ابزارهای تأمین مالی مسکن از طریق بازار سرمایه

(با تأکید بر: اوراق رهنی، اوراق سلف موازی مسکن، صکوک وکالت، صندوق زمین و ساختمان و صندوق املاک و مستقلات)

بهرنگ اسدی

مدیرعامل شرکت تأمین سرمایه بانک مسکن، behrangasadi۲۰۰۷@gmail.com

مهدی نظرآقایی[۱]

کارشناس تأمین مالی شرکت تأمین سرمایه بانک مسکن،mehdi.nazaraghaei@gmail.com

چکیده

بخش مسکن به‌عنوان موتور محرک اقتصاد به شمار می‌رود و بیش از ۱۲۰ صنعت به‌طور مستقیم و غیرمستقیم با آن در ارتباط می‌باشد. تقویت مالی این بخش، رونق سایر حوزه‌های مرتبط را به دنبال دارد و هرگونه ایجاد اختلال در آن، موجب ایجاد بحران مالی و به دنبال آن بحران اقتصادی و اجتماعی در جامعه خواهد شد. به همین دلیل تأمین مالی و سیاست‌های بخش مسکن همواره یکی از اصلی‌ترین دغدغه‌های نهادهای سیاست‌گذار و اجرایی کشور بوده است. در این مقاله با رویکرد کاربردی و با استفاده از مطالعات کتابخانه‌ای و روش توصیفی- تحلیلی به تبیین و معرفی اوراق رهنی، اوراق سلف موازی مسکن، صکوک وکالت، صندوق زمین و ساختمان و صندوق املاک و مستقلات به‌عنوان جدیدترین ابزارهای تأمین مالی بخش مسکن از طریق بازار سرمایه پرداخته شده است . یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد که ابزارهای تأمین مالی معرفی‌شده می‌توانند به‌عنوان ابزارهای کاربردی و مفید از طریق ظرفیت‌های موجود در بازار سرمایه به تأمین مالی بخش مسکن و درنهایت به رشد اقتصادی کشور کمک شایان نمایند. همچنین این ابزارها مطابق با اهداف و انگیزه‌های مشتریان، تناسب با روحیات و سلایق سرمایه‌گذاران، میزان نقد شوندگی اوراق و.... طراحی شده‌اند و همچنین از جهت مهم‌ترین معیارهای اقتصاد کلان شامل اثرگذاری بر روی رشد و توسعه اقتصادی، عدالت توزیعی و قابلیت برای اجرای سیاست‌های پولی و مالی می‌توانند به‌عنوان ابزار مالی مناسب در بازار سرمایه کشور، جهت تأمین مالی بخش مسکن به کار گرفته شوند.

واژگان کلیدی: تأمین مالی مسکن، ابزارهای بازار سرمایه، اوراق رهنی، اوراق، سلف موازی مسکن، صندوق زمین و ساختمان، اوراق وکالت مسکن

---

[۱]. نویسنده مسئول

مقدمه

بخش مسکن به‌عنوان موتور محرک اقتصاد به شمار می‌رود و با ۷۸ بخش اقتصادی دیگر رابطه پیشین و با ۵۶ بخش دارای رابطه پسین اقتصادی است (عبده تبریزی، ۱۳۹۳). بنابراین سیاست‌گذاری نادرست در تأمین مالی بخش مسکن و در نظر نگرفتن توازن و تناسب در شیوه تأمین مالی در این بخش می‌تواند باعث بروز بحران مالی و به دنبال آن بحران اقتصادی و اجتماعی شود. در حالت کلی الگوهای تأمین مالی بخش مسکن عبارت‌اند از: بازار پول نظام سپرده‌گذاری و اعطای تسهیلات و بازار سرمایه (شامل: انواع صندوق‌های زمین، ساختمان و املاک، تبدیل کردن دارایی‌ها به اوراق بهادار، انتشار انواع اوراق بهادار و بازار رهن ثانویه). در کشورهای توسعه‌یافته به دلیل ارتباط و تعامل بسیار مناسبی که میان بخش مالی و بخش مسکن وجود دارد، روش‌های تأمین مالی متنوع و نوینی در حوزه مسکن به کار گرفته می‌شود؛ اما در کشور ما به دلیل توسعه یافتگی پایین بازار سرمایه و از طرفی تعامل نه‌چندان مناسب بخش‌های مختلف اقتصادی با یکدیگر، بازارهای مالی مسکن هنوز نتوانسته‌اند نقش خود را درزمینه‌ی تأمین مسکن به‌خوبی ایفا نمایند و غالباً توسط بانک‌های دولتی و به‌طور خاص بانک مسکن، تأمین مالی و تجهیز می‌شود و تأمین مالی بخش مسکن از بازار سرمایه حجم اندکی را شامل می‌شود.

از طرف دیگر مسکن، یکی از شاخص‌های مهم توسعه اقتصادی کشورهاست اما مسکن، صرفاً یک شاخص نیست بلکه ابزار و وسیله‌ای برای سنجش و آزمایش شکوفایی است .از منظر اقتصادی، مسکن، پیشران مهم توسعه است؛ به‌نحوی‌که در کشوری مانند ایالت متحده آمریکا حدود ۲۰درصد از تولید ناخالص داخلی این کشور مستقیم و غیرمستقیم به بخش مسکن مربوط است. در بسیاری از کشورها سهم بخش مسکن از تولید ناخالص داخلی بین ۲۰تا ۵۰ درصد است(طوسی و امیدی، ۱۳۹۹).

همچنین کاهش تولید مسکن بر روی مؤلفه‌های بسیاری در سطح کلان ملی و در سطح صنعت از قبیل نرخ رشد بخش صنایع وابسته و نرخ رشد اقتصادی کشور، نرخ بیکاری بخش مسکن و بخش‌های وابسته، قیمت مسکن و تغییرات سطح عمومی قیمت‌ها آثار نامطلوب خواهد داشت و از سویی دیگر عوامل مختلفی بر میزان منابع مالی موردنیاز بخش مسکن و در پی آن میزان تولید و عرضه مسکن تأثیر گذاشته که این عوامل به‌نوعی جهت توجیه افزایش قیمت تمام‌شده از طرف مسکن‌سازان و به دنبال آن مشکلات متعدد در عمل به تعهدات مسکن‌سازان شده است. برخی از این عوامل عبارت‌اند از: افزایش طبیعی حقوق و دستمزدها، افزایش نرخ تورم، نوسانات بازارهای مواد اولیه و مصالح ساختمانی (آهن‌آلات، سیمان و سایر مواد) به دلیل نوسانات قیمت‌های جهانی و نوسانات شدید ارزی، ارائه تسهیلات اعتباری گران‌قیمت به مشتریان.

با توجه به چالش‌های نظام تأمین مالی موجود به‌ویژه با حجم تقاضای موردنیاز مسکن در کشور و در شرایطی که اتمام طرح‌های کلان ملی و ساخت واحدهای مسکونی جدید با مشکل تأمین مالی و اعتباری روبرو هستند؛ راهکارهای مناسب تأمین مالی مسکن خواهد توانست دغدغه همیشگی ذی‌نفعان بخش مسکن اعم از عموم مردم، دولت، بانک‌ها، بورس اوراق بهادار و شرکت‌های تأمین سرمایه، سرمایه‌گذاران بخش مسکن، سازندگان و انبوه‌سازان داخلی و خارجی، پیمانکاران و خریداران را برطرف کند.

طی سال‌های گذشته، راهکارهای مختلفی جهت تأمین مالی بخش مسکن به کار گرفته‌شده یا پیشنهاد شده که عبارت‌اند از: تسهیلات کلان بانکی با نرخ سود پایین، انتشار اوراق مشارکت، تقبل درصدی از نرخ سود بانکی منابع مورد استفاده بخش مسکن توسط دولت، پیش‌فروش واحدهای مسکونی و تأسیس صندوق‌های رهنی و پس انداز، تأسیس صندوق‌های زمین و

ساختمان؛ اما بخش عظیمی از تأمین مالی مسکن در طی سال‌های گذشته به منابع بانکی وابسته بوده و توانسته در سال‌های مختلف از تسهیلات سیستم بانکی برای توسعه خود استفاده کند؛ ولی با گسترش نیاز به بخش ساختمان و مسکن، سرمایه بانک‌ها افزایش متناسبی نداشته و سیستم بانکی نتوانسته است متناسب با فضای اقتصادی کشور، سرمایه موردنیاز بخش مسکن را تأمین کند. لذا با توجه به مجموعه شرایط کلان ملی و بخش مسکن، بانک‌ها تسهیلات بلندمدت متناسب با قیمت به بخش مسکن نمی‌دهند و از طرفی ابزارهای بازار سرمایه قابل کاربرد در بخش مسکن در سال‌های اخیر محدود بوده و این بخش مجبور است که عمده منابع موردنیاز را از طریق آورده نقدی سرمایه‌گذاران تأمین کند و به این ترتیب شرکت‌های مسکن‌ساز برای اجرای طرح‌های بزرگ خود هیچ منابع بلندمدتی در اختیار نداشته و این کمبود نقدینگی در بخش مسکن، باعث رکود در بخش ساخت مسکن خواهد شد(شیرمردی، ندری،۱۳۹۶).

