

بسمه تعالی



عنوان مقاله: بررسی ابعاد صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات و صندوق‌های زمین و ساختمان

گرد آورندگان:

هدی توانائی (کارشناس امور اعضای کانون کارگزاران)

صادق درستی (کارشناس امور اعضای کانون کارگزاران)

چاپ شده: ماهنامه کانون کارگزاران بورس و اوراق بهادار

مهر ۱۳۹۵

صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات (REITs) در آمریکا:

تعریف:

صندوق سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات نوعی صندوق سرمایه‌گذاری است که سرمایه‌گذاران را به منظور سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات جمع‌آوری می‌کند. سهام REITs در بورس مورد معامله قرار می‌گیرد و سهامداران علاوه بر سود حاصل از املاک موجود در پرتفوی REITs، در استهلاك دارایی‌ها و غیره نیز سهیم می‌باشند. این‌گونه صندوق‌ها همانند شرکت‌های تجاری مرسوم می‌توانند از نوع سهامی عام یا خاص باشند. البته در سایر عوامل مانند استهلاك دارایی‌ها و مواردی از این قبیل نیز به میزان سهم خریداری شده شریک هستند. به دلیل ویژگی‌های منحصر به فرد این نوع از دارایی‌ها در وضعیت اقتصادی کشورها و همچنین استفاده از املاک و مستغلات به عنوان ابزار مناسب جهت تنوع بخشی در سبد سرمایه‌گذاری، این بخش مورد استقبال روزافزون سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی قرار گرفته است. افراد با خرید سهام صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک، عملاً مالکیت مجموعه‌ای از مجتمع‌های مسکونی، مراکز خرید، حتی مراکز بهداشتی درمانی را بر عهده می‌گیرد. از این نظر صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات به سرمایه‌گذاران شانس مشارکت در سود حاصل از سرمایه‌گذاری در مقیاس وسیع‌تری در بخش املاک و مستغلات را اعطا می‌کند. مقیاسی که عملاً سرمایه‌گذاران خرد و حقیقی توانایی سرمایه‌گذاری را در آن نداشتند و حتی اگر منابع آن را در اختیار داشته باشند امکان مدیریت غیرتخصصی برای افراد مقدور نمی‌باشد. در حالی که برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات امکان سرمایه‌گذاری در طیف وسیعی از دارایی‌ها وجود دارد. همچنین انواع مختلف این صندوق‌ها به سرمایه‌گذاران این فرصت را می‌دهد تا همزمان با داشتن دارایی‌هایی با قدرت نقدشوندگی بسیار پایین پرتفوی، سرمایه‌گذاران از ویژگی نقدشوندگی سهام حاضر در بورس نیز برخوردار باشد.

تاریخچه:

پس از جنگ جهانی دوم نیاز شدید به تجهیز منابع برای سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات احساس شد. این پدیده به شکل فزاینده‌ای به احیای صندوق‌های سرمایه‌گذاری مستغلات انجامید. در آن زمان دولت فدرال هیاتی را موظف نمود تا ملاحظات مالیاتی این صندوق‌ها را مورد بازنگری قرار دهد. کنگره آمریکا در سال ۱۹۶۰ اقدام به تصویب تأسیس صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات نمود که به موجب آن صندوق‌هایی تأسیس شد که دارایی اصلی آن‌ها انواع ملک و ساختمان بود این صندوق‌های سرمایه‌گذاری دو هدف اساسی در صنعت املاک و مستغلات را دنبال می‌کنند. در مرحله اول ایجاد فرصت مناسب سرمایه‌گذاری برای سرمایه‌گذاران خرد و در مرحله بعد افزایش حجم نقدینگی در این صنعت می‌باشد. همچنین انواع مختلف این صندوق‌ها به سرمایه‌گذاران این فرصت را می‌دهد تا همزمان با داشتن دارایی‌هایی با قدرت نقدشوندگی بسیار پایین پرتفوی، سرمایه‌گذاران از ویژگی نقدشوندگی سهام حاضر در بورس نیز برخوردار باشد.

