

بودجه‌ی عملیاتی

صندوق سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات نیک‌رای

(پیش‌بینی عملیات، درآمدها و هزینه‌های مربوطه)

مشخصات صندوق	
املاک و مستغلات نیک‌رای	نام صندوق
قابل معامله	نوع صندوق
۱۴۰۱/۱۲/۲۳ به شماره ۵۵۳۳۱	تاریخ و شماره ثبت نزد مرجع ثبت شرکتها
۱۴۰۱۲۰۸۷۵۰۰	شناسه ملی صندوق
۱,۵۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال	سرمایه صندوق
از تاریخ ثبت نزد مرجع شرکتها آغاز شده و به مدت ۵ سال شمسی ادامه می‌یابد، این مدت با تمدید سازمان بورس و اوراق بهادار قابل تمدید است.	دوره فعالیت صندوق

فهرست

فهرست.....	۲
مؤسسين صندوق.....	۳
اركان صندوق.....	۴
مطالعات اقتصادى.....	۵
صورت‌هاى مالى پيش‌بينى شده.....	۲۲

مؤسسين صندوق

تعداد واحدهای ممتاز	مدیرعامل	شماره و محل ثبت	تاریخ ثبت	شناسه ملی	نام مؤسس	ردیف
۷,۰۰۰,۰۰۰	مجید پارسا	۳۸۸۰۷۴ تهران	۱۳۸۹/۰۸/۰۱	۱۰۳۲۰۳۸۰۲۷۴	مدیریت سرمایه و ساخت نیک‌رای	۱
آدرس: بزرگراه کردستان، خیابان زاینده‌رود غربی، پلاک ۱۶، واحد ۵						
۲,۰۰۰,۰۰۰	بابک جهان‌آرا	۲۵۲۲۷۹ تهران	۱۳۸۴/۰۵/۱۹	۱۰۱۰۲۹۲۷۱۹۸	گروه مالی دانایان	۲
آدرس: بزرگراه کردستان، خیابان زاینده‌رود غربی، پلاک سه، طبقه همکف						
۱,۰۰۰,۰۰۰	فرهود صابری سرابی	۲۲۷۱۸۶ تهران	۱۳۸۳/۰۵/۱۱	۱۰۱۰۲۶۸۳۴۵۶	سرمایه‌گذاری دانایان	۳
آدرس: بزرگراه کردستان، خیابان زاینده‌رود غربی، پلاک سه، طبقه همکف						

مؤسسين حقوقی

ارکان صندوق

شناسه ملی	محل	تاریخ ثبت	شماره ثبت	نوع	نام	
۱۰۱۰۲۹۲۷۱۹۸	تهران	۱۳۸۴/۰۵/۱۹	۲۵۲۲۷۹	نهاد مالی	گروه مالی دانایان	مدیر صندوق
آدرس: بزرگراه کردستان، خیابان زاینده‌رود غربی، پلاک سه، طبقه همکف						
فکس: ۰۲۱۸۸۰۳۲۴۱۲		ایمیل: info@danayan.com		تلفن: ۹۱۰۷۳۰۰۰		
۱۰۳۲۰۷۲۱۸۶۲	تهران	۱۳۹۰/۱۰/۲۸	۲۸۶۵۰	مؤسسه حسابرسی	مؤسسه حسابرسی وانیا نیک تدبیر	حسابرس
آدرس: بلوار نلسون ماندلا، پایین تر از مدرس، خیابان گلدان، پلاک ۸، واحد ۳						
فکس: ۰۲۱۲۲۰۳۱۴۸۷		ایمیل: info@vanianic.ir		تلفن: ۲۲۰۳۱۴۷۷		
۱۰۳۸۰۰۷۶۴۶۰	مشهد	۱۳۷۷/۰۲/۲۷	۵۸۹	مؤسسه حسابرسی	مؤسسه حسابرسی و خدمات مدیریت رهیافت و همکاران	متولی
آدرس: بلوار مدرس، مدرس ۵، ساختمان بانک مسکن، طبقه اول و دوم						
فکس: ۰۵۱۳۲۲۸۶۸۰۷		ایمیل: info@rahyaftaudit.com		تلفن: ۰۵۱۳۲۲۸۶۸۰۱		
۱۰۱۰۲۶۸۳۴۵۶	تهران	۱۳۸۳/۰۵/۱۱	۲۲۷۱۸۶	نهاد مالی	سرمایه‌گذاری دانایان	متعهد پذیرهنویسی
آدرس: بزرگراه کردستان، خیابان زاینده‌رود غربی، پلاک سه، طبقه همکف						
فکس: ۰۲۱۸۸۰۳۲۴۱۲		ایمیل: info@danayaninvestment.com		تلفن: ۹۱۰۷۳۰۰۰		
۱۴۰۰۷۰۳۹۶۹۸	تهران	۱۳۹۶/۰۶/۱۳	۵۱۴۶۳۷	نهاد مالی	سرمایه‌گذاری نوید اعتماد	
آدرس: خیابان آرژانتین، خیابان اشکانی، کوچه ساعی دوم، پلاک ۶، طبقه ۱۰						
فکس: ندارد		ایمیل: sabad@navidfg.com		تلفن: ۰۲۱۸۸۸۸۳۵۲۲		
۱۴۰۱۰۴۴۳۹۱۷	تهران	۱۴۰۰/۰۷/۲۸	۵۲۴۲۲	نهاد مالی	صندوق بازارگردانی دانایان	بازارگردان
آدرس: بزرگراه کردستان، خیابان زاینده‌رود غربی، پلاک سه، طبقه همکف						
فکس: ۰۲۱۸۸۰۳۲۴۱۲		ایمیل: info@danayan.fund		تلفن: ۹۱۰۷۳۰۰۰		
۱۰۳۲۰۳۸۰۲۷۴	تهران	۱۳۸۹/۰۸/۰۱	۳۸۸۰۷۴	شرکت تجاری	شرکت مدیریت سرمایه و ساخت نیک‌رای	مدیر بهره‌برداری
آدرس: بزرگراه کردستان، خیابان زاینده‌رود غربی، پلاک ۱۶، واحد ۵						
فکس: ۰۲۱۸۸۰۳۳۲۴۱		ایمیل: info@nikray.net		تلفن: ۸۶۰۵۱۸۹۸		

مشخصات کامل ارکان صندوق، متعهد پذیرهنویسی، بازارگردان و مدیر بهره‌برداری

مطالعات اقتصادی

استفاده از هر کالا و خدماتی می‌تواند دو جنبه مصرفی و سرمایه‌گذاری داشته باشد، و مسکن به طور معمول و در اکثر کشورها دارای هر دو بُعد مصرفی و سرمایه‌گذاری است. آحاد اقتصادی مسکن را نه تنها به عنوان محل سکونت، بلکه به عنوان ابزار پس‌انداز بلندمدت نگاه می‌کنند. تصمیم‌گیری در مورد مسکن به میزان درآمد جاری و آتی هر خانوار وابسته است. بدین ترتیب، نوعی جان‌شینی بین دوره‌ای در نحوه مصرف خانوار رخ می‌دهد، و از آنجا که مسکن سهم بالایی در هزینه‌های خانوار دارد، سبد کالایی خانوار را برای دوره‌ای طولانی دچار دگرگونی می‌کند.

در دهه گذشته، بُعد سرمایه‌گذاری مسکن وجه پرننگ‌تری یافته است. این بُعد سوداگرانه به همراه نوسانات قیمتی شدید به‌خصوص در بخش زمین شرایط ویژه‌ای را بر این بازار حاکم کرده است. نگهداری مسکن به عنوان دارایی برای بهره‌مندی از درآمد اجاره و عمدتاً برای عایدی سرمایه‌ای سبب شده تا تقاضای مسکن در کنار طلا، ارز و محصولات بازار سرمایه، سهم زیادی از تقاضای دارایی‌های سرمایه‌ای را داشته باشد. از دیگر دلایل این امر، حضور کم‌رنگ دولت در بخش مسکن و نبود نظام مالیاتی مؤثر در این بخش است. فقدان نظام مالیاتی کارآمد، مسکن را به محل سرمایه‌گذاری جذاب با نرخ بازده بالا تبدیل کرده است. توسعه‌نیافتگی بازار مالی کشور در ارائه محصولات مناسب مدیریت ثروت و حفظ ارزش دارایی اشخاص عامل دیگری است که سرمایه‌گذاران را ناگزیر به سمت بازارهایی همچون بازار مسکن سوق می‌دهد. این سهم زیاد تقاضا سبب شده تا مسکن از تحولات و نوسانات اقتصاد کلان تأثیر زیادی بپذیرد.