با توجه به مشکلات یادشده، به نظر می‌رسد راهکار جدیدی که بتواند منابع مالی موردنیاز بخش مسکن را فراهم کند و درعین‌حال مسائل تأمین مالی دولتی و مبتنی بر بانک و دیگر روش‌ها را نداشته باشد امری ضروری به نظر می‌رسد. در این پژوهش با رویکرد کاربردی و با استفاده از مطالعات کتابخانه‌ای و روش توصیفی- تحلیلی به تبیین و معرفی اوراق رهنی، اوراق سلف موازی مسکن، صکوک وکالت، صندوق زمین و ساختمان و صندوق املاک و مستقلات به‌عنوان جدیدترین ابزارهای تأمین مالی بخش مسکن از طریق بازار سرمایه پرداخته شده است . درنهایت، نتیجه‌گیری و پیشنهادهای سیاستی در این خصوص ارائه می‌شود.

پیشینه تحقیق

مجتهد(۱۳۸۷) با مروری بر شیوه‌های تأمین منابع در سیستم اعتباری مسکن در سایر کشورها، امکان استفاده از روش‌های تخصیص منابع در بازار تأمین مالی مسکن در ایران را بررسی می‌کند.

سروش (۱۳۸۷) با بررسی اوراق بهادار با پشتوانه تسهیلات رهنی ابزاری جایگزین با عنوان اوراق مشارکت رهنی جهت تأمین مالی بانک‌ها به‌ویژه در بخش مسکن را پیشنهاد می‌دهد.

فراهانی فرد(۱۳۸۸)، معامله اوراق سلف در بازار اولیه کشور را از نظر شرعی بدون اشکال می‌داند و برای رفع مشکل شرعی بازار ثانویه راهکارهایی را ارائه می‌دهد.

رحمانی و همکاران(۱۳۹۵) به بررسی تأثیر عوامل مختلف و ویژگی‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری شامل: عملکرد گذشته، اندازه، نسبت هزینه‌ها، نسبت گردش، تعداد صندوق‌های تحت مدیریت مدیر صندوق و نوع مؤسس صندوق، بر عملکرد آن‌ها پرداخت. یافته‌های پژوهش، حاکی از تأثیرگذاری دو متغیر عملکرد گذشته و نوع مؤسس صندوق بر عملکرد جاری آن است.

گوئل[۲](۲۰۱۳)در مطالعه‌ای عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری در کشور هند طی دوره زمانی ۲۰۰۶_۲۰۰۲ بررسی کرده است. نتایج نشان دادند عملکرد گذشته صندوق سرمایه‌گذاری، تأثیر مثبتی بر کارایی عملکرد آن داشته و سن و نسبت دارایی‌های صندوق بر کارایی عملکرد آن تأثیر منفی داشته است.

بردین[۳] و همکاران (۲۰۱۴)، با استفاده از ارزش خالص دارایی، به بررسی عملکرد و پایداری عملکرد ۳۰۰ صندوق سرمایه‌گذاری در سهام بسته انگلستان طی ۲۰۱۳_۱۹۹۰ پرداختند. یافته‌های تحقیق نشان دادند ۱۶ درصد از صندوق‌ها، بازدهی مثبت و حدود ۳ درصد نیز بازدهی منفی داشته‌اند. صندوق‌های بسته و صندوق‌های پوشش ریسک برخلاف صندوق‌های مشترک باز، می‌توانند پرتفوهای ناهمگون را نگهداری کنند. آلفای مثبتی برای صندوق‌های بسته مشاهده گردید، ازاین رو، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بسته می‌توانند جایگزین جذابتری برای سرمایه‌گذاران باشند.

جعفری و اله قلی (۱۳۸۸)، در مقاله «تأمین مالی مسکن از طریق اوراق رهنی» با بررسی ساختار بازار رهنی ایالات‌متحده و اروپا، با معرفی اوراق رهنی، ساختار پیشنهادی را برای انتشار اوراق در بازار کشور ارائه می‌دهد.

موسویان (۱۳۸۹)، در مقاله «تبدیل دارایی‌های بانکی به اوراق بهادار در بانکداری بدون ربا» نشان می‌دهد که اکثر تسهیلات اعطایی بانک‌های اسلامی، به‌ویژه تسهیلات فروش اقساطی، اجاره به‌شرط تملیک، جعاله، خرید دین، مشارکت مدنی و مضاربه، بر اساس فقه امامیه قابل تبدیل به اوراق بهادار و فروش در بازارهای مالی هستند و از این میان تسهیلات اجاره به شرط تملیک و فروش اقساطی بهترین گزینه محسوب می‌شوند.

شیرمردی احمدآباد، فاضلیان، و اخروی (۱۳۹۲) در مقاله‌ای با عنوان «شناسایی و اولویت‌بندی ریسک‌های اوراق سلف نفتی با رویکرد تحلیل سلسله مراتبی فازی»، به بررسی و طبقه‌بندی انواع ریسک‌های مرتبط با اوراق سلف پرداخته است. در این مقاله ریسک‌های اوراق را برای بانی، سرمایه‌گذاران و واسط طبقه‌بندی شده و ریسک هر دسته را شناسایی و اولویت‌بندی نموده است.

صادقی مقدم و همکاران (۱۳۹۵) در مقاله‌ای تحت عنوان «تحلیل فقهی _ حقوقی قرارداد سلف موازی استاندارد ابتکاری جدید برای بازار سرمایه» به بررسی عدم استقلال قرارداد سلف موازی از سلف اولیه پرداخته‌اند و احتمال صوری بودن این قرارداد را مطرح نموده‌اند و درنهایت به این ایرادات پاسخ قابل قبولی داده‌اند.

ادبیات تحقیق

تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار سازوکاری است که به‌وسیله آن دارایی‌ها به وجه نقد تبدیل می‌شوند. بنا به تعریف، تبدیل دارایی‌ها به اوراق بهادار فرایند سازمان‌یافته‌ای است که به سبب آن منافع وام‌ها و دیگر مطالبات تعهد شده، به اوراق بهادار قابل معامله تبدیل می‌شوند. به عبارت دیگر، تبدیل به اوراق بهادار کردن تکنیکی است که در آن شرکتی به فروش

[۲] Goel,2013
[۳] Bredin

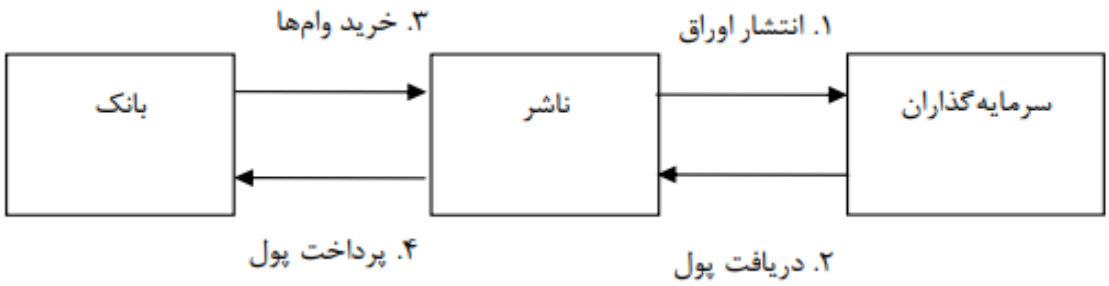
دارایی‌های مالی خود بـه شخـصیت حقوقی جدید اقدام کرده و آن شخصیت حقوقی نیز جهت تأمین مالی خرید انجام شده، بـه انتشار اوراق بهادار اقدام می‌کند. به این ترتیب دارایی‌های مـالی به‌طور عملـی بـه اوراق بهادار قابل معامله تبدیل می‌شوند. بر اساس این روش، دارایی‌هایی کـه به‌صورت سـنتی جزئی از ترازنامه شمرده می‌شدند به اوراق بهادار قابل معامله تبـدیل شـده و بـه خـارج از ترازنامه منتقل می‌شوند.

