



Securities & Exchange Organization, Research, Development & Islamic Studies (RDIS)  
Journal of Securities and Exchange, Fall 2025, V. 18, No.71, pp. 77-110

## Designing a Real Estate Financing Model Based on the Capacity of the National Housing Fund<sup>1</sup>

Mohammadreza Esmaili<sup>2</sup>, Hossein Barihi<sup>3</sup>

Receive Date: 22 April 2025

Revise Date: 16 November 2025

Accept Date: 17 November 2025

Publish Date: 19 November 2025

Research Paper

### Highlights

- Integrates diverse financial tools from money and capital markets into a unified framework.
- Leverages the National Housing Fund's legal authority to coordinate real estate financing.
- Enables public participation to distribute the financial burden away from the government.
- Validated via expert interviews and thematic analysis.

### Abstract

Iran's housing crisis, driven by high inflation and inefficiencies in traditional financing systems, necessitates redefined financial mechanisms and innovative models. While advancements in financial knowledge and technology have introduced diverse tools in financial markets - each addressing specific challenges - their effective use requires oversight from a centralized institution to determine the timing, resource allocation, and implementation stages of housing projects. This institution would coordinate these tools to optimize resource distribution and enhance financing system dynamism.

This research examines existing financial instruments through content analysis and expert interviews, concluding that current tools lack efficiency in Iran's economic climate due to inflation and the absence of an integrated institutional framework. The proposed model centers on the National Housing Fund (established under the 2021 Housing Production Leap Law) as a pivotal institution. It integrates multi-market financial tools, such as public-private partnerships, lease-to-own contracts, and foreign investment participation, within a unified framework.

Key findings indicate that this hybrid approach - combining institution-building with simultaneous use of diverse financial instruments - not only mitigates the housing crisis but also incentivizes private sector engagement through profit-driven participation. Mechanisms like the "finance supply chain" enable households to address housing needs through future income streams rather than relying solely on past savings. Additionally, reducing fiscal pressure on the government allows concurrent execution of large-scale developmental projects. By fostering coordination between public and private stakeholders, the model aims to balance supply-demand dynamics and establish a sustainable housing finance ecosystem.

**Keywords:** Housing Market; Iran; National Housing Fund; Financial Instruments; Inflation; Policy Reform.

**JEL Classification:** R38, H54, G23, R31.

1. doi: 10.22034/JSE.2025.12557.2357

2. Assistant Professor, Department of Economics, Allameh Tabatabaee University, Tehran, Iran. (Corresponding Author). (M.ismaili@atu.ac.ir).

3. Graduate of Financial Management, Faculty of Islamic studies and Management, Imam Sadiq University, Tehran, Iran. (hosseinbarihi6@gmail.com).



Copyright © 2025 The Authors. Published by Securities and Exchange Organization.  
This work is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International license (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>). Non-commercial uses of the work are permitted, provided the original work is properly cited.

**Cite This Article:** Esmaili, Mohammadreza; Barihi, Hossein. (2025). Designing a Real Estate Financing Model Based on the Capacity of the National Housing Fund. *Journal of Securities Exchange*, 18 (71), 77-110. <http://10.22034/JSE.2025.12557.2357>.

## Introduction

Iran's housing market is plagued by deep structural inefficiencies, macroeconomic instability, and fragmented governance. The real estate sector, which once served as a social good, has become increasingly speculative, turning housing into a financial asset rather than a basic human need. The affordability crisis is worsened by high inflation rates, distorted asset values, and a growing wealth gap between rich and poor. This extended abstract discusses the necessary reforms in the housing sector, focusing on a new financing model and the establishment of the National Housing Fund (NHF).

## Methodology

This study uses a qualitative research approach, incorporating a comprehensive literature review and 16 expert interviews. The research framework focuses on identifying the structural issues in Iran's housing sector, the inefficiencies of current financial tools, and the role of the NHF in addressing these problems. The study highlights the necessity of integrating financial, policy, and governance structures for effective reform. It also discusses the creation of risk-sharing mechanisms to protect lenders and borrowers amidst inflation and market uncertainty.

## Result

The research findings reveal key constraints in Iran's housing market, including institutional inefficiencies, fragmented regulation, and inflationary distortions. Experts identified a lack of coordination between financial instruments and government policies as one of the main barriers to sustainable development. The study shows that while capital is available, its inefficient use and lack of institutional coherence prevent long-term investment in housing. The proposed NHF model aims to address these issues by coordinating various financial tools such as loans, securities, and housing funds, ensuring that they align with different stages of housing projects.

## Discussion

The study emphasizes that addressing Iran's housing crisis requires not only new financial instruments but also institutional restructuring. By integrating the NHF with existing financial mechanisms, the model seeks to improve coordination and overcome market fragmentation.

Experts highlight the importance of digital tools and transparent governance in ensuring the effectiveness of the NHF. The proposed model emphasizes adaptability by aligning financial instruments with the risks faced by stakeholders at each project stage, from early development to long-term investment. This approach contrasts with previous efforts, which failed to integrate financial instruments with the broader policy framework.

### **Conclusions**

The proposed housing financing model, centered around the NHF, offers a promising solution to the inefficiencies in Iran's housing market. By aligning finance, policy, and governance, the NHF can stabilize the housing market, increase transparency, and enhance investor confidence. The model's adaptability and coordinated approach will promote sustainable housing development, balancing financial efficiency with social equity. The study concludes that the housing crisis in Iran can be solved by restructuring the institutional and financial architecture, ensuring long-term stability in the sector. Recommendations for future research include evaluating the performance of the NHF after implementation and assessing its impact on housing affordability and market dynamics.

### **Author Contributions**

All authors contributed equally to the conceptualization of the article and writing of the original and subsequent drafts.

### **Data Availability Statement**

Data available on request from the authors.

### **Acknowledgements**

Due to all the efforts that Martyr Seyyed Ebrahim Raisi made to improve the housing situation of the general public, this article is dedicated to him and his efforts are appreciated.

### **Ethical Considerations**

The authors avoided data fabrication, falsification, plagiarism and misconduct.

### **Funding**

This research didn't receive any specific grant from funding agencies in the public commercial, or not-for-profit sectors.

### **Conflict of Interest**

The authors declare no conflict of interest.





سازمان بورس و اوراق بهادار، مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال هجدهم، شماره ۷۱، پاییز ۱۴۰۴، صص ۱۱۰-۷۷

## طراحی مدل تامین مالی بخش املاک و مستغلات مبتنی بر ظرفیت صندوق ملی مسکن<sup>۱</sup>

محمد رضا اسماعیلی<sup>۲</sup>، حسین بریهی<sup>۳</sup>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۸/۰۹ تاریخ بازنگری: ۱۴۰۴/۰۱/۱۹

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۲/۰۶ تاریخ انتشار: ۱۴۰۴/۰۸/۲۸

مقاله پژوهشی

### نکات برجسته

- ابزارهای مالی متنوع از بازارهای پول و سرمایه را در یک چارچوب واحد ادغام می کند.
- از اختیارات قانونی صندوق ملی مسکن برای هماهنگی تامین مالی املاک و مستغلات استفاده می کند.
- مشارکت عمومی را برای توزیع بار مالی از دوش دولت امکان پذیر می سازد.
- از طریق مصاحبه های تخصصی و تحلیل موضوعی اعتبارسنجی می شود.

### چکیده

بحران مسکن ایران، با توجه به تورم بالا و ناکارآمدی نظام تامین مالی سنتی، نیازمند بازتعریف سازو کارهای مالی و مدل های نوین است. گسترش دانش مالی و فناوری، ابزارهای متنوعی را در بازارهای مالی ایجاد کرده که هر کدام قابلیت حل بخشی از چالش های این حوزه را دارند، اما استفاده مؤثر از این ابزارها مستلزم تعیین زمان، حجم منابع و مرحله اجرای پروژه توسط یک نهاد بالاسری است که مدیریت کلان پروژه های مسکن را برعهده دارد. این نهاد با هماهنگی بین ابزارها می تواند تخصیص منابع را بهینه کرده و پویایی سیستم تامین مالی را افزایش دهد. این پژوهش با هدف طراحی مدل پایدار تامین مالی املاک، ابزارهای موجود را از طریق تحلیل مضمون و مصاحبه با خبرگان بررسی کرده است. یافته ها نشان می دهد ابزارهای رایج به دلیل تورم بالا و نبود چارچوب نهادی یکپارچه، در شرایط کنونی اقتصاد ایران کارایی لازم را ندارند. مدل پیشنهادی پژوهش که بر اساس روش تحلیل مضمون از طریق مصاحبه با صاحب نظران این حوزه به دست آمده است، «صندوق ملی مسکن» (مطابق قانون جهش تولید مسکن ۱۴۰۰) را به عنوان نهاد محوری معرفی می کند که ترکیبی از ابزارهای مالی را در چارچوبی هماهنگ به کار می گیرد. نتایج نشان می دهد این رویکرد ترکیبی، مبتنی بر نهادسازی و استفاده همزمان از ابزارهای چندبازاری، نه تنها بحران مسکن را کاهش می دهد، بلکه با ایجاد انگیزه سودآوری برای بخش خصوصی، مشارکت فعال آن را جلب می کند. سازو کارهایی مانند «زنجیره تامین مالی» امکان حل مسئله مسکن را با تکیه بر درآمدهای آتی (به جای پس انداز گذشته) فراهم می کنند. همچنین کاهش فشار بر بودجه دولت، اجرای همزمان پروژه های توسعه بیشتر را ممکن می سازد.

**واژه های کلیدی:** تامین مالی املاک و مستغلات، شرکت پروژه سهامی، صندوق املاک و مستغلات، صندوق ملی مسکن، ابزارهای مالی.

طبقه بندی موضوعی: R38, H54, G23, R31

doi: 10.22034/JSE.2025.12557.2357

۲. استادیار، دانشکده اقتصاد، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول). (M.ismaili@atu.ac.ir)  
۳. فارغ التحصیل مدیریت مالی، دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق علیه السلام، تهران، ایران. (hosseinbarhi6@gmail.com)

حق انتشار این مستند، متعلق به نویسندگان آن است. © ۱۴۰۴. ناشر این مقاله، سازمان بورس و اوراق بهادار است. این مقاله تحت گواهی زیر منتشر شده و هر نوع استفاده غیرتجاری از آن مشروط بر استناد صحیح به مقاله و با رعایت شرایط مندرج در آدرس زیر مجاز است.



Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International license  
(https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/)

استناد: اسماعیلی، محمد رضا؛ بریهی، حسین. (۱۴۰۴). طراحی مدل تامین مالی بخش املاک و مستغلات مبتنی بر ظرفیت صندوق ملی مسکن. فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۱۸ (۷۱)، ۱۱۰-۷۷. https://10.22034/JSE.2025.12557.2357

## مقدمه

در دهه‌های اخیر، تأمین مالی پروژه‌های املاک و مستغلات به یکی از چالش‌های اصلی دولت‌ها و بخش خصوصی تبدیل شده است. افزایش جمعیت، تقاضای فزاینده برای مسکن، توسعه زیرساخت‌ها و ضرورت تحقق اهداف توسعه پایدار، نیاز به منابع مالی کلان و سازوکارهای نوین تأمین مالی را تشدید کرده است. در این میان، الگوهای مشارکت عمومی-خصوصی<sup>۱</sup> با هدف جذب سرمایه‌های بخش خصوصی و به‌کارگیری ظرفیت‌های مدیریتی و فنی آن در کنار منابع دولتی، مورد توجه ویژه قرار گرفته‌اند. با این حال، موفقیت این الگوها در گرو طراحی و انتخاب ابزارهای مالی مناسب است که بتوانند ریسک‌ها را عادلانه توزیع کنند، بازدهی مورد انتظار سرمایه‌گذاران را تأمین نمایند و همزمان اهداف عمومی را محقق سازند.