تجربه جهانی حاکی از آن است که تلاش زیادی برای شکل‌دهی بازارهای تأمین مالی بخش مسکن و گسترش ابزارهای ارائه‌شده در بازارهای رهن اولیه و ثانویه انجام شده است تا خانوارها با توجه به سطح درآمد جاری و همچنین سطح درآمد آتی خود وارد بازار مسکن شده و مالک خانه شوند. خرید مسکن در همه جای دنیا از محل درآمدهای گذشته و آینده اعضای خانوار تأمین مالی می‌شود.

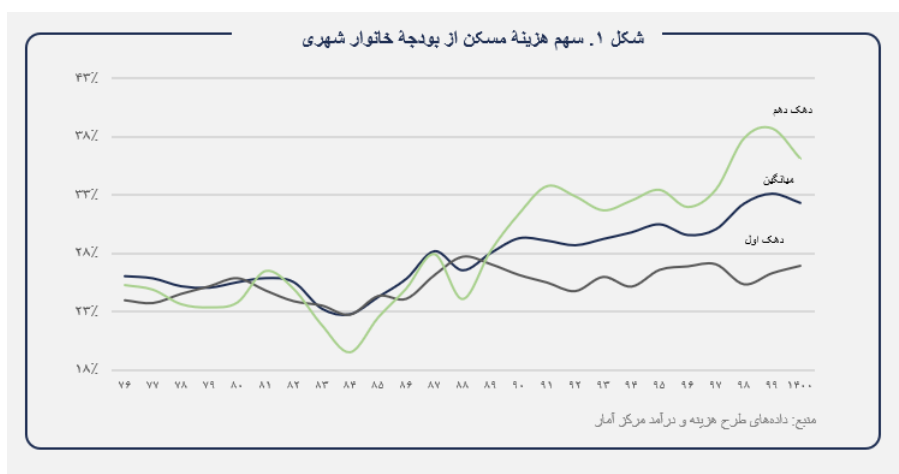
از دیگر ویژگی‌های مهم مسکن، روابط پسینی و پیشینی گسترده آن با بخش‌های مختلف صنعت است؛ در مرحله ساخت مسکن صنایع بسیار زیادی فعال می‌شوند. در صورت افول سرمایه‌گذاری در بخش مسکن، این صنایع با مزاد عرضه روبرو می‌شوند. از طرف دیگر، از آنجا که بخش عمده‌ای از افراد بامهارت کم در بخش مسکن شاغل هستند، افول سرمایه‌گذاری و رکود ساخت‌وساز باعث افزایش نرخ بیکاری می‌شود.

در ادامه با مرور برخی جنبه‌های مهم بازار مسکن کشور، وضعیت این بازار مهم مورد ارزیابی قرار می‌گیرد.

مسکن یکی از اساسی‌ترین نیازهای هر خانوار است. این کالای ضروری، فاقد جانشین است و تقاضای مسکن روند باثباتی دارد، به‌گونه‌ای که به‌طور میانگین ۳۵ درصد از هزینه‌های خانوارهای شهری و ۱۷ درصد از هزینه‌های خانوارهای روستایی و به‌طور میانگین ۳۲ درصد از هزینه‌های هر خانوار ایرانی را در سال ۱۴۰۰ تشکیل می‌دهد. این در حالی است که در بین کشورهای توسعه‌یافته، این سهم به‌طور میانگین حدود ۲۰ درصد است.

شکل ۱ تغییرات سهم هزینه‌های مرتبط با مسکن هر خانوار شهری را از کل هزینه‌های خانوار برای دهک اول و دهم نشان می‌دهد. همان‌گونه که مشخص است، از میانه دهه ۸۰، سهم هزینه مسکن به‌طور میانگین برای همه خانوارها افزایش یافته است، اما این افزایش در دهک دهم بیشتر از دهک اول است. به‌جهت احتساب اجاره مسکن بالا و باکیفیت بهتر، این نسبت برای دهک‌های با درآمد بالاتر افزایش بیشتری یافته است. بر اساس آمارهای رسمی، قدرت خرید خانوارها از سال ۱۳۸۶ روندی کاهشی را طی کرده است. سهم هزینه‌های مسکن در دهک‌های درآمدی پایین در سال‌های اخیر هرچند افزایشی است، اما متناظر با میزان افزایش در هزینه سکونت (با فرض حفظ کیفیت سکونت) نیست.

این امر نشان‌دهنده اولویت‌دادن خانوارها به هزینه‌های ضروری خوراک در شرایط محدودیت بیش‌ازپیش بودجه خانوار است، به‌گونه‌ای که سهم هزینه خوراکی‌ها برای دهک اول از کم‌تر از ۴۰ درصد در سال‌های انتهایی دهه ۸۰ به حدود ۴۵ درصد در سال‌های اخیر افزایش یافته است. به بیان دیگر خانوارهای دهک‌های کم‌درآمد در بده‌بستان برای پیشینه‌کردن مطلوبیت خود در شرایط کاهش درآمد حقیقی، ناگزیر کیفیت سکونت خود را کاهش داده‌اند. درحالی‌که دهک‌های برخوردارتر در مواجهه با افزایش هزینه سکونت، آزادی عمل مناسب‌تری برای حفظ یا ارتقای سکونت در سبد هزینه‌های خود نشان داده‌اند. چنین روندی بیانگر شکاف طبقاتی بیشتر و تفاوت‌های درآمدی عمیق‌تر در دهه ۹۰ در ایران است.



شاخص توان پذیری مسکن را می‌توان از تقسیم متوسط قیمت مسکن به درآمد سالانه خانوار برآورد کرد. این شاخص که شاخص دسترسی به مسکن نیز نامیده می‌شود، نشان می‌دهد چه مدت نیاز است تا یک خانوار با اختصاص کل درآمد سالانه خود، یک واحد مسکونی شهری به مساحت ۸۰ مترمربع را خریداری کند. با توجه به گزارش اطلاعات قیمت و اجاره مسکن در نقاط شهری کشور (زمستان ۱۴۰۰) و چکیده نتایج طرح آمارگیری هزینه و درآمد خانوارهای شهری مرکز آمار در سال ۱۴۰۰، این شاخص در سال ۱۴۰۰ برای شهر تهران برابر ۵/۱۸ محاسبه می‌شود، درحالی‌که در سال ۱۳۹۱ برابر ۱/۹ بوده است.

زمان انتظار برای خانه‌دارشدن را معمولاً بر اساس پس‌انداز یک‌سوم درآمد خانوار محاسبه می‌کنند، براین‌اساس، برای هر خانوار تهرانی به طور متوسط ۵۵ سال طول می‌کشد تا امکان خرید یک واحد مسکونی متوسط را در شهر تهران پیدا کند؛ مشخص است که این دوره زمانی به مراتب فراتر از طول دوره فعالیت شغلی رایج در کشور است. حتی در شهرهای گران‌قیمتی چون نیویورک، سان‌فرانسیسکو، لندن، پاریس و مسکو، با توجه به سطح بالای درآمد، این شاخص وضعیت بهتری از نسبت تهران دارد. به بیان دیگر، هرچند مسکن در شهرهای مورد اشاره بسیار گران است، اما با در نظر گرفتن میزان بالای درآمد، برای شهروندان این شهرها، مسکن در دسترس‌تر از ساکنان تهران است.

برای دیگر شهرهای کشور نیز این شاخص کمتر از تهران، اما همچنان بسیار بالا است و از مقدار مطلوب فاصله دارد. توجه شود که با توجه به کاهش شدید درآمد واقعی خانوارها در سال‌های اخیر، در عمل پس‌انداز یک‌سوم درآمد برای بسیاری از خانوارها به‌سادگی میسر نیست. در مجموع، مقایسه متوسط درآمد خانوارها با متوسط بهای مسکن نشان‌دهنده آن است که خرید مسکن از استطاعت خانوار متوسط ایرانی خارج شده است. به‌ویژه در کلان‌شهرهای کشور، اغلب متقاضیان مصرفی از بازار خرید مسکن بیرون رانده شده‌اند، و در سال‌های پیشرو اجاره‌نشین خواهند ماند.

بازار رهن اولیه که در آن تسهیلات خرید مسکن در اختیار متقاضیان قرار داده می‌شود، اصلی‌ترین معیار برای ارزیابی میزان توسعه‌یافتگی بازار مالی مسکن کشورها به شمار می‌رود. البته نهادهای متعدد دیگری همچون بازار رهن ثانویه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات نیز نقش مهمی در توسعه این بازار دارند، اما با توجه به نقش اساسی بازار رهن اولیه، در این گزارش تمرکز اصلی بر این نهاد قرار داده می‌شود.

