



دیدگاه

# طراحی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک مستغلات<sup>۱</sup> در ایران

بهروز اثنی عشری

دردرد  
۲۶۶۷

جوامع به گونه‌ای گسترده استفاده کنیم. و بدین سبب است که تجربه‌گرایی جهانی<sup>۱</sup> در این بخش برای مدیران ستادی و اجرایی<sup>۲</sup> بخش زمین و مسکن و بازار سرمایه آن اهمیت ویژه‌ای دارد. در کشور ما نیز این بخش با سایر بخش‌های اقتصاد تفاوت دارد و همان‌گونه که در گزارش‌ها نیز دیده می‌شود در اکثر موارد با عنوان‌های فرعی خود مطرح و مورد بررسی قرار می‌گیرد. شباهت‌های این بخش اقتصاد در کل جهان موجب شده است تا تجربه‌دیگران در عرصه مالی، فنی، ابزاری روش‌های انتخابی با توجه به نیازها در سطح گسترده‌تر از سایر بخش‌ها، به کار گرفته شود. از این روست که در این گزارش بر ضرورت به کارگیری نهادهای مالی بخش مسکن و ساختمان در توسعه بازار سرمایه کشور، تأکید شده است.

## تجربه<sup>۳</sup> مؤسسات مسکن و ساخت<sup>۴</sup> در انگلستان

این مؤسسات نهادهایی مالی هستند که هدف اصلی آن‌ها ارائه خدمات حساب پس‌انداز وام مسکن است. در سال‌های

۱- ضرورت استفاده از تجربه جهانی در حوزه مسکن و ساخت

شاخص‌های بخش زمین و مسکن در میان عوامل تشکیل‌دهنده اقتصاد هر کشور، فارغ از مرتبه رشدیافتگی و توسعه آن برای اظهار نظر یا نظرسنجی درباره اقتصاد کشور معتبرتر از سایر شاخص‌هاست.

شاخص‌های بخش زمین و مسکن به لحاظ سهم بیشتری که در سبد ثروت خانوار دارد، در برنامه ریزی، سیاست‌گذاری، کنترل و راهبری به طور مستقل تجزیه و تحلیل می‌شود. همچنین، در وضعیت‌های ادواری اقتصاد مانند رونق، بحران یا رکود نیز شاخص‌های این بخش جدا از سایر عوامل رابطه‌های مستقیم و سنجش پذیر با کل اقتصاد جامعه برقرار می‌کند. از این رو، بخش‌های زمین و مسکن در جوامع مختلف با ساختارهای اقتصادی گوناگون شباهت بسیار به یکدیگر دارند. از این روی ما می‌توانیم از رویکردها، نظریه‌ها، سازمان‌ها و تجربیات سایر

اخیر، مواردی از این مؤسسات حیطة کار خود را گسترش داده و برخی خدمات مالی گوناگون دیگر را نیز ارائه می کنند. این تنوع فعالیت از این رو پدید آمده که خدمات مالی جانبی دیگر که مورد نیاز اعضا و مشتریان است بدون مراجعه به مؤسسه های مالی دیگر با سهولت انجام پذیرد.

این مؤسسات، مثلاً در مقایسه با بانک ها، نهادهای متعلق به "اعضایند"، بدین معنی که اکثر دارندگان حساب های پس انداز نزد آن ها، برای اخذ وام مسکن، اقدام به افتتاح حساب کرده اند و جزو اعضا شده اند. لذا، حق دارند در رأی گیری ها شرکت کنند و به کلیه اطلاعات دسترسی داشته باشند. این افراد در گردهمایی ها شرکت می کنند و بدون توجه به میزان سرمایه گذاری و مبلغ وامی که دریافت کرده اند یا تعداد حساب هایی که دارند دارای یک حق رأی هستند. این مؤسسات هیأت مدیره ای دارند که مؤسسه را اداره می کند و مسئولیت تعیین استراتژی آن را برعهده دارد. مؤسسات مسکن و ساخت از نظر نوع فعالیت همانند بانک ها نیستند، بدین معنی که بانک ها عمدتاً به شکل شرکت های سهامی شکل گرفته اند و معمولاً در بازار سهام عضویت دارند. در نتیجه، مالکیت و منافع ناشی از آن در اختیار سهامداران آنها است؛ در حالی که مؤسسات مسکن و ساخت چون شرکت نیستند، سهامدار بیرونی ندارند تا مجبور باشند به آن ها سود بپردازند. در نتیجه، اداره آن ها با هزینه کمتری صورت می گیرد و می توانند وام های خود را با بهره کمتری عرضه کنند. همچنین، نسبت به سایر رقبای خود، سود بیشتری به حساب های پس انداز (صاحبان اصلی این مؤسسات) می پردازند. اکثر افرادی که در این مؤسسات حساب پس انداز دارند، وام گیرنده یا عضو هستند بدین ترتیب، صرف نظر از میزان مشارکت یا حجم وام دریافتی هر کدام دارای یک حق رأی می باشند. نخستین مؤسسات از این نوع، در زمان انقلاب صنعتی در قرن هجدهم شکل گرفتند. در آن زمان این مؤسسات به صورت سازمان های محلی کوچکی تأسیس شدند که اعضایشان با جمع آوری پول های خرد قادر به خرید زمین و ساخت مسکن می شدند. اولین مؤسسه مسکن و ساخت در سال ۱۷۵۵ میلادی، در شهر بیرمنگام انگلستان، تأسیس شد. این مؤسسه همانند دیگر مؤسسات اولیه عمر "موقت" داشت، بدین معنی که وقتی همه اعضا صاحب خانه می شدند، فعالیت آن پایان می گرفت و منحل می شد. بعدها، هنگامی که این مؤسسات سپرده هایی را پذیرفتند که صاحبان آن سپرده ها، قصد اخذ وام یا خرید خانه نداشتند و صرفاً با انگیزه سرمایه گذاری و کسب سود مشارکت می کردند، دیگر انحلال ناممکن شد. به تدریج، این مؤسسات به شکل کنونی درآمدند و به مؤسسات "دایمی" بدل شدند.

در حال حاضر، در انگلستان، "قانون مؤسسات مسکن و ساخت سال ۱۹۸۶ و متمم سال ۱۹۹۷"<sup>۱</sup>، محمل اصلی قانونی حاکم بر فعالیت این مؤسسات است. در این مجموعه قوانین، ضمن شرح سایر موارد، چگونگی کنترل این مؤسسات به منظور تأمین امنیت و جوه اعضای آن، با دقت تدوین اعلام شده است. هر مؤسسه، جموعه مقرراتی دارد که حاکم بر روابط بین مؤسسه و

اعضای آن است. این مؤسسات داوطلبانه "مصوبات بانکداری"<sup>۲</sup> کشور را رعایت می کنند و در این مصوبات، حداقل استانداردهای لازم برای اجرای صحیح وظایف و ارائه خدمات مطلوب به مشتریان آمده است. "مصوبات وام مسکن"<sup>۳</sup> نیز ارائه خدمات وام دهی برای مسکن افراد را مشخص می کند. این مؤسسات تحت کنترل "نهاد ناظر خدمات مالی" تحت "قانون خدمات و بازارهای مالی سال ۲۰۰۰"<sup>۴</sup>، کنترل فعالیت می کنند. نقش مقام ناظر حصول اطمینان از شیوه اداره و مطمئن و سالم این مؤسسات است. در مورد خدمات جانبی این مؤسسات می توان از سرویس دهی بیش از ۲۳۰۰ دستگاه پرداخت و دریافت اتوماتیک وجوه (ATM) در حال حاضر نام برد و ما با خدمات این خردپردازها آشنایی داریم.