در دو دهه اخیر بعد سرمایه‌گذاری در مسکن جدی‌تر و پرنسب‌تر از بعد مصرفی آن شده که منجر به نوسانات قیمتی شدید در این حوزه گردیده است. حضور کم‌رنج دولت در بازار مسکن، نبود نظام شناسایی املاک و نظام مالیاتی مؤثر در این حوزه بازار را به محلی برای سفته بازی تبدیل کرده است. نتایج این سفته بازی در بخش مسکن، ابعاد مختلف اقتصاد را درگیر کرده، تصویر زیر سهم مسکن از بودجه خانوار شهری را نشان می‌دهد:

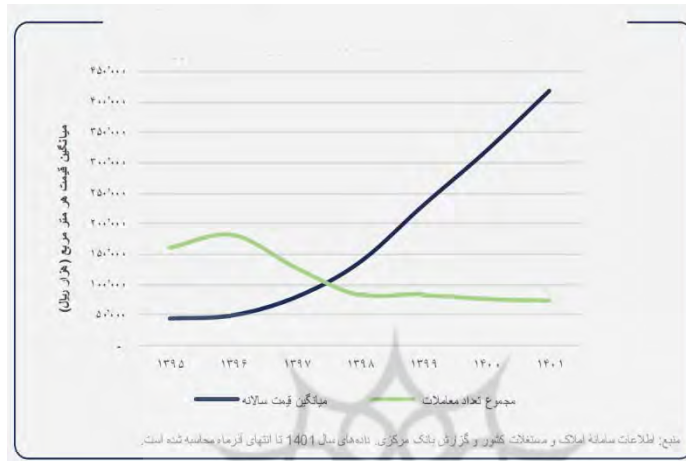


تصویر ۱ سهم مسکن از بودجه خانوار شهری

منبع: داده‌های طرح هزینه و درآمد مرکز آمار

<sup>۱</sup> Public-Private Partnership

رشد فزاینده قیمت زمین و مسکن به صورتی بوده که این امکان وجود ندارد تا آحاد جامعه توانایی پرداخت هزینه یک ملک را داشته باشند. به همین دلیل بازیگران این حوزه رفته رفته کم شده و بازار مسکن وارد فضای رکود تورمی شده است. تصویر زیر روند رشد قیمت در شهر تهران به همراه تعداد معاملات انجام شده را به نمایش می‌گذارد:



### تصویر ۲. روند رشد قیمت در تهران<sup>۱</sup>

منبع: اطلاعات سامانه املاک و مستغلات کشور

در نهایت باید گفت که این مساله، آسیب‌های متعدد اقتصادی و اجتماعی به کشور تحمیل کرده و باید برای اصلاح آن برنامه ریزی بلند مدت صورت بگیرد. دولت به منظور ساماندهی، اقدام به تأسیس صندوق ملی مسکن ذیل قانون جهش تولید مسکن به جهت تجمیع منابع مالی و تسهیل‌گری مالی در حوزه مسکن کرده است. ظرفیت‌های قانونی این اجازه را به صندوق می‌دهد تا با استفاده از ابزارهای مختلف مالی، خدمات مناسبی را به متقاضیان حوزه مسکن ارائه دهد. با این وجود به واسطه تازه تأسیس بودن آن، هنوز روش‌های متعددی از سوی این نهاد طراحی و اجرایی نشده است.

با توجه به این موارد، پرسش‌های اصلی پژوهش عبارتند از:

– الگوی تأمین مالی مسکن با محوریت صندوق ملی مسکن، چه ابعادی دارد؟

۱. اطلاعات به روز به صورت رسمی در سال‌های اخیر منتشر نشده است.

- با توجه به محدودیت‌های اقتصادی‌های کشور، کدام ابزارهای مالی ظرفیت بالقوه بیشتری برای فعالیت در حوزه مسکن را دارند؟

### مبانی نظری و توسعه فرضیه‌ها

در این بخش به بررسی ادبیات موضوع پرداخته و پژوهش‌هایی که با موضوعات مرتبط در این حیطه انجام شده است، معرفی می‌شود. به این منظور در ابتدا به تعریف صندوق ملی مسکن، صندوق املاک و مستغلات، شرکت پروژه سهامی عام و ... پرداخته و پس از آن پژوهش‌های صورت گرفته در بخش تأمین مالی مسکن را احصا می‌کنیم.

**صندوق ملی مسکن:** این صندوق به منظور تجمیع منابع مالی بخش مسکن و تخصیص بهینه آن ایجاد شده و وظیفه دراد تا منابع مالی را از طرق مختلف جلب، جذب و هدایت کند تا ساخت مسکن در کشور رونق بگیرد. همچنین این صندوق می‌تواند به منظور تجهیز منابع از طریق بازار سرمایه و سایر روش‌ها در چارچوب قوانین اقدام کند<sup>۱</sup> (مرکز پژوهش مجلس، ۱۴۰۱). همچنین مطابق قانون جهش تولید مسکن وزارت راه و شهرسازی (که صندوق ملی مسکن عاملیت آن را بر عهده دارد) با همکاری وزارت امور اقتصادی و دارایی باید نسبت به تأسیس، توسعه و تسهیل مقررات صندوق‌های سرمایه‌گذاری حوزه مسکن اقدام کرده و واحدهای فاقد متقاضی را به صندوق‌های مدیریت دارایی (که متعلق به صندوق ملی مسکن است) منتقل کنند (مرکز پژوهش مجلس، ۱۴۰۰).

**شرکت پروژه سهامی عام:** به شرکت سهامی عامی گفته می‌شود که به منظور اجرا و بهره‌برداری از پروژه‌های کلان انتفاعی که دارای توجیه فنی و اقتصادی هستند، تأسیس می‌شود<sup>۲</sup>. در شرکت‌های پروژه‌ای، سرمایه‌گذاران به طور مستقیم در منافع حاصل از اجرای پروژه سهم هستند. به طوریکه موضوع شرکت، ساخت و تکمیل پروژه‌ای خاص و تقسیم عواید حاصل از اجرای پروژه با توجه به ساختار پیش‌بینی شده در طرح توجیهی شرکت است (سازمان بورس، ۱۴۰۰).

**صندوق املاک و مستغلات:** نهاد مالی REIT نوعی شرکت یا موسسه امین است که پول‌های یک‌کاسه شده از طریق عرضه اولیه در بازار سرمایه را روی هم انباشته می‌کند و سپس

۱. خلاصه‌ای از موارد ذکر شده در اساسنامه صندوق ملی مسکن

۲. دستورالعمل نحوه صدور مجوز عرضه عمومی شرکت پروژه (سهامی عام) در شرف تأسیس؛ سازمان بورس اوراق بهادار

برای خرید، توسعه، مدیریت و فروش دارایی‌ها در بازار مسکن و در صنعت زمین و ساختمان استفاده می‌کند. با اینکه REITها در کشورهای مختلف با قوانین مختلفی اداره می‌شوند، ساختار و مشخصه‌های آنها بسیار مشابه یکدیگر است:

نخست: هدف مشترکشان این است که به وسیله مالکیت مستقیم در دارایی‌ها، عایدی دریافتی را دوباره زنده کنند. REITها برای «درآمد ناشی از اجاره‌بها» و «سود سرمایه» مالیات نمی‌پردازند. دوم: در توزیع درآمد قاعده‌مند و تنظیم شده عمل می‌کنند. سوم: قابلیت پذیرش در بورس اوراق بهادار را دارند، هرچند اجباری بر این امر ندارند (بان و بریپی، ۱۴۰۳).

**صندوق خصوصی:** صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی، دسته‌ای از صندوق‌های سرمایه‌گذاری غیر مستقیم هستند که به طور سنتی سرمایه را در دارایی‌های غیر نقدشونده شرکت‌ها سرمایه‌گذاری می‌کنند. این صندوق‌ها به طور کلی به عنوان یک مدل سرمایه‌گذاری غیر مستقیم معرفی شده که به موجب آن سرمایه‌گذاران از طریق یک واسط سرمایه‌گذاری می‌کنند. این وجوه برای یک دوره مشخص (معمولاً ۱۰ سال) جمع‌آوری می‌شوند و توسط شرکت و مطابق ماهیت فعالیت صندوق تقسیم سود و غیره را مشخص می‌کنند (ذاکرنیا، خدابخشیان و صالح آبادی، ۱۴۰۰).

در حیطه تأمین مالی املاک و مستغلات پژوهش‌های علمی - پژوهشی زیادی در داخل کشور صورت نگرفته است، با این وجود پژوهش‌های داخلی به این شرح است: پیمانی (۱۴۰۳) در پایان نامه کارشناسی ارشد خود با عنوان «طراحی بازار متشکل مستقل املاک و مستغلات در جمهوری اسلامی ایران» به دنبال طراحی یک بازار متشکل برای حوزه املاک و مستغلات است. او در این پژوهش نواقص فعلی نظام تأمین مالی در کشور را احصا کرده و مدل‌های مرسوم در دنیا را به همراه ابزارهای مالی که در این حوزه وجود دارد را بر شمرده است. در نهایت این پژوهش به این نتیجه رسیده است که باید بازاری مستقل و متشکل برای حوزه املاک و مستغلات صورت بگیرد تا بتوان این بازار را به صورت درست ساماندهی کرد.

رسولیان و همکاران (۱۴۰۱) در مقاله «ارائه الگوی بکارگیری نهاد سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات به منظور تامین مالی و مولدسازی دارایی‌ها (املاک و مستغلات) در صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح» به این موضوع می‌پردازد که نیروی مسلح املاک و مستغلات زیادی

را دارد و از طرفی صندوق بازنشستگی آن نیازمند منابع مالی است. مولد سازی املاک و افزایش درآمد صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح با استفاده از ظرفیت بازار سرمایه و طراحی صندوق به این منظور را مدل مطلوب به این جهت معرفی شده است.

حبيب اله پورزرشکی (۱۴۰۰) با عنوان «طراحی نظام تأمین مالی کارآمد مسکن در شرایط تورمی» راهکارهای جهانی تأمین مالی مسکن را به دو دسته تقسیم می‌کند: ۱- پرداخت یارانه از طریق کاهش نرخ بهره ۲- طراحی وام‌های رهنی متناسب با شرایط تورمی. نوآوری اصلی این پژوهش تأکید بر ضرورت ایجاد بسترهای نهادی برای راهکار دوم است.

شادمانی (۱۴۰۰) در پژوهشی با عنوان «نسخه نوین تأمین مالی مسکن؛ پنج مسیر بورسی، چگونه منابع ساخت مسکن را فراهم می‌کنند؟» (۱) راه‌اندازی صندوق‌های زمین و ساختمان (۲) صندوق‌های املاک و مستغلات (۳) گشایش بازار رهنی (۴) مدیریت دارایی‌ها (۵) اوراق سلف موازی را در راستای استفاده از ظرفیت‌های بازار بورس در جهت تأمین مالی مسکن معرفی می‌کند.

خادم‌المله (۱۴۰۰) با عنوان «پیدا شدن حلقه مفقوده، چالش‌های تأمین مالی صنعت مسکن کاهش می‌یابد» نظام تأمین مالی مسکن در ایران را ناکارآمد می‌داند. نویسنده بر ظرفیت و توسعه صندوق سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات، صندوق زمین و ساختمان، وام رهنی، اوراق وام رهنی، اوراق اجاره، اوراق سلف موازی و افزایش مالیات<sup>۱</sup>، تأکید می‌کند. همچنین سیاست‌های دولتی در حوزه‌هایی مانند صنعتی‌سازی ساختمان، کنترل بازار زمین، اجاره‌بها، بانک اطلاعاتی زمین و مسکن و ساخت واحدهای اجاره به شرط تملیک را بررسی کرده و آنها را با اقدامات ایران نظیر اجاره ۹۹ ساله زمین در طرح مسکن مهر، سیاست‌های مالیاتی و افزایش تسهیلات ساخت مقایسه می‌کنند.