مجموع تسهیلات خرید و جعاله که بانک مسکن در اختیار زوجین قرار می‌دهد، ۴۸۰ میلیون تومان است. با استفاده از اطلاعات بانک مرکزی درباره بهای متوسط مسکن تهران در دی‌ماه ۱۴۰۱ (هر مترمربع ۴۸ میلیون تومان)، نسبت تسهیلات به بهای

ملک (LTV) برای یک واحد مسکونی ۸۰ مترمربعی کم‌تر از ۱۵ درصد محاسبه می‌شود. در مقام مقایسه، متقاضیان واجد شرایط در کشورهای توسعه‌یافته می‌توانند بین ۶۰ تا ۱۰۰ درصد از بهای ملک را در قالب تسهیلات خرید دریافت کنند.

چنانچه هزینه خرید اوراق حق تقدم را که برای دریافت این میزان تسهیلات لازم است در نظر بگیریم، نسبت LTV به حدود ۱۱ درصد کاهش می‌یابد. این بدان معناست که متقاضی، در شرایط کاهش درآمد حقیقی خانوار متوسط در طی بیش از ۱۵ سال گذشته، تقریباً باید ۸۵ تا ۹۰ درصد بهای ملک را به‌صورت آورده شخصی تأمین کند. در چنین شرایطی بازار رهن به‌وضوح ناکارآمد است.

عمق رهن (نسبت تسهیلات رهنی به تولید ناخالص داخلی) که برای ایران به‌مراتب کم‌تر از کشورهای توسعه‌یافته و حتی بسیاری از اقتصادهای نوظهور و درحال توسعه است، نشانه دیگری از ضعف بازار مالی مسکن در ارائه تسهیلات مناسب به خریداران به دست می‌دهد. در اقتصادهای توسعه‌یافته، مانده تسهیلات رهنی، قابل مقایسه و گاه فراتر از اندازه تولید ملی است. برآوردها نشان می‌دهد در ایران این نسبت پایین است.

میزان رقابت در بازار رهن اولیه، عنصر مهم دیگری برای توسعه بازار رهن اولیه به شمار می‌رود. در حال حاضر در عمل بانک مسکن تنها بانک فعال در حوزه اعطای تسهیلات رهنی در کشور به شمار می‌رود. سایر بانک‌ها انگیزه و منابع مناسب برای حضور فعال در این بازار ندارند. با فرض این‌که مشکلات تجمیع‌شده نظام بانکی کشور و دشواری بانک‌ها را در شرایط فعلی برای اعطای منابع به حوزه خرید مسکن در نظر نگیریم، به‌طور کلی در شرایط تورمی، بانک‌ها تمایل چندانی به اعطای تسهیلات بلندمدت خرید مسکن با نرخ‌های ثابت ندارند. با این حال، اگر سیستم بانکی کشور قادر و مایل به پرداخت تسهیلات خرید مسکن، حتی در حد ۵۰ درصد بهای ملک، باشد؛ بازپرداخت اقساط این تسهیلات از استطاعت (و در اغلب موارد از مجموع درآمد) بسیاری از خانوارهای ایرانی فراتر می‌رود.

هرچند با معرفی محصولات جدید و سازگار با شرایط ایران (همچون انواع تسهیلات با نرخ متغیر یا تسهیلات «فقط پرداخت سود») می‌توان بخشی از مسئله را بهبود داد، اما تجربه جهانی و آنچه در این بخش بیان شد، نشان می‌دهد کنترل تورم و افزایش قدرت خرید متقاضیان از طریق دستیابی به رشدهای اقتصادی پایدار دو عامل کلیدی برای بهبود عملکرد بازار مالی کشور به شمار می‌رود. به بیان دیگر تقویت بازار مالی مسکن موضوعی نیست که به‌سادگی و تنها با الگوبرداری از ابزارها و محصولات مالی موفق در سایر اقتصادها امکان‌پذیر باشد.

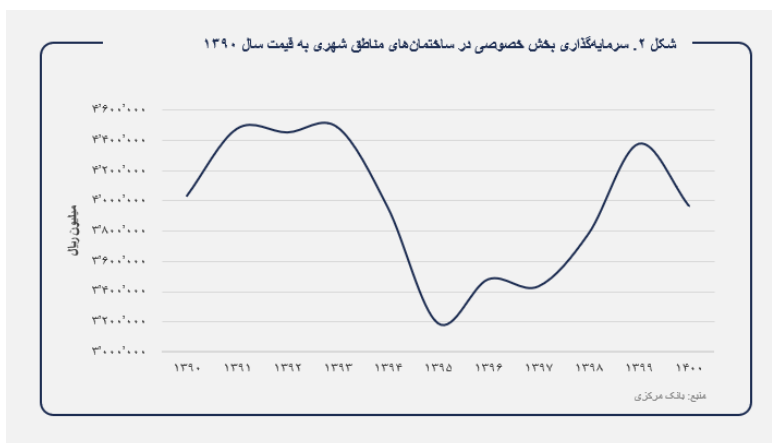
مسکن مهم‌ترین جزء بخش ساختمان در حساب‌های ملی است؛ بنابراین با نگاه به تحولات بخش ساختمان می‌توان تصویری اولیه و کلی از تحولات بخش مسکن به دست آورد. داده‌های آماری نشان می‌دهد در دهه‌های گذشته ارزش‌افزوده بخش ساختمان کم‌حرکتی بسیار بالایی با تولید ناخالص داخلی دارد و به طور متوسط حدود ۷ درصد آن را تشکیل می‌دهد. به‌رغم کم‌حرکتی بالا، نوسان بخش ساختمان به طور طبیعی به مراتب بیش از نوسانات تولید ناخالص داخلی است.

در دهه اخیر شاهد افول سهم ساختمان در اقتصاد ملی بوده‌ایم، به‌گونه‌ای که از سال ۱۳۹۰ تا انتهای ۱۴۰۰ بخش ساختمان به طور متوسط حدود ۴ درصد از تولید ناخالص داخلی را تشکیل می‌دهد؛ این در شرایطی است که کیک اقتصاد در این دوران رشد بسیار اندکی را (به طور متوسط سالانه کم‌تر از یک درصد) تجربه کرده است. در آمارهای منتشرشده برای دو فصل ابتدایی سال ۱۴۰۱ نیز به‌رغم آنکه تولید ناخالص داخلی (حتی بدون احتساب نفت) و ارزش‌افزوده گروه صنایع و معادن (که بخش ساختمان در آن قرار دارد) همگی نسبت به دو فصل نخست سال ۱۴۰۰ افزایش نشان می‌دهند، اما در بخش ساختمان با رشدهای منفی روبه‌رو هستیم، و هنوز نسبت به سطح فعالیت این بخش در سال ۱۳۹۰ نیز کاهش چشمگیری مشاهده می‌شود.

مقایسه سهم بخش ساختمان با نسبت‌های مشابه در سایر اقتصادها نشان می‌دهد که هیچ‌یک از سهم‌های هفت و چهار درصدی بخش ساختمان از تولید، به طور نامتعارفی بالا یا پایین نیست، هرچند یکی را می‌توان در زمره مقادیر متعارف بالا و دیگری را در دسته نرخ‌های متعارف پایین ارزیابی کرد.