۱- اوراق رهنی

اوراق رهنی اسلامی، اوراقی هستند که ناشر به‌منظور خرید تسهیلات رهنی برای سرمایه‌گذاران منتشر می‌کند. منظور از تسهیلات رهنی، تسهیلات بانکی مبتنی بر دارایی دینی با سررسید بیش از یک سال است(سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۷). تاریخچه اوراق رهنی، پس از جنگ جهانی دوم با افزایش تقاضای خرید مسکن، بانک‌ها و مؤسسه‌های مالی و اعتباری با تقاضای فراوانی بـرای وام مـسکن روبـه رو شـدند. از این‌رو کوشـش فراوانـی صورت گرفت تا منابع مالی بیشتری جذب شده و از این راه، تسهیلات بیـشتری نیـز اعطـا شود (Martellini,at al,۲۰۰۳). در آن زمان تأمین مـالی ایـن وام‌ها عمدتاً از محل سپرده‌ها بود. بنابراین منابع تأمین مالی بانک‌ها به همین مورد محـدود می‌شد. از این‌رو بانک‌ها (به‌ویژه بانک‌های آمریکایی) جهت تأمین مالی به بـازار سـرمایه و بازار رهن ثانویه رو آوردند و از ابزارهای مالی جدید جهت تأمین مـالی اسـتفاده کردنـد .اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی یکی از مهم‌ترین ایـن ابزارهـا بـود. اوراق بهـادار بـا پشتوانه وام‌های رهنی اوراقی هستند که با پشتوانه وام‌های رهنی منتشر می‌شوند. وام‌های رهنی به وام‌هایی اطلاق می‌شود که بانک در برابر اعطای تـسهیلات بـه متقاضـی (گیرنـده تسهیلات)، سند دارایی را در رهن خود قرار داده است. انجمن رهـن ملـی دولتـی آمریکـا پرداخت‌های منظم اصل و بهره وام‌های پشتوانه این نوع از اوراق بهـادار را بـرای خریدار تضمین می‌کرد و بدین‌وسیله ریـسک اعتبـاری اوراق را بـه صـفر کـاهش می‌داد. با تضمین اصل و فرع وام‌ها به‌وسیله ایـن مؤسـسه، فعالیـت نهادهـای مـالی در این باره بسیار گسترش یافت. با گسترش استفاده از اوراق بهـادار بـا پـشتوانه وام‌های رهنی، این اوراق در بازار ثانویه مورد دادوستد قـرار گرفـت. بـه ایـن بـازار، بازار رهن ثانویه گفته می‌شود . پس از آن انتشار اوراق رهنی در سرتاسر کشورهای جهان گسترش پیدا کرد. در ایران سازمان بورس و اوراق بهادار در آبان سال ۹۴ اعلام کرد، بانک‌ها و مؤسسات اعتباری می‌توانند تمام یا بخشی از مطالبات ناشی از وام‌های خود را که دارای رهن معتبر هستند به‌صورت اوراق بهادار در بازار سرمایه بفروشند. این اوراق امکان خریدوفروش در بازار ثانویه را هم دارند.

فرایند انتشار اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی

به‌طور کلی در فرایند تبدیل دارایی‌ها (از جمله وام‌های رهنـی) بـه اوراق بهادار، شرکت یا مؤسسه‌ای که نیاز به تأمین مـالی دارد، بـه تأسـیس «شـرکت واسط» اقدام می‌کند. شـرکت واسـط بـرای اینکـه وجـوه لازم بـرای خریـد دارایی‌های پیش گفته را فراهم کند، به انتشار اوراق بدهی بـا پشتوانه دارایـی می‌کند و آن را به عموم سرمایه‌گذاران عرضه می‌کند. سپس واسط وجـوهی را که از محل فروش اوراق بدهی به دست آورده است، بابت خریـد دارایی‌های مالی به بانک پرداخت می‌کند. سرمایه‌گذارانی کـه اوراق بـدهی بـا پشتوانه دارایی را خریده‌اند، از محل جریان‌های نقـدی حاصـل از دارایی‌های مـالی (وام‌ها) بازدهی کسب می‌کنند. در نمودار ذیل فرایند کلی تبـدیل دارایی‌های بانک به اوراق بهادار آورده شده است.



شکل1 : فرآیند کلی تبدیل دارایی‌های بانک به اوراق بهادار

ویژگی‌های اوراق رهنی

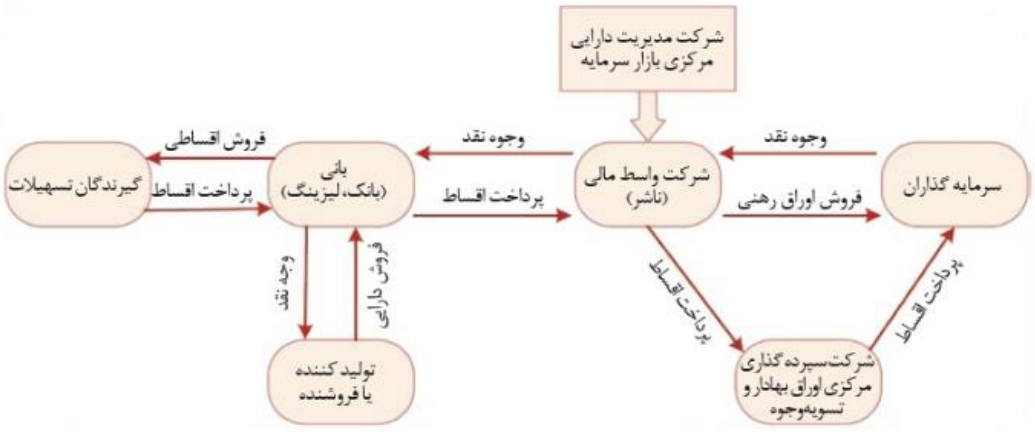
سرمایه‌گذاری بر روی اوراق رهنی ریسک خاصی ندارد. این شاید یکی از مهم‌ترین ویژگی آن‌ها به شمار بیاید. مطمئناً زمانی که به‌عنوان مثال بانک مسکن وام‌دهنده و ضامن اوراق و سازمان حسابرسی کشور، امین (حسابرس) آن باشد، این نوع سرمایه‌گذاری امنیت بالایی خواهد داشت. نرخ سود بالا از دیگر ویژگی این اوراق است که آن را جذاب می‌سازد.

مزایا و تأثیر اوراق رهنی بر رونق اقتصادی

تبدیل تسهیلات رهنی به اوراق بهادار، بازار سرمایه‌گذاری نوظهوری را ایجاد کرده است که سرمایه‌ای با نقدینگی بالا و ریسک کم به مردم عرضه می‌کند و به بانک‌ها کمک می‌کند تا وام‌های بیشتر با سقف قیمتی بالاتر ارائه دهند. از جمله مهم‌ترین مزایا انتشار اوراق رهنی می‌توان به موارد زیر اشاره کرد؛

- افزایش قدرت وام‌دهی بخش مسکن
- مدیریت ریسک بهتر
- کمک به رشد اقتصادی و ایجاد منابع تأمین مالی متنوع‌تر
- ثروت بیشتر برای سرمایه‌گذاران
- توان بیشتر بانک برای تطبیق دادن دارایی‌ها و بدهی‌ها
- رونق مسکن و صنایع وابسته
- تقویت بازار بدهی

مدل عملیاتی انتشار اوراق رهنی



منبع: شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه

۲- اوراق سلف موازی مسکن

سلف به نوعی از فروش اطلاق می‌شود که در آن فروشنده بهای کالا را پیشاپیش به صورت نقد دریافت می‌کند و در مقابل تعهد می‌کند که کالای مشخص شده را در تاریخ معینی در آینده به خریدار تحویل دهد(پهلوان و نظری،۱۳۸۵).

اوراق سلف، اوراق بهاداری است که بر اساس قرارداد سلف منتشر می‌شود. ناشر اوراق سلف با واگذاری اوراق، وجوه متقاضیان اوراق را جمع‌آوری و دارایی مربوطه را به قیمت معین در زمان آینده به وکالت از طرف صاحبان اوراق پیش‌خرید می‌کند. اوراق سلف را می‌توان با کاربری‌های مختلف طراحی کرد. هرگاه از عقد سلف فقط به‌منظور تأمین مالی استفاده شود مانند آنچه که در الگوی عملیاتی اوراق سلف دیگر کشورهای اسلامی از قبیل بحرین و سودان عمل می‌شود. جهت رفع مشکل شرعی اوراق سلف در بازار ثانویه از قرارداد سلف موازی استاندارد استفاده می‌شود. طبق دستورالعمل سازمان بورس قرارداد سلف موازی استاندارد قراردادی است که بر اساس آن مقدار معینی از دارایی پایه بر اساس مشخصات قرارداد سلف موازی استاندارد به فروش می‌رسد. وجه این قرارداد باید نقدی در مهلت تسویه و طبق مشخصات قرارداد پرداخت و دارایی پایه در سررسید تحویل شود در طول دوره معاملاتی قرارداد، خریداران می‌توانند به فروش قرارداد سلف موازی استاندارد به میزان خریداری شده به شخص دیگری اقدام کنند. این دو قرارداد از هم مستقل هستند و فروشنده به استناد گواهی سلف موازی استاندارد، خریدار را به فروشنده اولیه جهت تحویل فیزیکی حواله می‌دهد. در این حالت پذیرنده حواله مسئولیت مراجعه به فروشنده اولیه را پذیرفته و حق رجوع به فروشنده در معامله ثانویه را ندارد (دستورالعمل انتشار اوراق سلف موازی استاندارد نفتی، ۱۳۸۹).

