

به نام آنکه جان را فکرت آموخت

بِسْمِ اللّٰهِ الرَّحْمٰنِ الرَّحِیْمِ

# مقدمه‌ای بر تأمین مالی و سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات

حسین عبده تبریزی

میشم رادپور

۲۷ بهمن ماه سال ۹۹ - تهران

ویراست دوم برای ارائه در دانشگاه صنعتی شریف، دانشکده مدیریت و اقتصاد، کلاس تأمین مالی و سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات

# اقتصاد املاک و مستغلات

اقتصاد شهری  
اقتصاد مالی

# وجوه مختلف املاک و مستغلات



اقتصاددان: از منظر  
ریسک و بازده  
سرمایه گذاری  
بررسی می کند.



وکیل: از منظر  
مجموعه حقوق  
مترتب بر ملک  
بررسی می کند.



۳  
کارشناس محیط  
زیست: از منظر آثار  
زیست شناسانه  
ساخت و ساز بررسی  
می کند.



مهندس عمران: از  
منظر ساختار  
فیزیکی سازه ها  
بررسی می کند.



مهندس معمار: از  
منظر زیباشناختی بنا  
و کارکردهای آن  
بررسی می کند.



# رویکرد مطالعهٔ املاک و مستغلات

رویکرد ما برای مطالعهٔ املاک و مستغلات رویکرد اقتصادی است.

مطالعهٔ کامل املاک و مستغلات مستلزم اتخاذ رویکرد جامع چندرشته‌ای است.

# اقتصاد املاک و مستغلات



اقتصاد شهری (urban economics)

- شاخه‌ای از اقتصاد خرد است که به مطالعه و تجزیه و تحلیل اقتصادی مسائل شهری می‌پردازد.



اقتصاد مالی (financial economics)

- شاخه‌ای از اقتصاد خرد است که به مطالعه بازارهای سرمایه و صنعت خدمات مالی در بخش املاک و مستغلات می‌پردازد.

# مروری بر بخش املاک و مستغلات

اهمیت  
بازارهای عمده  
دارایی‌های سرمایه‌ای

# اهمیت بخش املاک و مستغلات

## شاخص توسعه یافتگی اقتصادی

- املاک و مستغلات شاخص مهمی برای توسعه یافتگی اقتصاد است.
- ساختمان‌های مدرن و محوطه‌های هیجان‌انگیز از نشانه‌های روشن پیشرفت اقتصادی محسوب می‌شوند.





# اهمیت بخش املاک و مستغلات

## اندازه بازار املاک و مستغلات

- برخی برآوردها نشان می دهد املاک و مستغلات حدود ۵۰ درصد از دارایی های جهان را شامل می شود.\*
- برآوردها نشان می دهد بیش از ثلث بازار سرمایه کشورهای توسعه یافته به بخش املاک و مستغلات اختصاص دارد.\*\*

\*Andrew Baum. (2009) **Commercial Real Estate Investment: A Strategic Approach** Second edition. p 3

\*\* Commercial Real Estate Analysis & Investments (2e), by Geltner, Miller, Clayton and Eichholtz. Centage, 2007. p 50

**بازار مسکن**

**طرف عرضه و تقاضا**

# بازیگران بازار مسکن

طرف عرضه = طرف ساخت و ساز

انبوه سازان

پیمانکاران

آبادگران

طرف تقاضا = طرف خریدار

خانوارها

نهادهای مالی

دولتها

# طرف عرضه

## ملاحظات

- غالباً سازندگان مسکن، نسبت به خریداران متعارف مسکن، بازیگران بزرگ‌تری‌اند.
- آن‌ها عموماً در تأمین نیازهای مالی خود توانمندند.
- از انواع ابزار مالی برای تأمین نیازهای مالی خود استفاده می‌کنند.
- ظرفیت‌های فنی و مهندسی کافی در اختیار دارند.

# طرف تقاضا



## نقش مسکن در زندگی افراد و خانوارها

- متقاضیان مسکن خانوارها هستند.
- مسکن بزرگ‌ترین سرمایه‌گذاری هر فرد عادی در طول عمر خود است.
- مسکن برای افراد چیزی بیش از سرپناه است.
- مسکن به آن‌ها شخصیت می‌دهد و به زندگی آن‌ها آرامش می‌بخشد.