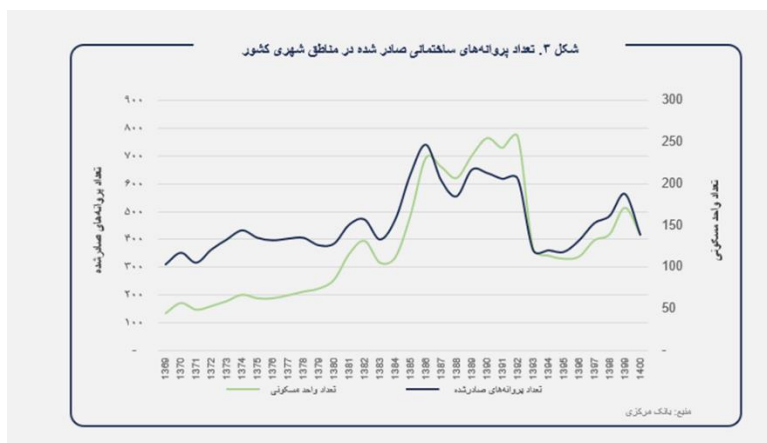
به دلیل کنترل قیمت‌ها در بازار کالا، سرکوب مالی در بازار پول و دخالت کمتر دولت در بازار مستغلات، و همچنین خلأ ابزارهای مالی مناسب برای مدیریت ثروت در بازار سرمایه کشور، مسکن به صورت عمومی همواره محل مناسبی برای سرمایه‌گذاری و پس‌انداز فعالان اقتصادی بوده است. فضای اقتصاد کلان هم نقش مهمی در تحولات بازار مسکن دارد. به طور معمول با افزایش بی‌ثباتی در سطح اقتصاد کلان، بازار مسکن دچار اختلال و بی‌ثباتی در قیمت‌ها می‌شود. به نظر مؤلفان کتاب اقتصاد ایران: چگونگی گذر از ابرچالش‌ها، ضعف در برنامه‌ریزی، نظارت و سیاست‌گذاری کلان؛ ساختار سنتی و غیرصنعتی تولید و عرضه؛ ضعف ساختار تأمین مالی و بازار رهنی؛ تورم مزمن و بالا و بالاخره ضعف سیاست‌های اعتباری از مهم‌ترین مسائل و چالش‌های بخش مسکن است. به دلایل متعدد از جمله عدم ثبات اقتصاد کلان، تحریم‌های اقتصادی و عدم تعامل پایدار و متوازن با جهان، عدم تأمین مالی کارآمد بخش صنعت و حکمرانی ضعیف، فعالان بخش خصوصی بیشترین سرمایه‌گذاری را در بخش مسکن انجام داده‌اند. البته به دلیل عمق کم ابزارهای مالی در ایران، سرمایه‌گذاری در بازار مسکن نیاز به حداقل سرمایه‌گذاری بالایی دارد. از این‌رو، فعالان بازار سرمایه‌گذاری مسکن قشر محدودی هستند و امکان ورود به بازار سرمایه‌گذاری مسکن برای عموم فراهم نیست.

شکل ۲ سرمایه‌گذاری بخش خصوصی را در ساختمان‌های مناطق شهری به قیمت ثابت سال ۱۳۹۰ نشان می‌دهد. سرمایه‌گذاری در واحدهای مسکونی قسمت عمده سرمایه‌گذاری بخش خصوصی در ساختمان‌های مناطق شهرهای را تشکیل می‌دهد. مشاهده می‌شود به‌طور کلی از میانه دهه نود شمسی، سطح سرمایه‌گذاری به‌طور محسوسی نسبت به سال‌های ابتدایی دهه کاهش یافته است، به‌گونه‌ای که بیشینه سرمایه‌گذاری در نیمه دوم دهه (در سال ۱۳۹۹) همچنان از سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۳ کم‌تر است.

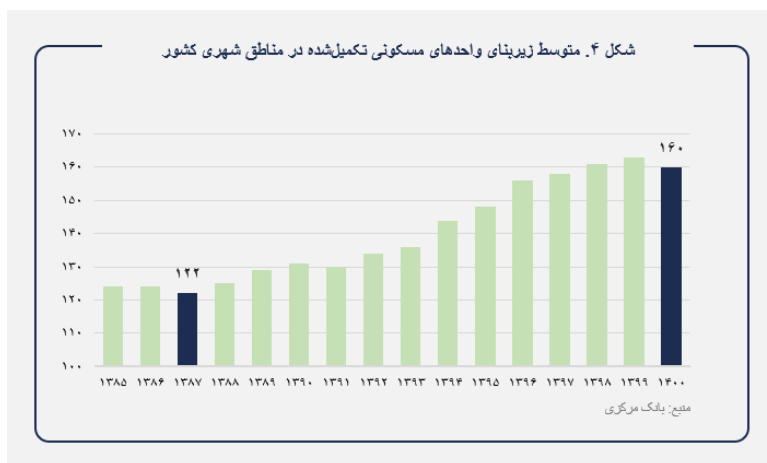


آمار پروانه‌های صادر شده توسط شهرداری‌های کشور در شکل ۳ نشان داده شده است. کاهش تعداد پروانه‌های صادره و تعداد واحدهای مسکونی پیش‌بینی شده در پروانه از سال ۱۳۹۳ به بعد مشهود است. اما برای ارزیابی دقیق‌تر این کاهش توجه به رفتار غیرمتعارف پروانه‌های صادره در دوره ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۲ ضروری است، چرا که می‌توان افت شدید پروانه‌های صادره پس از سال ۱۳۹۲ را پاسخ به مازاد عرضه صورت گرفته در این دوان و همچنین بازگشت به روند پیش از آن در نظر گرفت. به نظر می‌رسد بخش مهمی از مازاد عرضه در آن دوران محصول قیمت‌های بالای نفت در جهان و یادگیری فعالان حوزه ساخت‌وساز از تأثیر بیماری هلندی بر افزایش قیمت‌ها در بازار مسکن و املاک و مستغلات باشد. به بیان دیگر، تلاش هم‌زمان توسعه‌گران برای بهره‌برداری از فرصت‌های مورد انتظار در آینده، منجر به تشدید اضافه‌جهش‌هایی شده که به‌طور سنتی در دوره‌های رکود و رونق مسکن شاهد آن بوده‌ایم. آثار هم‌زمانی دوران رکودی که در پی این مازاد عرضه رخ داد، با کاهش توانمندی مالی (قدرت خرید) خانوارها در آمار دومیلیونی و ششصد هزار خانه خالی احصاشده در سرشماری سال ۱۳۹۵ قابل مشاهده است. کاهش آمار پروانه‌ها در سال ۱۴۰۰ نیز نسبت به سال ۱۳۹۹ نشان‌دهنده کاهش تمایل به سرمایه‌گذاری در ساخت است. این کاهش تمایل می‌تواند دلایل متعددی داشته باشد، از جمله (۱) فضای عمومی نامناسب برای سرمایه‌گذاری ناشی از تداوم نااطمینانی‌ها و ریسک‌های کلان فراتر از بخش ساختمان و همچنین (۲) دشواری در فروش ناشی از کوچ اجباری عمده متقاضیان مصرفی از بازار خرید به بازار اجاره که پیش‌تر مورد اشاره قرار

گرفت. رشد پروانه‌ها در سال ۱۳۹۹ را نیز می‌توان ناشی از افزایش امیدواری سرمایه‌گذاران به حل‌وفصل مذاکرات با قدرت‌های جهان دانست، هرچند کم‌رنگ‌شدن امیدها، منجر به تعدیل مورد اشاره در سال ۱۴۰۰ شد.



هم‌زمان با تحولات مورد اشاره در آمار پروانه‌ها، اتفاق مهم دیگری که در سمت عرضه مسکن رخ داده، افزایش سطح زیربنای مسکن‌های ساخته‌شده است. هرچند اثبات این ادعا در آمار پروانه‌های ساختمانی نیز ممکن است، اما متوسط زیربنای واحدهای تکمیل‌شده (شکل ۴) به‌خوبی این موضوع را نشان می‌دهد. متوسط زیربنای واحدهای تکمیل‌شده با روندی تقریباً منظم، از کم‌تر از ۱۲۵ مترمربع در سال‌های میانه دهه هشتاد به ۱۶۰ مترمربع در سال ۱۴۰۰ رسیده است. این روند، آشکارا با کاهش قدرت خرید متقاضیان مصرفی در تعارض است، اما با تمایل به ساخت واحدهای بزرگ‌تر ناشی از وجود متقاضی در این بخش از بازار سازگار است. شاهد این مدعا را می‌توان در گزارش‌های بانک مرکزی از تحولات شهر تهران یافت که نشان می‌دهد به‌رغم کاهش سهم معاملات واحدهای میان‌متراژ و با قیمت‌های متوسط در این شهر، معاملات واحدهای بزرگ‌متراژ و لوکس همچنان سهم مناسبی از معاملات را به خود اختصاص می‌دهد.

