمال غرب	<a href="#">صغرب</a>	صندوق زمین و ساختمان	۹۶ واحد مسکونی	۱۰ میلیارد تومان	۰	۰	گروه سرمایه‌گذاری مسکن	موسسه حسابرسی فریوران
۳	صندوق سرمایه‌گذاری نارون	<a href="#">نارون</a>	صندوق زمین و ساختمان	۱۴۴ واحد مسکونی	۱۰ میلیارد تومان				
۴	صندوق سرمایه‌گذاری نگین شهری	<a href="#">نگین</a>	صندوق زمین و ساختمان	۲۴۰ واحد مسکونی	۱۰ میلیارد تومان				

مأخذ: همان.

۱. ماده (۴): موضوع فعالیت صندوق، جمع‌آوری وجوه از متقاضیان سرمایه‌گذاری در صندوق و ساخت پروژه ساختمانی مندرج در امیدنامه صندوق از محل وجوه یاد شده و سپس فروش واحدهای ساختمانی پروژه فوق و در نهایت تقسیم عواید ناشی از این فعالیت بین سرمایه‌گذاران صندوق است. مشخصات، مراحل و زمان‌بندی و هزینه‌های اجرای پروژه در امیدنامه و پیوست آن مندرج است (اساسنامه تأسیس صندوق سرمایه‌گذاری زمین و ساختمان، ۱۳۸۸/۰۱/۲۹ و اصلاحیه ۱۳۹۰/۰۲/۱۸).



اساسنامه و امیدنامه این نوع صندوق‌ها، علاوه بر بندهایی مانند ارکان، هزینه سرمایه‌گذاری، روش‌های اطلاع‌رسانی و سایر موارد که عموماً در اکثر صندوق‌ها وجود دارند؛ موارد تخصصی تری چون اطلاعات دقیق زمین و نشانی پروژه، مترژ، نوع پروژه ساختمانی، تعداد واحدها، مساحت زیربنای پروژه، مترژهای پارکینگ، مشاع و غیره به تفکیک و پیش‌بینی‌های مالی انجام شده درج می‌شود. در بخش ارکان نیز علاوه بر تعیین و تفویض اختیارات ارکان عمومی صندوق؛ نیاز است مدیر ساخت و مدیر ناظر نیز به صورت کامل معرفی، شرح وظایف و اختیارات آنها مشخص شود. همچنین ریسک‌های خاص این نوع صندوق نیز باید توسط جمعی از متخصصان هر حوزه بررسی و به اطلاع سرمایه‌گذاران و سایر ارکان صندوق و ذی‌نفعان رسانده شود [۱۱].

### فرایند کلی عملکرد صندوق‌های زمین و ساختمان (واگذاری عرصه)

- درخواست تأمین مالی از طریق تأسیس صندوق زمین و ساختمان به شرکت تأمین سرمایه.
  - ارزش‌گذاری زمین و برآورد هزینه ساخت پروژه.
  - تأسیس صندوق زمین و ساختمان.
  - انتقال زمین به صندوق و دریافت واحد سرمایه‌گذاری معادل ارزش زمین.
  - انتقال منابع مالی توسط تأمین سرمایه به حساب صندوق.
  - پرداخت منابع به پیمانکار متناسب با پیشرفت فیزیکی تأیید شده توسط ناظرین پروژه.
  - اتمام ساخت و واگذاری واحدهای ساختمانی.
  - تخصیص دارایی‌های صندوق متناسب با سهم‌داران (مالکیت مشاع با کامل) انتقال اسناد مالکیت با شرایط قید شده در امیدنامه و تصفیه صندوق.
- نکته: در حال حاضر ظرفیت‌هایی در بازار سرمایه به وجود آمده که بدون واگذاری عرصه به صندوق امکان تأسیس فراهم آمده است.