مقدمه:

شکل اولیه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مستغلات^۱ در دهه ۱۸۸۰ در ایالت متحده راه‌اندازی شد در آن سال‌ها بر اساس مقررات دولت فدرال، بخشی از سود که در میان ذینفعان صندوق توزیع می‌شد، معاف از مالیات بود در دهه ۱۹۳۰ قانونی وضع شد که بر اساس آن کلیه صندوق‌های سرمایه‌گذاری که مانند شرکت‌ها سازمان یافته و اداره می‌شدند، مشمول مالیات شرکتی می‌شدند. این قانون صندوق‌های سرمایه‌گذاری مستغلات را نیز در بر می‌گرفت. شرکت‌های سرمایه‌گذاری سهام و اوراق قرضه نیز به طرز مشابهی تحت تأثیر قانون جدید قرار گرفتند. در سال ۱۹۳۶ قانون دیگری به تصویب رسید که بر اساس آن شرکت‌های سرمایه‌گذاری تحت نظارت مانند صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک از پرداخت مالیات فدرال معاف می‌شدند. از آن‌جا که صندوق‌های سرمایه‌گذاری مستغلات هنوز به عنوان واحدهای سرمایه‌گذاری قانونی سازمان نیافته بودند، مشمول قانون جدید نمی‌شدند. در آن زمان همین قانون باعث شد که صندوق‌های سرمایه‌گذاری مستغلات به عنوان شکل قانونی سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات توسعه نیابند.

ویژگی:

ساختمان، زمین و دارایی‌هایی از این قبیل یکی از ثروت است که مالکیت آن‌ها جزء سودآورترین بخش‌های اقتصادی در هر کشور به شمار می‌آید. به دلیل ویژگی‌های منحصر به فرد املاک و مستغلات و همچنین استفاده از املاک به عنوان ابزار مناسب تنوع بخشی در پرتفوی، استقبال سرمایه‌گذاران از این بخش روز افزون است. سرمایه‌گذارانی که می‌خواهند استراتژی تنوع بخشی به وسیله املاک و مستغلات را به اجرا برسانند دو امکان دارند:

- ✓ می‌توانند به طور مستقیم در بخش املاک و مستغلات سرمایه‌گذاری کنند.
- ✓ می‌توانند به طور غیرمستقیم و با خرید سهام صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات این استراتژی را اجرا نمایند.

از این منظر REITs به سرمایه‌گذاران شانس مشارکت در سود حاصل از سرمایه‌گذاری در مقیاس بزرگ در بخش املاک و مستغلات را اعطا می‌کند. صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات بر اساس قوانین ۱۹۶۰ به صورت شرکت‌های سهامی عام با سرمایه ثابت وارد بورس شدند. اشکال مختلف این صندوق‌ها به سرمایه‌گذاران این امکان را می‌دهد که پرتفوی شامل دارایی‌های با نقد شوندگی پایین داشته باشند، در حالی که به طور هم‌زمان پرتفویشان از ویژگی نقدشوندگی سهام حاضر در بورس برخوردار باشد. تأسیس این صندوق‌های سرمایه‌گذاری علاوه بر فرصت‌های مناسب سرمایه‌گذاری برای سرمایه‌های اندک با افزایش حجم نقدینگی موجود در بازار، مقدمات شکوفایی و توسعه این صنعت را فراهم آورده است و همچنین با ایجاد تعادل میان عرضه و تقاضای بازار قیمت این نوع از دارایی‌ها تا حد بسیار زیادی کنترل می‌شود.

^۱ Real state investment trusts (REITs)

الزامات قانونی طبق مقررات کمیسیون بورس اوراق بهادار آمریکا^۲:

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مستغلات، اساساً از محل تصویب قانون درآمدهای^۳ داخلی ایجاد شده‌اند بر اساس این قانون صندوق‌های یاد شده شرکت‌ها و یا بنگاه‌هایی امانی‌اند^۴ که تحت تمهیدات ویژه مالیاتی قرار دارند و موظفند به عنوان واسط قسمت قابل توجه‌ای از درآمدهای مشمول مالیات و نیز منفعت سرمایه حاصل از فروش املاک و مستغلات خود را به سهامداران خود انتقال دهند. معافیت مالیاتی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مستغلات منوط به رعایت الزاماتی است که در زمینه دارایی‌ها، سود، تقسیم سود، مالکیت و مدیریت صندوق‌ها وضع شده است.

الزامات دارایی:

- ✓ حداقل ۷۵ درصد از ارزش دارایی‌های REITs باید شامل املاک و مستغلات، وجه نقد و اوراق قرضه دولتی باشد.
- ✓ در صورتی که REITs اوراق بهاداری دارد که به قید ۷۵ درصد محدود نمی‌شود، ارزش اوراق بهادار مربوط به یک ناشر خاص نباید بیش از ۵ درصد از ارزش دارایی‌های REITs باشد.
- ✓ در صورتی که REITs اوراق بهاداری دارد که به قید ۷۵ درصد محدود نمی‌شود، نباید بیش از ۱۰ درصد اوراق صاحب رأی یک ناشر خاص را نگهداری نماید.
- ✓ بیش از ۲۵ درصد از ارزش دارایی‌های REITs نباید به سهام شرکت‌های مشمول مالیات تابعه REITs اختصاص یابد.