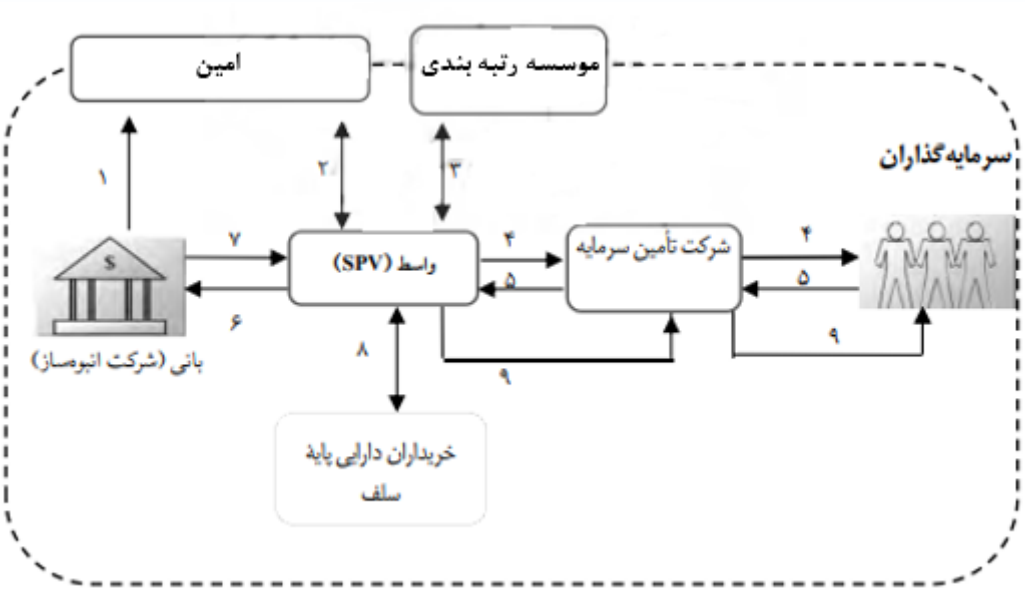
مدل عملیاتی اوراق سلف موازی مسکن

در اوراق سلف موازی استاندارد مسکن بانی (مسکن‌ساز) با انتخاب مؤسسه واسط از بین مؤسسات واسط موردپذیرش شرکت مدیریت دارایی مرکزی بازار سرمایه، طرح خود مبنی بر پیش‌فروش تعداد معینی واحد مسکونی را مطرح می‌کند. واسط با تهیه امیدنامه، ویژگی‌های طرح مانند تعداد، نوع و خصوصیات مهم واحد مسکونی، سررسید، قیمت سلف و قیمت انتظاری فروش واحد مسکونی در سررسید را تعریف می‌کند و در اختیار مؤسسه رتبه‌بندی اعتبار قرار می‌دهد. مؤسسه با مطالعه امیدنامه، رتبه اعتباری طرح و اوراق را مشخص می‌کند.

سپس واسط با توافق بانی، مؤسسه‌ای معتبر را در جایگاه امین انتخاب می‌کند تا تمام مراحل طرح را نظارت و کنترل کند. بعد از موافقت امین، واسط با کسب مجوز از سازمان بورس و اوراق بهادار، اوراق سلف منتشر می‌کند و به‌وسیله شرکت تأمین سرمایه اوراق را به سرمایه‌گذاران (خریداران اوراق) واگذار و وجوه آن‌ها را دریافت می‌کند. آنگاه با وکالت از طرف آنان تعداد واحد مسکونی مورد نظر را از بانی (مسکن‌ساز) به صورت سلف می‌خرد و قیمت آن را می‌پردازد.

بانی بر اساس قرارداد سلف متعهد است تعداد واحد مسکونی فروخته شده را در سررسید به واسط تحویل دهد، واسط به وکالت از طرف سرمایه‌گذاران واحدهای مسکونی را تحویل می‌گیرد و به دارندگان تعداد کافی از اوراق تحویل می‌دهد و واحدهای باقی مانده را در بازار نقد به خریداران می‌فروشد. سپس وجوه حاصل از فروش واحد مسکونی را پس از کسر کارمزد معین به دارندگان اوراق باقی مانده می‌پردازد و اوراق سلف را تسویه می‌کند.

شکل2 : مدل عملیاتی اوراق سلف



مزایای اقتصادی اوراق سلف مسکن

اوراق سلف مسکن از جهت معیارهای اقتصاد خرد و کلان دارای مزایای اقتصادی هست. معیارهای اقتصاد خرد از این جهت اهمیت دارد که خریداران اوراق، تمایل به خرید داشته باشند تا در بازار، تقاضا برای اوراق شکل گیرد و معیارهای اقتصاد کلان نیز از این جهت لازم است که دولت و نهادهای وابسته به دولت متناسب با مصالح جامعه از ابزارها حمایت کنند (زهتابیان، ۱۳۸۸).

اصول و معیارهای اقتصاد خرد اوراق سلف مسکن

- تطابق با اهداف و انگیزه‌های خریداران ابزارهای مالی
- نقد شوندگی بالا

اصول و معیارهای اقتصاد کلان اوراق سلف مسکن

- همسویی و کمک به رشد اقتصادی کشور
- قابلیت استفاده جهت اعمال سیاست پولی دولت
- قابلیت استفاده جهت اعمال سیاست مالی دولت

اوراق سلف مسکن، از یک طرف به سهم و اندازه خود نقدینگی سرگردان را در جامعه کنترل می‌کند و از طرفی با سوق دادن وجوه جمع‌آوری شده به سمت فعالیت‌های مولد، زمینه اشتغال و تولید در بخش مسکن و صنایع وابسته و درنهایت افزایش رشد اقتصادی را فراهم می‌آورد. در فرض وجود رقابت سالم در بازار اولیه و ثانویه اوراق سلف و به‌ویژه با دقت در پیش بینی قیمت انتظاری مسکن در سررسید اوراق، این اوراق قابلیت لازم را جهت تبدیل شدن به ابزاری مناسب برای توزیع عادلانه درآمدها و ارزش افزوده در کل اقتصاد، دارا می‌باشد(شیرمردی، ندری، ۱۳۹۶).

۳- صکوک وکالت مسکن

وکالت در لغت به معنای تفویض و واگذاری کاری به کسی و اعتماد کردن به اوست (عمید،۱۳۸۹). اوراق وکالت در حقیقت گواهی‌هایی هستند که توسط یک طرف (بانی) به‌منظور تأمین مالی جهت تملک یا سرمایه‌گذاری در دارایی‌ها، کالاها یا خدمات منتشر می‌شود. این اوراق بیانگر مالکیت مشاع دارندگان آن‌ها در دارایی‌ها، کالاها یا خدمات پایه‌ای این اوراق است. در مرحله بعد، این تملک‌ها یا سرمایه‌گذاری‌ها در اختیار یک وکیل قرار داده می‌شود تا آن‌ها را از طرف انتشاردهنده و دارندگان این اوراق مدیریت نماید. دارندگان اوراق ریسک این تملک‌ها و سرمایه‌گذاری‌ها را پذیرفته و در عوض، حق کسب سود ناشی از آن‌ها را به دست می‌آورند (موسویان و همکاران، ۱۳۹۱) .

سرمایه‌گذاران اوراق وکالت اشخاص حقوقی یا حقیقی هستند که اوراق بهادار را خریداری و از این طریق بانی را تأمین مالی می‌نمایند. دارندگان اوراق می‌توانند اوراق را تا زمان سررسید نگه دارند، همان‌طور که می‌توانند در مواقع نیاز به نقدینگی، در بازار ثانوی با فروش اوراق از بازار خارج شوند.

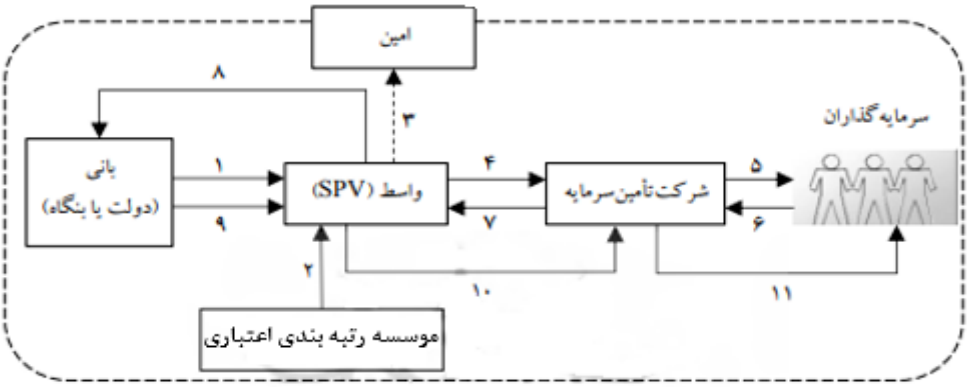
ارکان صکوک وکالت:

- سرمایه‌گذاران: خریداران و دارندگان اوراق وکالت هستند و نقش موکلین را ایفا می‌کنند.
- وکیل: شخصیتی حقوقی است که وظیفه دارد بنا بر مفاد و توافقات انجام شده در عقد وکالت، وجوه تجمیع شده را جهت کسب بازدهی در چارچوب ضوابط قرارداد و موازین شریعت اسلامی، بکار گیرد و بازدهی حاصل‌شده را به نحو شفاف در بازه‌های زمانی مقرر اعلام داشته و اصل وجوه اوراق و مبلغ کوپن‌های بازدهی را در سررسیدهای مشخص شده پرداخت نماید. عموماً بانی نقش وکیل را هم بر عهده دارد.
- ناشر (واسط): شخصیتی حقوقی است که وظیفه انعقاد قرارداد وکالت را با وکیل و نیز انتشار و پذیره‌نویسی اوراق و غیره را بر عهده دارد.
- امین: شخصیتی حقوقی است که به نمایندگی از دارندگان اوراق جهت حفظ منافع آنان وظیفه نظارت بر کل فرآیند عملیاتی انتشار، رتبه‌بندی، پرداخت اصل و سود سرمایه‌ها، نظارت بر پرتفوی شکل‌گرفته شده توسط وکیل و اجرای سایر مفاد عقد وکالت را بر عهده دارد.
- رتبه‌بندی اعتباری: شخصیتی حقوقی است که پیش از انتشار اوراق، اقدام به رتبه‌بندی اعتباری اوراق کرده تا در امیدنامه ذکر گردد.