# اهمیت بخش املاک و مستغلات

## املاک و مستغلات به عنوان دارایی مصرفی و دارایی سرمایه‌ای

ملک به عنوان دارایی سرمایه‌ای:  
اشخاص اعم از حقیقی و حقوقی  
جهت نیل به اهداف سرمایه‌گذاری  
خود ملک خریداری می‌کنند.

ملک به عنوان دارایی مصرفی:  
اشخاص اعم از حقیقی و حقوقی  
برای تأمین نیازهای مصرفی خود  
ملک خریداری می‌کنند.

# بازارهای عمدهٔ املاک و مستغلات

## بازار مصرف (space market/usage market)

- بازار مصرف (یا حق مصرف) املاک و مستغلات است. از این نوع بازار اغلب به عنوان بازار اجاره (rental market) یاد می شود.

## بازار دارایی (asset market)

- بازار مالکیت املاک و مستغلات است. از این نوع بازار اغلب به عنوان بازار ملک (property market) یاد می شود.

# بازار دارایی املاک و مستغلات

از نظر گاه اقتصادی این دارایی‌ها اصالتاً شامل ادعاهایی است بر جریان‌های نقدی آتی (به‌عنوان مثال اجاره‌هایی که ساختمان برای مالکانش ایجاد می‌کند). به‌طوری‌که این دارایی‌ها قابل مقایسه با دیگر دارایی‌های سرمایه‌ای مانند اوراق قرضه و سهام در بازار سرمایه اند. بنابراین، بازار دارایی املاک و مستغلات را باید به‌عنوان بخشی از بازار سرمایه بزرگ‌تر (نه فقط بازار اوراق بهادار) در نظر گرفت. بازاری که شامل تمام انواع دارایی‌های سرمایه‌ای است.

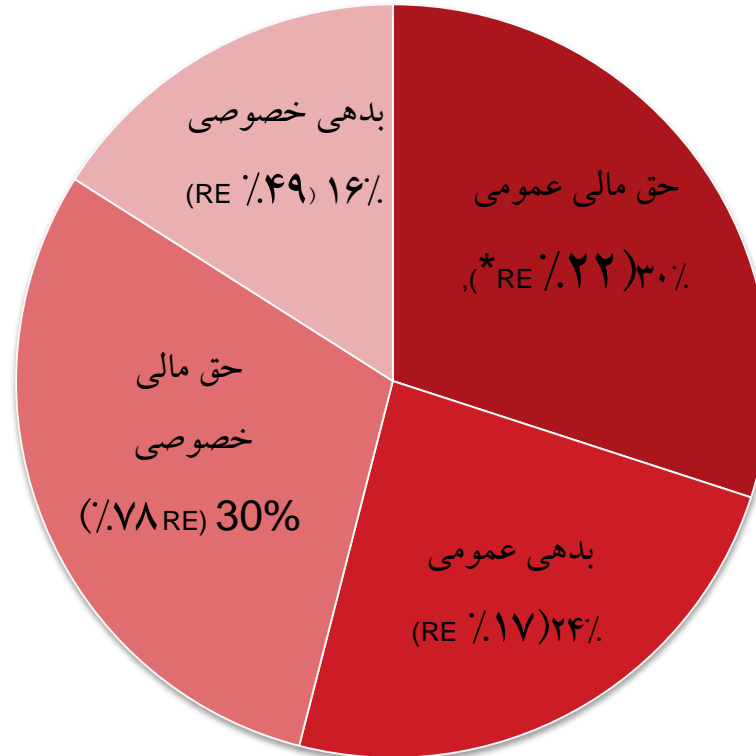


# انواع عمده بازارهای دارایی‌های سرمایه‌ای و ابزار سرمایه‌گذاری

بازارهای خصوصی	بازارهای عمومی	
<p>املاک</p> <p>صندوق سهامی خاص‌ها</p> <p>صندوق‌های حفظ ارزش</p>	<p>سهام</p> <p>صندوق‌های سرمایه‌گذاری</p> <p>مستغلات</p> <p>صندوق‌های زمین و ساختمان</p> <p>صندوق‌های سرمایه‌گذاری</p> <p>مشترک</p>	<p>دارایی‌های مبتنی بر حق مالی</p>
<p>وام‌های بانکی</p> <p>وام‌های رهنی</p> <p>وام‌های مخاطره‌آمیز و</p> <p>وام‌های قبضه مالکیت</p>	<p>اوراق قرضه</p> <p>اوراق بهادار با پشتوانه رهن</p>	<p>دارایی‌های مبتنی بر بدهی</p>