### ویژگی‌های صندوق‌های زمین و ساختمان

- این صندوق‌ها به سرمایه‌گذاران با سرمایه کم، امکان سرمایه‌گذاری در پروژه‌های کلان ساخت‌وساز را می‌دهند. در عین حال به اجرایی شدن طرح‌های عمرانی و رونق مشارکت در ساخت‌وساز کمک می‌کنند.
- این صندوق‌ها در فرابورس قابل معامله هستند.
- این صندوق‌ها نرخ سود مشخصی ندارند.
- سود ثابت دوره‌ای پرداخت نمی‌کنند و سرمایه‌گذاران تنها از تفاوت قیمت خرید و فروش واحدهای صندوق سود می‌برند.
- بازدهی هر صندوق به پروژه‌های زمین و ساختمانی که در آنها سرمایه‌گذاری کرده بستگی دارد.
- عمر صندوق براساس بازه زمانی تعیین شده برای اجرای پروژه تعیین می‌شود.
- تمامی ارکان صندوق، از جمله مدیریت ساخت، باید توسط سازمان بورس و اوراق بهادار تأیید شده باشند.
- ارزش روز سهام پروژه تابع وضعیت اجرایی پروژه است. به این معنا که هر زمان شما به‌عنوان دارنده سهم تصمیم به فروش سهام خود بگیرید؛ علاوه بر ارزش اسمی سهام، سودی به میزان پیشرفت پروژه به مبلغ فروش شما اضافه خواهد شد. هرچقدر پیشرفت پروژه بیشتر باشد و به مرحله واگذاری نزدیکتر باشد، سود شما هم بیشتر خواهد بود.
- قوانین و مقررات این صندوق‌ها از سوی سازمان بورس، وزارت مسکن و شهرسازی و فعالان حوزه ساختمان به تصویب رسیده است.
- فردی که در این صندوق‌ها سرمایه‌گذاری می‌کند صاحب پروژه شناخته نمی‌شود، لکن در فواید ساخت آن سهیم است.

## الف) مزایا

### ■ مزایای اقتصادی و اجتماعی

این صندوق‌ها شرایطی را فراهم می‌آورند تا عموم جامعه با هر سرمایه‌ای امکان سرمایه‌گذاری در پروژه‌های عمرانی را داشته باشند. لذا جذابیت خاصی در فرصت سرمایه‌گذاری ایجاد شده توسط این صندوق‌ها برای جامعه وجود دارد که کمتر ابزاری امکان خلق آن را دارد. علاوه بر این، کارکرد این صندوق‌ها به گونه‌ای است که نقدینگی در اختیار خود را مستقیماً درگیر تولید داری کرده و منافع اقتصادی برای کشور به همراه دارند. این امر در مقابل سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها قرار دارد که دریافت سود عمدتاً از طریق دست‌به‌دست شدن سهام در بازار ثانویه رخ می‌دهد و ممکن است پول افراد درگیر تولید نشود.

### ■ نقدشوندگی

منظور از نقدشوندگی این است که یک دارایی قابلیت تبدیل سریع به وجه نقد را داشته باشد. صندوق‌های زمین و ساختمان را دو جهت نقدشوندگی بالایی دارند:

۱. واحدهای این صندوق‌ها در بازار بورس قابل معامله است.

۲. بازارگردان‌ها نقدشوندگی واحدها را تضمین می‌کنند.

### ■ شفافیت عملکرد اجرایی

در این صندوق‌ها سرمایه‌گذاران صرفاً اجرای پروژه‌های می‌شود که طرح توجیهی و ارکان آن از جمله هیئت‌مدیره، مدیر صندوق و ... از پیش مشخص است. علاوه بر این مرحله به مرحله پیشرفت در پروژه به سرمایه‌گذاران اطلاع‌رسانی می‌شود. سازمان بورس نمایندگان معتمدی را به عنوان ناظران مراحل اجرای پروژه و بررسی صورت‌های مالی معرفی می‌کند. این نمایندگان جزء ارکان صندوق خواهند بود و در نتیجه سرمایه‌گذاران می‌توانند از بابت شفافیت در عملکرد پروژه اطمینان خاطر داشته باشند.