کلیه سرمایه گذاری ها در این مؤسسات خود به خود تحت پوشش طرح "جبران زیان های خدمات مالی"<sup>۵</sup> در می آیند. یعنی در صورت ورشکستگی، سپرده اعضا تحت پوشش بیمه ای (طرح بالا) می باشد. قابل ذکر است که حداقل از سال ۱۹۴۵ و احتمالاً بسیار قبل از آن، هیچ گونه پرداخت غرامتی مشاهده نشده است. یکی دیگر از خدماتی که مؤسسات مسکن و ساخت ارائه می کنند، صدور نوعی از اوراق سرمایه گذاری به نام "سهام سود ده دائم"<sup>۶</sup> است. این اوراق نرخ سود ثابت دارند و مانند سایر اوراق قابل پذیرش در بورس دادوستد می شوند. معمولاً اگر نرخ بهره افزایش یابد از ارزش این اوراق کاسته و اگر نرخ بهره کاهش یابد بر ارزش این اوراق افزوده می شود. در برخی از موارد نیز مؤسسات مسکن و ساخت این اوراق را با نرخ شناور منتشر شد. به هر حال، تا کنون موردی مبنی بر عدم پرداخت سود یا اصل سرمایه از طرف مؤسسات مسکن و ساخت مشاهده نشده است. قابل ذکر است این نوع اوراق از پوشش بیمه ای "جبران زیان های خدمات مالی" برخوردار نیستند.

در پایان این بخش به اتفاقی که در اوایل دهه ۹۰ در این مؤسسات رخ داد اشاره می کنیم. در سال های آغازین دهه ۹۰ برخی افراد که از گسترش فعالیت این مؤسسات خبردار نشد حسابی با حداقل موجودی که غالباً حدود ۱۰۰ پوند بود امتناع کردند تا در زمانی که این مؤسسات به علت گسترش حیطة فعالیت خود تغییر ماهیت می دهند و به بانک تبدیل می شوند (همانگونه که قبلاً یادآور شدیم، تعدادی از این مؤسسات بعدها به بانک تغییر شکل یافتند) از این محل "سود یادآورده"<sup>۷</sup> ای به جیب بزنند. زیرا زمانی که این مؤسسات به بانک تبدیل می شوند سهم اعضا تبدیل به سهم قابل معامله در بورس می شود و ارزش افزوده بسیاری پیدا خواهد کرد. به همین جهت به این افراد "خورجین بر دوش ها"<sup>۸</sup> گفته می شود. اصطلاح مذکور به دوران جنگ داخلی آمریکا باز می گردد که اهالی شمال آمریکا تمام ثروت خود را در خورجین های خود گذاشتند و راهی جنوب شدند با این هدف که زمین هایی را که به آن ها تعلق نداشت صاحب شوند. به منظور انصراف این افراد، تعداد زیادی از مؤسسات مسکن و ساخت اقدام به تصویب آیین نامه ای داخلی با عنوان "عمل خیر خواهانه"<sup>۹</sup> کردند که در صورت تبدیل مؤسسه به بانک سود حاصل از تغییر به





مؤسسات عام المنفعة و خیریه تعلق می گیرد.

### "انجمن مؤسسات مسکن و ساخت" در انگلستان

این انجمن در واقع انجمن حرفه ای مؤسسات مسکن و ساخت در انگلستان است. در حال حاضر، ۶۵ مؤسسه مسکن و ساخت با سرمایه ای (دارایی هایی) بالغ بر ۲۰۰ میلیارد پوند، با ۳۸۰۰۰ نفر کارمند در ادارات مرکزی و ۲۱۰۰ شعبه فعالیت می کنند.

نزدیک به ۱۵ میلیون نفر در این مؤسسات سپرده گذار (دارندگان حساب پس انداز) اند و بیش از ۲/۵ میلیون نفر وام گیرنده اند که در حال حاضر قصد خرید مسکن دارند.

در حال حاضر ۱۸ درصد از کل وام های مسکن در رهن انگلستان از طریق این مؤسسات پرداخت شده است؛ جالب این که دقیقاً به همین نسبت یعنی، ۱۸ درصد از کل سپرده های شخصی مردم انگلستان نیز نزد همین مؤسسات است.

این انجمن در سال ۱۸۶۹ تأسیس شد و زمینه های اصلی فعالیت آن عبارتند از:

۱) انجام وظیفه به عنوان نمایندگی مرکزی کلیه مؤسسات مسکن و ساخت.

۲) گردآوری و ارائه اطلاعات به کلیه اعضا.

این انجمن نظرات این بخش از فعالان اقتصادی و صنعتی را برای دولت، مجلس، مقامات ناظر، رسانه های گروهی و سایر نهادهای ذی نفع تبیین می کند. علاوه بر این هر گونه داد و پیشنهاد مرتبط با این گونه فعالیت ها را به مؤسسات عضو ارائه می کند.

### ۳- تشکیل صندوق های سرمایه گذاری مشترک

در تدوین ابزارهای اصلی بازار سرمایه، حفظ منافع نهادها و سازمان های مرتبط با اجرای طرح و همچنین وضع مقررات و قوانین مربوطه، حایز اهمیت است. شناسایی فعالیت صندوق های سرمایه گذاری مشترک در سایر کشورها نیز استفاده از تجربیات و دستاوردهای دیگران را در اجرای این طرح میسر می کند.

این صندوق ها از جمله فعالان اصلی بازار سرمایه محسوب می شوند و در سال های اخیر از موقعیت ممتازی در بازار سرمایه برخوردار بوده اند. این صندوق ها به سبب اصول ساده فعالیت مورد استقبال عموم به خصوص طبقات میانی جوامع توسعه یافته و در حال توسعه واقع شده اند.

در نگاهی کلی می توان گفت: صندوق های سرمایه گذاری مشترک یکی از اشکال مؤسسات سرمایه گذاری، از جمله واسطه های مالی، هستند که با فروش سهام خود به گروه وسیعی از مردم، وجوه حاصل را در اشکال متنوع اوراق بهادار و یا بر اساس تخصص و تجربیات تاریخی خود در بازارهایی که از لحاظ نوع فعالیت و نوع صنعت مشخص تر هستند، مانند صنایع غذایی، خودرو، مسکن و ساخت و یا ... به وکالت از طرف سرمایه گذاران خرد سرمایه گذاری می کنند و ویژگی شاخص این صندوق ها تغییرات دائمی میزان سرمایه آنان است و به همین دلیل به عنوان open-end investment cos. (شرکت های با سرمایه متغیر یا ناپسته) مشهورند و این ویژگی از قابلیت آن ها در فروش و باز خرید دائمی سهامشان ناشی می شود. به عبارت دیگر این



نهادهای مالی در هر زمان و به هر میزان مورد تقاضا به فروش سهام یا باز خرید سهام خود بر اساس ارزش خالص دارایی یا ارزش ویژه دست می زنند. این دادوستد ها با مراجعه مستقیم سرمایه گذار به صندوق و بدون نیاز به واسطه های بازار پولی و مالی و در حقیقت بدون صرف و یا کسر انجام می گیرد.