# بخش‌های بازار سرمایه آمریکا

(ارزش کل بازار ۷۰ تریلیون دلار)



\*املاک و مستغلات تحت مالکیت شرکت‌های سهامی عام + صندوق‌های املاک و مستغلات

Source: Commercial Real Estate Analysis & Investments (2e), by Geltner, Miller, Clayton and Eichholtz. Centage, 2007; (Authors' estimates based on Miles & Tolleson (1997), updated with FRB statistics)

# ملک به عنوان دارایی پایه

- در نهایت تمامی دیگر دارایی‌های سرمایه‌ای مبتنی بر املاک و مستغلات بر پایهٔ املاکی شکل می‌گیرند که در بازاری خصوصی (به نام بازار ملک) معامله می‌شوند. این املاک در واقع دارایی پایه (underlying asset) سایر دارایی‌های سرمایه‌ای محسوب می‌شوند. بدین معنی که این دارایی‌های ملکی هستند که جریان نقدی ایجاد می‌کنند و این جریان‌های نقدی منشأ هر درآمد و ارزشی است که از محصولات سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات حاصل می‌شود.

# سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات

طبقات دارایی

ویژگی‌های بازار

ویژگی‌های سرمایه‌گذاری

# املاک و مستغلات به عنوان طبقه دارایی

## انواع عمده طبقات دارایی‌ها

حق مالی مانند سهام

اوراق بهادار با درآمد ثابت مانند اوراق قرضه

وجه نقد و ابزار بازار پول مانند گواهی سپرده

کالاهای اساسی مانند فلزات گران بها

املاک و مستغلات (مسکونی و تجاری)

# ویژگی‌های ریسک و بازده ملک



# ویژگی‌های بازار املاک

## ناهمگن بودن محصولات

- هر ملکی بر اساس مکان، ساختمان و نحوه تأمین مالی منحصر به فرد است. این مسأله قیمت گذاری ملک را مشکل می‌سازد؛ هزینه‌های جستجو را افزایش می‌دهد؛ جایگزینی را محدود می‌کند و عدم تقارن اطلاعاتی ایجاد می‌کند.

## هزینه بالای معاملات

- هزینه‌های معامله ملک از اغلب دیگر معاملات بیشتر است. این هزینه‌ها شامل هزینه جستجو، کارمزد معاملات، هزینه نقل و انتقال، عوارض قانونی، مالیات انتقال مالکیت و هزینه‌های ثبت می‌باشد.

## تأخیر بلندمدت در تعدیل قیمت‌ها

- به دلیل این که زمان نسبتاً زیادی صرف تأمین مالی، طراحی، ساخت و عرضه محصول جدید صرف می‌شود، و نیز به خاطر تغییرات به نسبت آهسته تقاضا، فرآیند تعدیل قیمت‌های بازار زمان بر است. به دلیل همین وقفه زمانی، عدم تعادل‌های بازار در کوتاه مدت بسیار محتمل است.

# مقایسه بازارها

## بازار ملک

تعداد کم خریداران و فروشندگان

محصولات ناهمگن

اطلاعات غیر شفاف و ناقص

هزینه بالای معاملات

نقدشوندگی پایین

تعدیل وقفه دار قیمت ها

## بازار اوراق بهادار

تعداد زیاد خریدار و فروشنده

محصولات همگن

اطلاعات شفاف

هزینه پایین معاملات

نقدشوندگی بالا

تعدیل آنی قیمت ها



## آیا ملک به عنوان طبقه دارایی مورد قبول قرار گرفته است؟

ملک دارایی جانشین پذیر (fungible asset) نیست و به همین دلیل برخلاف سایر طبقات دارایی ها فاقد بازار سازمان یافته است، ولی با این وجود به دلیل جذابیت های سرمایه گذاری از دهه ۷۰ به عنوان یک طبقه دارایی مورد قبول سرمایه گذاران قرار گرفته است. ویژگی های منحصر به فرد ملک به لحاظ ریسک و بازده و نیز همبستگی با سایر دارایی های سرمایه ای، دلایل کافی برای معرفی این طبقه دارایی ها فراهم می آورد.