پیرحیاتی (۱۴۰۰) در پژوهشی با عنوان «تأسیس و تأمین مالی شرکت‌های تأمین مسکن استیجاری از طریق بازار سرمایه»، به ایده تأسیس و فعالیت شرکت‌های تأمین مسکن استیجاری به عنوان یکی از راهکارهای مدیریت بازار اجاره مسکن در کشور پرداخته است که می‌تواند با هدف تأمین و تخصیص مسکن به بخشی از افراد غیر مالک مسکن در جامعه فعالیت کنند.

در گاهی (۱۳۹۱) در پژوهش خود با عنوان «توسعه نظام تأمین مالی؛ راه حل اساسی بازار مسکن ایران: راهبردها و هشدارها»، به نقد ضعف سیاست‌های تأمین مسکن پرداخته و بر لزوم ایجاد یک نظام تأمین مالی کارا توسط دولت تأکید کرده است. او معتقد است که این نظام باید شامل اصلاحات مالی، نهادی، قانونی، حقوقی و نظارتی باشد.

همچنین پژوهش‌های خارجی مورد بررسی عبارتند از:

لارسون و سیدو (۲۰۲۴) در مقاله «تأمین مالی دارایی‌های املاک و مستغلات با ابزارهای مالی جایگزین» با تمرکز بر شرکت‌های املاک سوئدی، به بررسی راهبردهای آن‌ها در روبرویی با تنگنای اقتصادی و تغییرات کلان اقتصادی می‌پردازد. این مطالعه در پی شناسایی راهکارهایی است که بازدهی تعدیل‌شده با ریسک را در شرایط رکودی برای سهام‌داران حداکثر سازد.

گودوین و همکاران (۲۰۲۳) در مقاله‌ای با عنوان «تأمین مالی توسعه مسکن در یک بازار مالی توسعه نیافته: یادگیری از سازگاری‌های مالی توسعه‌دهندگان؟» در بسیاری از اقتصادهای در حال توسعه، به دلیل ضعف بازارهای سرمایه، خانوارها به طور عمده از منابع غیررسمی و روش‌های خودیار برای تأمین مالی مسکن استفاده می‌کنند، در حالی که شیوه سازگاری و ابتکار عمل توسعه‌دهندگان مسکن در روبرویی با این محدودیت‌ها کمتر مورد بررسی قرار گرفته است.

یانگ (۲۰۲۳) در مقاله «مقایسه روش‌های مختلف تأمین مالی شرکت‌های املاک و مستغلات» به بررسی موضوع روش‌های مختلف تأمین مالی شرکت‌های املاک و مستغلات چین می‌پردازد. این مطالعه دو شرکت املاک و مستغلات فهرست شده چینی را به عنوان نمونه انتخاب می‌کند و داده‌های مرتبط را در گزارش‌های مالی منتشر شده توسط دو شرکت به طور همزمان تجزیه و تحلیل می‌کند.

وانگ (۲۰۱۵) در پژوهشی با عنوان «روش تأمین مالی املاک و مستغلات و سیستم شبکه مربوطه» یک روش تأمین مالی املاک و مستغلات و یک سیستم شبکه مربوطه را مورد بحث قرار می‌دهد که یک کانال تأمین مالی جدید را برای خریداران خانه باز می‌کند و امنیت صندوق

را برای سرمایه‌گذاران از طریق اقدامات مختلف همانند تضمین و تعهد، نظارت شخص ثالث و انتقال سهام سرمایه‌گذاری تضمین می‌کند.

تیواری و وایت (۲۰۱۴) در پژوهشی با عنوان «تأمین مالی املاک و مستغلات در اقتصادهای جدید»، به تأمین مالی املاک و مستغلات در دنیای جدید اقتصادی می‌پردازند که بر مقررات‌زدایی و بین‌المللی‌سازی تمرکز دارد.

چن و همکاران (۲۰۱۳) در پژوهشی با عنوان «بررسی ریسک تأمین مالی املاک و مستغلات و پیشگیری از آن تحت سیاست‌های کنترل کلان»، معتقداند ریسک تأمین مالی املاک و مستغلات، به عنوان ریسک اصلی در شرکت‌های املاک و مستغلات، تحت سیاست‌های کنترل کلان به طور چشمگیری افزایش می‌یابد. ایده اصلی این پژوهش بررسی ریسک و پیشگیری تأمین مالی املاک و مستغلات تحت سیاست‌های کنترل کلان است.

پژوهش‌های پیشین در حوزه تأمین مالی املاک و مستغلات عمدتاً بر ظرفیت ابزارهای مالی تمرکز داشته و گاه به ضرورت توسعه نهادی در بخش مسکن اشاره کرده‌اند، اما به دلیل تازگی تأسیس صندوق ملی مسکن، هنوز ظرفیت این نهاد در هیچ مدلی بررسی نشده است. بیشتر این مطالعات پیش از سال ۱۳۹۷ و پیش از جهش تورمی انجام شده‌اند و در شرایط کنونی کارایی خود را از دست داده‌اند؛ زیرا تورم بالا اثربخشی بسیاری از ابزارها، مانند تسهیلات مسکن در تهران، را از بین برده است. در همین راستا، پژوهش‌های جدید با رویکرد کمی و مبتنی بر توزیع نرمال، افزایش چشمگیر ریسک تأمین مالی شرکت‌های املاک و مستغلات را در اثر سیاست‌های کنترل کلان نشان می‌دهند و بر لزوم تدوین سیاست‌های پیشگیرانه برای کاهش این ریسک و ارتقای توسعه پایدار در بخش مسکن تأکید دارند.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی

### معرفی و بررسی وضعیت هر ابزار<sup>۱</sup> در مراکز علوم انسانی

ابزارهای مالی ظرفیت‌های مختص به خود را دارند. در جدول زیر سعی شده تا وضعیت عملیاتی و نکات ابزار<sup>۲</sup>، ناظر به تجربیات گذشته تجمیع شود.

۱. در این بخش صرفاً ابزارهایی که در این پژوهش مورد استفاده قرار گرفته مورد بررسی قرار گرفته است.

۲. بخش نکات ابزار ناظر به نظرات خبرگانی پژوهشگران بوده است.

جدول ۱. بررسی وضعیت ابزارهای تأمین مالی املاک و مستغلات<sup>۱</sup>

ردیف	نام ابزار	وضعیت عملیاتی و نکات ابزار مالی
۱	تسهیلات بانکی	<p>آیین نامه‌ها و دستورالعمل‌های متعدد و متنوع اعطای تسهیلات شبکه بانکی در حوزه مسکن مانند ماده ۴ قانون جهش تولید مسکن<sup>۲</sup> مصوب ۱۴۰۰/۰۶/۲۴، دستورالعمل پرداخت تسهیلات نهضت ملی مسکن، آیین نامه اعطای تسهیلات مسکن و نوسازی و بهسازی مسکن روستایی مصوب ۱۳۸۵/۰۱/۱۶، تصویب نامه در خصوص اعطای تسهیلات بانکی در قالب طرح مسکن مهر مصوب ۱۳۸۷/۰۸/۰۲،</p> <p>نکات: تسهیلات بانکی رایج‌ترین روش تأمین مالی بوده و به دلیل استفاده از وثیقه املاک برای بانک‌ها جذابیت دارد. نرخ سود ثابت، مدت زمان بازپرداخت طولانی و عدم ثبات اقتصادی کشور، عدم وجود بازار ثانویه و حجم سرمایه مورد نیاز مسکن چالش‌های زیادی برای بانک‌ها ایجاد کرده است. با تکلیف به شبکه بانکی و حمایت از آن از طریق صندوق ملی مسکن مطابق ماده ۴ قانون جهش تولید مسکن، تحقق حداقل ۵ درصد سهم مسکن از تسهیلات می‌تواند تأمین مالی مناسبی برای پروژه‌ها فراهم کند و از انحراف این وام‌ها جلوگیری کرده و اعتبار را به سمت فعالیت‌های مولد هدایت کند.</p>
۲	صندوق املاک و مستغلات	<p>۱- صندوق سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات، موضوع بند "ب" ماده (۱) آیین نامه اجرایی ماده (۱۴) قانون ساماندهی و حمایت از تولید و عرضه مسکن، مصوب ۱۳۹۵/۰۸/۰۵</p> <p>۲- تصویب اساسنامه صندوق سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات، تیرماه ۱۴۰۰</p> <p>۳- صندوق سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات به عنوان یکی از ابزارهای سرمایه‌گذاری غیرمستقیم در فرابورس ایران پذیرفته شده است.</p> <p>نکات: به عنوان یک روش مهم مولد سازی دارایی‌های منجمد و تأمین نقدینگی برای نقد کردن دارایی‌های دولت و مخصوصاً بانک‌ها لازم و ضروری است که با این روش می‌توان آنها را نقد کرد و نقدینگی آنها را برای تأمین مالی افزایش داد.</p> <p>صندوق املاک و مستغلات می‌تواند ابزار مناسبی برای سرمایه‌گذاری و بهره برداری از املاک باشد و ترکیب آن با عقد اجاره به شرط تملیک زمینه بهره برداری بلند مدت به نفع مصرف کننده نهایی را فراهم می‌سازد.</p>
۳	صندوق خصوصی	<p>این صندوق با دریافت مجوز تأسیس و فعالیت از سازمان، از مصادیق نهادهای مالی موضوع بندهای ۲۰ و ۲۱ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار و بند (ه) ماده ۱ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید، محسوب شده و طبق ماده ۲ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید نزد مرجع ثبت شرکت‌ها به ثبت می‌رسد. موضوع فعالیت صندوق جمع‌آوری منابع مالی و تخصیص عمده آن به سرمایه‌گذاری در سهام/سهم‌الشرکه شرکت‌ها با موضوع فعالیت در صنایع..... است. (اساسنامه صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی)</p> <p>نکات: ۱- مجموع ارزش این صندوق‌ها نزدیک به ۲۰۰۰ میلیارد تومان بوده که در حوزه‌های گردشگری، صنایع غذایی، صنایع دارویی، شرکت‌های فناوری بالا، ICT فعالیت دارند. تا کنون صندوقی جهت تأمین مالی زیرساخت‌های کشور در این خصوص طراحی نشده، اما در دنیا از این ابزار استفاده بسیار زیادی می‌شود.</p>

۱. به جز صندوق املاک و مستغلات که مختص مسکن بوده و تسهیلات صندوق ملی مسکن، سایر ابزارها در موارد دیگر نیز کاربرد دارند و منحصر به موضوع مسکن نیستند.
۲. بانکها و مؤسسات اعتباری غیربانکی مکلفند حداقل بیست درصد (۲۰٪) از تسهیلات پرداختی نظام بانکی در هر سال را با نرخ سود مصوب شورای پول و اعتبار به بخش مسکن اختصاص دهند.