البته، این الگو از ارکان دیگری همچون بازارگردان، صندوق‌های سرمایه‌گذاری، مشاور عرضه و غیره هم برخوردار است که جهت اختصار از شرح آن صرف‌نظر شده است.

.نمونه ساده از ساختار عملیاتی صکوک وکالت در نمودار زیر نمایش داده‌شده است.

شکل3 : مدل عملیاتی اوراق وکالت مسکن



اوراق وکالت بخش مسکن طبق مهم‌ترین معیارهای اقتصاد خرد شامل تطابق با اهداف و انگیزه‌های مشتریان، تناسب با روحیات و سلایق سرمایه گذران، میزان نقد شوندگی اوراق و درجه کارایی و همچنین از جهت مهم‌ترین معیارهای اقتصاد کلان شامل اثرگذاری بر رشد و توسعه اقتصادی، عدالت توزیعی و قابلیت برای اجرای سیاست‌های پولی و مالی، می‌تواند به‌عنوان ابزار مالی مناسب در بازار سرمایه کشور، جهت تأمین مالی بخش مسکن کشور به کار گرفته شود(فطانت فرد، ۱۳۹۹).

٤- صندوق زمین و ساختمان

امروزه در بسیاری از کشورهای جهان از جمله ایران، مسکن و ساختمان به‌عنوان یکی از معضلات زندگی شهری به شمار می‌رود؛ که چالش تأمین مالی در این صنعت نقش ویژه‌ای را در سیاست‌های حل این معضل بازی می‌کند. شیوه‌های تأمین مالی در صنعت مسکن و ساختمان غالباً به دو دسته اصلی روش‌های مبتنی بر بدهی و روش‌های مبتنی بر سرمایه صورت می‌پذیرد . روش‌های مبتنی بر بدهی ناظر به استقراض از منابع خارج از شرکت و بدون شراکت در سود و زیان پروژه می‌باشد. حال آنکه روش‌های مبتنی بر سرمایه مستلزم شراکت صاحبان سرمایه در پروژه، مصرف آورده آن‌ها در پیشبرد فعالیت‌های پروژه و نهایتاً واگذاری سود پروژه به نسبت میزان سرمایه ورودی به شرکت می‌باشد. در این میان یکی از جدیدترین و مهم‌ترین روش‌های تأمین مالی مبتنی بر سرمایه در بازار سرمایه ایران، تأسیس صندوق‌های زمین و ساختمان است.

صندوق زمین و ساختمان، نهاد مالی است که به جمع‌آوری سرمایه از عموم (در قالب واحدهای سرمایه‌گذاری) و تخصیص آن به سرمایه‌گذاری در ساخت پروژه ساختمانی مشخص و فروش واحدهای ساختمانی آن می‌پردازد و بدین طریق موجب تقویب طرف عرضه می‌شود .به بیان ساده‌تر، فرآیند کلی عملکرد صندوق زمین و ساختمان در چهار اقدام اصلی زیر صورت می‌پذیرد:

جمع‌آوری وجوه از سرمایه‌گذاران

تخصیص وجوه به پروژه ساختمانی

فروش واحدهای ساختمانی پروژه

اعطای وجوه بدست آمده به سرمایه‌گذاران

لازم به توضیح است واحدهای ساختمانی مستقیماً به سرمایه‌گذاران و دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری واگذار نمی‌شود. بلکه دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری همچون سایر افراد می‌توانند در مزایده املاک و واحدهای مسکونی تکمیل شده شرکت نمایند . قابل ذکر است با تصویب هیأت مدیره صندوق می‌توان واحدهای ساختمانی را به دارندگان واحدهای صندوق نیز واگذار نمود.

متقاضیان تأسیس صندوق

متقاضی تأسیس این صندوق‌ها شخص حقیقی یا حقوقی‌ای است که جهت تأمین مالی هزینه‌های ساخت پروژه ساختمانی، تقاضای تشکیل صندوق را از طریق مدیر صندوق و پس از تعیین سایر ارکان به سازمان بورس و اوراق بهادار به‌منظور اخذ موافقت اصولی اعلام می‌نماید. در تأمین مالی از طریق تأسیس این دسته از صندوق‌ها، ضروریست تا متقاضی مالکیت زمین و پروانه‌ی ساختمانی را دارا باشد.

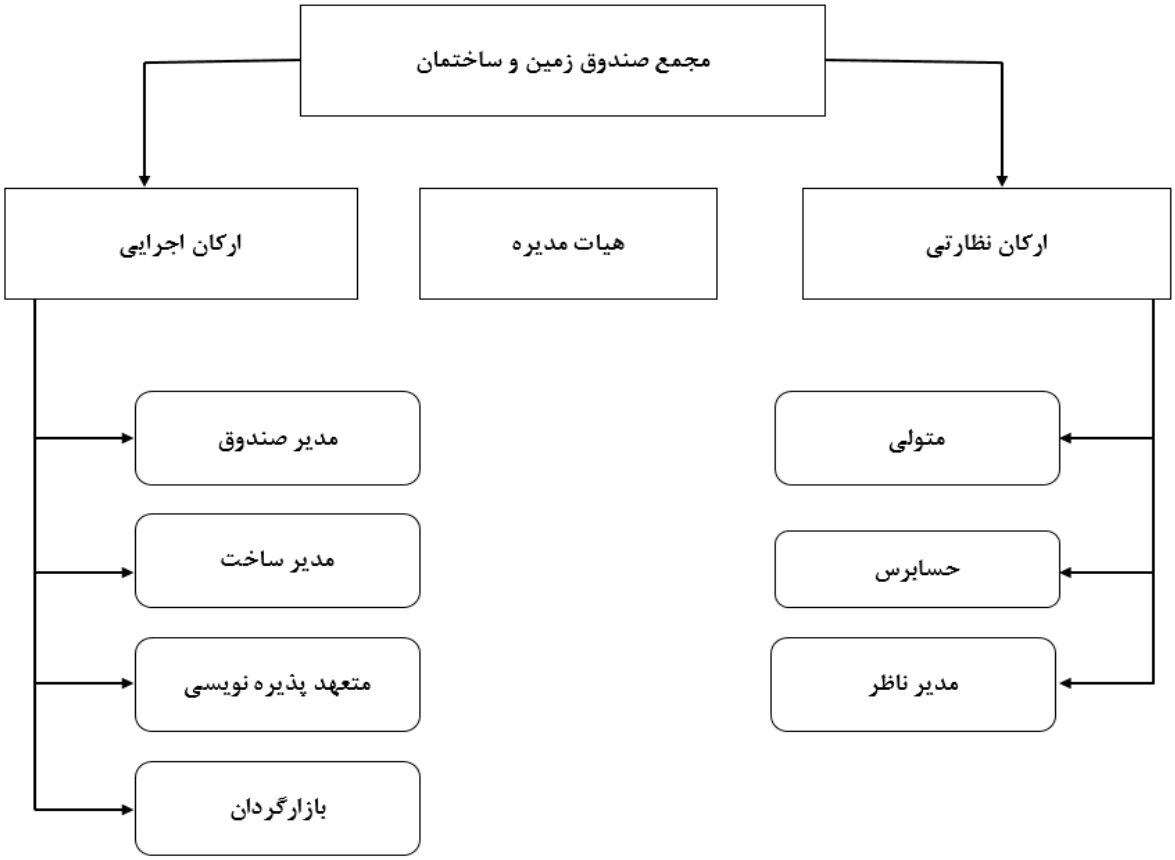
برای چه پروژه‌هایی می‌توان صندوق زمین و ساختمان تأسیس کرد؟

- زمین بدون معارض باشد و هیچ‌گونه محدودیت ثبتی و یا کاربری برای انتقال به صندوق برای دریافت پروانه احداث نداشته باشد
- پروانه ساخت‌وساز از مرجع صدور مجوز صادر شده باشد
- هزینه ساخت (پس از کسر هزینه زمین و پروانه ساخت) حداقل ۱۰۰ میلیارد ریال باشد
- پروژه‌های مسکونی در اولویت اعطای مجوز می‌باشند، با این وجود هیچ گونه منعی در خصوص پروژه‌های تجاری و اداری وجود ندارد
- پروژه‌های نیمه تمام به شرط داشتن اطلاعات مالی شفاف نیز قابل قبول می‌باشند (تأمین سرمایه بانک مسکن، ۱۴۰۰).