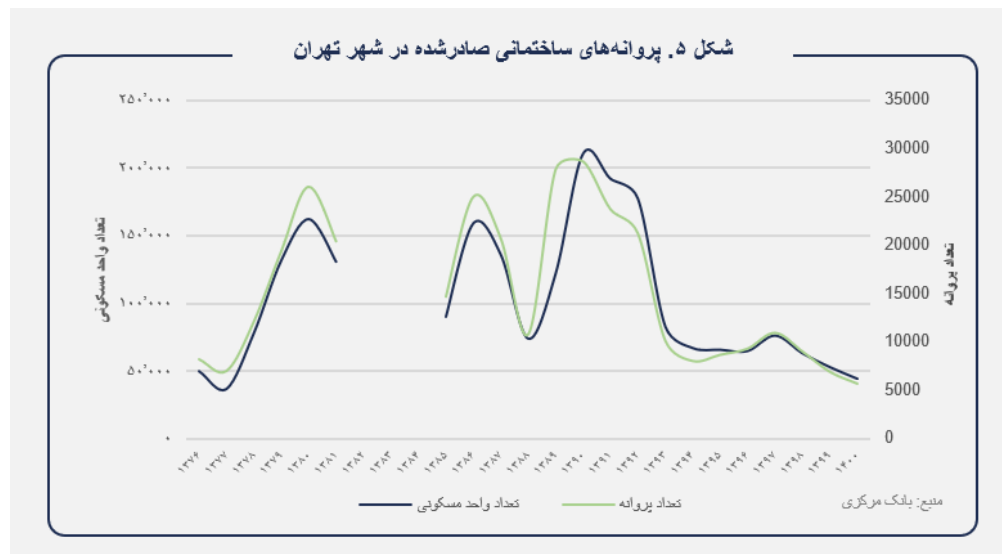


این رفتار سازندگان نه تنها در تعارض با کاهش قدرت خرید خانوارهای متوسط به شمار می‌رود، بلکه با تحولات جمعیتی نیز هم‌خوانی ندارد. داده‌های سرشماری نشان می‌دهد بعد خانوارها به طور چشمگیری کاهش یافته است. در فاصله سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۵ این متغیر از بیش از ۸/۴ به ۳/۳ کاهش پیدا کرده است. در سال ۱۳۸۵ خانوارهای ۵ نفره و بیشتر، بیشترین فراوانی را در توزیع نسبی خانوارهای ایرانی بر اساس تعداد افراد خانوار داشتند، در حالی که طی تنها ۱۰ سال، سهم هریک از خانوارهای ۱ نفره، ۲ نفره و ۳ نفره به طور چشمگیری افزایش یافته و سهم خانوارهای ۵ نفره و بیشتر به شدت کاهش یافته است.

بعد خانوار کوچک‌تر به معنای نیاز به مسکن کوچک‌تر (با فرض ثابت ماندن سایر شرایط) است؛ اگر به این واقعیت، کاهش قدرت خرید خانوار متوسط را نیز اضافه کنیم، رفتار سازندگان بر تمرکز بر واحدهای بزرگ مترآژ بیش‌ازپیش نامنتطبق با تحولات سمت تقاضا ارزیابی می‌شود.

این رفتار معماگونه را می‌توان با استفاده از شرایط خاص قدرت خرید خانوارها و همچنین مقررات ساخت‌وساز در بخش‌های مختلف بازار توضیح داد. در سمت عرضه بازار مسکن‌های لوکس و بزرگ مترآژ، چون متقاضیان با قدرت خرید مناسب وجود دارند، سرمایه‌گذاران همچنان برای حضور در این بخش از بازار انگیزه دارند، هرچند که در این بخش از بازار رقابت هم‌بالاست. برخلاف بازار بزرگ مترآژها و به‌رغم نیاز شدید بازار به ساخت و عرضه مسکن‌های کوچک و ریزمتره، در شرایط فعلی نه‌تنها متقاضی مصرفی با استطاعت برای خرید زیاد نیست و امید به فروش و تحقق سود دشوار شده، سرمایه‌گذاری در این بخش هم (به‌ویژه در حوزه ریز مترآژها) در پیچ‌وخم مقررات سخت‌گیرانه ساخت‌وساز گرفتار مانده است. توسعه‌گران در بخش واحدهای با مترآژ متوسط نیز با ضعف شدید تقاضا مواجه هستند و انگیزه چندانی برای سرمایه‌گذاری ندارند.

شکل ۵ آمار پروانه‌های صادرشده برای شهر تهران را نشان می‌دهد. همان‌گونه که در شکل مشخص است، تعداد پرونده‌های صادرشده در سال ۱۳۹۳ افت شدیدی داشته است. در بررسی آمار پروانه‌های کل کشور هم اشاره کردیم که با توجه به آمار بالای پروانه‌ها (مازاد عرضه) در سال‌های انتهایی دهه هشتاد و ابتدای دهه نود، بخشی از این کاهش در آمار پروانه‌ها طبیعی به نظر می‌رسد. اما تداوم روند کاهشی، به‌ویژه در سال‌های اخیر نگران‌کننده شده است. آمار پروانه‌ها در سال ۱۴۰۱ نیز نشان‌دهنده تداوم این روند نامطلوب است. در ۱۰ ماهه نخست سال ۱۴۰۱، به‌رغم تمهیدات و مشوق‌های جدید شهرداری تهران، تعداد واحدهای مسکونی در پروانه‌های صادره ۳۲،۹۸۳ واحد پیش‌بینی می‌شود که نسبت به مدت مشابه در سال ۱۴۰۰ حدود ۶ درصد کاهش نشان می‌دهد.

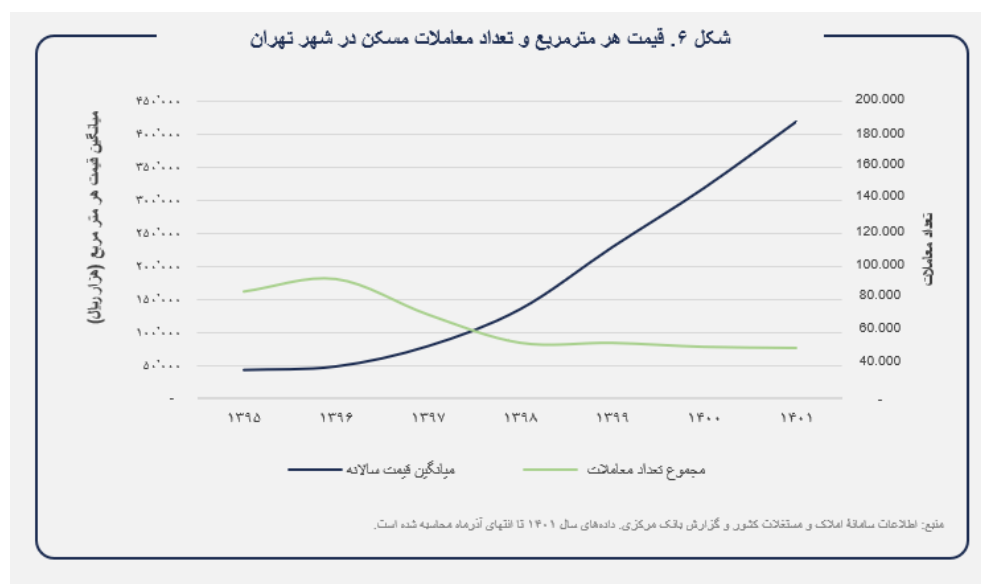


مقایسهٔ آمار تعداد واحدهای مسکونی در پروانه‌های شهر تهران در سال‌های ۱۴۰۰ و ۱۴۰۱ با آمار دههٔ ۷۰ نشانه‌ای از عرضه و سرمایه‌گذاری ناکافی در بازار مسکن شهر تهران به شمار می‌رود، و در آینده پاسخ به افزایش تقاضای احتمالی دشوارتر و بازار ملتهب‌تر خواهد شد.

این میزان از کاهش فعالیت حقیقی در بازار مسکن شهر تهران، بیش از هر چیز ناشی از کاهش قدرت خرید متقاضیان ارزیابی می‌شود؛ کاهش قدرتی که فروش را برای عرضه‌کنندگان دشوار کرده است. همان‌گونه که در بخش‌های آتی این گزارش توضیح داده می‌شود، برخلاف چرخه‌های پیشین رکود و رونق بازار که افزایش معاملات و تقاضا، نقش مهمی در افزایش قیمت‌ها داشت، در دورهٔ اخیر افزایش قیمت در بازار مسکن، با خروج زود هنگام تقاضای مصرفی از بازار، آمار معاملات بسیار افت کرده و فروش دشوار شده است؛ بنابراین به‌رغم قیمت‌های بالا، توسعه‌گران در مجموع انگیزهٔ چندانی برای سرمایه‌گذاری در ساخت مسکن ندارند. بدیهی است چنانچه توسعه‌گر انتظار سودهای قابل‌قبولی از ساخت‌وساز در بازار مسکن داشته باشد، به‌طور طبیعی و بدون نیاز به دخالت جدی دولت، همچون دوران گذشته، شاهد افزایش سرمایه‌گذاری و عرضه در بخش‌های مختلف بازار مسکن خواهیم بود.