### ■ کاهش ریسک سرمایه‌گذاری در املاک با توجه به نظارت سازمان بورس

پروژه‌های زمین و ساختمان، طرح پروژه خود را با تقاضای تأمین مالی به سازمان بورس ارائه می‌کنند. طرح پروژه‌ها باید از فیلترهای سازمان بورس بگذرد تا بتواند تأیید نهایی آن را بگیرد. این فیلترها کمک می‌کنند تا پروژه به نحوی اجرا شود که اعتماد مردم خدشه‌دار نشود و جریانات نقدی به بهترین شکل به صندوق وارد شود. فیلترهایی از قبیل: طرح پروژه، محل و زمان اجرای پروژه، زیربنا و شرایط زمین، میزان نیاز به سرمایه، میزان نیاز به تکنولوژی، پروانه ساخت و ساز زمین و ...

پیش از تأسیس صندوق، طرح پروژه ساختمانی از سوی سازمان بورس مورد بررسی و تأیید قرار می‌گیرد. ارکان صندوق باید توسط سازمان بورس و اوراق بهادار تأیید شوند. طبق دستورالعمل سازمان بورس اطلاعات صندوق از قبیل: امیدنامه و اساسنامه صندوق، طرح پروژه و ارکان آن، تصمیمات هیئت‌مدیره، صورت‌های مالی پروژه، افزایش سرمایه، اجرای برنامه‌ها و در نهایت بهره‌برداری از پروژه، به صورت دقیق و به موقع و زیر نظر سازمان بورس به اطلاع سهام‌داران می‌رسد.

هر صندوق زمین و ساختمان رکنی به عنوان مدیر ساخت دارد. مدیر ساخت موظف است براساس پروانه ساختمانی و طرح توجیهی مصوب، عملیات ساختمانی را انجام داده و صورت وضعیت پیشرفت کار را در مقاطع حداکثر یک‌ماهه به ناظر صندوق ارائه کند. علاوه بر اینها، نمایندگان معتمدی از سوی سازمان بورس به عنوان ارکان این صندوق‌ها، ناظر بر عملکرد صندوق و پیشبرد پروژه خواهند بود.

### ■ وجود ناظران معتمد

۱. حسابرسان معتمد سازمان بورس.

۲. شخصیت حقوقی به عنوان متعهد پذیرهنویسی (اعم از شرکت‌های تأمین سرمایه، بانک‌ها و یا مؤسسات مالی زیر نظر بانک مرکزی).

۳. بازارگردان‌ها (شرکت‌های تأمین سرمایه یا دیگر نهادهای مالی) که نقدشوندگی واحدهای صندوق را ضمانت می‌کنند.

۴. بازرسان امین از سوی سازمان بورس.



هر کدام از صندوق‌های سرمایه‌گذاری امیدنامه‌ای در خصوص اهداف سرمایه‌گذاری، ریسک پروژه سرمایه‌گذاری، قیمت واحدهای صندوق و ... به سرمایه‌گذاران ارائه می‌کنند. همچنین موظفند گزارش‌های دوره‌ای از فعالیت‌ها و پیشبرد پروژه‌های ساختمانی به سرمایه‌گذاران ارائه کنند.

### ■ قابلیت معامله در بورس

صندوق‌های زمین و ساختمان مانند صندوق‌های قابل معامله در فرابورس معامله می‌شوند. صندوق‌های قابل معامله نوعی از صندوق‌های سرمایه‌گذاری متشکل از سهام و سایر اوراق هستند که مانند سهم در بورس دادوستد می‌شوند.

### (ب) معایب

در کنار مزایای عمده این صندوق‌ها، معایبی نیز در آنها به چشم می‌خورد که در ایران این معایب خود را پررنگ‌تر نشان داده‌اند و باعث عدم توفیق این صندوق‌ها در کشور شده‌اند:

تغییر قیمت واحدها متناسب با شرایط بازار سرمایه و در نتیجه چالش برانگیز بودن ارزش‌گذاری پروژه. ساختار دست‌وپاگیر گزارش‌دهی ارکان و بوروکراسی.