الزامات سود:

- ✓ حداقل ۷۵ درصد از سود ناخالص REITs باید از محل سود تقسیمی، بهره، اجاره منفعت سرمایه حاصل از فروش دارایی یا درآمد حاصل از سرمایه‌گذاری در سایر REITs ها باشد.
- ✓ حداقل ۷۵ درصد سود ناخالص REITs باید اجاره، بهره دارایی‌های تضمین شده با وام‌های رهنی، منفعت سرمایه حاصل از فروش دارایی، یا درآمد حاصل از سرمایه‌گذاری در سایر REITs ها باشد.

الزامات تقسیم سود:

- ✓ ۹۰ درصد از درآمد مشمول مالیات REITs باید در میان سهامداران توزیع شود.

الزامات مالکیت و مدیریت:

- ✓ REITs باید توسط هیات مدیره و یا هیات امنا اداره شود.
 - ✓ سهام REITs باید تماماً قابل انتقال باشد.
 - ✓ تعداد سهامداران نباید کمتر از ۱۰۰ نفر باشد.
 - ✓ در نیمه دوم سال مالی نباید بیش از ۵۰ درصد سهام REITs در مالکیت ۵ نفر یا تعداد کمتری سهامدار باشد.
- تا قبل از سال ۱۹۸۶ برای ایجاد اطمینان از ماهیت منفعلانه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مستغلات، محدودیت‌هایی برای مدیران آن صندوق‌ها وضع شده بود. مدیران و کارکنان صندوق‌های مستغلات نمی‌توانستند فعالانه در اداره عملیات اجاره‌داری املاک و مستغلات صندوق از قبیل ارائه خدمات به مستأجران و جمع‌آوری اجاره بها مداخله کنند. این امور عموماً توسط پیمان‌کار مستقل انجام می‌شد. در سال ۱۹۸۶ قانون اصلاح مالیات محدودیت‌های مدیریتی را لغو کرد. بر اساس این قانون صندوق‌های مستغلات می‌توانستند عملیات معمول تعمیر و نگهداری املاک و نیز ارائه خدمات به مستأجران را بر عهده بگیرند.

^۲ SEC (U.S. Securities and Exchange Commission)

^۳ Internal Revenue code

^۴ Trusts

تا قبل از سال ۱۹۸۶ بسیاری از صندوق‌های مستغلات توسط یک موسسه مالی مانند شرکت بیمه، بانک تجاری یا بانک رهنی ایجاد می‌شدند. موسسات حامی صندوق‌های سرمایه‌گذاری به صورت مستقیم و یا از طریق شرکت‌های تابعه خدمات مشاوره‌ای نیز به صندوق ارائه می‌دادند. مسئولیت اداره دارایی‌ها و بدهی‌های صندوق به عهده این مشاوران بود. پس از قانون مالیات سال ۱۹۸۶ به صندوق‌های مستغلات برای انبوه‌سازان که نسبت به مدیریت منفعلانه صندوق بی‌علاقه بودند، جذاب‌تر شدند. از آن پس عاملان و انبوه‌سازان املاک و مستغلات حامیان اصلی صندوق‌های مستغلات شدند.

انواع صندوق‌های سرمایه‌گذاری و مستغلات در آمریکا:

سه نوع اصلی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مستغلات عبارتند از:

- ✓ صندوق‌های سرمایه‌گذاری مالکیت مستغلات (Equity REITs)؛
- ✓ صندوق‌های سرمایه‌گذاری مستغلات رهنی (Mortgage REITs)؛
- ✓ صندوق‌های سرمایه‌گذاری مستغلات ترکیبی (Hybrid REITs).

تا دهه ۷۰ میلادی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مالکیت مستغلات نوع غالب این صندوق‌ها بود، اما از اواسط دهه ۷۰ صندوق‌های سرمایه‌گذاری مستغلات رهنی اهمیت بیشتری پیدا کردند. در سال‌های اخیر صندوق‌های مالکیتی بار دیگر اهمیت بیشتری یافتند و هم‌اکنون از نظر تعداد و ارزش بازار پیشتانند.

هم‌چنین لازم به ذکر است سبد دارایی‌های صندوق‌های مالکیتی و رهنی تفاوت‌های مشخصی دارند. صندوق‌های مالکیت حقوق مالکیت املاک و مستغلات را خریداری می‌کنند، در حالی که صندوق‌های رهنی خریدار تعهدات رهنی‌اند. در این بین صندوق‌هایی نیز هستند که سبد سرمایه‌گذاری آن‌ها شامل دارایی‌هایی از هر دو نوع صندوق است. این صندوق‌ها را صندوق‌های سرمایه‌گذاری مستغلات ترکیبی خوانند.