بازار مسکن تهران مهم‌ترین بازار مسکن کشور است. شکل ۶ تعداد خرید و فروش واحدهای مسکونی و میانگین قیمت معاملاتی هر مترمربع مسکن را در شهر تهران نشان می‌دهد. این شکل بیانگر آن است که در آخرین دورهٔ جهش قیمت مسکن که از سال ۱۳۹۶ آغاز شد، به‌رغم افزایش میانگین قیمت سالانه، تعداد معاملات کاهش یافته است؛ به‌ویژه در سال‌های اخیر، این کاهش را می‌توان به فقدان تقاضای مصرفی در شهر تهران ربط داد. همان‌گونه که در بخش‌های پیشین این گزارش نشان داده شد، افزایش

قیمت مسکن به مراتب فراتر از افزایش قدرت خرید شهروندان حرکت کرده است و در شرایط فعلی، مسکن بسیار دور از دسترس قشر متوسط جامعه قرار دارد.

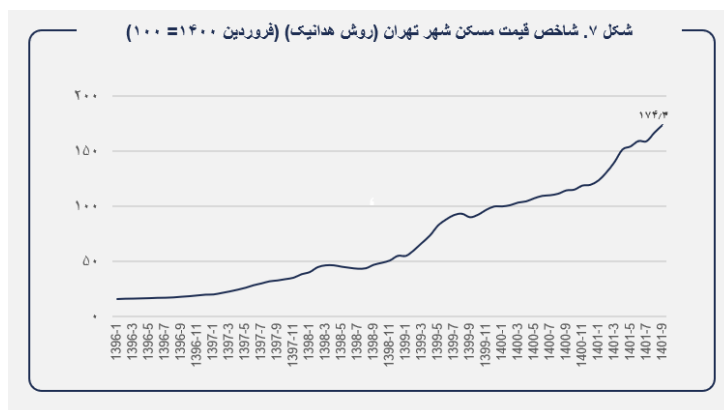


بررسی‌ها نشان می‌دهد همانند سایر کالاها و دارایی‌ها، مهم‌ترین توضیح‌دهنده رفتار قیمت مسکن در بلندمدت، متغیرهای پولی (همچون نقدینگی) است. اما در فرکانس‌های بالاتر، می‌توان رفتاری شبه پلکانی را برای قیمت مسکن در اقتصاد ایران شناسایی کرد، بدین معنا که معمولاً پس از دوره‌های چندساله ثبات قیمت اسمی، با دوره‌های کوتاه‌تر جهش قیمت روبه‌رو هستیم. به طور معمول نیز بازار شهر تهران بازار پیشرو در کشور شناخته می‌شود، بدین معنا که اولین نشانه‌های تحول در بازار مسکن کشور را معمولاً در این شهر می‌توان مشاهده کرد.

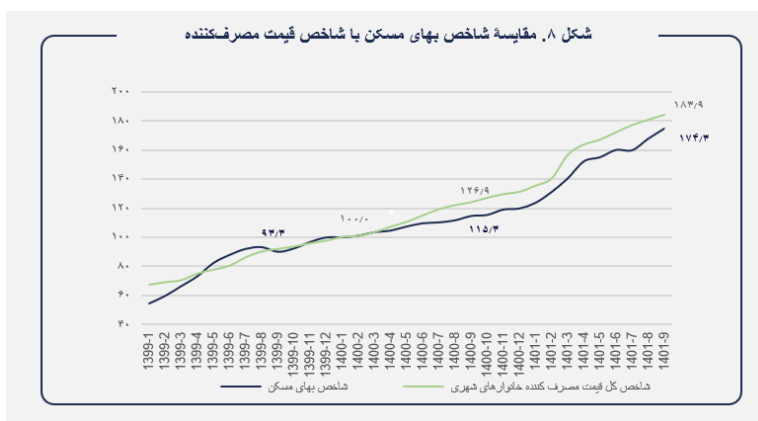
تحولات سال‌های اخیر بازار مسکن تهران نشان می‌دهد منطبق بر تحلیل‌های پیشین این گزارش، هم‌اکنون وجهه دارایی بودن مسکن عامل اصلی جهت‌دهنده به سمت و سوی بازار است. از سال ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۴ بهای اسمی مسکن در تهران ثباتی نسبی را تجربه می‌کرد. مطابق شکل ۷، آخرین جهش قیمت مسکن در تهران از نیمه دوم سال ۱۳۹۶ آغاز شد و تا تابستان ۱۳۹۸ شاخص قیمت تقریباً سه برابر افزایش یافت. هرچند کاهش شاخص قیمت و حجم پایین معاملات در تابستان ۱۳۹۸ نشانه‌هایی از فرارسیدن دوران ثبات اسمی به شمار می‌رفت، اما انتظارات برای آغاز دوران ثبات قیمت اسمی به سرعت رنگ باخت. تحت تأثیر افزایش شدید ریسک‌های اقتصادی کلان، بازار کلیه دارایی‌ها متلاطم شد و متناظر با ریسک‌های سیاسی بین‌المللی، موج جدیدی از افزایش قیمت بر موج رکود و رونق سنتی بازار مسکن سوار شد. این موج به گونه‌ای بود که طی دوره تقریباً یک‌ساله تا زمان حذف سناریوهای بسیار

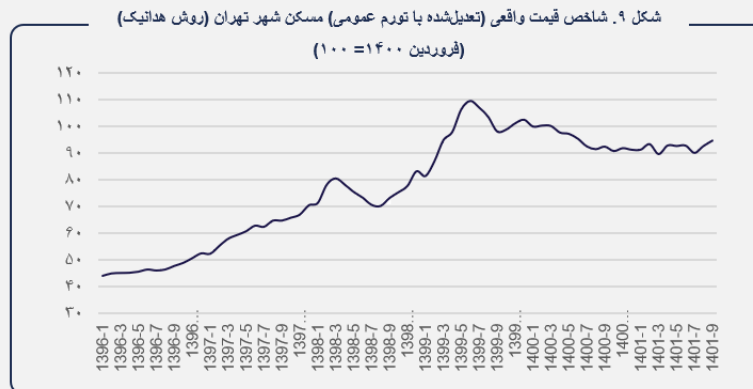
بدبینانه ناشی از روشن شدن نتایج انتخابات ریاست جمهوری امریکا در آبان ۱۳۹۹، بهای اسمی مسکن تقریباً ۲ برابر دیگر افزایش یافت.

آنچه در این دوران قابل تأکید است، کم حرکتی بالای بهای مسکن با نرخ ارز است، به گونه‌ای که از فروردین تا آبان ۱۳۹۹ این دو متغیر رشدهای بسیار مشابهی را ثبت کردند. با توجه به لختی ذاتی بازار مسکن در پاسخ به ریسک‌ها و تحولات اقتصاد کلان، تحول اخیر بسیار قابل توجه و نشان‌دهنده تغییر رفتار بازیگران و افزایش آگاهی معامله‌گران نسبت به تأثیرات تحولات اقتصاد کلان است. این موضوع در بخش‌های بعدی مورد تحلیل بیشتر قرار می‌گیرد.



از آذر ۱۳۹۹ تا زمان نگارش این گزارش، همچنان ریسک‌های کلان اقتصاد عامل اصلی تعیین‌کننده تحولات بازار مسکن به شمار می‌رود، هرچند این دوران خود به دو دوره قابل تفکیک است: در حدود یک‌ساله نخست از زمان روی کار آمدن بایدن در امریکا، همچنان امیدها برای تعیین تکلیف مناسب برجام و تعامل با قدرت‌های جهانی وجود داشت؛ بنابراین با جاماندن رشد بهای مسکن از تورم عمومی، بهای واقعی مسکن اندکی کاهش یافت (شکل‌های ۸ و ۹). اما در ماه‌های اخیر به تدریج با رنگ‌باختن امیدها از دستیابی به توافقی سودمند در کوتاه‌مدت، فشار عوامل بیرونی برای افزایش بهای دارایی‌ها مؤثر واقع شده است.