توانایی صندوق در باز خرید اوراق بهره گیری از مدیریت متخصص و کارا، سهولت دادوستد، کاهش هزینه های نقل و انتقال و در نهایت ریسک کمتر باعث گرایش سرمایه گذاران به این نوع شرکت های سرمایه گذاری شده است.

فلسفه وجود صندوق های سرمایه گذاری در حقیقت آماده سازی هدف های متصور برای سرمایه گذاران اوراق بهادار است. پس آن ها باید بتوانند منافع کوتاه مدت و بلندمدت سرمایه گذاران خود را به درستی تأمین کنند و با اهتمام در عدم پذیرش ریسک بالا، ایجاد درآمد دائمی و دراز مدت و استفاده از معافیت های مالیاتی، به خواسته سرمایه گذاران پاسخ دهند.

### شرط موفقیت صندوق های سرمایه گذاری مشترک

با توجه به شرایط اقتصادی کشورها انتخاب شیوه سرمایه گذاری، بررسی زیر ساخت های اقتصادی کشور، شناخت قابلیت ها و توانایی های حرفه ای، نرخ سود و بهره، مقررات، معافیت ها و به عبارتی بررسی همه جانبه بازار، نوآوری و استفاده صحیح از ابزارهای مالی، دانش فنی و ... به پیشرفت و رونق این صندوق ها کمک می کند. غیر از موارد کلی برشمرده فوق، موفقیت صندوق سرمایه گذاری مشترک مستلزم:

الف: وجود تقاضای کافی برای خرید سهام

ب: عرضه کافی دارایی ها

ج: وجود قوانین نظارتی کافی و متناسب



صندوق است.

### مدیران

صندوق سرمایه گذاری مشترک کارا هیأت مدیره ای انتخابی، اداره می کند. مسئولیت سرپرستی و نظارت بر فعالیت های صندوق به عهده هیأت مدیره است. تصمیم گیری ها، اجراء این آیین نامه ها و نظارت بر عملکرد نهادهای مرتبط از جمله وظایف اصلی هیأت مدیره محسوب می شود.

در مقایسه با سایر مؤسسات، مدیران صندوق های سرمایه گذاری مشترک علاوه بر مسئولیت هایی مانند اجازه انتشار سهام، تقسیم سود، انتخاب مدیران، برگزاری مجامع و تصویب صورت های مالی التزام به موارد ذیل نیز دارند:

- نظارت بر قراردادهای سرمایه گذاری طبق دستور و نظر امانت
- نظارت بر قرارداد پذیره نویسی و توزیع سهام
- رفع اختلاف بین صندوق و مؤسسات خدماتی مرتبط
- نظارت بر تعیین زمان محاسبه ارزش خالص دارایی و آیین نامه ارزش بابی اوراق بهادار
- نظارت بر سپرده گذاری اوراق بهادار
- نظارت بر آیین نامه معاملاتی و معاملات عمده مدیران، کارگزاران، کارکنان، پذیره نویسی ها و موافقت نامه باز خرید سهام

- نظارت بر قوانین مربوط به اصول حرفه ای - اخلاقی

- کنترل سرمایه گذاری

- نظارت بر قراردادهای بیمه

- کنترل نقدینگی صندوق

- نظارت بر اهداف و سیاست های سرمایه گذاری

### مشاور سرمایه گذاری

مشاور سرمایه گذاری معمولاً شرکتی تخصصی متشکل از گروهی مدیران حرفه ای و با تجربه در امر سرمایه گذاری و مدیریت سبد مالی است. وظیفه انتخاب ترکیب سبد سرمایه گذاری با توجه به اهداف اساسنامه ای صندوق و تنظیم سفارش خرید و فروش اوراق به عهده مشاور سرمایه گذاری است. قرارداد بین صندوق و مشاور سرمایه گذاری شکل و میزان خدمات و تعهدات را معلوم می کند و به طور کلی شرکت مشاور سرمایه گذاری در برابر انجام سفارش های صندوق مسئولیت مستقیم دارد. اغلب این شرکت ها با دریافت کارمزد سالیانه که معمولاً به صورت درصدی از متوسط خالص دارایی های صندوق است و به عبارت دیگر "درصدی از نتیجه مشاوره آنهاست" اقدام به ارائه خدمات می کنند. مشاورین سرمایه گذاری با محدودیت قانونی ممنوعیت معامله با صندوق رویرو هستند.

### توزیع کننده

صندوق ها پیوسته سهام جدید منتشر می کنند و پس از قیمت گذاری در اختیار عموم قرار می دهند. سهام منتشره از طریق پذیره نویسی های اصلی<sup>11</sup> توزیع می شود.

### امنا

یکی از نهادهای مرتبط با صندوق سرمایه گذاری مشترک امانت است. همه صندوق ها ملزم به محافظت و نگهداری اوراق بهادار

د: وجود ظرفیت اجرایی و مؤثر قوانین

ه: وجود ساختارهای کارآمد نظیر بورس، کارگزاری، بانک ها و شبکه های توزیع، هیأت امانت<sup>12</sup>

و: وجود استانداردهای لازم حسابداری، حسابرسی و شفاف سازی<sup>13</sup>

ز: وجود معافیت های تشویقی در پاره ای از بخش های اقتصادی

### شکل سازمانی صندوق ها

صندوق های سرمایه گذاری مشترک نیز همانند سایر سازمان ها، نیاز به بستر حقوقی در چارچوب مقررات و قوانین (حقوقی - تجاری) دارند تا با تعاریف روشن حدود فعالیت و دامنه مسئولیت آن ها مشخص و امکان پیوستن شان به سایر عرصه های فعالیت مهیا گردد. لذا همانند سایر مؤسسات نیاز به مقررات و ضوابط خاص فعالیت خود دارند که می توان به اجمال به آن ها اشاره کرد.

- هیأت امانت

- هیأت مؤسس

- مدیریت عملیات و اجرا

- گروه مشاورین سرمایه گذاری و نظارت

- توزیع کننده

- حسابرسی مستقل

### سرمایه گذاران صندوق

سهامداران صندوق های سرمایه گذاری مشترک همانند سایر سهامداران شرکت ها، حقوق ویژه ای دارند که شامل انتخاب مدیران، اجازه تغییرات اساسی، تغییر در اهداف و سیاست های صندوق، دسترسی به صورت های مالی و قراردادهای و به علاوه یک حق ویژه که همان حق باز خرید سهام در هر لحظه از زمان توسط

اغلب صندوق‌ها این قیمت گذاری روزانه است (ارزش خالص دارایی‌های صندوق<sup>11</sup> که از نسبت ارزش دارایی‌های صندوق پس از کسر بدهی‌های صندوق به تعداد سهام منتشره به دست می‌آید و این مهم‌ترین تعیین ارزش سهام صندوق است. چهار گونه قیمت قابل شناسایی است.