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مالکیت مستغلات (Equity REITs):

اغلب صندوق‌های مستغلات برای سرمایه‌گذاری در انواع معینی از املاک و برخی برای سرمایه‌گذاری در املاک موجود در جغرافیایی معین تخصص یافته‌اند برخی از صندوق‌ها نیز سبد متنوعی از انواع املاک در مکان‌های جغرافیایی مختلف را دارند. هرچه سبد املاک و مستغلات صندوق به لحاظ نوع املاک و مکان جغرافیایی آن‌ها متنوع‌تر باشد ریسک سهامداران آن به نسبت کمتر است. انجمن ملی صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات^۵ صندوق‌های سرمایه‌گذاری مالکیت مستغلات را بر اساس نوع مستغلات گروه‌بندی کرده است: صنعتی/اداری، خرده‌فروشی، مسکونی، مراکز تفریحی، مراکز بهداشت و سلامت، انبار و صندوق‌هایی که در مستغلات خاص مانند زندان، سالن تئاتر، برج‌های مخابرات و غیره سرمایه‌گذاری می‌کنند.

جذابیت‌های سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مالکیت مستغلات:

- ✓ سرمایه‌گذاران وجوه خود را زیر نظر مدیریت حرفه‌ای در سبد متنوع از املاک و مستغلات سرمایه‌گذاری کنند؛
- ✓ سهام سرمایه‌گذاران در بورس‌های سازمان یافته خرید و فروش می‌شوند؛
- ✓ بالا بودن نقدشوندگی سهام صندوق‌های سرمایه‌گذاری مالکیت مستغلات؛
- ✓ معافیت مالیاتی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مستغلات.

^۵ National Association of REITs

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مستغلات رهنی (Mortgage REITs):

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مستغلات رهنی، منابع مالی خود را مستقیماً به مالکین املاک و مستغلات اجاره می‌دهند و اعتبارات خود را از وام‌ها یا اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های رهنی واگذاری می‌کنند. اما بسیار تحت تأثیر نوسانات نرخ بهره و ریسک عدم باز پرداخت وام قرار دارند.

جذاییت‌های سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مستغلات رهنی:

- ✓ صندوق‌های سرمایه‌گذاری مستغلات رهنی از این بابت که مالک املاک و مستغلات نمی‌شوند مشابه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مالکیت مستغلات نیستند.
- ✓ صندوق‌های رهنی مالک اوراق رهنی‌اند، اصل و فرع این اوراق با ترهین املاک و مستغلات ضمانت می‌شوند.
- ✓ درآمد حاصل از اوراق رهنی تحت تأثیر نرخ بهره مرقوم شده روی اوراق و نرخ تنزیلی است که اوراق بر اساس آن معامله می‌شوند، این درآمد البته تحت تأثیر مبلغ اصل وام می‌باشد. هزینه‌های مقابل این درآمد نیز شامل بهره‌ای است که صندوق برای تأمین مالی می‌پردازد. هزینه‌های مدیریت صندوق و نیز هزینه‌های دیگری که بر عملیات این نوع صندوق‌ها مربوط می‌شود.
- ✓ صندوق‌های رهنی فرصت سرمایه‌گذاری در وام‌های رهنی به سرمایه‌گذاران می‌دهد. فرصتی که پیش تأسیس این صندوق‌ها عمدتاً در انحصار بانک‌ها و موسسات پس‌انداز و وام بود.

ارزشیابی صندوق‌های سرمایه‌گذاری و مستغلات:

ارزش صندوق سرمایه‌گذاری مستغلات به جریان‌های نقدی آتی صندوق بستگی دارد. بر این اساس می‌توان گفت این صندوق‌ها بر اساس مدل‌های تنزیل جریان‌های نقدی قابل ارزشیابی است. همچنین می‌توان صندوق را از طریق مقایسه با سایر صندوق‌ها ارزشیابی نمود. در نهایت صندوق سرمایه‌گذاری را می‌توان به عنوان مجموعه از دارایی‌های سرمایه‌ای و بدهی‌ها تلقی کرد. بنابراین می‌توان گفت ارزش صندوق چیزی متفاوت از خالص ارزش دارایی‌های آن نیست. بر اساس رویکردهایی که تشریح شد در ادامه سه روش متعارف ارزشیابی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مستغلات معرفی می‌شوند.