مراحل راه‌اندازی صندوق زمین و ساختمان

اقدام توسط	مرحله ایجاد صندوق
متقاضی	۱-درخواست تأسیس صندوق زمین و ساختمان توسط مالکان اراضی و صاحبان ایده متقاضی تنها در این مرحله نیاز به اقدام دارد
تامین سرمایه	۲ -ارائه مستندات شامل طرح توجیهی، وثائق قابل ارائه و قبولی سمت ارکان به مشاور (شرکت تأمین سرمایه)
مدیر صندوق	۳-اخذ موافقت اصولی و مجوز تأسیس و فعالیت صندوق توسط مشاور
	۴-اخذ موافقت اصولی از سازمان بورس (توسط مدیرصندوق)
	۵-اخذ مجوز تأسیس از سازمان بورس (توسط مدیرصندوق)
	۶ -ثبت صندوق نزد مرجع ثبت شرکتها (توسط مدیرصندوق)
	۷-انتقال زمین یا پروژه نیمهتمام به صندوق و صندور واحدهای سرمایه گذاری (توسط مدیرصندوق)
	۸-تشکیل مجمع صندوق و تعیین ارکان (توسط مدیرصندوق)
	۹-اخذ مجوز فعالیت از سازمان بورس (توسط مدیرصندوق)
	۱۰ -شروع فعالیت اجرایی صندوق (انجام عملیات ساختمانی) (توسط مدیرساخت)
	۱۱ -اخذ مجوز پذیرهنویسی عمومی (توسط مدیرصندوق)
	۱۲ -عرضه واحدهای سرمایهگذاری در فرابورس و جمعآوری وجوه (توسط مدیرصندوق)
	۱۳ -تشکیل مجمع صندوق (توسط مدیرصندوق)
تامین سرمایه	۱۴ -برداشت وجوه ناشی از پذیرهنویسی (شرکت تأمین سرمایه به عنوان متعهدپذیره نویس)
	۱۵ -انجام کلیه فرآیندهای مربوط به معاملات ثانویه توسط رکن بازارگردان و ضامن (سود میان دوره ای پرداخت نمیشود) (شرکت تأمین سرمایه به عنوان بازارگردان)
مدیر صندوق	۱۶ -اتمام ساخت پروژه و تسویه با سرمایه گذاران (توسط مدیرصندوق)

ارکان صندوق زمین و ساختمان



مزیت‌های سرمایه‌گذاری در صندوق زمین و ساختمان:

از مزایای صندوق برای سرمایه‌گذاران، بهره‌مندی از سود ناشی از ساخت و فروش واحدهای ساختمانی پروژه صندوق و حفظ قدرت خرید سرمایه‌گذار در برابر افزایش قیمت زمین و ساختمان است، ضمن اینکه می‌تواند واحدهای سرمایه‌گذاری خود را در هر زمان از طریق فروش به بازارگردان یا اشخاص دیگر بفروشد .همچنین اگر پروژه‌هایی که به اتمام رسیده به فروش نرسند بازارگردان، ضامن تسویه حساب در ظرف مهلت کوتاهی می‌باشد. وی موظف به خرید ساختمان و تسویه با دارندگان واحدهای سرمایه‌ای صندوق است . دیگر مزایای صندوق زمین و ساختمان به شرح زیر می‌باشد:

جدایی تأمین مالی از مدیریت پروژه

تضمین تأمین مالی به‌موقع

انعطاف پذیری تأمین مالی متناسب با شرایط بازار و تغییرات قیمت‌ها، در هر زمان بر اساس اساسنامه و با تصمیم مجمع صندوق امکان افزایش سرمایه و جمع‌آوری وجوه جدید وجود دارد، بدین ترتیب هیچ‌گاه پروژه به خاطر شرایط خاص اقتصادی و مشکل تأمین مالی جدید متوقف نخواهد شد.

معافیت مالیاتی

ابزاری برای پس انداز تدریجی مردم به‌منظور خرید واحدهای مسکونی همراه با حفظ قدرت

حفظ نقد شوندگی واحدهای سرمایه‌گذاری

امکان خرید یا فروش واحدهای صندوق در هر زمان

امکان توثیق واحدهای سرمایه‌گذاری توسط بانک‌ها

امکان اخذ تسهیلات بانکی برای صندوق

نظارت مستمر و گزارش دهی مستمر مالی و پیشرفت فیزیکی

عدم توقف پروژه به دلیل عدم تأمین مالی

صندوق‌های سرمایه‌گذاری زمین و ساختمان برای تقویت تأمین مالی حوزه مسکن و ترغیب مشارکت بخش خصوصی و بهره‌گیری از توان آن در راستای بند ج اصل ۴۴ قانون اساسی به‌عنوان روش نوینی برای تأمین مالی اتخاذ شده است و هم‌اکنون چندین صندوق زمین و ساختمان در تأمین سرمایه بانک مسکن راه‌اندازی و اقدام به ساخت پروژه‌های مسکونی داشته‌اند(طوسی وامیدی، ۱۳۹۹).

۵- صندوق املاک و مستقلات

امروزه با گسترش معاملات انجام شده در خریدوفروش انواع ملک و همچنین سودآوری سرمایه‌گذاری در این زمینه در کشورهای مختلف، نیاز شدیدی به راه‌های تسهیل‌کننده سرمایه‌گذاری در این بازار احساس می‌شود. کنگره آمریکا در سال ۱۹۶۰ اقدام به تصویب تأسیس صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات نمود. که به موجب آن، صندوق‌هایی تأسیس شد که دارایی اصلی آن‌ها انواع ملک و ساختمان بود. این صندوق‌های سرمایه‌گذاری دو هدف اساسی در صنعت املاک و مستغلات را دنبال می‌کنند. در مرحله اول ایجاد فرصت مناسب سرمایه‌گذاری برای سرمایه‌گذاران خرد و در مرحله بعد افزایش حجم نقدینگی در این صنعت(فتحی و ریسمانچیان، ۱۳۸۸).

دلایل اصلی اهمیت سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات

چند دلیل عمده برای در نظر گرفتن املاک و مستغلات به‌عنوان یکی از روش‌های سرمایه‌گذاری مطرح شده است:

با تخصیص بخشی از سبد دارایی به املاک و مستغلات ریسک کل سبد دارایی (پرتفوی) کاهش می‌یابد

داشتن بازده مطمئن (بیش‌تر از نرخ بدون ریسک)

ایجاد مصونیت در برابر افزایش یا کاهش قیمت‌ها: یکی از مزایای عمده املاک و مستغلات، مصون‌سازی سرمایه‌گذار در برابر افزایش قیمت‌هاست، جریان نقدی ناشی از سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات، سرمایه‌گذاران را در برابر افزایش قیمت‌ها ایمن می‌کند.
ایجاد جریان‌های نقدی در پرتفوی: یکی از مزیت‌های سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات جریان‌های نقدی است که این سرمایه‌گذاری ایجاد می‌کند، سرمایه‌گذاران می‌توانند انتظار داشته باشند که این درآمد نقدی هر سال حداقل به‌اندازه تورم رشد کند (ویلسون و همکاران، ۲۰۰۷).

اشکال سرمایه‌گذاری در صندوق املاک و مستغلات

- سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات به‌طور مستقیم: مانند خرید زمین و مسکن
- سرمایه‌گذاری در ابزار بدهی املاک و مستغلات: مانند سرمایه‌گذاری در وام‌های مسکن
- سرمایه‌گذاری در صندوق‌های املاک و مستغلات
- سرمایه‌گذاری در ابزار بدهی املاک و مستغلات به‌عنوان اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی .

صندوق سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات(Real Estate Investment Trust (REIT، ابزار مالی است که مالک آن، تأمین‌کننده املاک درآمدزا است. صندوق سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات که بر اساس صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک طراحی شده‌اند، سرمایه سرمایه‌گذاران خرد را جمع‌آوری می‌کنند. این امر به سرمایه‌گذاران خرد امکان می‌دهد از سرمایه‌گذاری در املاک سود ببرند، بدون آنکه مجبور باشند ملک را خریداری، مدیریت یا تأمین مالی کنند. از سویی دیگر، REITs به‌عنوان سپر سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات در برابر تورم عمل می‌کند.

واژه سرمایه‌گذاری همواره با ریسک و بازدهی گره‌خورده است و بنابر یک اصل میدانیم که هر چه سرمایه‌گذاران انتظار کسب بازدهی بیشتر از یک سرمایه‌گذاری را داشته باشند به همان نسبت سطح ریسک آن نیز بیشتر خواهد بود. در بازار سرمایه گزینه‌های متعددی برای سرمایه‌گذاری وجود دارد که هر شخص متناسب با ریسک پروفایل خود می‌تواند یکی از این گزینه‌ها

را انتخاب کند. یکی از گزینه‌هایی که همواره بازدهی مناسبی در شرایط تورمی مانند شرایط حاضر کشور ما برای سهامداران وجود دارد و درعین‌حال با ریسک کمی همراه است سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات است. با توجه به نیاز به سرمایه کلان جهت سرمایه‌گذاری در این حوزه صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات به‌عنوان ابزاری راهگشا تأسیس شدند. هدف این صندوق‌ها به‌طور خلاصه حفظ ارزش پول متناسب با میزان رشد نرخ مسکن برای سرمایه‌گذاران می‌باشد.