- قیمت اولیه<sup>12</sup> و آن بهایی است که طبق آن سهام اولیه توسط انما به شرکت مدیریتی فروخته می‌شود.

- قیمت تحویل<sup>13</sup> و آن بهایی است که بر اساس آن شرکت مدیریت سهام را به انما می‌فروشد یا به عبارت دیگر بهای بازخریدی که انما می‌پردازد.

- قیمت پیشنهادی فروش<sup>14</sup> و آن بهای فروش سهام به سرمایه‌گذاران است.<sup>15</sup>

- قیمت پیشنهادی خرید<sup>16</sup> و آن بهای باز خرید سهام از سرمایه‌گذاران است. از صندوق‌های مختلف بسته به نوع فعالیت، خدمات، کارمزدها، هزینه‌ها، مالیات‌ها، و غیره تعیین این قیمت متفاوت بوده و برای مدیران شرکت‌ها در هنگام خرید و فروش اختیاراتی وجود دارد.

از طرف دیگر ممکن است قیمت گذاری بر اساس روش‌های متداول حسابداری مانند روش تاریخی Historical Standard Landed Cost و یا به روش آتی Forward Standard L.C

خود از طریق انما هستند که معمولاً این وظیفه بر عهده بانک و یا شرکت بیمه معتبر است و جدا از آن (مسئولیت حفظ اوراق) مسئولیت راه‌اندازی صندوق و انتشار اوراق بهادار را نیز عهده‌دار است.

### عامل نقل و انتقال

عامل نقل و انتقال از طرف صندوق برای ثبت سوابق و عملیات گمارده می‌شود. ثبت حساب‌های سهامداران، محاسبه و توزیع سود، تهیه و ارائه صورت‌های مالی سهامداران و اطلاعات مالیاتی آن‌ها از جمله وظایف این عامل است. برخی از این عاملان در مقام پاسخگویی به سهامداران نیز می‌باشند.

### مؤسسه مدیریت ستادی

اداره عملیات صندوق بر عهده یکی از نهادهای مرتبط با صندوق مانند شرکت مشاور سرمایه‌گذاری با یک نهاد غیر وابسته است. مدیریت عملیات نظارت بر فعالیت‌های دیگر را که به صندوق خدمات می‌دهند و نیز رسیدگی به امور اداری و مالی مانند خدمات حسابداری و پرداخت هزینه‌ها را عهده‌دار است. این مؤسسه مسئولیت تضمین قانونی بودن فعالیت صندوق و تهیه گزارش‌های مربوط به نهادهای نظارتی و مالیاتی را نیز عهده‌دار است. قابل توجه این که در برخی از صندوق‌ها ممکن است اجرای وظایف دو یا چند نهاد ذکر شده بر عهده یک شرکت باشد. اما به منظور حفظ منافع سهامداران باید هیأت مدیره شرکت مشاور سرمایه‌گذاری و مدیریت عملیات از انما مستقل باشند.

### ناظر

برای حفظ حقوق سهامداران و بهبود بازار سرمایه مسئله نظارت بر صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک ضروری است. این نظارت به طور معمول از طرف دولت‌ها صورت می‌پذیرد و با وضع قوانین و مقررات خاص همراه است. در اغلب کشورها این نظارت بر عهده کمیسیون بورس اوراق بهادار به عنوان مقام ناظر بر بازار سرمایه است. مثلاً در ایالات متحد از طریق (Security Exchange Commission. SEC) و توسط انجمن ملی معامله‌گران اوراق بهادار (National Association of Securities Dealers. NASD) و در انگلستان از طریق (Securities Investment Board. SIB) و توسط سازمان نظارتی مدیریت سرمایه‌گذاری (Investment Management Regulatory Organization) صورت می‌پذیرد.

تغییر در خط مشی سرمایه‌گذاری، استانداردهای حسابداری و حسابرسی، شیوه‌انهای اطلاعات، اعمال کارمزدها، محدودیت‌های معاملاتی، اختیارات مدیران، ارزیابی دارایی‌ها، قیمت گذاری، دادوستدها، گزارش‌های مالی و نظایر آن‌ها باید مطابق با قوانین و مقررات مربوط به سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار و زیر نظر ناظر باشد.

### ابزارهای قیمت گذاری

قیمت گذاری سهام صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک از مهم‌ترین موارد مورد بحث است. ارزش سهام صندوق بر خلاف روش‌های متداول تعیین بها (ساز و کار بازار و تأثیر تقاضا بر قیمت) بر اساس ارزش روز سرمایه‌گذاری‌ها انجام می‌گیرد. در



## استراتژی اصلی و عمده

این صندوق همانگونه که ذکر شد عمدتاً در سهام شرکت هایی که در بخش صنعت مسکن و ساخت و ساز فعالیت دارند سرمایه گذاری می کند. طبق تعاریف مندرج در خط مشی سرمایه گذاری صندوق، شرکتی مناسب برای سرمایه گذاری تشخیص داده می شود که حداقل ۵۰ درصد دارایی ها، درآمد و سود آن از طریق تولیدات و خدمات بخش مسکن و ساختمان حاصل شود. این شرکت ها عبارتند از سرمایه گذاری های مسکن و ساختمان و شرکت هایی که صاحب قطعات بزرگ زمین با کاربری مسکونی - تجاری هستند، مانند شرکت های کاغذسازی، الوار، هتل ها، مجموعه های ورزشی - تفریحی، و شرکت هایی که تولیدات و خدماتشان به بخش مسکن و ساختمان مربوط می شود مانند تولیدکنندگان مصالح ساختمانی و یا قرض دهندگان وام های خرید مسکن و شرکت های خدماتی آنها می باشند.

این صندوق سرمایه گذاری مشترک مسکن می تواند تا ۲۵٪ از دارایی های خود را در شرکت های مسکن و ساختمان خارجی نیز سرمایه گذاری کند. این محدودیت با توجه به خطراتی است که سهام های خارجی همراه دارند. این خطرات ناشی از حوادث سیاسی، مالی و اقتصادی در سایر کشورها است. علاوه بر آن احتمال عدم تطابق استانداردهای حسابداری، حسابرس، شفاف سازی<sup>۲۲</sup> در مورد سهام خارجی با سرمایه گذاری داخلی نیز هست، به عبارت دیگر حساسیت و کنترل کمتری که در مورد سهام های خارجی ممکن است وجود داشته باشد.

تراست های سرمایه گذاری مسکن و ساخت یا کورپوراسیون Corporation و یا Business، تراست هایی هستند که در عمل مجازند مالیات بر درآمد فدرال را در صورت تطبیق با مصوبات نپردازند و به عبارت دیگر درآمد بیشتری برای سهامداران خرد ایجاد کنند. "Internal Revenue Code" این صندوق بیش از هر چیز تراست های سرمایه گذاری (equity) تمرکز می کند.