مدل تنزیلی سود تقسیمی گوردون:

واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری مستغلات ماهیتی همانند سهام دارند. بنابراین، این واحدهای سرمایه‌گذاری را می‌توان بر اساس روش‌هایی ارزشیابی نمود که عموماً برای ارزشیابی سهام شرکت‌ها به کار می‌روند. مدل تنزیل سود تقسیمی گوردون روشی ساده و متعارف برای ارزشیابی سهام است. در این مدل سنتی، نرخ رشد ثابتی برای سود تقسیمی سهم لحاظ می‌شود و ارزش فعلی جریان‌های نقدی حاصل از سودهای تقسیمی آتی سهم محاسبه می‌شود. این مدل به طور خاص برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری مستغلات قابل کاربرد است، چرا که این صندوق‌ها عموماً گرایش دارند قسمت قابل توجهی از سود هر سهم را تقسیم کنند. براساس این مدل، ارزش سهم (V) برابر است با سود تقسیمی سال بعد (D₁) تقسیم بر تفاوت نرخ بازده مورد انتظار (K) و نرخ رشد سود تقسیمی (g):

$$V = \frac{D_1}{(k - g)}$$

مفروضات زیر را برای صندوق سرمایه گذاری مستغلات X را در نظر بگیرید:

سود تقسیمی هر سال جاری ۴ دلار است که طبق برآوردها سالانه ۵ درصد رشد خواهد داشت. نرخ بازده مورد انتظار سهامداران صندوق ۱۰/۵ درصد برآورد شده که با نرخ بازده مورد انتظار بلندمدت صندوق‌های سرمایه‌گذاری هم‌خوانی دارد. با این لحاظ مفروضات و بر اساس مدل تنزیل سود تقسیمی گوردون، قیمت سهام صندوق X، ۷۶/۳۶ دلار برآورد می‌شود.

$$\frac{4/20}{(10\%/5\% - 5\%)} = 76/36$$

ضریب درآمد:

روش دیگر ارزشیابی برآورد درآمد و ضرب کردن آن رقم در نرخ‌های مناسب قیمت به درآمد (ضریب درآمد) است. تحلیل‌گران عموماً با توجه به ضرایب درآمد شرکت‌های مشابه، ضریب درآمد مناسبی را برای شرکت مورد نظر براساس ویژگی‌های آن شرکت نسبت به شرکت‌های مشابه برآورد می‌کنند.

در روش ضریب درآمدی برای ارزشیابی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مستغلات و به طور کلی املاک و مستغلات، عموماً از وجوه حاصل از عملیات^۶ به عنوان درآمد استفاده می‌کنند، چراکه بنابه دلایلی مانند اندازه نسبتاً بزرگ استهلاک املاک و مستغلات، وجوه حاصل از عملیات هر سهم نسبت به سود هر سهم سنجه بهتری است. در این روش ابتدا صندوق‌هایی انتخاب می‌شوند که مستغلاتی مشابه صندوق مورد ارزشیابی دارند. سپس با توجه به ویژگی‌های صندوق مورد نظر، وجوه حاصل عملیات هر سهم برآورد می‌شود. به عنوان مثال، اگر وجوه حاصل از عملیات هر سهم صندوق سرمایه‌گذاری X، ۵/۷۲ دلار باشد و ضریب وجوه حاصل از عملیات ۱۳/۱ دلار برآورد شود، ارزش هر سهم برابر ۷۵ دلار خواهد بود.

سود حاصل از فروش دارایی - استهلاک + سود خالص = FFO

ارزش هر سهم = $(P / FFO) * FFOx$

ارزش خالص دارایی:

آخرین روش ارزشیابی که در این‌جا پیشنهاد می‌شود بر اساس تحلیل ارزش خالص دارایی‌های سرمایه‌گذاری مستغلات است. دارایی‌های اصلی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مستغلات، املاک و مستغلات است، بدهی‌های اصلی آن‌ها نیز بدهی‌هایی است که برای تأمین مالی املاک و مستغلات ایجاد شده‌اند. براین اساس، اگر ارزش جاری تمامی املاک و مستغلات و نیز سایر دارایی‌های صندوق برآورد شود، می‌توان با کسر کردن ارزش کل بدهی‌های صندوق، ارزش خالص دارایی‌های صندوق را برآورد نمود، این ارزش طبعاً شاخصی از ارزش حقوق سهامداران صندوق است. برای برآورد ارزش خالص دارایی، ابتدا سود خالص عملیاتی^۸ برای کل صندوق سرمایه‌گذاری برآورد می‌شود. سپس، سود خالص عملیاتی بر نرخ تبدیل به سرمایه کردن ترکیبی^۹ تقسیم می‌شود. نرخ تبدیل به سرمایه کردن ترکیبی نرخ است که میانگین نرخ تبدیل به سرمایه کردن تک تک دارایی‌ها است. بنابراین، از آن می‌توان به عنوان نماینده نرخ تبدیل به سرمایه کردن برای ارزشیابی تک تک مستغلات سبد سرمایه‌گذاری استفاده کرد. از آن‌جا که به سودخالص عملیاتی تک تک مستغلات دسترسی نداریم، و بدین جهت نمی‌توانیم ارزش تک تک دارایی‌ها را با استفاده از نرخ تبدیل به سرمایه کردن هر دارایی برآورد کنیم، کل املاک و