همان‌طور که بیان شد صندوق‌های املاک و مستغلات با هدف کسب سود از بازار ملک راه‌اندازی می‌شوند. این صندوق‌ها از نوع با سرمایه‌گذاری محدود (Closed-End Fund) بوده و صدور یا ابطال واحدها مطابق با نظر مدیر صندوق و طی شرایط خاص که در امیدنامه و اساسنامه صندوق ذکر می‌شود، امکان‌پذیر است.

واحدهای تجاری یا سرمایه‌گذاری این صندوق، سبدهایی با دارایی مبتنی بر املاک و مستغلات را خریداری، ایجاد و اداره می‌کنند. بیشتر پرتفوی صندوق املاک و مستغلات متمرکز بر سرمایه‌گذاری در دارایی‌های غیرمنقول است. این دارایی‌ها باید در ایران بوده و گواهی پایان کار معتبر و سند رسمی داشته باشند. کاربری این دارایی‌ها هم می‌تواند مسکونی، تجاری، اداری، صنعتی یا ورزشی باشد.

سودی که از نتیجه این نوع سرمایه‌گذاری به دست می‌آید، بین سهامداران صندوق سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات توزیع و تقسیم می‌گردد. بنابراین نوع سرمایه‌گذاری در این صندوق‌ها از نوع غیرمستقیم بوده و با ریسک بسیار اندکی مواجه است. همچنین صندوق سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات در بورس قابل معامله شده و سرمایه‌گذاران در سود و استهلاک املاک تحت مدیریت صندوق، شریک خواهند بود.

انواع صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات

صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات، با شاخصی تحت عنوان NAREIT REIT طبقه‌بندی می‌شوند. انواع صندوق‌های املاک و مستغلات به شرح زیر می‌باشد:

- **صندوق‌های سرمایه‌گذاری سهامی یا مالکیت مستغلات** Equity REITs

این صندوق‌ها، اقدام به خرید املاک و مستغلات درآمدزا می‌کنند. این صندوق‌ها در طیف گسترده‌ای از انواع فعالیت‌های لیزینگ، تعمیر و نگهداری، ساخت‌وساز املاک و مستغلات فعالیت می‌کنند. علاوه بر این، به اقشار اجاره‌نشین نیز خدماتی را ارائه می‌دهند. تفاوت اصلی این‌گونه صندوق‌ها با شرکت‌های عملیاتی مستغلات در این است که صندوق‌ها از خرید، ساخت‌وساز، نگهداری و اداره این موارد کسب درآمد و سود می‌کنند اما شرکت‌ها از فروش.

- **صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات رهنی** Mortgage REITs

عمده سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات رهنی بر روی سبدهای سرمایه‌گذاری مستقیم انجام می‌شود. این سرمایه‌گذاری‌ها از طریق اعطای وام به صاحبان مستغلات و شرکت‌های عملیاتی مستغلات انجام می‌شوند. سرمایه‌گذاری‌های غیرمستقیم این نوع صندوق‌ها از طریق خرید وام‌های رهنی و اوراق بهادار با پشتوانه رهن صورت می‌پذیرد.

- **صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات ترکیبی** Hybrid REITs

سبد سرمایه‌گذاری این صندوق‌ها شامل دارایی‌های واقعی، مستغلات و مالی ملکی می‌شوند. همچنین این سبدها می‌توانند ترکیبی از دارایی واقعی، مستغلات و مالی ملکی دارند. مهم‌ترین حوزه فعالیتی این صندوق‌ها به شرح زیر هستند:

REITs خرده فروشی، REITs مسکونی، REITs بیمارستانی، REITs اداری، REITs هتل‌ها

ویژگی‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات

REITs یا صندوق‌های املاک و مستغلات در بازار سرمایه فعال بوده و دارای دو ویژگی مهم و اساسی هستند:

۱. این صندوق‌ها مجموعه‌ای از دارایی‌ها که شامل زمین، فروشگاه، برج و موارد بسیار دیگری از این دست می‌شوند را مدیریت می‌کنند.

۲. شرکت‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات، سود به دست آمده را بین سرمایه‌گذاران تقسیم می‌کنند. دوره‌های تقسیم سود می‌تواند ماهانه، فصلی یا به صورت سالانه در نظر گرفته شود.بر اساس مقررات، حداقل ۹۰ درصد از درآمدهای دریافتی حاصل از اجاره دارایی‌های غیرمنقول و نیز سود دریافتی ناشی از سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار تحت تملک صندوق پس از کسر هزینه‌های صندوق بین سرمایه‌گذاران تقسیم می‌شود.

مزایای سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات REITs

- **مزایای مالیاتی:** در صورت رعایت الزامات قانونی، سود تقسیمی REITs از مالیات شرکتی معاف می‌باشد.
- **نقد شوندگی:** سهام REITs خصوصاً در صورتی که در بورس اوراق‌بهادار لیست شده باشد، بسیار نقدشونده است.
- **تنوع سرمایه‌گذاری:** REITs امکان سرمایه‌گذاری در مستغلات غیرمسکونی مانند هتل‌ها، مراکز خرید و سایر مستغلات تجاری و صنعتی را فراهم می‌آورد.
- **مدیریت حرفه‌ای:** با سرمایه‌گذاری در REITs، سرمایه‌گذاران از مدیریت حرفه‌ای برای اداره‌ی سبد دارایی‌های مبتنی بر املاک و مستغلات بهره‌مند می‌شوند(حسینی، ۱۴۰۰).

بازدهی صندوق‌های سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات

بیشترین عامل تأثیرگذار بر بازده این نوع صندوق، نرخ رشد مسکن می‌باشد. مطابق با آمار تاریخی در بلندمدت نرخ رشد مسکن اندکی از تورم بیشتر است. از طرفی، صندوق سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات، هزینه‌هایی مانند هزینه تعمیرات و نگهداری، هزینه افت قیمت املاک به دلیل افزایش عمر بنا، هزینه کارمزد ارکان و ... را نیز باید پرداخت کند که بازدهی را تحت تأثیر قرار می‌دهد. بنابراین در حالت محافظه‌کارانه و در حالت مدیریت غیرفعال، می‌توان انتظار داشت که بازدهی بلندمدت صندوق تقریباً معادل نرخ رشد مسکن باشد.

با توجه به تخصص مدیر صندوق درزمینه‌ی مدیریت دارایی‌های مرتبط با املاک و مستغلات، استفاده از ابزارهای موجود و همراهی شرکت‌های ساختمانی، این انتظار می‌رود که با مدیریت فعال شامل خریدوفروش املاک، بازسازی و فروش املاک قدیمی، خرید اهرمی و... بازدهی بیشتری نصیب دارندگان واحد شود. با توجه به اینکه مسکن به صورت دوره‌ای دچار رونق و رکود می‌شود، با شناسایی دوره‌ها، می‌توان از ابزارهای در اختیار مانند خرید اهرمی و فروش اقساطی، نهایت استفاده را در بهبود بازده صندوق برد.

صندوق سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات یکی از ابزارهای نوین مالی در بازار سرمایه کشور است که با استفاده از آن می‌توان با مبالغ کم و سرمایه‌گذاری‌های کوچک، وارد بازار ملک شد و عواید آن بهره برد. دلیل تشکیل این نوع صندوق علاوه بر کسب بازدهی در یک کلاس دارایی جدید، حفظ ارزش پول متناسب با میزان رشد نرخ مسکن برای سرمایه‌گذاران می‌باشد. در حال حاضر مراحل تأسیس اولین صندوق سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات کشور توسط شرکت تأمین سرمایه بانک مسکن در حال طی مسیر قانونی می‌باشد.

جمع‌بندی و نتیجه‌گیری:

بخش مسکن به‌عنوان موتور محرک اقتصاد به شمار می‌رود و بیش از ۱۲۰ صنعت به‌طور مستقیم و غیرمستقیم با آن در ارتباط می‌باشد. تقویت مالی این بخش، رونق سایر حوزه‌های مرتبط را به دنبال دارد و هرگونه ایجاد اختلال در آن، موجب ایجاد بحران مالی و به دنبال آن بحران اقتصادی و اجتماعی در جامعه خواهد شد. به همین دلیل تأمین مالی و سیاست‌های بخش مسکن همواره یکی از اصلی‌ترین دغدغه‌های نهادهای سیاست‌گذار و اجرایی کشور بوده است. با توجه به مشکلات متعدد نظام تأمین مالی موجود به‌ویژه با حجم تقاضای موردنیاز مسکن در کشور؛ راهکارهای مناسب تأمین مالی مسکن از طریق بازار

سرمایه خواهد توانست دغدغه ذی‌نفعان بخش مسکن اعم از عموم مردم، دولت، بانک‌ها، بورس اوراق بهادار و شرکت‌های تأمین سرمایه، سرمایه‌گذاران بخش مسکن، سازندگان و انبوه‌سازان داخلی و خارجی، پیمانکاران و خریداران را برطرف کند.