- تراست های سرمایه گذاری بخش مستغلات و ساختمان به سه دسته تقسیم می شوند.

- تراست های سرمایه گذاری در سهام "equity R.E.I.Ts" که اغلب صاحب ملک هستند و از دریافت مال الاجاریه تولید درآمد می کنند.

- تراست های وام مسکن "mortgage R.E.I.Ts" که در وام مسکن سرمایه گذاری و فعالیت دارند.

- تراست های "hybrid R.E.I.Ts" که ویژگی های سهام (equity) و وام (mortgage) را با هم ترکیب کرده اند و فعالیت می کنند.

## ریسک ها و خطرات اصلی

اسناد و اوراق بهادار شرکت های مسکن و ساخت همانند سایر اوراق بهادار بازار سرمایه متضمن ریسک هستند و علاوه بر آن ریسک های مشابه مالکیت مستقیم مستغلات و املاک را نیز دارند می باشند و این ریسک ها عبارتند از:

- سقوط ارزش ملک و زمین

- وابستگی به مهارت های مدیریتی<sup>۲۳</sup>

انجام گیرد. قیمت گذاری تاریخی بر اساس ارزش معامله قبلی (بدون فاصله و زمانی) صورت می گیرد و مبنای قیمت گذاری آتی ارزش آینده است. در این حالت همه مبادلات تا زمان محاسبه ارزش آینده متوقف می شود و پس از آن معامله در قیمت محاسبه شده انجام می پذیرد. مدیر می تواند تصمیم بگیرد که روش قیمت گذاری سهام صندوق بر اساس کدام روش باشد ولی اصل وحدت روش ضروری است. طرح انتشار اوراق سرمایه گذاری مشارکتی در ایران اولین بار در سال ۱۳۷۰ از سوی بانک ملی ایران طرح شد و کلیات آن در دست است، اما تا کنون اقدامی در این راستا صورت نپذیرفته است.

## نمونه واقعی: فعالیت یک صندوق مشترک در مستغلات

در این قسمت به شرح صندوق "پرنسیپال"<sup>۲۴</sup> می پردازیم، که در طبقه بندی در شمار "صندوق های سرمایه گذار رشد داخلی"<sup>۲۵</sup> گروه بندی گروه بندی شده است. در حقیقت، این صندوق با مستغلات از نوع هدف رشد در اقتصاد بومی مسکن فعالیت خود را رایج می دهد.

این صندوق مشترک سرمایه گذاری مستغلات در "اوراق سهام"<sup>۲۶</sup> شرکت هایی که اغلب در صنعت مسکن و ساختمان فعالیت دارند، مشارکت می کند. هدف این صندوق تلاش برای ایجاد و افزایش "بازده کل"<sup>۲۷</sup> است. یعنی تمام سود خالص حاصل از سرمایه گذاری که شامل سود سهام دریافتی و عایدات سرمایه است.



- کمبود احتمالی نقدینگی وام مسکن

- خالی ماندن طولانی املاک

- تغییرات در قوانین محدوده های شهری و ساخت و ساز

- خسارات در اثر تصرف ملک یا آسیب دیدگی و مرگ افراد

- خطرات مربوط به شرایط اقتصادی عمومی و محلی

- وابستگی شدید به گردش نقدینگی و یا گردش نقدینگی شدید

- ساخت و ساز بیش از اندازه<sup>۳۳</sup>

- افزایش مالیات مستغلات و هزینه های کار<sup>۳۴</sup>

- هزینه های مربوط به پاکسازی مشکلات زیست محیطی

- تغییرات نرخ بهره.

علاوه بر ریسک های مذکور در بالا، تراست های سرمایه گذاری

مستغلات<sup>۳۵</sup> از تغییرات ارزش مستغلاتی که در اختیار دارند نیز

تأثیر می پذیرند.

تراست های وام مسکن از کیفیت اعتبار مدت دار نیز هر دو این

تراست ها:

- به مدیریت (مهارت ها) متکی اند و قادر به تغییر دادن نوع

خدمات نیستند.

- وابسته به گردش نقدینگی هستند و از عدم پرداخت به موقع وام

گیرندگان تأثیر می پذیرند.

- احتمال آن است که با توجه به قوانین و مقررات استحقاق

بخشودگی مالیاتی نداشته باشند.

به سبب این عوامل، ارزش سهام صندوق هایی که در این

تراست ها سرمایه گذاری می کنند و به تبع آن ارزش خالص

دارایی های آن ها روزانه تغییر می کند.

ارزش جاری سهم، بازتاب فعالیت های هر یک از مؤسسات و

شرایط عمومی بازار و اقتصاد است. در کوتاه مدت احتمال آن

است که قیمت سهام در واکنش به عوامل مذکور به شدت بالا و

پایین برود. به سبب این نوسانات ارزش اصلی<sup>۳۶</sup> و بازده

سرمایه گذاری<sup>۳۷</sup> متفاوتند.

این مؤسسات عموماً برای سرمایه گذاری مناسب است که به

دنبال رشد دراز مدت و خواهان سرمایه گذاری در بخش فعال

صنعت مسکن و ساخت و ساز هستند و آماده اند تا نوسانات

ارزش سرمایه گذاری خود را که به طور عمده زمین و مستغلات

است تحمل کنند.

#### ۴- صندوق های سرمایه گذاری در مستغلات و مسکن (REITs) و نمونه ای از آن ها

یکی از اشکال نهادهای بازار سرمایه "تراست سرمایه گذاری

مستغلات و مسکن" است. این تراست ها با این تصور پدید آمدند

که بسیاری از سرمایه های گذاران کوچک را گردآوری و

تجهیز کنند. و این کاری بود از آن ها "صندوق های مشارکتی

صنعت" انجام می دادند. این تجهیز به قصد سرمایه گذاری در

زمین و مستغلات با کاربرد مسکونی و یا تجاری صورت

می گرفت. این نهاد به گونه ای طراحی شد تا به سرمایه گذارانی که

نه وقت و نه دانش لازم برای اداره مستغلات را داشتند امکان دهد

تا از ویژگی خاص سرمایه گذاری درآمد زا در بخش زمین و

مسکن سود ببرند.

این ویژگی ها شامل امکان بالقوه در استفاده از معافیت های

مالیاتی این بخش از سرمایه گذاری و دیگری امتیاز زیان گزینی

ناشی از تورم بود. صنعت REITs نهادهای بالنسبه جدید و بحث

انگیز به شمار می آید. بعد از تصویب و ایجاد این صنعت با تأیید

کنگره آمریکا از طریق قانون "تراست سرمایه گذاری ملک و

مسکن" در سال ۱۹۶۰ این نهادها خصوصاً در طی دوره<sup>۳۸</sup>

(تنگنای پولی) سال ۱۹۹۶، سریعاً رشد کردند. در اوایل و نیز

اواسط دهه ۷۰ مشکلات فراوانی در مورد کیفیت وام ها پدید آمد

که تعداد زیادی از این صندوق ها از جمله برخی از بزرگترین

آن ها که تحت پوشش یا وابسته (affiliated) به شرکت های

صاحب بانک بودند به ورشکستگی کشیده شدند و در پی آن

برخی از صاحب نظران در مورد شرکت های این نهاد در مقام

واسطه کارآمد امور مالی با تردید مواجه شدند. علاوه بر این، چون

بسیاری از بزرگترین REIT ها با ضمانت بانک های بزرگ تجاری

فعالیت می کردند، این مشکلات مالی به نوعی به اعتبار و شهرت

بانک های مذکور لطمه زد.