مقایسه حجم معاملات ماهانه در سال ۱۴۰۱ نسبت به ماه‌های مشابه در سال‌های ۱۳۹۸ تا ۱۴۰۰ نشان می‌دهد که به‌رغم خارج ماندن تقاضای مصرفی از بازار مسکن، حجم معاملات در ماه‌های اخیر تا حدودی افزایش پیدا کرده و از سطوح بسیار پایین در سال‌های گذشته اندکی فاصله گرفته است. این افزایش نیز سازگار با غلبه وجهه دارایی مسکن ارزیابی می‌شود. مسکن و فراتر از آن همه املاک و مستغلات به طور سنتی و در اغلب اقتصادها به مراتب کم‌ریسک‌تر از سایر دارایی‌ها است. در اقتصاد ایران معمولاً شاهد کاهش قیمت اسمی مسکن نیستیم، درحالی‌که با توجه به سیر سریع تحولات اقتصاد کلان و تعدد عوامل و ریسک‌ها در داخل و خارج از کشور، کاهش قیمت سایر دارایی‌ها محتمل است؛ بنابراین بدیهی است در شرایطی فعلی کشور و با افزایش نااطمینانی و ریسک‌های بالا در اقتصاد ایران، انتظار داشته باشیم مسکن به طور ویژه مورد توجه سرمایه‌گذاران باشد و حجم معاملات آن با اهداف سفته‌بازانه یا باهدف حفظ ارزش تا حدودی افزایش پیدا کند. به نظر می‌رسد همین افزایش تمایل معاملات سرمایه‌گذاری در بازار مسکن موجب ثبات بهای واقعی مسکن در ماه‌های اخیر شده است؛ مسکن با موفقیت از عهده نقش مورد انتظار از آن در خصوص حفظ ارزش برآمده است.

غلبه معاملات سرمایه‌گذاری منجر به تغییر ماهوی رفتار بازار مسکن نیز شده است. تا پیش از اتفاقات اخیر، بازار مسکن بازاری شناخته می‌شد که با تأخیر و به‌کندی به تحولات و شوک‌های اقتصادی واکنش نشان می‌دهد. به نظر می‌رسد آگاهی عمومی و حساسیت معامله‌گران نسبت به تأثیر عوامل کلان و فرابخشی بر بازار مسکن به طور چشمگیری افزایش پیدا کرده است. علاوه بر مثال کم‌حرکتی بالای بهای مسکن و ارز در ۹ ماهه نخست سال ۱۳۹۹، شواهد دیگری از این ادعا را می‌توان در جدول ۱ یافت. در این جدول، با استفاده از دو متغیر رشد ماهانه و رشد نقطه‌به‌نقطه (رشد نسبت به ماه مشابه سال قبل)، همبستگی رشد بهای مسکن در شهر تهران با رشد سطح عمومی قیمت‌ها (تورم) در دو بازه زمانی بلندمدت پنج‌ساله، و کوتاه‌مدت یک‌ساله نشان داده شده است. همان گونه که مشخص است در ماه‌های اخیر همبستگی نوسانات بهای مسکن با سطح عمومی قیمت‌ها به طور چشمگیری افزایش

پیدا کرده است. همان گونه که اشاره شد، این میزان از هم حرکتی با سطح عمومی قیمت‌ها نشان‌دهنده آن است که بازار مسکن به‌خوبی وظیفه حفظ ارزش را در شرایط متلاطم جاری برای سرمایه‌گذاران انجام داده است.

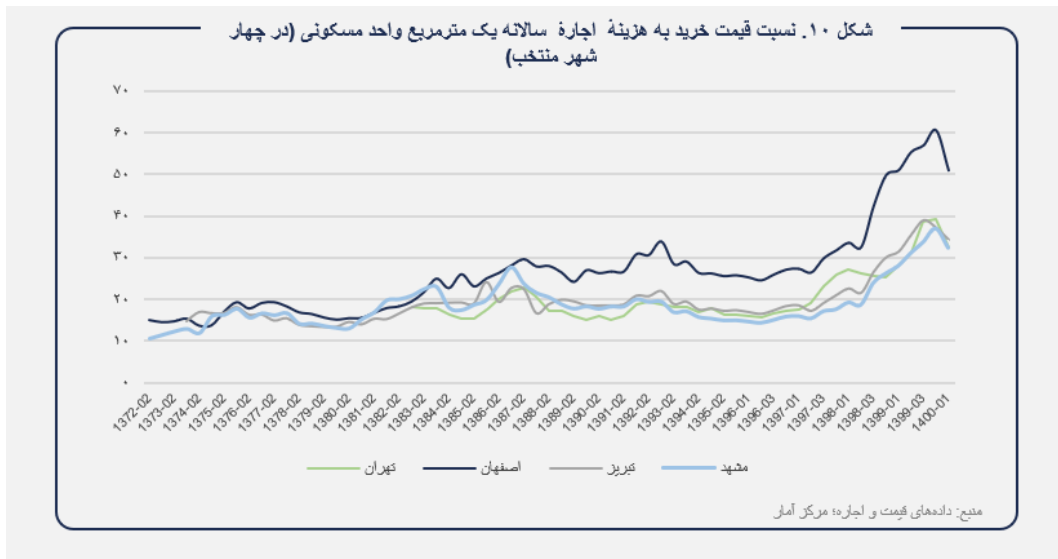
جدول ۱. همبستگی رشد بهای مسکن با رشد سطح عمومی قیمت‌ها

۱۴۰۰(۹)-۱۴۰۱(۹)	۱۳۹۷(۰۱)-۱۴۰۱(۹)	
۰/۸۹	۰/۳۹	تورم نقطه‌به‌نقطه
۰/۵۹	۰/۳۶	رشد ماهانه

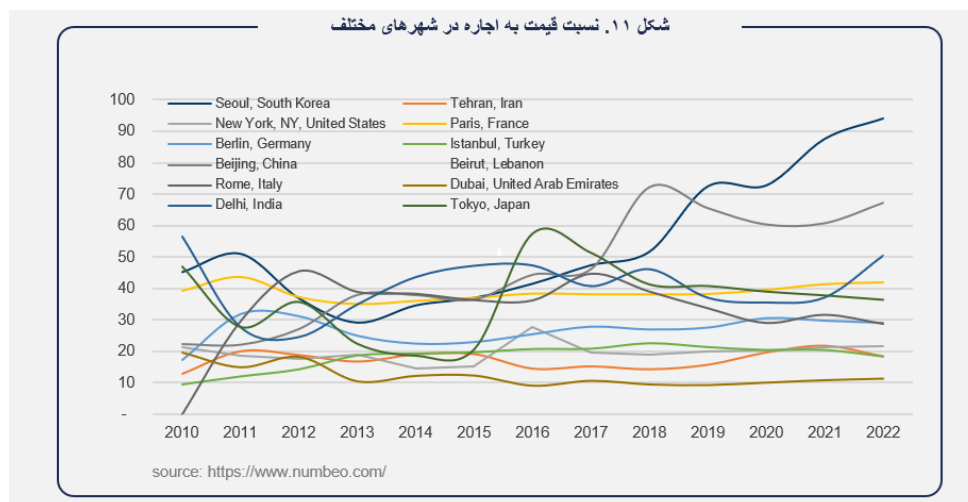
نسبت قیمت خرید به هزینه اجاره سالانه یک مترمربع واحد مسکونی، شاخصی مهم برای بررسی وضعیت مسکن است. هرچه این نسبت پایین‌تر باشد، برای مصرف‌کننده مسکن، خرید واحد مسکونی به‌صرفه‌تر است؛ هرچه این نسبت بالاتر باشد، اجاره صرفه بیشتری خواهد داشت. روند صعودی این شاخص برای اکثر شهرهای بزرگ ایران به‌ویژه در سال‌های انتهایی دهه نود، مؤید این نکته است که مسکن در حال حاضر بیشتر یک دارایی است که با اهداف سوداگری خرید و فروش می‌شود و این معاملات، نیاز مصرفی را پاسخ نمی‌دهد. این روند صعودی در شکل ۱۰ نشان داده شده است.

بالابودن این نسبت برای شهر اصفهان از شهر تهران خود نکته جالبی است، چرا که به دلیل قیمت بالاتر زمین در تهران، نسبت بالاتر به معنای عدم امکان دریافت اجاره‌های بالاتر در اصفهان است. توجه کنیم که قیمت زمین می‌تواند موضوع سفته‌بازی باشد، اما مبلغ اجاره در معرض چنین رویدادی نیست، و درآمدهای محدود مستأجران ناممکن ساخته که نرخ رشد اجاره به اندازه نرخ رشد قیمت مسکن باشد.