ردیف	نام ابزار	وضعیت عملیاتی و نکات ابزار مالی
		با توجه به انعطاف و ظرفیت این ابزار، یکی از جذاب ترین ابزارها جهت تامین مالی پروژه‌های املاک و مستغلات بوده که در دنیا هم مورد استفاده قرار گرفته است.
۴	شرکت پروژه سهامی	<p>۱- دستورالعمل نحوه صدور مجوز عرضه عمومی شرکت پروژه (سهامی عام) در شرف تأسیس (مصوب هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار، تیرماه ۱۴۰۰)</p> <p>۲- پذیرهنویسی نماد گسترش سوخت سبز زاگرس (شگستر) به عنوان نخستین شرکت پروژه (سهامی عام) در بازار سرمایه گذاری حرفه‌ای ذیل بورس تهران</p> <p>۳- اطلاعیه گشایش شرکت سهامی عام پروژه گسترش سوخت سبز زاگرس (مورخ ۱۴۰۲/۱۰/۱۰)</p> <p>۴- شگستر به عنوان نخستین شرکت پروژه، ایده تامین مالی از این طریق را در بورس ایران اجرایی کرد.</p> <p>نکات: تامین مالی پروژه‌های بزرگ مقیاس از طریق سرمایه‌های خرد با شفافیت بالای پروژه‌های مزیت مهم این شرکت است. بخشی از سرمایه شرکت از آورده غیر نقد است که ظرفیت بالقوه مناسبی برای تامین مالی بیش از ۶۰۰ همت پروژه نیمه تمام کشور را فراهم کرده است.</p> <p>عدم شناسایی دارایی نامشهود به عنوان آورده، تعدد مراجع تأیید کننده ابهام و عدم شفافیت در فرآیندها، زمانبر بودن تشکیل شرکت پروژه از جمله مواردی است که مطلوبیت این ابزار کارآمد را کاهش داده است.</p>
۵	اوراق بدهی محور	<p>ضوابط ناظر بر انتشار اوراق رهنی توسط مؤسسات اعتباری، مصوب شورای پول و اعتبار، ۱۳۹۶</p> <p>آیین نامه اجرایی نحوه انتشار و فروش اوراق صکوک اجاره (مصوب هیئت وزیران، ۱۳۹۵) - دستورالعمل انتشار اوراق مرابحه در ۲۲ ماده و ۱۰ تبصره (مصوب هیأت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۹۰) - دستورالعمل انتشار اوراق اجاره (مصوب شورای عالی بورس، ۱۳۸۹، اصلاحیه مصوب ۱۳۹۰)</p> <p>نکات: ابزار بسیار مناسبی برای تامین منابع مالی بوده ولی دو اشکال عمده دارند: مناسب پروژه های کوچک نیستند:</p> <p>اوراق بدهی محور دولت به حدی زیاد است که بازار سرمایه توانایی انتشار اوراق دیگری را در این سطح ندارد. به طور خاص در خصوص اوراق رهنی باید گفت: با توجه به شرایط اقتصاد ایران (عدم پیش بینی نرخ بهره برای سال‌های آتی) قابل اجرا نیست، مگر آنکه نهادهای حمایتی مابه التفاوت نرخ سود را جبران نمایند</p>
۶	پیش فروش	<p>قانون پیش فروش ساختمان مصوب ۱۳۸۹/۱۰/۱۲ مجلس شورای اسلامی</p> <p>نکات: با توجه به تورم روزانه مصالح و حوزه ساخت و افزایش قیمت بیش از انتظار و عدم انجام تعهدات معمولاً، از سمت سازندگان، مالکین عرضه و خریدار اعتماد کافی به طرفین معامله وجود ندارند که قرارداد شکل بگیرد. همچنین در مواردی این افراد به یکدیگر دسترسی ندارند. قانون پیش فروش نیز از جمله موارد محدود کننده است زیرا بخشی از مسائل مالی قبل از پیشرفت ۳۰٪ پروژه است.</p>
۷	صندوق‌های غیربورسی مشارکت خارجی	<p>قانون مشارکت در ساخت، قانون تعیین شرایط شراکت در ساختمان، قانون جذب سرمایه گذاری خارجی، قانون تشویق و حمایت سرمایه گذاری خارجی</p> <p>نکات: به دلیل ریسک تحریم‌ها و عدم ثبات اقتصادی، جذب سرمایه گذاری خارجی در ایران با چالش‌های جدی روبه روست. کشور علیرغم نیاز مبرم به سرمایه گذاری خارجی، توانسته بسترهای حقوقی، مالی و امنیتی لازم را برای آن فراهم کند. در بسیاری از کشورها، مراکز مالی با طراحی صندوق‌های ویژه، منابع خارجی را با شرایط</p>

وضعیت عملیاتی و نکات ابزار مالی	نام ابزار	ردیف
<p>خاص (مانند معافیت‌های مالیاتی یا تضمین بازپرداخت) جذب و برای توسعه زیرساخت‌ها استفاده می‌کند. در ایران، بخشی از این مسئولیت برعهده صندوق توسعه ملی گذاشته شده است.</p> <p>از سوی دیگر، یافته‌هایی از شرکت‌های خصوصی صادرات‌محور نشان می‌دهد که ارتباط صندوق‌های ثبت‌شده خارج از کشور با پروژه‌های داخلی (از طریق سازوکارهای غیرمستقیم و دور زدن تحریم‌ها) می‌تواند راهکاری برای جذب منابع مالی باشد.</p>	(تأمین مالی بین‌المللی)	
<p>اساسنامه صندوق ملی مسکن، مصوب هیئت وزیران، ۱۴۰۱/۰۸/۲۶</p> <p>مصوبه هجدهمین شورای عالی مسکن ۱۴۰۳/۰۴/۰۶</p> <p>نکات: قانون‌گذار به صندوق ملی مسکن اجازه داده است که در زمینه سرمایه‌گذاری، تأمین مالی، مشارکت با بخش خصوصی و تعامل با سایر ارگان‌های دولتی فعالیت کند. انتشار و فروش اوراق، تأسیس صندوق، ارائه تسهیلات، ارائه ضمانت‌نامه، پرداخت یارانه سود و ... از جمله وظایف صندوق است.</p> <p>ساختار مشابهی مانند PIF عربستان، IPSX انگلستان و PEXA استرالیا نیز وجود دارد که بر اساس ساختار حقوقی خود شکل گرفته‌اند. صندوق ملی مسکن موظف است یک سوم منابع مالی لازم برای زیرساخت مسکن‌های نهضت ملی را تأمین کند. در حال حاضر، هیچ مصوبه رسمی برای تسهیلات‌دهی این صندوق وجود ندارد و تنها بخش محدودی از منابع آن از طریق ادارات کل استان‌ها به صورت قرض الحسنه به متقاضیان تخصیص می‌یابد.</p>	تسهیلات صندوق ملی مسکن	۸

منبع: یافته‌های پژوهش

آنگونه که در جدول بالا مشخص است، ابزارهای مختلفی در کشور به منظور تأمین مالی املاک و مستغلات دخیل هستند. اما به واسطه شرایط تورمی، بیشتر این ابزارها توانایی استفاده در بازار را ندارند.

همچنین جای خالی یک نهاد متولی برای حوزه مسکن که اختیارات عملیاتی در حوزه‌های: مجوزات، زیرساخت‌ها، مسکن‌های حمایتی، تعاملات با شهرداری و شهر جدید، تأمین مالی از بازار پول و سرمایه و ... داشته باشد در بازار املاک و مستغلات احساس می‌شود. نظر به محدودیت‌های بازار پول، عدم توانایی تأمین مالی عمده از بازار سرمایه و نیاز مبرم به منابع مالی گسترده، به اعتقاد کارشناسان باید فرآیند تأمین مالی املاک و مستغلات از طریق نهادی صورت پذیرد که هم توانایی فعالیت در بازار پول را داشته باشد هم در بازار سرمایه فعالیت کند. همچنین افزون بر مباحث تأمین مالی امکان ایجاد ارتباط میان سایر بازیگران حوزه املاک و مستغلات را نیز داشته باشد.

نوآوری این پژوهش این است که با بدست آوردن ظرفیت‌های صندوق ملی مسکن (قانونی، نهاد و ابزاری)، مدلی ترکیبی را پیشنهاد می‌کند که در آن صندوق ملی مسکن به عنوان نهاد مالی مرکزی، با استفاده از اختیارات قانونی خود، امکان اجرایی‌سازی هم‌زمان ابزارهای متنوع

(در بازار سرمایه، بازار پول و خارج از بازار) در چارچوبی هماهنگ را فراهم می‌سازد. این چارچوب با تخصیص هدفمند هر ابزار به مرحله و حوزه خاصی از پروژه، سازوکاری پایدار برای مدیریت ریسک، جذب سرمایه و پاسخگویی به چالش‌های اقتصاد تورمی ایران طراحی شده است.

### روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر هدف پژوهشی کاربردی بوده و به دنبال آن است تا با استفاده بینه از ابزارها و نهادهای مالی مناسب، مدلی مطلوب به منظور تأمین مالی پروژه‌های مسکن کشور طراحی و به حل بحران مسکن در کشور کمک کند. به این منظور در ابتدا به بررسی مطالعات انجام شده پرداخته و مقالات، کتب و پایان‌نامه‌های مناسب در این حیطه گردآوری شده‌اند. پس از مطالعه این آثار، خلاءهای موجود در هر پژوهش مورد بررسی قرار گرفت و کاستی‌های ابزارهای مالی معرفی شده نیز مشخص شد که در ادامه به آن اشاره می‌شود.

در مرحله بعد باید مشخص می‌گشت که کدام یک از ابزارهای مالی، ظرفیت بالقوه بیشتری برای حل این بحران در کشور دارند. به این منظور مصاحبه‌ای نیمه ساختار یافته‌ای از ۱۶ نفر که از استادان، خبرگان و متخصصینی که سابقه در بخش املاک و مستغلات و یا ابزارهای تأمین مالی دارند، گرفته شد. در این مصاحبه هر یک از متخصصان روش‌هایی را به منظور تأمین مالی معرفی کردند و مدل‌هایی از شیوه ترکیب ابزارهای موجود را بیان کردند.

جدول ۲. مشخصات جمعیت‌شناختی مصاحبه‌شوندگان

تعداد	اساتید دانشگاهی	متخصصان تأمین مالی	افراد دارای سمت در حوزه تأمین مالی مسکن
۵	۵	۵	۶
تجربه ۱ تا ۵ سال	۲	۳	۲
تجربه بیش از ۵ سال	۳	۲	۴

پس از انجام مصاحبات، بررسی عمیق جملات و کد گذاری اصلی برای استخراج نکات خبرگان صورت گرفت. پس از آن کلمات زائد حذف شد تا کدهای فرعی و اصلی از این طریق مشخص شود، در نهایت سعی شد تا شبکه مفاهیم ساخته شده و مضامین استخراج شده

ارتباط معناداری بایکدیگر پیدا کنند. در مجموع ۳۴۶ جمله کلیدی از مصاحبات استخراج شد که در جدول زیر بخشی از این جملات به عنوان نمونه آورده شده است:

جدول ۳. نظر خبرگان و کلمات کلیدی مستخرج از آن

ردیف	خبره	نظر خبره	کلمات کلیدی	ردیف	خبره	نظر خبره	کلمات کلیدی
۱		صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی مناسب پروژه‌های کلان است.	صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی	۲۲		هزینه دسترسی به منابع مالی در پروژه‌های بزرگ مهم است.	هزینه دسترسی - پروژه بزرگ
۲	خبره	دولت نیز باید ضمانت‌نامه‌هایی برای صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی در بخش مسکن در نظر بگیرد تا پروژه‌ها اجرایی شوند.	صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی - ضمانت‌نامه	۲۳		صندوق املاک و مستغلات نقش مهمی در نقدشوندگی املاک و معاملات خرد - نقدشوندگی	صندوق املاک و مستغلات - معاملات خرد - نقدشوندگی
۳	شماره ۱	منابع مالی حوزه مسکن باید در یک نهاد تخصصی تجمع و تخصیص داده شود که صندوق ملی مسکن به این منظور طراحی شد.	صندوق ملی مسکن - تخصیص منابع	۲۴	شماره ۶	در مناطق کم جمعیت با پرداخت تسهیلات و تسهیلاتی‌های مالی لازم توسط حاکمیت؛ اغلب مشکلات ساخت مسکن حل می‌شود.	شهرهای کوچک - تسهیلات - تسهیلاتی
۴		کشور نیازمند توسعه ابزارهای مالی و ایجاد روش‌های نوین در این زمینه است.	ابزارهای مالی	۲۵		صندوق‌های بورسی، می‌توانند هزینه تأمین مالی در پروژه‌های بزرگ را کاهش دهند.	صندوق بورسی - هزینه تأمین مالی - پروژه بزرگ
۵	خبره	ترکیب ابزارهای مالی به منظور تأمین مالی مسکن، می‌تواند افراد با ریسک‌پذیری متفاوت را به پروژه‌ها جذب کند.	ابزارهای مالی - ریسک	۲۶	خبره	طراحی اوراق منفعت پروژه سرمایه‌گذاران را به بخش اجاره داری ترغیب می‌کند.	اوراق منفعت - اجاره داری
۶	۲	استفاده از اوراق رهنی و اوراق اجاره که سود قطعی دارند؛ افراد بیشتری را جذب این بازار می‌کند.	اوراق رهنی - سود قطعی	۲۷	۷	ماهیت املاک و مستغلات با سهام بورسی متفاوت بوده و نیاز است تا یک بورس جدید با تنظیمگر جدید به این منظور تعریف شود.	املاک و مستغلات - سهام - تنظیمگر