### ۲-۵. صندوق‌های املاک و مستغلات (REITs)

همان‌طور که در بالا بیان شد، صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات که ساختاری مشابه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک دارند، به سرمایه‌گذاران فرصت می‌دهند تا در سبدهای متنوع از املاک سرمایه‌گذاری کنند و از مدیریت حرفه‌ای سبد املاک و مستغلات بهره‌مند شوند. علاوه بر این، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مستغلات عموماً معاف از مالیات بوده و عمده سود خود را در میان سرمایه‌گذاران تقسیم می‌کنند. همچنین، تفاوت ارزش روز املاک تحت مدیریت صندوق در قالب بازدهی سرمایه‌ای می‌تواند برای دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری محقق شود. صندوق املاک و مستغلات به‌عنوان یک نهاد مالی نقش واسطه‌ای بین عرضه و تقاضا ایفا می‌کند. مدیریت حرفه‌ای صندوق از طریق شناسایی ساختمان‌های مناسب و تخصیص بهینه سرمایه بین دارایی‌های مختلف می‌تواند بازده صندوق را ارتقا دهد.

در ایران، با توجه به مزایای شمرده شده برای راه‌اندازی صندوق‌های املاک و مستغلات و چالش‌هایی که به کمک این ساختار قابل حل خواهند بود، نهاد متقاضی تأسیس صندوق می‌تواند پس از تکمیل فرایندها و رویه‌های مندرج در دستورالعمل، پذیره‌نویسی واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق را آغاز کند. در حالت اول، نهاد یا ارگان متقاضی املاک تأیید شده را از طریق پذیره‌نویسی صندوق واگذار کرده و وجوه تأمین مالی شده را صرف توسعه ساخت و ساز مسکن می‌کند (ذیل فعالیت تعریف شده در اساسنامه، در اینجا محور توسعه بازار مسکن است). در حالت دوم نهاد یا ارگان متقاضی هیچ ملکی برای واگذاری در بورس نداشته و از طریق پذیره‌نویسی واحدهای صندوق تأمین مالی کرده و با وجوه جمع‌آوری شده اقدام به خرید املاک و مستغلات درآمدزا می‌کند. معاملات ثانویه واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق پس از اتمام عرضه و اخذ مجوز فعالیت صندوق در بازار ابزارهای نوین مالی فرابورس آغاز می‌شود.

در حال حاضر سه صندوق با این شرایط در فرابورس ایران فعالیت می‌کنند که اطلاعات آنها در جدول زیر نمایش داده شده است [۳].

جدول ۵. صندوق‌های املاک و مستغلات فعال در فرابورس ایران

ردیف	نام	نماد	نوع صندوق	حداقل سرمایه	سقف سرمایه	تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری ممتاز	مدیر صندوق
۱	املاک و مستغلات نیک‌رای	دائیک	صندوق املاک و مستغلات	۰	۱۶۵,۰۰۰,۰۰۰	۱۰,۰۰۰,۰۰۰	گروه مالی دانایان
۲	املاک و مستغلات مدیریت ارزش مسکن	ارزش مسکن	صندوق املاک و مستغلات	۰	۱۶۵,۰۰۰,۰۰۰	۱۵,۰۰۰,۰۰۰	گروه مدیریت ارزش سرمایه صندوق باز نشستگی کشوری
۳	املاک و مستغلات امین‌شهر یکم	امین‌شهر	صندوق املاک و مستغلات	۰	۱,۷۰۰,۰۰۰,۰۰۰	۱۰,۰۰۰,۰۰۰	مشاور سرمایه‌گذاری امین نیکن آفاق

مأخذ: همان.