^۶ Funds from operation (FFO)

^۷ net asset value (NAV)

^۸ Net operating income (NOI)

^۹ Blended capitalization rate

مستغلات صندوق را به صورت یکجا با استفاده از نرخ تبدیل به سرمایه کردن ترکیبی برآورد می‌کنیم. برای این کار، البته لازم است سود خالص عملیاتی بر نرخ تبدیل به سرمایه کردن ترکیبی به دست می‌آید:

$$NAV = \frac{NOI}{r}$$

که NOI سود خالص عملیاتی کل دارایی‌های صندوق سرمایه‌گذاری مستغلات است و r نرخ تبدیل به سرمایه کردن است. به عنوان مثال فرض کنید درآمد حاصل از اجاره صندوق سرمایه‌گذاری مستغلات X ، ۷۰ میلیون دلار و هزینه عملیاتی ۳۰ میلیون دلار باشد. بنابراین، سود خالص عملیاتی صندوق ۴۰ میلیون دلار خواهد بود. اگر نرخ تبدیل به سرمایه کردن را ۸/۷۵ در نظر بگیریم، ارزش کل دارایی‌های صندوق برابر ۴۵۷ میلیون دلار خواهد بود.

رابطه نرخ تورم و نرخ بازده REITs:

شواهد حاکی از نوعی رابطه مثبت بین تورم و نرخ بازده املاک و مستغلات است. اگر تورم را به دو قسمت تقسیم شود: تورم مورد انتظار و تورم غیرقابل انتظار، که رابطه مثبت بین تورم و نرخ بازده REITs ها فقط در مورد تورم مورد انتظار صدق می‌کند و بین نرخ بازده REITs و تورم پیش بینی نشده یک رابطه منفی و ناخوشایند وجود دارد. به هر حال افزایش یا کاهش تورم می‌تواند تأثیرات محسوسی بر نرخ بازده REITs داشته باشد. همان طور که در تصویر ذیل قابل مشاهده است که با افزایش نرخ تورم نرخ بازده REITs افزایش یافته و نیز بیشترین بازدهی را در میان ابزارهای مالی در ۴۴ سال گذشته داشته است.

Performance of Stocks, Bonds, Bills, and REITs

1972–2015



صندوق سرمایه‌گذاری زمین و ساختمان در ایران:

با توجه به شرایط موجود اقتصاد کشور، علاوه بر کنترل حجم نقدینگی و هدایت منابع به سمت فعالیت‌های اقتصادی مولد، نحوه تأمین مالی جهت تخصیص منابع به سمت تولید نیاز ویژه اقتصاد در این شرایط ویژه است. در این زمینه می‌توان از بستر بازار سرمایه در توسعه مالی، گسترش فرهنگ سرمایه‌گذاری و مشارکت عمومی و پیاده‌سازی بنیان‌های علمی و تجربی بر اساس ویژگی‌های بومی بخش‌های مختلف اقتصاد کشور استفاده کرد. تأمین منابع مالی بلند مدت از طریق بازار سرمایه می‌تواند با روش‌ها و ابزارهای مالی مناسب که توسط کارشناسان خبره مالی طراحی شده انجام بگیرد. ابزارهای نوین مالی پس از تأیید فقهی و حقوقی در کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار و بررسی همه جانبه توسط سازمان بورس و اوراق بهادار و پس از تأیید شورای عالی بورس قابلیت اجرا پیدا می‌کنند.

وجود ابزارهای متنوعی هم‌چون انواع اوراق بهادار اسلامی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله، صندوق‌های سرمایه‌گذاری نوآورانه، اسناد خزانه اسلامی، اوراق تجاری اسلامی در بازار سرمایه امکان نیل به اهداف تولید بدون آثار تورمی را فراهم می‌سازد. هم‌چنین شفافیت عملکرد و رقابت‌پذیری بازار سرمایه، ریسک‌های مترتب از جمله ریسک نکول را به حداقل می‌رساند.

از جمله این ابزارهای نوین مالی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری زمین و ساختمان هستند. موضوع فعالیت صندوق سرمایه‌گذاری زمین و ساختمان، جمع‌آوری پس‌اندازهای خرد و کلان و اختصاص آن به ساخت پروژه ساختمانی مشخص و سپس فروش واحدهای ساختمانی پروژه یاد شده و تقسیم عواید ناشی از این فعالیت بین سرمایه‌گذاران است.