از آن جا که این صندوق ها تحت قانون "تراست های

سرمایه گذاری زمین و مسکن" مصوبه ۱۹۶۰ عمل می کنند؛ طبق

این قانون اگر تراستی بتواند با سطوح مشخص شده در "مصوبه

درآمد داخلی"<sup>۳۹</sup> همخوانی داشته باشد از معافیت های خاص

مالیاتی در مورد درآمدها، بهره مند می شود. لذا این صندوق ها

همانند شرکت های سرمایه گذاری مشترک که وجوه را به سهام

و اوراق بهادار اختصاص می دهند، می توانند درآمد را به

سهامداران منتقل کنند و در نتیجه فعالیت آن ها همانند عامل

واسطه می شود. مهم ترین مواردی که این صندوق ها باید رعایت

کنند تا صلاحیت فعالیت در مقام عامل واسطه (conduet) را

داشته باشند، به قرار زیر است:

۱) حداقل ۹۰٪ درآمد خالص آن ها باید بین سهامداران توزیع

شود.

۲) خودداری از اداره مستقیم سرمایه گذاری ها به عبارت

دیگر آن ها باید سرمایه گذار منفعل (passive) باشند و

نمی توانند مستغلات خود را رأساً اداره کنند. آن ها بیشتر باید به

صورت عامل واسطه برای سرمایه گذاری وجوه عمل کنند. برای

اداره مستغلات ناچارند افرادی استخدام کنند و به آن ها حقوق

بدهند.

۳) هر یک از آن ها باید حداقل یک صد (۱۰۰) سهام دار داشته

باشند و بیش از ۵۰٪ سهام نباید نزد کمتر از پنج نفر سهام دار باشد.

به عبارت دیگر در هیچ حالتی نباید جمع سهام ۵ نفر از سهامداران

از ۵۰٪ سرمایه شرکت بیشتر باشد.

۴) میزان درآمد این صندوق ها از فروش یک قطعه ملک

شخص نباید از ۳۰٪ درآمد ناخالص آن ها بیشتر باشد. به عبارت

دیگر این صندوق ها محدودیت سودبری ناشی از فروش دارایی

(ملک) دارند و این به منزله کنترل غیر مستقیم افزایش بهای

مستغلات توسط واسطه ها است.

در مقطع آخر سال ۱۹۸۵ کل دارایی های نهاد REIT بالغ بر

پانزده (۱۵) میلیارد دلار بود (این رقم در سال ۱۹۸۸ اعلام شد) و

مالیات ها است.

**تراست های وام های کوتاه مدت short-term mortgage trusts**  
این تراست ها اغلب در حیطه وام های ساخت و ساز، توسعه و گسترش و با مهلت سررسید کمتر از یک سال سرمایه گذاری می کنند. این گونه تراست ها از معافیت و منافع بخشودگی مالیات در اثر اعمال استهلاکات کاهنده مالیات استفاده نمی کنند ولی به دلیل داشتن ابزار ارزشمند دیگری که آن اهرم مالی leverage است از طریق دریافت وام با نرخ بهره پایین تر و پرداخت وام با نرخ سود و بهره بالاتر از تفاوت هزینه این دو نوع پول سود می جویند. تعداد بسیاری از تراست ها قادر بودند از طریق فروش سهام جدید با قیمتی بالاتر از ارزش اسمی (book value) که به آن "contradilution" می گویند، حتی بدون استقراض رشد کنند. این یکی از روش های سرمایه گذاری املاک و زمین برای توسعه بود و در طی دوره ای که سهام شان به صورت high price earning ratios به فروش می رفت از آن استفاده می کردند. علاوه بر آن فروش سهام جدید باعث افزایش بنیان سهام می شد و فرصتی برای اهرم مالی اضافی پدید می آورد.

#### تراست های سرمایه گذاری بلند مدت

این تراست های وام بلند مدت جدیدترین نوع REITS هستند وام های آن ها تا ۳۰ سال زمان دارد و این وام ها اغلب بسیار پایین تر از وام های کوتاه مدت ساخت و ساز و توسعه است. فاصله بین نرخ های کوتاه مدت و بلند مدت نشان دهنده ریسک اضافی است که وام دهنده کوتاه مدت در معرض آن است. چرا که ممکن است پروژه هرگز تکمیل نگردد و یا این که وجوه دراز مدت مصرفی برای بازپرداخت قرض کوتاه مدت takeout money هرگز از سازنده پروژه (builder) دریافت نشود.

#### روند آتی این صنعت Industry Trends

هر چند که REITS عموماً تحت قانون "تراست سرمایه گذاری مستغلات و مسکن" در سال ۱۹۶۰ سامان دهی شدند، رشد سریع این تراست ها در اواخر دهه ۶۰ آغاز شد. بهترین زمان فعالیت این تراست ها سال های ۶۸ و ۶۹ بود که وضعیت دشوار اعتبارات تمام منابع سرمایه برای وام های مسکن را تقریباً متوقف کرده و حتی خشکانده بود. در نتیجه REITS توانستند مبالغ عظیمی از سرمایه را با نرخ های بسیار خوب بازار سرمایه به میدان آورند و ارزش سهامشان به سرعت بالا رفت. در طی سال های ۶۹ و ۷۰ مؤسسات معظم مالی از قبیل، Chase Connecticut, Bank of America, Manhattan Bank General Life Insurance Co تراست های سرمایه گذاری مستغلات و مسکن خود را راه اندازی کردند. تقریباً ۳۱ پیشنهاد REITS با جمع دارایی های هر یک از ۱۰ میلیون دلار بیشتر در طی ۹ ماه اول سال ۱۹۷۱ ارائه شد. با افزایش رقابت در املاک و نرخ های بهره کاهنده در سرمایه گذاری ها REITS در حفظ دامنه سود خود دچار مشکل شدند. به علاوه، قیمت سهام آن ها کاهش پیدا کرد و این وضع را برای افزایش equity base اضافی به عنوان پایه base به منظور leverage مالی بیشتر دشوارتر ساخت. بدین ترتیب، صحنه برای فاجعه مالی اواسط دهه ۱۹۷۰ آماده شد.

وام های تجاری بزرگ ترین دارایی این صنعت به میزان ۳/۸ میلیارد دلار بود. وجوه مورد استفاده از طریق منابع گوناگونی تأمین می شد. در یک مقطع تعدادی از این مؤسسات برای تأمین مالی از طریق منابع کوتاه مدت به بازار تجاری کاغذ<sup>۱۱</sup> وابسته بودند، اما مشکلات مالی این بخش را از دستیابی بیشتر به این بازار محروم کرد. (برای اطلاعات بیشتر در حال حاضر مراجعه شود به پیوست ES-1).