### ۳-۵. تأمین مالی جمعی حوزه مسکن (Real Estate Crowdfunding)

همان‌طور که در بخش‌های قبلی به تعریف روش تأمین مالی پرداختیم، تأمین مالی جمعی، یک راهکار و مکانیسم تأمین مالی است که در حوزه مسکن هم مورد استفاده قرار می‌گیرد و به سرمایه‌گذاران اجازه می‌دهد تا با مبلغی بسیار اندک، از طریق پلتفرم آنلاین در پروژه‌های ساخت‌وساز با هدف سود سرمایه‌ای<sup>۱</sup> یا کسب درآمد جانبی<sup>۲</sup> شرکت کنند. در مقابل سرمایه‌پذیر هم می‌تواند از طریق مبالغ جمع‌آوری شده اقدام به ساخت‌وساز در قالب پروژه تعریف شده برای تأمین مالی بپردازد.<sup>۳</sup> در خردادماه سال جاری (۱۴۰۳) سقف تأمین مالی جمعی در بازار سرمایه ایران به‌زای هر پروژه و طرح از ۲۵ میلیارد تومان به ۵۰ میلیارد تومان افزایش یافت.

### ۴-۵. لیزینگ مسکن

تسهیلات لیزینگ مسکن، تسهیلاتی غیر از وام‌های پرداختی به متقاضیان واحدهای مسکونی از مسیر شبکه بانکی است. لیزینگ مسکن در واقع وام بانکی محسوب نمی‌شود، اما به واسطه آن فعالان بازار لیزینگ اقدام به تأمین مالی در سمت تقاضای مسکن با استفاده از این تسهیلات کرده و از این طریق بخشی از هزینه خرید واحدهای مسکونی تأمین مالی می‌شود. لیزینگ مسکن در واقع شرایط لازم برای خرید اعتباری خانه را فراهم می‌کند.

کارکرد شرکت لیزینگ به این صورت است که بخشی از منابع مالی خریدار را تأمین می‌کند. در مقابل خریدار متعهد می‌شود در میان مدت یا بلندمدت به صورت قسطی با نرخ سود مشخص دین خود را پرداخت کند. در واقع شرکت لیزینگ در خرید خانه شریک می‌شود و پس از آنکه اقساط به پایان برسد، خریدار صاحب ملک خواهد شد.

اساساً این تأمین مالی مسکن از طریق پیش‌فروش و تسهیلات بانکی است، اما به جهت رکود بی‌سابقه بازار مسکن در کشور انبوه‌سازان اقدام به فروش اقساطی مسکن کرده‌اند که در عمل این اقدام هم موفقیت‌آمیز نبود؛ چراکه از یک سو قیمت مسکن طی سال‌های اخیر نزدیک به ۱۰ برابر شده و از سوی دیگر قیمت تمام شده ساخت‌وساز با تورم بالاگران تمام می‌شود.

در کشورهای توسعه‌یافته لیزینگ مسکن در چارچوب اهداف معینی فعالیت کرده و بانک‌ها در آن دخالتی ندارند. از طرفی تشکیل لیزینگ

1. Capital Appreciation

2. Passive Income

3. <https://cmr.seo.ir/ShowRules?Id=30668&VersionId=30668&search=%D8%AC%D9%85%D8%B9%DB%8C>



مسکن بستگی به نرخ مسکن داشته و در شرایط رونق و یا ثبات اقتصادی فعالیت لیزینگ دارای توجیه است. در ایران در تأسیس لیزینگ ردپای بانک‌ها وجود داشته و شرکت لیزینگ مورد نظر علاوه بر سود بانک باید سود و هزینه‌های خود را هم محاسبه کند که به این ترتیب هزینه اضافی به قیمت تمام‌شده مسکن تحمیل خواهد شد.