# ویژگی‌های مهم ملک از منظر سرمایه‌گذاران

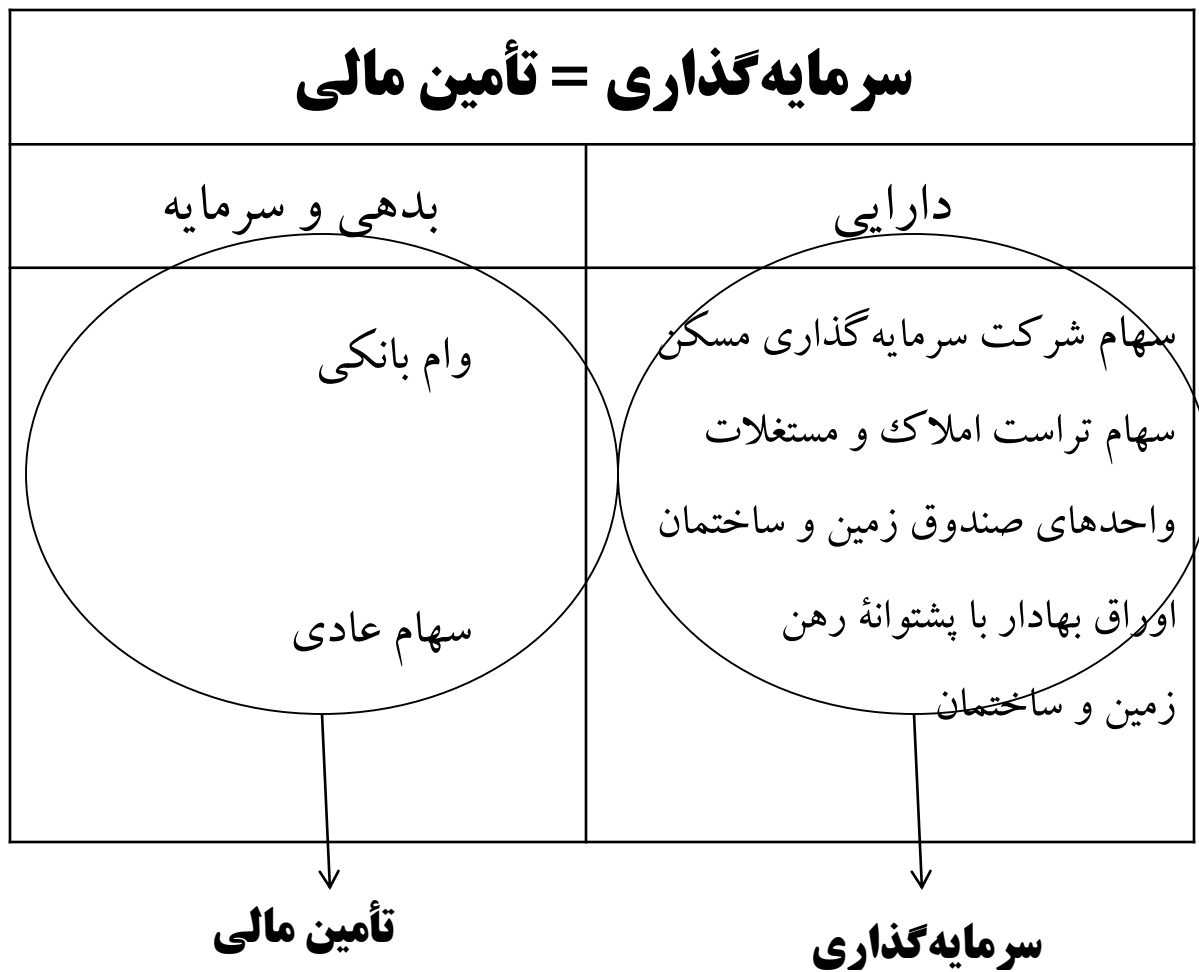
- ✓ ملک در طی زمان مستهلک می‌شود.
- ✓ جریان نقدی حاصل از ملک تحت تأثیر قرارداد اجاره است.
- ✓ بازده حاصل از ملک تا حد زیادی به ارزشیابی ملک بستگی دارد.
- ✓ ملک بسیار نقدشوار است.
- ✓ حجم سرمایه‌گذاری برای خرید ملک نسبتاً بالاست.
- ✓ تأمین مالی با استفاده از اهرم در معاملات ملک بسیار رایج است.
- ✓ در بلندمدت اجاره‌بهای ملک با تورم همبستگی بالایی دارد.
- ✓ ریسک سرمایه‌گذاری در ملک پایین است.