تاریخچه:

شروع کار برای طراحی این صندوق به اواخر سال ۱۳۸۶ برمی‌گردد. در آن زمان تنها یک صندوق سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار با درآمد ثابت تشکیل شده بود و هنوز صندوق‌های سرمایه‌گذاری سهام تشکیل نشده بودند. در جلسه‌ای که با هدف آشنایی فعالان بازار سرمایه با صندوق‌های سرمایه‌گذاری سهام و در محل سازمان بورس تشکیل شد، ایده توسعه و تشکیل صندوق‌ها در سایر حوزه‌ها از جمله پروژه‌های ساختمانی نیز مطرح شد و اولین اساسنامه و امیدنامه این صندوق‌ها در نیمه سال ۱۳۸۷ تدوین گردید.

از آن تاریخ تا کنون تلاش‌های زیادی برای تاسیس این صندوق‌ها صورت گرفت و حتی صندوق‌های زمین و ساختمانی نیز تاسیس شدند، اما به مرحله پذیره نویسی نرسیده و عملاً متحل شدند. یکی از دلایل این امر، آشنا نبودن فعالان حوزه ساختمان با مفاهیم و کارکردهای بازار سرمایه و آشنا نبودن فعالان بازار سرمایه با فرآیندهای کاری و مولفه‌های مهم صنعت ساختمان بود. در حال حاضر در ایران سه صندوق زمین و ساختمان وجود دارد که در بازار فرابورس ایران، قابل معامله می‌باشد.

کاربردهای صندوق زمین و ساختمان:

به طور کلی صندوق‌های سرمایه‌گذاری زمین و ساختمان از طریق تحریک بخش عرضه و تقاضای بازار مسکن به رونق این بازار کمک می‌کنند. در ذیل تعدادی از کاربردهای اصلی این ابزار نوین تأمین مالی بخش ساختمان ذکر شده است:

- ✓ تأمین مالی برای مالکان زمین که منابع لازم را برای ساخت ندارند؛
- ✓ فراهم نمودن امکان پس‌انداز تدریجی برای سرمایه‌گذاران با هر مقدار سرمایه‌گذاری و استفاده از منافع رشد بخش مسکن و ساختمان؛
- ✓ امکان تکمیل پروژه‌های نیمه‌تمام با تبدیل آنها به صندوق زمین و ساختمان و ورود شرکای جدید به صندوق در قالب افزایش سرمایه؛
- ✓ دارا بودن مزیت رقابتی معافیت مالیاتی به منظور تشویق سرمایه‌گذاران.

فرآیند کلی عملکرد صندوق زمین و ساختمان:

- ✓ جمع‌آوری وجوه از سرمایه‌گذاران؛
 - ✓ تخصیص وجوه به پروژه ساختمانی و اجرای پروژه ساختمانی؛
 - ✓ فروش واحدهای ساختمانی پروژه؛
 - ✓ اعطای وجوه به‌دست آمده به سرمایه‌گذاران.
- واحدهای ساختمانی مستقیماً به سرمایه‌گذاران و دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق واگذار نمی‌شود، اما دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری می‌توانند همچون سایر افراد در مزایده املاک و واحدهای مسکونی تکمیل‌شده شرکت کرده و در صورت ارائه قیمت بهتر، مالکیت واحدهای ساخته‌شده را در اختیار بگیرند.
- هرچند هیات مدیره هر صندوق می‌تواند با رعایت صرفه و صلاح منافع سرمایه‌گذاران روش‌های دیگری را نیز بکار گیرد.

مزایای تشکیل صندوق سرمایه‌گذاری زمین و ساختمان:

- ✓ جدایی تأمین مالی از مدیریت پروژه؛
- ✓ تضمین تأمین مالی به موقع؛
- ✓ انعطاف‌پذیری تأمین مالی متناسب با شرایط بازار و تغییرات قیمت‌ها؛
- ✓ معافیت مالیاتی؛
- ✓ ابزاری برای پس‌انداز تدریجی مردم به منظور خرید واحدهای مسکونی همراه با حفظ قدرت؛
- ✓ امکان خرید یا فروش واحدهای صندوق در هر زمان در چارچوب مقررات معاملاتی فرابورس؛
- ✓ حفظ نقدشوندگی واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق توسط بازارگردان؛
- ✓ امکان توثیق واحدهای سرمایه‌گذاری توسط بانک‌ها و استفاده از مزایای توثیق؛
- ✓ عدم توقف پروژه به دلیل عدم تأمین مالی برخی از شرکا یا سرمایه‌گذاران؛
- ✓ نظارت مستمر و گزارش‌دهی مستمر مالی و پیشرفت فیزیکی.