ردیف	خریره	نظر خبره	کلمات کلیدی	ردیف	خریره	نظر خبره	کلمات کلیدی
۷		صندوق سرمایه گذاری خصوصی توانایی جذب سرمایه‌های کلان شرکت‌ها جهت ساخت مگا پروژه‌ها را دارد.	صندوق سرمایه گذاری خصوصی - کلان شرکت‌ها - مگا پروژه	۲۸		صندوق ملی مسکن با توجه به ماهیت مالی که دارد، می‌تواند متولی بورس مسکن شده و در این بخش ذیل شورای عالی بورس فعالیت نماید.	صندوق ملی مسکن - شورای عالی بورس
۸		در صورت عدم فروش واحدهای دولتی می‌توان جهت اجاره داری آنها را به صندوق املاک و مستغلات مستقل کرد.	املاک و مستلات - فروش - اجاره داری	۲۹		نهادهای متولی مسکن هر کدام به فکر بخش خود بوده و ارتباطی پویا با سایر عوامل ندارند.	نهاد متولی مسکن - عدم ارتباط
۹		مگا پروژه‌های زیادی (مسکونی و غیر آن) نیازمند تأمین مالی جهت تکمیل پروژه است که این موضوع از طریق شرکت پروژه سهامی عام قابل حل است.	مگا پروژه - شرکت پروژه	۳۰		بانک‌ها با همکاری صندوق ملی مسکن باید میزان تسهیلات را چه در تعداد افراد چه در میزان تخصیص افزایش دهند.	بانک - صندوق ملی مسکن - تسهیلات
۱۰	خریره شماره ۳	در شرکت پروژه افراد به نسبت سود محقق شده در پروژه شریک هستند و سود ثابت دریافت نمی‌کنند.	شرکت پروژه - شراکت - سود ثابت	۳۱		برای جلب اعتماد مردم به پروژه‌های ساخت، باید تضمین‌های لازم صورت بگیرد. صندوق ملی مسکن می‌تواند از طریق شورای ملی تأمین مالی مجوز صندوق تضمین را بگیرد.	جلب اعتماد - ضمانت‌نامه - صندوق ملی مسکن - شورای ملی تأمین مالی
۱۱		تعدد حوزه‌های نظارتی در حیطه مسکن، تأمین مالی و برنامه‌ریزی در این بخش را سخت کرده	تعدد نظارت - عدم برنامه ریزی	۳۲	خریره شماره ۸	صندوق ملی مسکن می‌تواند از ابزارهای بازار پول و سرمایه استفاده کرده و حتی اقدام به تأسیس صندوق نماید.	صندوق ملی مسکن - بازار پول - سرمایه - صندوق
۱۲		طراحی مدل‌های اجاره به جای تمرکز بر فروش؛ می‌تواند بیشتر به قشر مستضعف کمک نماید.	اجاره - فروش	۳۳		صندوق ملی مسکن اجازه انواع سرمایه گذاری در حیطه مسکن را دارد.	صندوق ملی مسکن - سرمایه گذاری

ردیف	خریره	نظر خیره	کلمات کلیدی	ردیف	خریره	نظر خیره	کلمات کلیدی
۱۳	خریره شماره ۴	طراحی اوراق رهنی مبتنی بر تورم می تواند ابزارهای بدهی محور را به گونه‌ای متفاوت توسعه دهد.	اوراق رهنی مبتنی بر تورم	۳۴	دولت می تواند با ایجاد یک بازار گاه - انحراف منابع - تخصیص	دولت می تواند با ایجاد یک بازار گاه برای پروژه‌ها می تواند انحراف منابع تخصیصی را کاهش دهد.	بازار گاه - انحراف منابع - تخصیص
۱۴		مسئله مسکن کشور، اقتصاد کلان کشور است نه حیطه ابزارها؛ لذا باید قوانین و مقررات این حیطه اصلاح شود.	اقتصاد کلان - ابزارها - قوانین	۳۵	دولت با حمایت از استارت‌آپ‌های محلی حوزه مسکن، می تواند به صورت هدفمند مشکل بخشی از جامعه را حل نماید که این موضوع نیازمند یک متولی حاکمیتی است.	استارت‌آپ - متولی حاکمیتی	
۱۵		تورم بالا در کشور، کارکرد ابزارهای مالی را از بین برده است.	تورم - کارآمدی	۳۶	کشور راهی به جز تأمین مالی بین المللی برای حوزه مسکن ندارد.	تأمین مالی بین المللی	
۱۶		صندوق املاک مستغلات اجاره به شرط تملیک گزینه‌ای مناسب جهت بهره برداری و فروش تدریجی مسکن است.	صندوق املاک و مستغلات - اجاره - بهره برداری - فروش	۳۷	قانون جهش تولید مسکن و اساسنامه صندوق ملی مسکن، ظرفیت بالقوه مناسبی جهت تأمین مالی پروژه ایجاد کرده است.	صندوق ملی مسکن - قانون جهش تولید مسکن - تأمین مالی	
۱۷	خریره شماره ۵	جذب سرمایه بین المللی در حیطه مسکن (در قالب توکن، صندوق‌ها و یا سرمایه گذاری مستقیم نیازمند یک متولی است.	سرمایه گذاری بین المللی - توکن - صندوق بورسی	خریره شماره ۹	صندوق ملی مسکن باید با استفاده از ظرفیت سایر بازارها، بسته به هر پروژه ترکیبی از ابزارهای مالی را پیشنهاد کند.	صندوق ملی مسکن - ابزار مالی	
۱۸		برای اقتصادی بودن پروژه‌ها، باید از ساخت تا بهره برداری برنامه داشت که شرکت پروژه، صندوق پروژه و صندوق املاک و مستغلات به این منظور مناسب هستند.	ساخت - بهره برداری - شرکت پروژه - صندوق املاک و مستغلات		راه اندازی بازار ثانویه رهن می تواند جذابیت بازار را افزایش دهد.	بازار رهن ثانویه	
۱۹		به منظور خاتمه دار شدن قشر متوسط می توان از اجاره به شرط تملیک استفاده کرد.	اجاره به شرط تملیک				

ردیف	خرجه	نظر خرجه	کلمات کلیدی	ردیف	خرجه	نظر خرجه	کلمات کلیدی
			اجاره بها - خرید تدریجی			مالک نیز سالانه با توجه به افزایش قیمت و اجاره بها کسب منفعت نماید.	

پس از مشخص شدن داده‌های کلیدی، کلمات زائد در این مرحله حذف شده و مفاهیم اصلی باقی مانده که به دفعات تکرار شده بودند، به این صورت دسته‌بندی شدند:

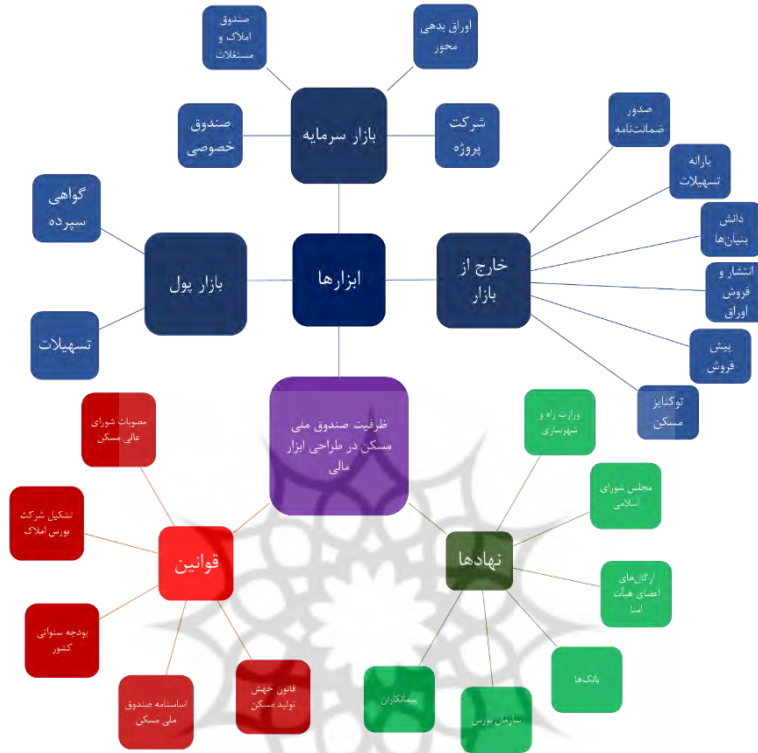
جدول ۴. کدهای اولیه، کدهای فرعی و کدهای اصلی

ردیف	کدهای اولیه	کدهای فرعی	کدهای اصلی	ردیف	کدهای اولیه	کدهای فرعی	کدهای اصلی
۱	بازار رهن ثانویه			۳۲	سرمایه‌گذاری در مسکن		قوانین
۲	اوراق استصناع			۳۳	مشارکت در پروژه	اساسنامه	قوانین
۳	اوراق اجاره			۳۴	هدایت نقدینگی	صندوق	قوانین
۴	اوراق مرابحه			۳۵	جذب سرمایه خارجی	ملی مسکن	قوانین
۵	صندوق خصوصی			۳۶	حمایت از دانش‌بنیان‌ها		قوانین
۶	صندوق املاک و مستغلات			۳۷	تخفیفات در ساخت		قوانین
۷	شرکت پروژه سهامی عام			۳۸	معاونت مسکن و ساختمان		قوانین
۸	قرض الحسنه			۳۹	سازمان ملی زمین و مسکن	وزارت راه و شهرسازی	قوانین
۹	مرابحه			۴۰	برنامه ریزی		قوانین
۱۰	جعاله			۴۱	دستورات وزیر		قوانین
۱۱	خرید مسکن			۴۲	سامانه املاک و اسکان		قوانین
۱۲	گواهی سپرده			۴۳	اصلاحات اساسنامه	مجلس شورای اسلامی	قوانین
۱۳	صدور ضمانت‌نامه			۴۴	مالیات حوزه مسکن		قوانین
۱۴	یارانه تسهیلات			۴۵	برنامه هفتم توسعه		قوانین
۱۵	دانش بنیان‌ها			۴۶	پروژه‌های بنیاد مسکن		قوانین

ردیف	کدهای اولیه	کدهای فرعی	کدهای اصلی	ردیف	کدهای اولیه	کدهای فرعی	کدهای اصلی
۱۶	انتشار و فروش اوراق			۴۷	برنامه برای دهک ۱ تا ۴		
۱۷	پیش فروش			۴۸	تسهیلات ارزان قیمت		
۱۸	توکائز مسکن			۴۹	بودجه سنوایی		
۱۹	جریمه بانکها			۵۰	برنامه ریزی اقتصادی		
۲۰	مدیریت دارایی	قانون	قوانین	۵۱	تلفیق منابع		
۲۱	شورای عالی مسکن	جهش تولید مسکن		۵۲	وجوه اداره شده		
۲۲	تسهیلات بانکی			۵۳	تسهیلات ارزان قیمت		
۲۳	انتقال زمین دولتی			۵۴	پارانه تسهیلات		
۲۴	بورس املاک	تشکیل بورس املاک		۵۵	مدیریت نظارت بر صندوقها		
۲۵	بودجه سالانه			۵۶	سبدگردانها		
۲۶	اوراق خزانه	بودجه سنوایی کشور		۵۷	تأمین سرمایهها		
۲۷	اوراق اراد			۵۸	کارگزاریها		
۲۸	درآمد پایدار			۵۹	شرکت بورس کالا		
۲۹	قرض الحسنه محرومین			۶۰	شرکت بورس املاک		
۳۰	تسهیلات پروژه با پیشرفت بالا	شورای عالی مسکن					
۳۱	سیاست گذاری کلان						

باتوجه به مشخص شدن زنجیره ارتباطات صندوق ملی مسکن در حوزه نهادها، قوانین و ابزارها، به نظر می‌رسد که این امکان وجود دارد تا صندوق ملی مسکن با استفاده از ظرفیت خود و مطابق بر وظایف محوله در اساسنامه، اقدام به تأمین مالی حوزه مسکن با نگاهی جامع و کل‌نگر کند. صندوق ملی مسکن این امکان را دارد تا با بهره‌گیری از ابزارهای مالی مختلف و مد نظر قرارداد شرایط حاکمیتی، سیاست‌های خود را در جهت تأمین مالی مسکن اجرایی کند.