# روی دیگر سکه

سرمایه‌گذاری

تأمین مالی

# نمونه ترازنامه شرکت سرمایه گذاری



# مسائل اساسی سرمایه‌گذاری و تأمین مالی

مباحث مطرح در سرمایه‌گذاری

مباحث مطرح در تأمین مالی

مباحث منتخب

## تأمین مالی

چگونه منابع مالی لازم  
را برای سرمایه‌گذاری  
تأمین کنیم؟

## سرمایه‌گذاری

در چه املاک و  
مستغلاتی  
سرمایه‌گذاری کنیم؟

# متخصص مالی در نهاد مالی و غیر مالی

## در محیط نهاد مالی

- در نقش مدیر سرمایه گذاری راهنمایی می کند در چه دارایی های سرمایه گذاری کنیم.

## در محیط شرکت ساختمانی

- در نقش مدیر مالی راهنمایی می کند در چه طرح هایی سرمایه گذاری کنیم.

# مباحث مطرح در سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات

## تجزیه و تحلیل اساسی املاک و مستغلات

- تجزیه و تحلیل بازار املاک و مستغلات
- ارزشیابی ملک

## استفاده از اهرم در سرمایه‌گذاری

- اهرم مالی و هزینه سرمایه
- تعیین ترکیب سرمایه

## نظریه سبد دارایی‌ها

- نظریه مدرن سبد دارایی‌ها و متنوع‌سازی
- CAPM و قیمت‌گذاری ریسک



# مباحث مطرح در تأمین مالی املاک و مستغلات

## بازارهای املاک و مستغلات

- بازار اولیۀ رهن
- بازار ثانویۀ رهن

## نهادهای مالی فعال در بخش املاک و مستغلات

- بانک‌های رهنی
- مؤسسات پس‌انداز و وام
- نهادهای رهنی وابسته به دولت

## صندوق‌های سرمایه‌گذاری

- صندوق‌های سرمایه‌گذاری در مستغلات
- صندوق‌های زمین و ساختمان

## مباحث منتخب در تأمین مالی و سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات

- ✓ تجزیه و تحلیل طرح‌های توسعه املاک و مستغلات
- ✓ کسب و کار املاک و مستغلات در ایران
- ✓ اقتصاد شهر و مشکلات تأمین مالی توسعه شهری در ایران
- ✓ بحران مالی مسکن

# مشکل معادل فارسی

## Development

- توسعه و عمران، بساز و بفروش، عمران، انبوه‌سازی، توسعه‌گری

## Developer

- توسعه‌دهندگان پروژه‌های مسکن و ساختمان
- توسعه و عمران کننده
- عمران و توسعه‌گر
- انبوه‌ساز، توسعه‌گر، عمران کننده، بساز و بفروش
- ???

# اولین انتخابها

Development

- توسعه و عمران، آبادانی

Developer

- توسعه گر، آباد گر

# توسعه و عمران - ویژگی‌ها

## کسب‌وکاری چندوجهی

- کنترل فرآیند توسعه از اول تا آخر
- از ایده و طرح روی کاغذ تا املاک و مستغلات واقعی
- هماهنگ‌کننده زنجیره‌ای از فعالیت‌ها:

خرید زمین

طراحی و  
برنامه‌سازی

اخذ مجوزها

ساخت  
(نوسازی و  
بازسازی)

تأمین منابع  
مالی

اجاره و  
اجاره  
بلندمدت

مدیریت  
بهره‌برداری

# توسعه گر کیست؟

- آیا توسعه گر سرمایه گذار است؟
- آیا توسعه گر پیمانکار است؟
- آیا توسعه گر انبوه ساز است؟

توسعه گر هیچ کدام آنها نیست ولی در واقع همه آنهاست

# تفاوت پیمان کار و توسعه گر

پیمان کار

• ریسک کمتر - بازده کمتر

توسعه گر

• کار آفرین و ریسک پذیر

## چهار محور اصلی فعالیت توسعه‌گر

- مدیریت زمین
- مدیریت منابع مالی
- مدیریت اجرا
- مدیریت و هماهنگی کل فرآیند



# حوزه‌های فعالیت در توسعه و عمران املاک و مستغلات

تجاری

- پارک تجاری، واحد اداری، بنادر و لنگرگاه، پارک خرده‌فروشی، فروشگاه و مغازه، مرکز تجاری، سیتی سنتر، مرکز خرید، بازارچه، انبار، گذرهای تجاری، ...

صنعتی

- شهر صنعتی، مناطق صنعتی، پارک صنعتی، پارک فن آوری و ...

مسکونی

- بلوک شهری، شهرهای شرکتی، شهرک مسکونی، پارک مسکونی، مجموعه‌های ارزان‌قیمت، مجموعه‌های آپارتمانی، مجموعه‌های ویلایی، بلندمرتبه‌ها (آسمان خراش‌ها) و ...