## ۶. جمع‌بندی و پیشنهادها

انجام مطالعه در حوزه تأمین مالی مسکن و بررسی تجربیات جهانی در حوزه ابزارها و راهکارهای بازار سرمایه نشان می‌دهد که بازارهای سرمایه برای ایجاد رونق پایدار در این بخش، مسیرهای گوناگونی را دنبال کرده‌اند. در بررسی فضای بازار سرمایه داخلی از هر دو منظر سرمایه‌گذار و سرمایه‌پذیر به مقوله تأمین مالی مسکن پرداختیم. می‌توان گفت راه‌های تأمین مالی در بازار سرمایه برای سرمایه‌پذیر (تقویت طرف عرضه) فراهم است و سه گزینه صندوق زمین و ساختمان، صندوق املاک و مستغلات و تأمین مالی جمعی معرفی و شرح داده شد. در طرف تقاضا باید توجه داشت، مکانیسم‌ها و ابزارهای بازار سرمایه به‌طور مستقیم کمکی به خانه‌دار شدن مردم نمی‌کند و در صورت ثابت گرفتن سایر عوامل پتانسیل رفع نیاز سرمایه‌ای بخش بزرگتری از مردم را دارد. در واقع اثر بازار سرمایه بر طرف تقاضا و تأمین مسکن به صورت غیرمستقیم برای مردم است، اما باید در نظر گرفت که در مقیاس کلان، ابزارها و راهکارهای بازار سرمایه زمانی با ایجاد تقاضای هوشمند، سبب افزایش تحرک در سمت عرضه می‌شوند که ظرفیت قیمتی وجود داشته باشد. مسکن در ایران تقریباً تنها بازاری است که خصوصی بوده و از مکانیسم‌های قیمت‌گذاری دستوری پیروی نمی‌کند. از طرفی به جهت تورم بسیار بالایی که در سال‌های اخیر گریبان‌گیر مسکن هم شده و هزینه ساخت آن به شدت تشدید شده، اقدام برای ساخت یا اقدام برای سرمایه‌گذاری در ساخت ضمن سرسام آور بودن بهای آن، دارای ریسک فراوانی است. در ابتدای این گزارش به ویژگی منحصر به فرد مسکن به عنوان یک کلاس دارایی جایگزین پرداختیم. بهای مسکن هم‌بستگی بسیار بالایی با عوامل کلان اقتصادی دارد. اگر اقتصاد در دوره شکوفایی و رونق حرکت کند این بازار جان می‌گیرد و راهکارهای تأمین مالی یا سرمایه‌گذاری بازار سرمایه تقویت‌کننده این بازار و زنجیره‌های متصل به این صنعت هستند، اما در صورت رکود اقتصاد و رکود شدن بازار مسکن، بازار سرمایه توان رونق بخشی به آن را نداشته یا به صورت جزئی در برخی بخش‌ها بتواند اثر بخش باشد. شایان ذکر است بزرگی حجم و عمق بازار سرمایه یک کشور نسبت به تولید ناخالص داخلی (اندازه اقتصاد) آن کشور نشانگر ظرفیت و قدرت اثرگذاری بازار آن است. در اقتصادهای در حال توسعه که به آنها نوظهور<sup>۱</sup> هم گفته می‌شود، متأسفانه بازار سرمایه به دلیل حجم و عمق کم دارای ظرفیت پایین، اما پتانسیل بالایی است. با توجه به موارد مذکور، ضروری است که قوانین موجود مورد بازنگری قرار گیرند و قوانین جدید تشویق‌کننده‌ای در نظر گرفته شود تا زمینه برای پیشرفت و توسعه این بخش از اقتصاد فراهم شود.

### ارائه پیشنهاد

- با توجه به بحث مولدسازی در ارگان‌های دولتی و فروش اموال مازاد این ارگان‌ها که عموماً در قالب زمین و ملک‌های تجاری و ساختمان است، پیشنهاد می‌شود با این ارگان‌های دولتی مذاکره شود تا با استفاده از ابزار صندوق‌های زمین و ساختمان با آورده ملک خود شریک شده تا ضمن ایجاد درآمد پایدار، زمینه مشارکت شهروندان هم فراهم شود.
- با توجه به بحث مولدسازی در ارگان‌های دولتی و فروش اموال مازاد این ارگان‌ها که عموماً در قالب زمین و ملک‌های تجاری و ساختمان است، پیشنهاد می‌شود با این ارگان‌های دولتی مذاکره شود تا با استفاده از ابزار صندوق‌های زمین و ساختمان با آورده ملک خود شریک شده تا ضمن ایجاد درآمد پایدار، زمینه مشارکت شهروندان نیز بیش از پیش فراهم شود.
  - توسعه این ابزار در قالب صندوق‌های پیش‌فروش ساختمان نیز می‌تواند در رشد تولید و جذب سرمایه‌گذاری مؤثر واقع شود.