در نهایت شبکه مفاهیم استخراج شده از تحلیل مضمون که ارتباطات و ظرفیت‌های صندوق ملی مسکن را به نمایش می‌گذارد به صورت گراف زیر ترسیم شده است:



تصویر ۳. شبکه مفاهیم ظرفیت صندوق ملی مسکن در طراحی ابزار مالی

منبع: یافته‌های پژوهش

در خلال مصاحبه با خبرگان در خصوص ابزارهای مختلف که ظرفیت تأمین مالی حوزه املاک و مستغلات را دارند، مسائلی در خصوص هر ابزار بیان شد (از حیث اندازه پروژه، نوع ابزار، نوع استفاده ابزار و مرحله استفاده) که سعی شد تا این اطلاعات در جدولی به صورت مدون تجمیع شد.<sup>۱</sup>

۱. منظور از پروژه کوچک پروژه کمتر از ده میلیارد تومان است که افراد با توجه به سرمایه‌های خود و اخذ تسهیلات می‌توانند آن را تهیه نمایند و مناسب پروژه‌های کم واحد است. پروژه متوسط بین ۱۰ میلیارد تا ۱۰۰۰ میلیارد تومان بوده که صرفه

ردیف	مدل ابزار	نام ابزار	اندازه پروژه			نوع ابزار		نوع استفاده ابزار		مرحله استفاده	
			بزرگ	متوسط	کوچک	پدیده محور	سرمایه محور	سرمایه ثابت	سرمایه در گردش	قبل از شروع	حین کار
۱	بازار پول	خط اعتباری	*	*	*	*	*	*	*	*	*
۲		اوراق گام	*	*	*	*	*	*	*	*	*
۳		تسهیلات بانکی	*	*	*	*	*	*	*	*	*
۴		مؤسسات اعتباری مسکن	*	*	*	*	*	*	*	*	*
۵		گواهی سپرده خاص	*	*	*	*	*	*	*	*	*
۶	بازار سرمایه	صندوق زمین و ساختمان	*	*	*	*	*	*	*	*	*
۷		صندوق املاک و مستغلات	*	*	*	*	*	*	*	*	*
۸		صندوق خصوصی	*	*	*	*	*	*	*	*	*
۹		شرکت پروژه سهامی	*	*	*	*	*	*	*	*	*
۱۰		تأمین مالی جمعی	*	*	*	*	*	*	*	*	*
۱۱		صندوق پروژه	*	*	*	*	*	*	*	*	*
۱۲		اوراق مشارکت	*	*	*	*	*	*	*	*	*
۱۳		اوراق بدهی محور	*	*	*	*	*	*	*	*	*
۱۴		اختیار خرید و فروش	*	*	*	*	*	*	*	*	*
۱۵		عرضه اولیه و ثانویه	*	*	*	*	*	*	*	*	*
۱۶	خارج از بازار	تئاتر	*	*	*	*	*	*	*	*	*
۱۷		پیش فروش	*	*	*	*	*	*	*	*	*
۱۸		لیندک مسکن	*	*	*	*	*	*	*	*	*
۱۹		تعاونی	*	*	*	*	*	*	*	*	*
۲۰		صندوق جسورانه	*	*	*	*	*	*	*	*	*
۲۱		تأمین مالی مبتنی بر قرارداد	*	*	*	*	*	*	*	*	*
۲۲		صندوق های غیر بورسی مشارکت خارجی (تأمین مالی بین المللی)	*	*	*	*	*	*	*	*	*
۲۳		تسهیلات صندوق ملی مسکن	*	*	*	*	*	*	*	*	*

#### تصویر ۴. انتخاب حیطة مرتبط هر ابزار

منبع: یافته‌های پژوهش

ناظر بر این پژوهش و تجربه عملیاتی ابزارها در کشور، بنا شد تا مدلی طراحی شود که در آن زنجیره‌ای از ابزارهای مالی دخیل بوده و از هر ابزار در بخشی از پروژه استفاده شود. در نهایت در مدل مختار سعی شده است با توجه به این موارد طراحی صورت پذیرد و با ترکیب ابزارهای مالی مختلف که به محوریت صندوق ملی مسکن فعالیت می‌کنند، تأمین مالی املاک و مستغلات در کشور ساماندهی شود. در ادامه به تشریح مدل و تکمیل خروجی مصاحبه‌های صورت گرفته می‌پردازیم.

#### یافته‌های پژوهش

پیچیده شدن شرایط اقتصادی کشور نیاز به طراحی مدل‌های پیچیده دارد و نیاز است تا حاکمیت از طریق مدل‌های نوین تأمین مالی، در این بخش به عنوان سیاست‌گذار ورود پیدا

انتشار اوراق یا پذیره نویسی از طریق بازار سرمایه را ندارد و بازار پول نیز ظرفیت مناسبی از این جهت نبوده (مگر پروژه انبوه سازی) و پروژه بزرگ بیش از ۱۰۰۰ میلیارد تومان است که مگا پروژه‌هایی هستند که نیاز به تأمین مالی از طرق مختلف دارند. این تقسیم بندی به منظور سهولت در انجام مصاحبات صورت گرفته است.

کند. در ادامه مدلی طراحی شده که محوریت آن با صندوق ملی مسکن بوده که به عنوان یک بازارساز، منابع مالی را در حوزه‌های مختلف به جریان انداخته و تأمین مالی را انجام می‌دهد.

در مدل طراحی شده که پس از بررسی نظرات خبرگان و شرایط میدانی صندوق ملی مسکن صورت گرفته است. سعی شده تا از ابزارهای: ۱- شرکت پروژه سهامی عام ۲- صندوق‌های غیر بورسی مشارکت خارجی (تأمین مالی بین المللی) به صورت ترجیحی (اختیاری) ۳- صندوق سرمایه گذاری املاک و مستغلات ۴- صندوق سرمایه گذاری خصوصی ۵- اوراق رهنی مبتنی بر عقد اجاره به شرط تملیک، استفاده شود.

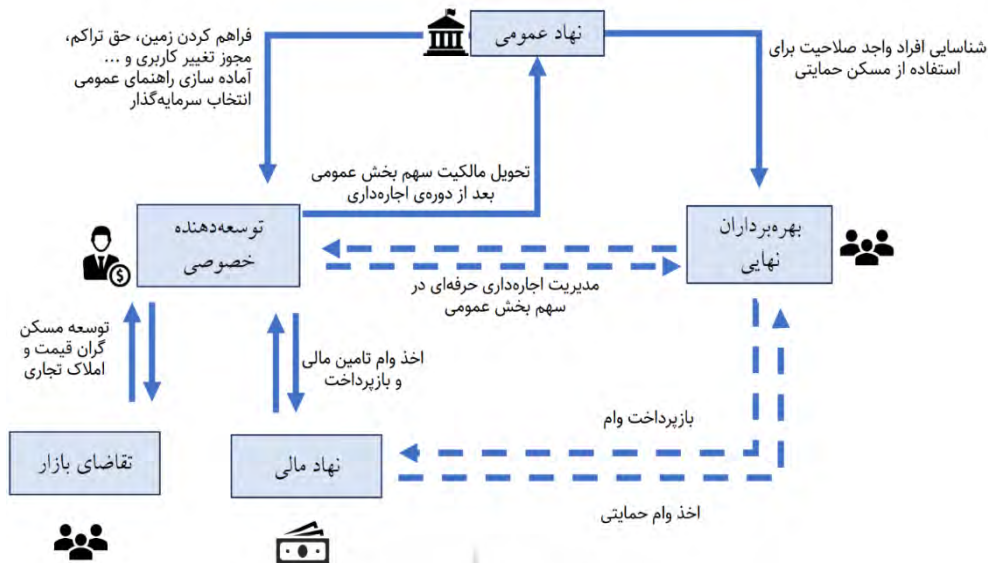
تشریح مدل طراحی شده به این شرح است: صندوق ملی مسکن به واسطه وظایف زیربنایی و روبنایی که دارد با شهرهای جدید و سایر شهرها در تعامل است. در این تعامل شهرها در ازای دریافت منابع مالی صندوق ملی مسکن، زمین‌های خود را به صندوق منتقل می‌کنند و صندوق نیز با توجه به سیاست‌هایی که دارد، از آنها استفاده کرده و به متقاضیان واگذار می‌کند. وسعت و پراکندگی این موضوع نیاز به یک برنامه‌ریزی منسجم از سوی صندوق ملی مسکن دارد. مضافاً اینکه صندوق ملی مسکن این اجازه را دارد تا در راستای اهداف خود روی پروژه‌های مسکونی به روش‌های مختلف سرمایه گذاری کند.

مدل طراحی شده برای ساختاردهی به فعالیت صندوق ملی مسکن و استفاده از سرمایه‌های بخش خصوصی در تأمین مسکن جامعه است که در ادامه مراحل آن تشریح شده است:

۱. صندوق ملی مسکن برای ساخت، یک صندوق سرمایه گذاری خصوصی تأسیس می‌کند.<sup>۱</sup> این صندوق در نقش یک توسعه‌دهنده بخش املاک عمل می‌کند.
۲. پروژه‌های مد نظر یا از طریق حاکمیت (پروژه‌های موجود یا پروژه‌های نیمه کاره) و یا از طریق بخش خصوصی (مواردی که به نظر پتانسیل مناسبی دارند) به این صندوق خصوصی ارائه می‌شوند.
۳. صندوق خصوصی پس از بررسی طرح توجیهی، کارمزدها، میزان شراکت و ... تعدادی از پروژه‌ها را واجد صلاحیت می‌بیند.

۱. منابع مالی مورد نیاز برای شرکت پروژه ابتدا از منابع داخلی صندوق ملی مسکن بوده و پس از تأسیس شرکت پروژه و واگذاری سهام آن به عموم مردم، این منابع به صندوق باز می‌گردد. در واقع صندوق به عنوان GP در صندوق فعالیت دارد.