# حوزه‌های فعالیت در توسعه و عمران املاک و مستغلات

آموزشی

- پردیس آموزشی، پارک‌های تحقیقاتی، دانشگاه‌ها و مؤسسات آموزشی، پارک‌های علمی و ...

شهرداری

- شهرهای جدید (برنامه‌ریزی شهری)، باغ شهرها، شهرها و شهرک‌های نمونه، گورستان‌ها، پارکینگ‌ها و ...

غیره

- توسعه منطقه‌ای، طراحی شهری، آماده‌سازی زمین، منطقه‌بندی و ....

## تیم توسعه

- رئیس (مهندس یا تاجر) با چند کارمند؛  
خرید همه تخصص‌ها
- شرکت‌های بزرگ دارنده همه تخصص‌ها  
یا عمده تخصص‌ها

# توسعه گر، هماهنگ کننده کار با:

معماران (و معماران محوطه ساز یا منظره ساز و محیط زیست)	برنامه ریزان شهری	مهندسان
ناظران	مقاطعہ کاران	ارزیابان
نمایندگان فروش و اجاره بلندمدت	شهرداریها	دفاتر ثبت
بانکداران	اهالی بازار سرمایه	کارکنان محیط زیست

## رشته‌های:

مهندسی ساخت

معماری

بانکداری و مالی

حقوق

مدیریت

...

## مسیرهای ورود به حرفه توسعه‌گری املاک و مستغلات

### کارشناس ارشد توسعه و عمران املاک و مستغلات

- Master of Real Estate Development (MRED)

### کارشناس ارشد املاک و مستغلات

- Master of Science in Real Estate (MSRE)

# تکالیف کلاسی

- ۱- نسبت «دارایی‌های سرمایه‌ای (capital assets) مربوط به بخش املاک و مستغلات» به تولید ناخالص داخلی کشورهای توسعه یافته چقدر است؟ بررسی کنید.
- ۲- رابطه بازار مصرف (usage market) و بازار دارایی (asset market) املاک و مستغلات چگونه است؟
- ۳- سبد بازار (market portfolio) در مدل CAPM شامل چه دارایی‌هایی می‌شود؟ نقش بخش املاک و مستغلات در این سبد چیست؟ چرا غالباً این بخش در سبد بازار لحاظ نمی‌شود؟
- ۴- ارزش بازار شرکت‌های سهامی عام فعال در بخش املاک و مستغلات (public equity) در بازار سرمایه ایران چقدر است؟ (با ارزش بازار سایر صنایع مقایسه شود.)

# تکالیف کلاسی

- ۵- ابزار مالی ای که بر پایه ملک (real property) در بازارهای مالی معامله می‌شوند، کدامند؟ (کامل توضیح دهید)
- ۶- آیا املاک و مستغلات را می‌توان به عنوان طبقه دارایی (asset class) در نظر گرفت؟ (نظرات موافق و مخالف را بیان کنید).
- ۷- در مورد کالاهای اساسی به عنوان طبقه دارایی بحث کنید.
- ۸- موازنه ریسک و بازده طبقه‌های مختلف دارایی و همچنین همبستگی میان آن‌ها را براساس مطالعات نظری و تجربی مقایسه کنید؟
- ۹- به چه دلایلی بازار دارایی املاک و مستغلات از بازار رقابت کامل فاصله می‌گیرد؟
- ۱۰- نقش مدیر مالی در یک نهاد مالی و یک نهاد تولیدی فعال در بازار املاک و مستغلات را مقایسه کنید.
- ۱۱- درباره این که سرمایه‌گذاری و تأمین مالی دو روی یک سکه‌اند، توضیح دهید. (با پس‌زمینه املاک و مستغلات).



# تکالیف کلاسی

- ۱۲- حجم سرمایه گذاری در ملک (real property) در دوبی (به عنوان یک مورد خاص و منحصر به فرد) چقدر است؟ بررسی کنید.
- ۱۳- به طور معمول کدام یک از شاخص های بازار املاک و مستغلات برای نظارت بر وضعیت اقتصاد کلان محاسبه و افشا می شوند؟ درباره شاخص ها توضیح دهید.
- ۱۴- سیاست های تسهیل کمی (quantitative easing) اخیر فدرال رزرو چه ارتباطی با بخش املاک و مستغلات دارد؟

با تشکر