تفاوت صندوق زمین و ساختمان با صندوق سرمایه‌گذاری مستغلات:

صندوق‌های زمین و ساختمان نهادی مالی است که با اخذ مجوز از سازمان بورس و اوراق بهادار در ایران تأسیس شده و به جمع‌آوری سرمایه از عموم و تخصیص آن به سرمایه‌گذاری در ساخت پروژه ساختمانی مشخص و فروش واحدهای ساختمانی آن می‌پردازد. درحقیقت، این دسته از صندوق‌ها از نوع تأمین مالی ساختاریافته (Project Fund) می‌باشند. صندوق‌های زمین و ساختمان وجوه گردآوری شده را به ساخت پروژه تخصیص داده و سمت عرضه را تقویت می‌کنند. از این رو، این صندوق‌ها با REITS که سرمایه خود را به خرید و اجاره پروژه‌های ساختمانی اختصاص داده و سمت تقاضا را تحریک می‌کنند، تفاوت بنیادی دارد. که در تصویر ذیل قابل مشاهده می‌باشد.

تفاوت صندوق زمین و ساختمان با صندوق سرمایه‌گذاری مستغلات

تفاوت صندوق (Fund) و تراست (Trust)

صندوق زمین و ساختمان



تخصیص وجوه به ساخت پروژه
تحریک طرف عرضه

صندوق سرمایه‌گذاری مستغلات



تخصیص وجوه به خرید و اجاره
تحریک طرف تقاضا

REITs در دنیا:

در بین کشورهای جهان ایالات متحده بزرگترین بازار املاک و مستغلات را به خود اختصاص داده و سایر کشورها نیز در این زمینه در حال رشد بوده و برنامه‌ریزی‌هایی برای نزدیک‌تر شدن به استانداردهای ایالات متحده را دارند. که شاخص جهانی املاک و مستغلات FTSE بر اساس سه موسسه FTSE Group, NAREIT و EPRA به طور مشترک تشکیل شده است. در ۳۱ جولای ۲۰۱۶، شاخص جهانی املاک و مستغلات شامل ۴۸۲ شرکت املاک و مستغلات از ۳۸ کشورهای مختلف جهان بود که ارزش بازار کل شرکت‌ها موجود در شاخص در آن تاریخ ۱/۶ تریلیون دلار بوده که سهم کشورهای در حال توسعه ۷۵ درصد از کل ارزش بازار را به خود اختصاص داده است.



Source: NAREIT®
Date indicates adoption year of REIT rules.

نتیجه گیری

ظهور صندوق‌های سرمایه‌گذاری مستغلات در اوایل دهه ۹۰ میلادی نشان‌گر این واقعیت است که املاک و مستغلات بیش از پیش تبدیل به اوراق بهادار شده‌اند. صندوق‌های سرمایه‌گذاری مستغلات که ساختاری مشابه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک سهام عادی دارند، به سرمایه‌گذاران فرصت را می‌دهند تا در سبدهای متنوع از املاک سرمایه‌گذاری کنند و از مدیریت حرفه‌ای سبد املاک و مستغلات بهره‌مند شوند. علاوه بر این صندوق‌های سرمایه‌گذاری مستغلات عموماً معاف از مالیات‌اند و قسمت عمده سود خود را در میان سرمایه‌گذاران تقسیم می‌کنند. در حال حاضر، ارزش بازار صندوق‌های سرمایه‌گذاری مستغلات در ایالات متحده از ۲۰۰ میلیارد دلار فراتر رفته است. در کشور ما نیز این مهم احساس می‌شود به گونه‌ای که با توجه به شرایط موجود اقتصاد کشور ایران، علاوه بر کنترل حجم نقدینگی و هدایت منابع به سمت فعالیت‌های اقتصادی مولد، نحوه تأمین مالی جهت تخصیص منابع به سمت تولید نیاز ویژه اقتصاد در این شرایط ویژه است. وجود ابزارهای نوین مالی همچون صندوق زمین و ساختمان در بازار سرمایه امکان نیل به اهداف تولید بدون آثار تورمی را فراهم می‌سازد. صندوق‌های سرمایه‌گذاری زمین و ساختمان با جمع‌آوری پس‌اندازهای خرد و کلان و اختصاص آن به ساخت پروژه ساختمانی مشخص و سپس فروش واحدهای ساختمانی پروژه یاد شده و تقسیم عواید ناشی از این فعالیت بین سرمایه‌گذاران است. از طریق تحریک بخش عرضه و تقاضای بازار مسکن به رونق این بازار کمک می‌کنند.