در این مقاله با رویکرد کاربردی و با استفاده از مطالعات کتابخانه‌ای و روش توصیفی- تحلیلی به تبیین و معرفی اوراق رهنی، اوراق سلف موازی مسکن، صکوک وکالت، صندوق زمین و ساختمان و صندوق املاک و مستقلات به‌عنوان جدیدترین ابزارهای تأمین مالی بخش مسکن از طریق بازار سرمایه پرداخته شده است .

ابزارهای تأمین مالی معرفی‌شده می‌توانند به‌عنوان ابزارهای کاربردی و مفید از طریق ظرفیت‌های موجود در بازار سرمایه به تأمین مالی بخش مسکن و درنهایت به رشد اقتصادی کشور کمک شایان نمایند. همچنین این ابزارها مطابق با اهداف و انگیزه‌های مشتریان، تناسب با روحیات و سلایق سرمایه‌گذاران، میزان نقد شوندگی اوراق و.... طراحی شده‌اند و همچنین از جهت مهم‌ترین معیارهای اقتصاد کلان شامل اثرگذاری بر روی رشد و توسعه اقتصادی، عدالت توزیعی و قابلیت برای اجرای سیاست‌های پولی و مالی می‌توانند به‌عنوان ابزار مالی مناسب در بازار سرمایه کشور، جهت تأمین مالی بخش مسکن به کار گرفته شوند.

ابزارهای معرفی‌شده برای بهبود شرایط و رونق سمت تقاضا و عرضه مسکن به‌عنوان یکی از نیازهای اساسی و یک اهرم پیشران اقتصاد کشور محسوب می‌شود. افزایش تولید و عرضه واحد مسکونی در سمت عرضه و افزایش توان و قدرت خرید افراد در راستای تقویت تقاضا می‌تواند منجر به ایجاد ثبات و تعادل قیمت مسکن می‌شود و در نتیجه افزایش معاملات و ایجاد رونق در این بازار علاوه بر رونق در حلقه‌های قبل و بعد می‌توان به افزایش رشد اقتصادی در کشور نیز امیدوار بود.

در همین راستا توصیه می‌گردد:

با توجه به مازاد تقاضای موجود بخش مسکن در اقتصاد و محدودیت‌های دولت جهت تأمین مالی این بخش از طریق منابع بازار پول، لازم است ابزارهای تأمین مالی مسکن از طریق بازار سرمایه از طرف دولت مورد توجه ویژه قرار گیرد. همچنین با توجه به نقش عمده بازار سرمایه در تأمین مالی بخش مسکن در کشورهای توسعه‌یافته استفاده از ابزارهای معرفی‌شده در این پژوهش می‌تواند نقش بازار سرمایه را در تأمین مالی بخش مسکن پررنگ‌تر کند به‌طوری‌که در آینده بتوان بخش عمده تأمین مالی این بخش را از طریق ابزارهای بازار سرمایه تأمین نمود.

تقدیر و تشکر

این تحقیق با حمایت شرکت تامین سرمایه بانک مسکن انجام شده است. بدین وسیله مراتب قدردانی و تشکر خود را از تامین سرمایه بانک مسکن ابراز می نماییم

منابع:

۱- پاک نیت، محمدجواد، فدایی واحد، میثم، ۱۳۹۶، طراحی مدل قیمتگذاری اوراقسلفبا استفاده از مدل دوجمله‌ای، دو فصلنامه علمی– پژوهشی تحقیقات مالی اسالمی، سال هشتم، شماره اول)پیاپی ۵۱ ،)پاییز و زمستان ۵۹۳۱ ،صص. ۵۴۳-۵.

۲- دستورالعمل انتشار اوراق سلف موازی استاندارد نفتی، ۱۳۸۹.

۳- زهتابیان، مصطفی، ۱۳۸۸، زیربناهای سازمانی لازم برای مدیریت نقدینگی در بانکداری اسلامی، ماهنامه بورس، پیاپی ۸۶ ، مهر ۱۳۸۸.

٤-

٥- سروش، ابوذر، ۱۳۸۷، اوراق مشارکت رهنی ابزاری نوین در تأمین مالی بانک‌ها، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، سال هشتم، شماره ۲۹، بهار ۱۳۸۷.

٦- سروش، ابوذر، کاوند، مجتبی، ۱۳۹۰، ریسک‌های اوراق رهنی اسلامی و برخی راهکارهای پوشش آن‌ها در ایران، دوفصلنامه علمی – پژوهشی جستارهای اقتصادی، شماره ۱۶، پاییز و زمستان ۱۳۹۰.

۷- سعیدی، علی، کرد، مجید، ۱۳۸۹، امکانسنجی اقتصادی تبدیل تسهیلات فروش اقساطی به اوراق رهن(مورد مطالعه، بانک ملی ایران)، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، سال نهم، شماره ۳۶.

۸- شیری عبدالحسین، رحمانی، هادی، ۱۳۹۴، مطالعه تطبیقی اوراق سلف با اوراق بهادار با پشتوانه دارایی، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، سال نوزدهم، شماره ۷۴، تابستان ۱۳۹۸.

۹- شیرمردی احمدآباد، ندری، کامران، ۱۳۹۶، اوراق سلف موازی؛ ابزاری مناسب برای تأمین مالی مسکن، دوفصلنامه جستارهای اقتصادی، دوره ۱۴، شماره ۲۸.

۱۰- صادقی مقدم، محمدحسن، موسی پور، میثم، سلطان احمدی، جلال، ۱۳۹۵، تحلیل فقهی_ حقوقی قرارداد سلف موازی استاندارد ابتکاری جدید برای بازار سرمایه، پایگاه مرکز اطلاعات علمی جهاد دانشگاهی.

۱۱- طوسی، عباس، محترم امیدی، منوره، ۱۳۹۹، واکاوی و آسیب شناسی صندوق‌های سرمایه‌گذاری زمین و ساختمان با تأکید بر ابعاد حقوقی، فصلنامه اقتصاد و مدیریت شهری، شماره۸.

۱۲- عبده تبریزی، حسین، ۱۳۹۳، سخنرانی سازوکار مالی بخش مسکن، سمینار آموزشی تشکیل بازار مالی بخش مسکن، بانک مسکن.

۱۳- فتحی، سعید، ریسمانچیان، ملودی، ۱۳۸۸، بررسی ابعاد صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات (REIT) و عوامل موثربر بازده آن، دومین کنفرانس بین المللی توسعه نظام تامین مالی در ایران.

۱٤-

۱٥- فراهانی فرد، سعید، ۱۳۸۸، صکوک سلف؛ ابزاری مناسب برای تأمین مالی وپوشش ریسک، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، سال نهم، شماره ۳۳ بهار ۱۳۸۸.

۱٦- فطانت فرد، محمد، ۱۳۹۹، صکوک وکالت، ابزار مالی نوین در تأمین مالی مسکن، نشریه علمی پژوهش های راهبردی بودجه و مالی، دوره ۱، شماره ۲.

۱۷- قرشی، داود، رهنمای رودپشتی، فریدون، ۱۳۹۸، تبیین عوامل مؤثر بر تأمین مالی از طریق تبدیل به اوراق بهادار نمودن دارائی‌ها در بانک کشاورزی، فصلنامـه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری، سال هشتم، شماره سی و یکم.

۱۸- محمودی، وحید، امام دوست، مصطفی، شعبان پورفرد، پژمان، ۱۳۹۵، بررسی نقش امالک و مستغلات در سبد دارایی سرمایهگذاران در ایران، فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی، سال بیست و چهارم، شماره ۰۸ ،زمستان ۹۳۱۵ ،صفحات ۱-۱۶۹.

۱۹- مجموعه قوانین و مقررات صندوق زمین و ساختمان،۱۴۰۰، شرکت تأمین سرمایه بانک مسکن.

۲۰- موسویان، سـیدعبـاس، ۱۳۸۶ش، ابزارهـای مـالی اسـلامی (صـکوک)، تهـران :پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی.

۲۱- موسویان، سیدعباس، فریدی وثوق، بلال، فرهادیان، علی، ۱۳۹۰، اوراق بهادار (صکوک) بانکی تبدیل تسهیلات بانکی به اوراق بهادار در بانکداری بدون ربا، دوفصلنامه مالی – اسلامی، سال اول، پاییز و زمستان ۱۳۹۰.

- Cvitanic, J., Lazrak, A., Martellini, L., & Zapatero, F. (۲۰۰۳). Optimal allocation to hedge funds: An empirical analysis. *Quantitative finance*, *3*(۱), ۲۸.

- https://isignal.ir/tutorial/%D8%B5%D9%86%D8%AF%D9%88%D9%82%D8%A7%D9%85%D9%84%D8%A7%DA%A۹-%D۹%۸۸-%D۹%۸۵%D۸%B۳%D۸%AA%D۸%BA%D۹%۸٤%D۸%A۷%D۸%AA/