صندوق های REIT به سه گروه تقسیم می شوند:

- ۱- تراست های سرمایه گذاری در سهام (equity)
  - ۲- تراست های سرمایه گذاری در وام های کوتاه مدت
  - ۳- تراست های سرمایه گذاری در وام های بلند مدت
- تراست های نوع اول عمده تاً در مالکیت مستحدثات (real property) مشغولند.

معمول ترین شکل تراست های equity از طریق مال الاجاره یا پرداخت وام های رهنی دراز مدت است. در عین حال بخشی از این درآمد را به سهامداران می پردازند و معمولاً کاهش مقسدر قرض (به دلیل پرداخت اقساط دوره ای وام) و همچنین افزایش ارزش املاک به کمک تورم موجب افزایش قیمت سهام سهامداران این مؤسسات می شود.

#### تراست های سرمایه گذاری در سهام equity trusts

دارایی های معمول این نوع تراست ها شامل ساختمان های اداری، مجموعه آپارتمان های مسکونی، مجموعه آپارتمان های لوکس<sup>۱۲</sup>، املاک تجاری مانند: مراکز خرید و بعضاً با تنوع بیشتری در مستغلات مانند خوابگاههای دانشگاه ها، هتل ها، زمین های سالن های سرپوشیده ورزشی و حتی چاه های نفت است. یکی از عناصر کلیدی در فعالیت این دسته سرمایه گذارها همانا استفاده از استهلاکات با تأثیر گذاری در کاهش





REITs فعال در وام مسکن در سال ۲۰۰۲ معادل ۷۷/۳٪ از کل سود حاصل از سرمایه گذاری ها را (total return) برگردانده اند. حال این سؤال پیش می آید که در سال ۲۰۰۳ این وضع چگونه خواهد بود؟ تعداد بسیاری از مدیران صندوق ها با محافظه کاری ارقام را اعلام کردند (۷ تا ۱۰ درصد) ولی این پیش بینی کمی زیاده از حد محافظه کارانه است. زیرا بانک مرکزی (Federal Reserve) تاکنون یازده بار نرخ های بهره را شکسته است و اگر وضعیت اقتصادی بهبود نیابد ممکن است باز هم دست به این عمل بزنند. اگر این اتفاق رخ دهد، و بازارهای equity در سه ماهه چهارم بهبود نیابند، آن وقت REITs به شدت صعود خواهد کرد، یا به عبارت دیگر اگر بهبود بازار بیش از زمان پیش بینی طول کشد. از هم اکنون صحبت بازده ارقامی، مانند ۲۰٪ در میان است.

یکی دیگر از مشغله های REITs پیدا کردن مدیران خوب و لایق است. یافتن مدیر خوب کاری دشوار است. بیشتر مؤسسات از مدیران REITs کوچک حذر می کنند. به همین علت ۹۰٪ آن ها به زیر شاخص پایه benchmark سقوط کرده اند.

#### ۵- جمع بندی و توصیه ها

در ابتدای این بخش شاید لازم باشد نگاهی گذرا به "بازیگران بازار سرمایه مستغلات و مسکن" ایران بیفکنیم. عاملان بازار سرمایه مسکن ایران را می توان به سه گروه تقسیم کرد.

#### ۱- بخش دولتی شامل:

۱-۱- بانک های دولتی که بخش عمده ای از تسهیلات تخصیصی برای مسکن را از طریق اعطای اعتبارات خرید مسکن و تخصیص اعتبار برای ساخت با نرخ سود متفاوت با سایر نرخ ها تأمین می کنند.

۱-۲- وزارت مسکن و شهرسازی که عمدتاً عملیات سازمان های ملی زمین و مسکن استان های سراسر کشور را به طور مستقل و بعضاً از طریق مشارکت های جزیی با بخش خصوصی (سازندگان و یا شرکت های سرمایه گذاری در امر مسکن و صندوق های مسکن با تبیین و تعیین گروه های هدف) به عهده دارد، اقدام به سرمایه گذاری در این بخش می کند. لازم به تذکر است که، این سرمایه گذاری terminatig هستند (بدون استمرار) و عمدتاً در پایان دوره ساخت و واگذاری خاتمه می یابند.

۱-۳- سایر شرکت های دولتی و سازمان هایی که به طور مستقیم و غیر مستقیم در این بخش به طور مستمر یا موقت فعالیت دارند. و به دلیل پایین بودن نرخ تأثیر نقش چندانی در بازار نخواهند داشت.

#### ۲- بخش خصوصی شامل:

۲-۱- بانک های خصوصی که در چارچوب مقرر از طرف بانک مرکزی (CBI) با نرخ های مصوب (بالاتر از بانک های دولتی) اعتباراتی جهت خرید مسکن به متقاضیان خود تخصیص می دهند.

۲-۲- بخش کوچک خصوصی با ویژگی پراکندگی جغرافیایی در سراسر کشور، به طور عمده در شهرهای بزرگ با



دوره سال های ۷۴ تا ۷۶ مشکلات این تراست ها را آشکار کرد. دامنه سود همچنان رو به کاهش بود و بسیاری از سازندگان قادر به پرداخت دیون سررسید شده نبودند. چون نرخ بهره بالا بود و مصالح ساختمانی نیز روزه به روز گران تر می شد. بدین ترتیب نه تنها REITs تعداد کمتری وام می دادند، بلکه تعداد بیشتری از وام های موجود تبدیل به معضل می شد. این زیان ها، توسط سیستم مالی - حسابداری تعلق سود (accrual accounting system) که بسیاری از تراست ها با استفاده از آن به وام های خود سود می پرداختند، تشدید شد. در حالی که مدت زمانی بود که هیچ پرداخت نقدی سود انجام نگرفته بود و هیچ اطمینانی به پرداخت سود در آینده نیز مشاهده نمی شد. در نهایت تخلیه نقدینگی (cash drain) در این مؤسسات چندان شدت گرفت که قصور در پرداخت بدهی (default) روی قروض آن ها بسیار سنگین شد و تعداد زیادی از بزرگ ترین آن ها ورشکست شدند. هر چند که وضعیت این صنعت در اواخر دهه ۷۰ رو به ثبات نهاد ولی آینده این نهاد مالی همچنان نامطمئن مانده است.

سبد سرمایه گذاری های REITs، را هیأت مدیره و یا امنا تعیین می کنند. مدیران هر شرکت مانند دیگر شرکت ها توسط سهامداران انتخاب می شوند و در مقابل آنان پاسخگو هستند. در عوض، مدیران نیز پرسنل مدیریت ارشد اجرایی را منصوب می کنند. مدیران REITs عموماً از افراد سرشناس و خوشنام محافل مربوط به زمین و مسکن و تجارت هستند. این مدیران و افراد حرفه ای که REITs را اداره می کنند مانند سایر شرکت های سهامی عام، هم در برابر هیأت مدیره و هم در برابر سهامداران و حتی طلبکاران شرکت ملزم به پاسخ گویی هستند. در ده سال گذشته اکثر REITs به مالکیت عام درآمدند و از حالت خصوصی خارج شدند. در بسیاری موارد مالکیت سهم های بالاتر این شرکت ها به مدیران ارشد انتقال یافت و بدین ترتیب تیم های مدیریت ارشد، تعداد زیادی از REITs کنونی بخشی از سهام شرکت را در اختیار گرفتند. این امر باعث شد منافع اقتصادی مدیریت و سهامداران همسو گردد و کارایی مؤسسه به طرز چشم گیری افزایش یابد. "NAREIT" گزارش می دهد که

نوع سرمایه گذاری فردی و به میزان متوسط و کوچک. اطلاعات دقیقی از حجم سرمایه گذاری های این بخش به صورت شفاف در اختیار نیست و می توان از طریق آمارهای ارایه شده کلی و یا میزان مجوزهای صادره و با کسر کردن سرمایه گذاری های بخش های شناسایی شده از این آمار کل، به میزان کمی سرمایه گذاری های این بخش پی برد.