- واگذاری املاک بانک‌ها از طریق این صندوق‌ها به عموم شهروندان با توجه به نقدشوندگی پایین املاک از راهکارهای توسعه‌ای بازار و کاهش انباشت سرمایه بانک‌ها در املاک شده و موجبات رونق و عرضه املاک را با مشارکت مردم با توجه به شعار سال فراهم می‌کند.
- فراهم‌سازی زیرساخت‌های شفاف و برخط ارزش‌گذاری املاک و مستغلات صندوق‌ها، جهت اعتمادسازی برای مشارکت شهروندان در سرمایه‌گذاری صندوق‌های املاک و مستغلات و زمین و ساختمان.
- کاهش بوروکراسی و تدقیق و تسهیل چارچوب‌های بررسی پذیرش صندوق‌ها با رویکرد هوشمندسازی بررسی شرایط پذیرش و پذیره‌نویسی صندوق‌ها.
- توجه جدی سازمان بورس و فرابورس به عملیاتی‌سازی صندوق‌های سرمایه‌گذاری موضوع ماده (۵) قانون جهش تولید مسکن و آیین‌نامه اجرایی این ماده.
- توسعه بازار مسکن از طریق استفاده از ابزار لیزینگ مسکن، اوراق رهنی ثانویه و غیره.

## منابع و مآخذ

- [۱] گزارش تحلیل سیاست‌های مسکن در برنامه‌های پنج‌ساله توسعه اجتماعی، فرهنگی و اقتصادی و رهنمودهایی برای برنامه هفتم توسعه، ۱۴۰۲، شماره مسلسل: ۱۹۱۹۳.
- [۲] قانون جهش تولید مسکن، ۱۴۰۰.
- [3] <https://ifb.ir/>
- [۴] گزارش رویکردهای جهانی سیاست‌گذاری در حوزه تأمین مسکن با تأکید بر گروه‌های کم‌درآمد، ۱۴۰۱، شماره مسلسل: ۱۸۶۳۷.
- [۵] گزارش صندوق سرمایه‌گذاری مستغلات؛ مطالعه تطبیقی، فرابورس ایران، پایگاه قوانین و مقررات بازار سرمایه ایران، مرکز تدوین، تنقیح و تطبیق قوانین و مقررات بازار سرمایه، ۱۳۹۵.
- [6] <http://cmr.seo.ir>
- [7] <https://www.investopedia.com>
- [8] <https://www.ipsx.com/>
- [9] <https://tearsheet.co/funding/building-a-stock-market-for-real-estate/>
- [10] <https://www.propertypartner.co/>
- [11] <https://www.schwab.com/stocks/understand-stocks/reits>

#### گزیده سیاستی

صندوق‌های سرمایه‌گذاری بخش مسکن می‌توانند ابزار و راهکار مهم بازار سرمایه در صنعت ساختمان و تولید مسکن باشند که هم به نیاز مصرفی و هم سرمایه‌ای شهروندان پاسخ می‌دهند.



مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی

تهران، خیابان پاسداران، روبروی پارک نیاوران (ضلع جنوبی، پلاک ۸۰۲)

تلفن: ۷۵۱۸۳۰۰۰ صندوق پستی: ۱۵۸۷۵-۵۸۵۵ پست الکترونیک: [mrc@majles.ir](mailto:mrc@majles.ir)

وبسایت: [rc.majles.ir](http://rc.majles.ir)