۴. شرط صندوق خصوصی برای ورود به پروژه‌ها سهامداری و نفوذ چشمگیر در مدیریت پروژه است.
۵. پروژه‌های مناسب که به صورت کنسرسیومی تعریف شده و صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی در چند پروژه (حداقل سه عدد) سرمایه‌گذاری می‌کند.
۶. منابع مالی این شرکت از طرق زیر تأمین می‌شود:
- ۶,۱. از ظرفیت سرمایه‌گذاران خارجی استفاده شده و منابع خارجی به شرکت تزریق می‌شود.
- ۶,۲. شرکت‌های بزرگ کشور که تمایل دارند برای پرسنل خود مسکن بسازند با صندوق ملی مسکن وارد تعامل شوند (مطابق برر سی‌ها بیش از ۲۰۰ هزار واحد تقاضا به این منظور وجود دارد و چند شرکت به این منظور اعلام آمادگی کرده‌اند).
- ۶,۳. شرکت‌هایی که در قالب مسئولیت اجتماعی و ردیف بودجه‌های مشخص باید در این حوزه فعالیت کنند.
- ۶,۴. عموم مردم که تمایل به سرمایه‌گذاری در حیطه املاک و مستغلات دارند.
- ۶,۵. شرکت پروژه سهامی عام به منظور بهره‌مندی از منابع آحاد جامعه و شریک شدن مردم در پروژه‌های سودآور روی پروژه‌هایی که امکان تأسیس دارد ایجاد می‌شود.
۷. صندوق خصوصی بر فعالیت‌های مالی شرکت‌ها نظارت دارد.
۸. منابع جذب شده، در بانک‌های قرض‌الحسنه و تجاری کشور در قالب وجوه اداره شده به منظور ارائه تسهیلات منتقل می‌شود (این بخش می‌تواند اجرایی نشود و بستگی به توانایی مقطعی صندوق ملی مسکن دارد).
- ۸,۱. مطابق توافق منعقد، بانک قرض‌الحسنه ۲۵۰٪ منابع را (۱۵۰٪ از منابع داخلی بانک) به متقاضیان منتقل می‌کند.
- ۸,۲. مطابق توافق منعقد، بانک تجاری ۴۰۰٪ منابع را (۳۰۰٪ از منابع یا سپرده‌ها) با نرخ ۱۸٪ به متقاضیان منتقل می‌کنند (سود منابع صندوق ملی مسکن ۰٪ است).
۹. بخشی از پروژه (مازاد برنامه) در قالب پیش‌فروش به غیر واگذار می‌شود. با اینکار ریسک برنامه‌ریزی مالی و دولت کاهش پیدا کرده و بخش خصوصی ریسک پروژه را بر عهده می‌گیرد. افزون بر آن در این بخش توسعه مسکن گران‌قیمت صورت می‌گیرد تا در یک منطقه جغرافیایی تنوعی از مردم سکونت داشته باشند و آسیب‌های اجتماعی و اقتصادی آن به حداقل ممکن برسد. خلاصه این بخش از مدل در تصویر زیر آمده است:



تصویر ۵. فرآیند بخش فروش بخشی از پروژه به غیر

۱۰. پس از تکمیل فرآیند ساخت واحدهای مسکونی، بخشی از واحدها برای مردم و شرکت‌های سازنده بوده و بخشی دیگر نیز متعلق به صندوق خصوصی است. در تمامی واحدها متقاضیان ساکن می‌شوند.
۱۱. از آنجا که مالکیت بخشی از هر ملک برای متقاضی بوده و مابقی آن متعلق به صندوق خصوصی است، سه اتفاق ممکن است رخ دهد:
  - ۱۱،۱. واحدهای ساخته شده به صندوق املاک و مستغلات منتقل شده و در قالب اجاره به شرط تملیک به متقاضیانی که هم اکنون در آن ساکن هستند واگذار می‌شود.
  - ۱۱،۲. اسناد این املاک در بانک ترهین شده و به پشتوانه آن اوراق رهنی مبتنی بر اجاره به شرط تملیک صادر می‌شود. این اوراق هر سال تجدید ارزیابی شده و در بازار به قیمت روز معامله می‌شوند. شیوه ارزیابی قیمت به صورت زیر است:
    - ۱۱،۲،۱. ارزش گذاری ملک:
    - ۱۱،۲،۱،۱. به صورت جمع سپاری نخبگان با کمک پلتفرم مربوطه

۱۱,۲,۱,۲. کارشناسان رسمی دادگستری

۱۱,۲,۱,۳. توافقی

۱۱,۲,۲. ارزش گذاری اجاره:

۱۱,۲,۲,۱. میزان اجاره سالانه بر اساس: (نورم اعلامی بانک مرکزی برای

هر شهر ضریب شهر یا روستا) + (۵٪ ضریب شهر یا روستا)

۱۱,۲,۲,۲. ضریب کلان شهرها برابر ۱ است.

۱۱,۲,۲,۳. ضریب سایر مراکز شهرها برابر ۰,۹ است.

۱۱,۲,۲,۴. ضریب سایر شهرها ۰,۸ است.

۱۱,۲,۲,۵. ضریب شهرهای کمتر از ۲۰۰ هزار نفر ۰,۷ است.

۱۱,۲,۲,۶. ضریب روستاها ۰,۶ است.

۱۱,۳. صندوق ملی مسکن در راستای ایفای نقش حمایتی - حاکمیتی خود برخی از

این املاک را از صندوق خصوصی خریداری کرده و در اختیار افرادی

می گذارد که توانایی خرید مسکن ندارند. صندوق ملی مسکن سالانه یک

اجاره بهای حداقلی از این افراد دریافت می کند.

۱۱,۴. در یک نمونه واقعی مقایسه ای میان اجاره به شرط تملیک و مستأجر بودن انجام

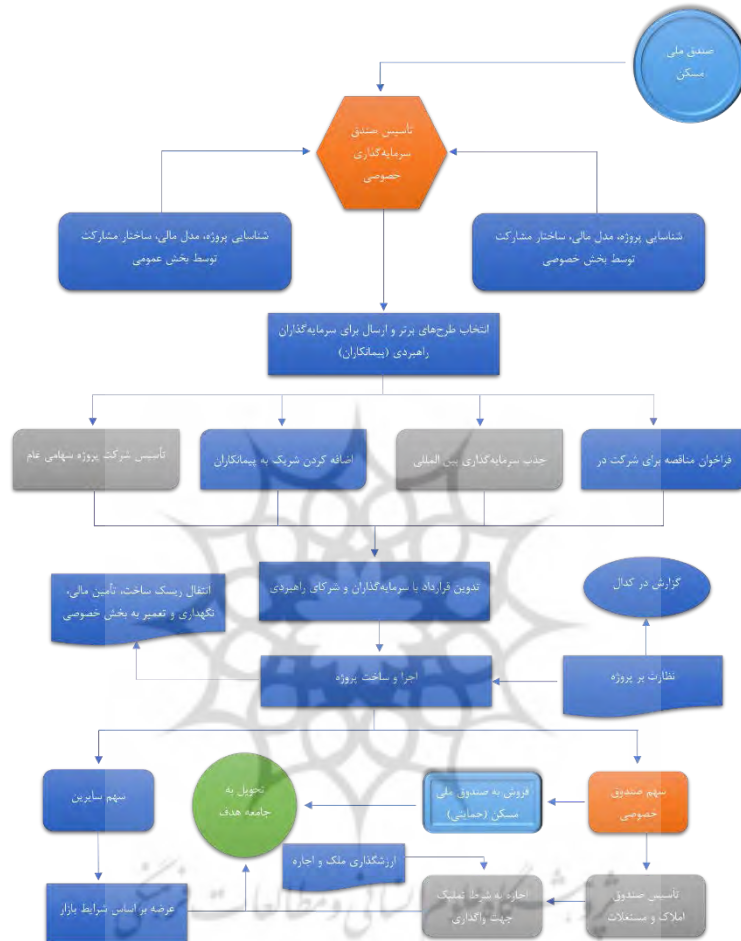
شده است که نتایج آن در جدول ذیل آمده است:

مثال واقعی از خرید مسکن با استیجار از سال ۱۳۹۳ تا کنون												
سال	۹۳	۹۴	۹۵	۹۶	۹۷	۹۸	۹۹	۰۰	۰۱	۰۲	۰۳	۰۴
قیمت ۶ دانگ خانه (میلیون تومان)	۳۰۰	۳۷۵	۴۷۰	۵۳۰	۸۹۰	۱۰۴۰	۲۰۵۸۰	۳۰۴۳۰	۳۰۷۸۵	۵۰۴۰۰	۷۰۴۵۰	۱۰۰۲۸۰
مبلغ پرداخت اجاره ماهانه ۶ دانگ (بدون رهن) (میلیون تومان)	۱.۸	۲.۳	۲.۸	۳.۲	۵.۳	۷.۲	۱۲.۹	۱۷.۱	۱۸.۹	۲۷.۰	۳۷.۳	۵۱.۴
مثال واقعی از اجاره به شرط تملیک توسط REIT از سال ۱۳۹۳ تا کنون پرداخت ۹۲٪ پول خرید مسکن و بازپرداخت ۱۲ ساله												
سال	۹۳	۹۴	۹۵	۹۶	۹۷	۹۸	۹۹	۰۰	۰۱	۰۲	۰۳	۰۴
مبلغ اجاره به شرط تملیک الباقی ملک (۳٪ اجاره بازاری)	۱.۵	۱.۷	۱.۹	۱.۸	۲.۲	۳.۰	۴.۳	۴.۳	۴.۳	۳.۲	۲.۲	۰
مبلغ اصل به شرط تملیک الباقی ملک (نرخ نورم و قیمت هر دانگ هر سال به قیمت روز)	۲.۶	۳.۳	۳.۷	۶.۲	۱۰.۰	۱۷.۹	۲۳.۸	۲۶.۳	۳۷.۵	۵۱.۷	۷۱.۴	۷۱.۴
جمع اجاره به شرط تملیک	۴.۱	۴.۹	۵.۵	۸.۰	۱۲.۲	۲۰.۹	۲۸.۱	۳۰.۶	۴۰.۶	۵۴.۰	۷۱.۴	۷۱.۴
تفاوت هزینه مستاجر باقی ماندن با خانه دار شدن با REITs اجاره به شرط تملیک	۱.۹	۲.۱	۲.۴	۲.۷	۵.۰	۸.۰	۱۱.۰	۱۱.۶	۱۳.۷	۱۶.۷	۲۰.۰	۲۰.۰

تصویر ۶. مقایسه اجاره به شرط تملیک با استیجار

منبع: یافته های پژوهش

۱۲. پس از تکمیل وجوه، اسناد آزاد شده و افراد مالک واحد مسکونی می‌شوند. فرآیند این طرح در شکل زیر به تصویر کشیده شده است:



تصویر ۷. فرآیندها در مدل مختار

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به نتیجه حاصله از این آزمون، اعتبار مدل طراحی شده تأیید می‌شود. به منظور اعتبارسنجی مدل طراحی شده، پس از انجام مصاحبه‌ها، مدل به خبرگان ارائه شد تا از منظر جامع و کلی آن را ارزیابی کنند. خبرگان بر اساس مقیاس پنج‌درجه‌ای (از ۱ تا ۵) به

مدل امتیاز دادند؛ به گونه‌ای که هدف، سنجش میزان پذیرش یا رد کلی مدل بود. در این پرسشنامه، این گزاره مطرح شد که صندوق ملی مسکن می‌تواند به‌عنوان نهاد مالی مرکزی در تأمین مالی بخش املاک و مستغلات عمل کرده و از مدل پیشنهادی برای تحقق این هدف بهره‌گیرد. نتیجه این پرسشنامه از طریق آزمون t تک نمونه‌ای مورد ارزیابی قرار گرفته است.