### خلاصه گزارش بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران برای سال ۸۰

سرمایه گذاری بخش خصوصی (به قیمت های جاری) در ساختمان های جدید مناطق شهری ۴۰/۹ درصد نسبت به سال قبل افزایش یافت و به رقم ۴۰/۶ هزار میلیارد ریال رسید. شهر تهران و سایر شهرهای بزرگ کشور با جذب بیش از ۷۳ درصد از سرمایه گذاری مذکور و به ترتیب با رشدی معادل ۴۶ و ۸۷ درصد نمایانگر کانون تمرکز سرمایه گذاری بخش خصوصی در بخش مسکن و تحولات این بخش بودند.

در این سال بخش خصوصی علاوه بر تکمیل ۱۶۹/۴ هزار دستگاه ساختمان نیمه تمام با زیربنای ۵۲/۱ میلیون متر مربع، ساخت ۱۶۶/۴ هزار دستگاه ساختمان جدید با زیربنای ۵۶/۶ میلیون متر مربع را در مناطق شهری آغاز کرد. بر اساس آمار مقدماتی تعداد واحدهای مسکونی تکمیل شده توسط بخش خصوصی در مناطق شهری نسبت به سال قبل ۹/۴ درصد افزایش دارد. واحدهای مسکونی مزبور که تعداد آن ها به ۳۷۱/۷ هزار واحد می رسد، در حد هدف برنامه سوم (۳۸۰ هزار واحد) در سال مورد بررسی است.

در سال ۱۳۸۰ شبکه بانکی و مؤسسات اعتباری بر حجم تسهیلات اعطایی خود به بخش ساختمان و مسکن افزودند. بر اساس آمار مانده تسهیلات اعطایی بانک ها و مؤسسات اعتباری به بخش غیردولتی، مانده تسهیلات اعطایی به بخش های ساختمان و مسکن به ترتیب به رقم ۳۳/۳ و ۵۱/۳ هزار میلیارد ریال رسید که رشدی معادل ۳۹/۹ و ۲۸/۵ درصد نسبت به سال قبل نشان می دهد. در این سال همچنین بالغ بر یک هزار میلیارد ریال برای تأمین مالی طرح اسکان ۸۰ "تسهیلات خرید خانه از انبوه سازان بدون تودیع سپرده"، در شورای پول و اعتبار به تصویب رسید. رشد تسهیلات اعطایی بانک ها همراه با رونق بازار مسکن و انتظارات مثبت سرمایه گذاران به تداوم رونق و سودآوری فعالیت های این بخش، موجب افزایش چشمگیر گرایش بخش خصوصی به سرمایه گذاری در بخش مسکن گردید.

### سخن آخر

رویکرد به تقاضای مسکن از دیدگاه فرصت های از دست رفته سرمایه گذاری و تفاوت نگرش به کاستی عرضه مسکن به مثابه انگیزه و فرصت برای جذب و تجهیز سرمایه با هدف سودآوری بیشتر، یا به چالش کشیدن کمبود مسکن از طریق ایجاد بازار سرمایه گذاری در مستغلات و مسکن محور اصلی و مهم این بحث است.

همان گونه که در بالا اشاره کردیم و گزارش بانک مرکزی

ایران نیز مبین آن است، یکی از مهم ترین و کلیدی ترین ابزارهای بازار سرمایه مسکن و ساخت یعنی وجود یک ابزار مستمر تجهیز سرمایه یعنی وجود سازمان هایی با بنیان باز (open - end) در بازار سرمایه ایران وجود ندارد و تقریباً تمامی اشکال سازمانی موجود terminatig هستند، یعنی پس از پایان طرح متحل می شوند.

تجهیز بازار سرمایه مسکن با استفاده ابزاری از سازمان های تمرکز و تجهیز سرمایه با بنیان باز، مانند صندوق های سرمایه گذاری مشترک و یا تجربه مؤسسات مسکن و ساخت و تراست های سرمایه گذاری مستغلات در واقع به ما این امکان را می دهد که بتوانیم انبوه تقاضای مسکن را با به حداقل رساندن بهای تمام شده ساخت و به حداکثر رساندن سود مورد انتظار سپرده و سرمایه گذاران همین بخش پاسخگو باشیم. به بیانی دیگر در واقع، اگر با توجه بیشتری به بازار سرمایه مسکن بنگریم جای یکی از مهم ترین و کلیدی ترین مؤلفه های گمشده این بازار را که همان ابزارهای نهادی - سازمانی آن است (قبلاً در بخش های مختلف این بحث به این بازار اشاره گردیده است) خالی می بینیم.

با تلاش هایی که هم اکنون شاهد آنیم دستیابی به این ابزارها نه تنها دشوار نخواهد بود، بلکه ضرورتی گریزناپذیر است. در سال های اخیر به غیر از کشورهای توسعه یافته غرب، کشورهای بسیاری نیز مانند: مالزی، کره جنوبی، اندونزی در شرق آسیا و همچنین هند و ترکیه در همسایگی ما از این ابزارها سود جسته اند و به بسیاری از سوالات و مشکلات بازار مسکن و سرمایه این بازار پاسخ داده اند. نمونه های مذکور به پیوست این تحقیق آمده است. در پایان یک بار دیگر توجه همه دست اندر کاران مسایل بازار سرمایه مسکن را به تجارب و دست آوردهای عمومی - جهانی این بخش مهم اقتصادی و ابزارهای آن جلب می کنیم.

### پی نویس ها

- 1- Real Estate Investment Trusts (R.E.I.T.s)
- 2- global empiricism
- 3- administrative & executive
- 4- building societies
- 5- mutual
- 6- dividends
- 7- terminating
- 8- permanetn
- 9- The Building Societies ACT 1986 amended in 1997
- 10- Banking Code
- 11- Mortgage Code
- 12- Financial Services Authority (FSA)
- 13- Financial Services Compenstion Scheme
- 14- Permanent Interest Bearing Share (PIBS)
- 15- wind fall
- 16- Carpetbaggers
- 17- Charitable assignment clause
- 18- Building Societies Association (BSA) in U.K
- 19- Principa Real Estate Fund Inc.
- 20- domestic growth - oriented fund
- 21- equity securities
- 22- total return
- 23- disclosure
- 24- Real Estate Market Players in Iran.