مقدار	One-Sample Statistics
4.0625	میانگین
16	تعداد نمونه‌ها (N)
1.2366	انحراف معیار (Std. Deviation)
0.3091	خطای استاندارد میانگین (Std. Error Mean)
مقدار	One-Sample Test
1.0625	تفاوت میانگین (Mean Difference)
[4.6045, 3.5205]	بازه اطمینان ۹۰٪ تفاوت میانگین
3.4369	مقدار t
15	درجه آزادی (df)
0.0037	مقدار احتمال دوطرفه (Sig. (2-tailed))

تصویر ۸. نتیجه آزمون

## بحث و نتیجه‌گیری

تأمین مالی پروژه‌های مسکن در ایران، به‌ویژه در شرایط اقتصاد تورمی، به یکی از چالش‌های راهبردی تبدیل شده است. ضعف در نظام تأمین مالی سنتی، عدم انسجام نهادی، ناپایداری منابع، و عدم تناسب ابزارهای موجود با واقعیت‌های اقتصادی کشور، موجب شده است که راهکارهای متداول دیگر کارایی لازم را نداشته باشند. در چنین شرایطی، نیاز به طراحی یک مدل جامع، منعطف و ترکیبی که بتواند ظرفیت‌های بازار پول، بازار سرمایه و ابزارهای خارج از بازار را در کنار هم به کار گیرد، بیش از پیش احساس می‌شود.

پژوهش حاضر با تمرکز بر ظرفیت‌های «صندوق ملی مسکن»، که بر اساس قانون جهش تولید مسکن به‌عنوان یک نهاد محوری و تسهیل‌گر در حوزه تأمین مالی مسکن تعریف شده است، سعی کرده است مدلی نوین برای تأمین مالی املاک و مستغلات کشور طراحی کند. در این مدل، با بهره‌گیری از ابزارهایی نظیر شرکت پروژه سهامی عام، صندوق سرمایه‌گذاری خصوصی، صندوق املاک و مستغلات، اوراق رهنی مبتنی بر اجاره به شرط تملیک، و امکان

مشارکت سرمایه‌گذاران خارجی، سعی شده است تا تامین مالی از چند مسیر متنوع و در چارچوبی هماهنگ صورت گیرد.

از مهم‌ترین مزایای مدل طراحی شده، می‌توان به مواردی چون: امکان تامین مالی هم‌زمان پروژه‌های مختلف در مقیاس‌های گوناگون، ایجاد انگیزه برای مشارکت بخش خصوصی، هدایت سرمایه‌های مردمی به سمت پروژه‌های مولد، کاهش فشار مالی بر دولت، امکان بهره‌برداری از زمین‌های دولتی و عمومی، و همچنین فراهم‌سازی بستر حقوقی و نهادی مناسب برای مدیریت ریسک اشاره کرد.

افزون بر این، مدل ارائه شده از انعطاف لازم برای سازگاری با شرایط متغیر اقتصادی کشور برخوردار است و امکان تلفیق ابزارها با ویژگی‌های پروژه‌های خاص در نقاط مختلف جغرافیایی کشور را دارد. نکته دارای اهمیت این است که مدل یادشده مبتنی بر اصل مشارکت و واگذاری تدریجی مالکیت (مانند اجاره به شرط تملیک) طراحی شده است، که می‌تواند به صورت واقع‌گرایانه‌تری با توان اقتصادی خانوارهای متوسط و پایین درآمد تطبیق یابد.

در نهایت، این مدل نه تنها پاسخی به بحران تامین مالی مسکن در ایران محسوب می‌شود، بلکه می‌تواند مبنایی برای تدوین سیاست‌های جدید در حوزه حکمرانی مالی مسکن قرار گیرد. صندوق ملی مسکن در صورتی که با اختیارات اجرایی کافی و ارتباط موثر با سایر نهادهای کلان اقتصادی عمل کند، می‌تواند به محور تحول در نظام تامین مالی مسکن کشور تبدیل شود. در ادامه پیشنهادات و محدودیت‌های مرتبط با این پژوهش ارائه شده است:

۱. مطابق با آیین‌نامه حمایت از تولید، دانش بنیان و اشتغال آفرین در حوزه راه و شهرسازی در هر شهر چند شهرک الگویی با این نظام تامین مالی تأسیس شود.
۲. هیأت وزیران به صندوق ملی مسکن این اجازه را بدهد تا مانند صندوق نوآوری و شکوفایی صندوق‌های تخصصی برای موضوع مسکن (ناظر به آیین‌نامه اجرایی ماده ۵ قانون جهش تولید مسکن) را راه‌اندازی کرده و صرفاً به سازمان بورس و اوراق بهادار گزارشات دوره‌ای را ارائه دهد.
۳. به منظور تامین مالی پروژه‌های نیمه تمام مسکونی در کشور، صندوق ملی مسکن به عنوان متولی قانونی حوزه تامین مالی مسکن، از طریق مدل یادشده پروژه‌ها را تامین مالی کرده و پس از اتمام به صندوق املاک و مستغلات واگذار کند.

۴. پژوهش‌های بین‌المللی با توجه به ساختار هر کشور طراحی شده‌اند. بیشتر کشورهایی که مورد بررسی قرار می‌گیرند (آمریکا، انگلیس، مالزی، سنگاپور، چین و ...) با دو مساله تورم و تحریم نظام اقتصادی کشور روبرو نیستند و بازار مالی پویایی دارند. این سه عامل موجب شده تا بسیاری از مدل‌های مالی مرسوم در فضای تأمین مالی بین‌الملل، امکان استفاده در داخل کشور را نداشته باشند.
۵. امکان دسترسی به برخی از آمارهای این حوزه برای نویسندگان وجود نداشته است.

### ملاحظات اخلاقی

#### پیروی از اصول اخلاق پژوهش

نویسندگان (محمد رضا اسماعیلی، حسین بریهی) اصول اخلاقی را در انجام و انتشار این پژوهش علمی رعایت کرده‌اند و این موضوع مورد تأیید آنهاست.

#### مشارکت نویسندگان

هر دو نویسنده به طور کامل درگیر این پژوهش بوده‌اند و کلیت این فعالیت زیر نظر جناب آقای دکتر محمد رضا اسماعیلی پیش رفته است.

#### تعارض منافع

بنابر اظهار نویسندگان این مقاله تعارض منافع ندارد و فرم مربوط به این موضوع توسط نویسندگان تکمیل و ارسال شده است.

#### حامی مالی

این پژوهش هیچ حامی مالی نداشته است.

#### سپاسگزاری

به واسطه تمام تلاش‌هایی که شهید سید ابراهیم رئیسی برای به سرانجام رساندن وضعیت مسکن عموم مردم انجام داد، این مقاله به ایشان تقدیم و از زحماتشان تقدیر می‌شود.

## References

- Statute of the National Housing Fund (2021/1401). Approved by the Islamic Consultative Assembly. <https://rc.majlis.ir/fa/law/show/175492>. (In Persian)
- The law of housing production leap (2020/1400). Approved by the Islamic Consultative Assembly. <https://rc.majlis.ir/fa/law/show/1675340>. (In Persian).
- Statistics Center's plan, cost, and revenue data (2021/1401) (In Persian)
- Information on the country's real estate system (2021/1401) (In Persian)
- Ban, H; & Barihi, H. (2024/1403). "Board-of-trustees structure; new methods of real estate investment" Tehran: Molavi Institute. (In Persian) <https://molaviinstitute.com/shop/%DA%A9%D8%AA%D8%A7%D8%A8/P45394-%D8%B3%D8%A7%D8%AE%D8%AA%D8%A7%D8%B1-%D9%87%DB%8C%D8%A7%D8%AA%D8%A7%D9%85%D9%86%D8%A7%DB%8C%DB%8C.html>
- Peymani, A. (2024/1403). "Designing an independent organized real estate market in the Islamic Republic of Iran" (Master's thesis, Imam Sadiq University). (In Persian) <https://ganj.irandoc.ac.ir/#/articles/4ec4be811cd7c5b8ebe111157260f07b>
- Rasoulilian, M, Dashtbani, Y, Golkani, M." Presenting a model of utilizing Real Estate Investment Trust (REIT) for financing and generating assets for the armed forces pension fund" (2021/1401). *Journal of Defense Economics*, 7 (24), 39-53. DOR: 20.1001.1.25382454.1401.7.24.2.8 (In Persian)
- Zakemia, E, Khodabakhshiyani, S, Saleh Abadi, A. "Operational Model of Using the Private Equity Fund to Implement Project Financing" (2020/1400). *Journal of Strategic Budget and Finance Research*. DOR: 20.1001.1.27171809.1400.2.3.1.1 (In Persian)
- Habibollah Pourzareshki, M (2020). Designing an efficient housing financing system in inflationary conditions. The 8th Annual Conference on Resistance Economics, Topic: Housing; The Driver of Production, Tehran: <https://mett.ir/wpcontent/uploads/2022/03/%D8%B7%D8%B1%D8%A7%D8%AD%DB%8C-%D9%86%D8%B8%D8%A7%D9%85-%D8%AA%D8%A3%D9%85%DB%8C%D9%86-%D9%85%D8%A7%D9%84%DB%8C-%DA%A9%D8%A7%D8%B1%D8%A2%D9%85%D8%AF->

%D9%85%D8%B3%DA%A9%D9%86-%D8%AF%D8%B1-  
 %D8%B4%D8%B1%D8%A7%DB%8C%D8%B7-  
 %D8%AA%D9%88%D8%B1%D9%85%DB%8C.pdf (In Persian)

Shadmani, H (2020). "A New Version of Housing Financing; How do the Five Stock Market Paths Provide Resources for Housing Construction?" *Market and Capital Journal*, (126), 74-77. <https://elmnet.ir/doc/2361355-62132> (In Persian)

Khadem al-Mulla, S (2020/1400). "Finding the Missing Link; Housing Industry Financing Challenges Are Reduced." *Market and Capital*, (124), 90-93. (In Persian)

Pirhayati, Mohammad (2020). "Establishing and Financing Rental Housing Companies Through the Capital Market." *Bourse Monthly*, (194), 70-73  
<https://tsemag.ir/%d8%aa%d8%a3%d8%b3%db%8c%d8%b3-%d9%88-%d8%aa%d8%a3%d9%85%db%8c%d9%86-%d9%85%d8%a7%d9%84%db%8c-%d8%b4%d8%b1%da%a9%d8%aa%e2%80%8c%d9%87%d8%a7%db%8c-%d8%aa%d8%a3%d9%85%db%8c%d9%86-%d9%85%d8%b3%da%a9/> (In Persian)

Dargahi, H (2012). "Development of the financing system; the basic solution for the Iranian housing market: strategies and warnings." *Economic News*, Year 10, (138), 28-30. [http://www.hassandargahi.com/main.php?pid=weblog\\_form&search\\_str=%D9%85%D8%B3%DA%A9%D9%86&mid=4&id=7&start=6&tedad=5](http://www.hassandargahi.com/main.php?pid=weblog_form&search_str=%D9%85%D8%B3%DA%A9%D9%86&mid=4&id=7&start=6&tedad=5) (In Persian)

ANDERS LARSSON & RODEN SIDO (2024), Financing Real Estate Assets with Alternative Financial Vehicles, KTH Royal Institute of Technology, Real Estate and Construction Management Department. <http://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:1874433/FULLTEXT01.pdf>

Godwin Kavaarpuo, Kwabena Mintah & Kenneth Appiah Donkor-Hyiaman (2023). Financing Housing Development in an Underdeveloped Financial Market: Learning from Developers' Financing Adaptations? Housing Policy Debate. DOI:10.1080/10511482.2023.2237004

Wenshu Yang (2023), Comparison of Different Financing Methods of Real Estate Enterprises, Highlights in Business, Economics and Management. DOI:10.54097/hbem.v7i.6959

- Wang, Sheng (2015). Real estate financing method and corresponding network system. DOI:10.2991/978-94-6463-268-2\_4
- Tiwari, Piyush & White, Michael (2014). Real Estate Finance in the New Economy, Wiley. ISBN:9781405158718 1405158719
- Chen, Ling; Wang, Biyue & Cao, Ning (2013). Study of Real Estate Financing Risk and Prevention under Macro-Control Policies. doi: 10.1061/9780784413135.063