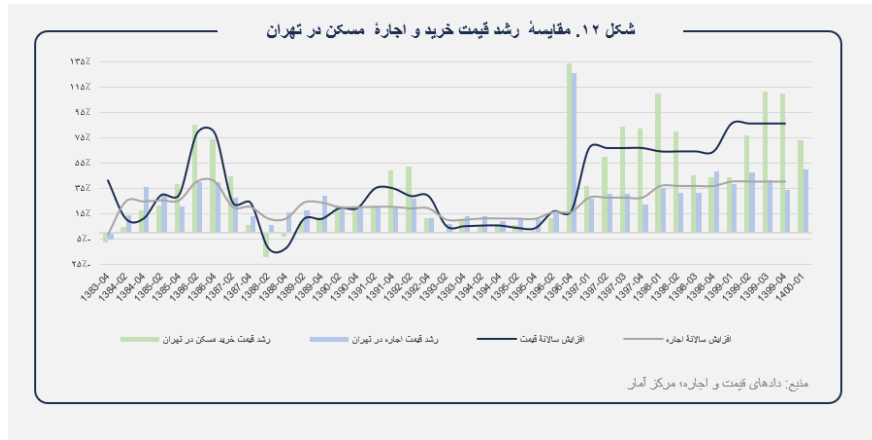
به بیان دیگر، خرید و فروش مسکن سوژه سرمایه‌گذاری بوده است، درحالی‌که اجاره صرفاً در رابطه با مصرف معنا دارد. به عنوان دارایی، قیمت مسکن می‌تواند جهش‌های چشمگیری داشته باشد، اما به دلیل محدودیت درآمد، اجاره مسکن نمی‌تواند متناسب با آن رشد کند. بررسی‌های آماری نیز نشان می‌دهد اجاره، بر خلاف رفتار شبه پلکانی بهای مسکن، در تواترهای سالانه بسیار همگام با سطح عمومی قیمت در بازار سایر کالا و خدمات، و در نتیجه کم‌نوسان‌تر از بها، حرکت می‌کند. براین اساس، حتی در دوره‌های ثبات بهای اسمی مسکن، معمولاً با افزایش اجاره روبه‌رو هستیم.



هرچند معیار نسبت بها به اجاره به عوامل مختلفی بستگی دارد، اما مقایسه این نسبت در تهران با برخی شهرهای دیگر دنیا خالی از لطف نیست. شکل ۱۱ این نسبت را برای چند شهر نمونه نشان می‌دهد. ملاحظه می‌شود رقم متوسط قیمت خرید مسکن به اجاره سالانه برای واحدهای مسکونی تهران، چندان با دیگر شهرهای دنیا فاصله ندارد. به نظر می‌رسد بر اساس داده‌های جدید، نسبت قیمت به اجاره برای تهران در رده شهرهای پاریس، استانبول و توکیو باشد.



برای بررسی بیشتر دلایل افزایش نسبت قیمت به اجاره، در شکل ۱۲ به تفکیک، رشد قیمت و اجاره در شهر تهران با یکدیگر مقایسه شده است. این شکل درصد افزایش قیمت خرید و اجاره مسکن نسبت به دوره مشابه سال قبل را نشان می‌دهد. عقب ماندن نرخ رشد اجاره از نرخ رشد قیمت خرید مسکن در سال‌های پایانی دهه نود بسیار مشهود است. در نتیجه می‌توان دلیل عمده صعودی شدن نسبت قیمت به اجاره را عدم رشد قیمت اجاره متناسب با رشد قیمت واحد مسکونی دانست.



از زاویه‌های دیگر، بهای مسکن را می‌توان نتیجه ارزش‌گذاری جریان اجاره ادعایی مسکن برای امروز و دوره‌های آتی در نظر گرفت. در این صورت، نسبت بها به اجاره از شرایط و فضای عمومی سرمایه‌گذاری بسیار تأثیر می‌پذیرد. بسته به ارزیابی نرخ عمومی بازدهی سرمایه‌گذاری در بازارهای مختلف، سرمایه‌گذاران حاضرند، امروز بهای بیشتر یا کم‌تری برای جریان اجاره مورد انتظار بپردازند. از این منظر، نسبت بالای بها به اجاره در بازار مسکن با فضای امروز سرمایه‌گذاری کشور سازگار است و نشانه ریسک‌های بالا و فضای نامناسب کشور برای سرمایه‌گذاری است.

با توجه به فضای تورمی کشور و نااطمینانی سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت، سرمایه‌گذاران حاضر هستند امروز بهای بیش‌تری برای سرمایه‌گذاری در بازار ملک و دریافت جریان کم‌ریسک اجاره بپردازند. در صورت تلطیف و عادی‌سازی شرایط در بلندمدت، انتظار عمومی آن است که فضای عمومی و نرخ‌های بازدهی سرمایه‌گذاری نیز بهبود یابد.

در چنین شرایطی، اجاره همچنان پایه‌ی تورم عمومی رشد می‌کند، اما رشد بهای مسکن به احتمال زیاد از تورم عمومی عقب‌مانده و نسبت بها به اجاره بیش‌ازپیش از سقف‌های تاریخی فاصله می‌گیرد. آنچه می‌تواند این معادله را برهم زند، ناتوانی در رفع موانع عرضه مسکن یا سامان‌دهی رفتارهای سفته‌بازانه است که بازار مسکن را شاید برای چندین سال به سمت تعادل‌های نامطلوب هدایت کند.

آمار و تحلیل‌های ارائه‌شده در این گزارش بیانگر وضعیت نامطلوب و تعمیق بحران مسکن در ایران است. در شرایط فعلی، ضعف تقاضای مصرفی اصلی‌ترین مشکل بازار مسکن به شمار می‌رود. عمده متقاضیان مصرفی به دلیل نبود اعتبار و ضعف درآمد، به‌ناچار از بازار خرید مسکن خارج شده‌اند؛ بنابراین، سرمایه‌گذاری برای مصرف انجام نمی‌شود، بلکه عمده معاملات در شهرهای بزرگ باهدف حفظ قدرت خرید پول صورت می‌گیرد. افزایش نسبت قیمت خرید به هزینه اجاره سالانه در شهرهای بزرگ حاکی از

همین تغییرات است. ادامه ساخت واحدهای مسکونی بزرگ و افزایش سهم هزینه مسکن دهک‌های بالای درآمدی به معنای تشدید شکاف درآمد و ثروت در ایران است که خود آثار اجتماعی عمیقی خواهد داشت.

در سنوات گذشته در زمان‌هایی که درآمدهای نفتی افزایش یافته است، ساختمان به عنوان بازاری که مداخلات دولت در آن محدود بوده و بازار مورد توجه سرمایه‌گذاران بوده، با جهش‌های زیادی در قیمت مسکن همراه بوده است، اما تحولات سال‌های پایانی دهه نود متفاوت است. در این سال‌ها به دلیل تحریم‌های بین‌المللی، درآمدهای نفتی تحریک‌کننده قیمت مسکن نیست و اثری از بیماری هلندی در بازار مسکن دیده نمی‌شود.

تفوق معامله‌گران سرمایه‌گذار و سفته‌بازی در بازار مسکن، رفتار این بازار را در سال‌های اخیر تغییر داده است و این رفتار بازار در آینده نزدیک تداوم خواهد یافت، در اثر افزایش آگاهی و حساسیت معامله‌گران حرفه‌ای، بازار مسکن از بازاری با واکنش‌های بطئی به تحولات و ریسک‌های فرابخشی فاصله گرفته و هم‌اکنون مدتی است که پایه‌پای بازار سایر دارایی‌های نقدشونده‌تر حرکت می‌کند و نسبت به متغیرهای کلان واکنش نشان می‌دهد. غلبه وجه دارایی مسکن در تعیین رفتار این بازار، همچنین به معنای آن است که این بازار در آینده نزدیک همچنان هم‌سو با سایر دارایی‌ها (به‌ویژه ارز) به تحولات اقتصاد کلان و تغییر سطح و ماهیت نااطمینانی‌ها واکنش نشان خواهد داد. هم‌زمان ویژگی‌های متمایز مسکن احتمال بازدهی‌های منفی و بسیار منفی را برای این بازار خاص، به مراتب کم‌تر از سایر دارایی‌های سرمایه‌ای دیگر رقم می‌زند.

این همه در شرایطی است که دولت برای انجام اصلاحات اقتصادی مورد نیاز کشور برنامه و سرمایه اجتماعی مناسب ندارد؛ بنابراین دور از انتظار است که در آینده نزدیک شاهد اقدام برای بهبود در مناسبات اساسی اقتصاد کشور باشیم. از این منظر، ماندگاری شرایط موجود (هرچند نامطلوب و ناکارآمد) محتمل‌ترین سناریو، ارزیابی می‌شود. با فرض برقراری سطوح فعلی نااطمینانی و حفظ کژکارکردهای اقتصادی، به نظر می‌رسد محتمل‌ترین گزینه برای بازار مسکن حفظ روند فعلی است و برگ برنده مسکن در چنین شرایطی ریسک کم‌تر نسبت به سایر دارایی‌ها است. در این شرایط، انتظار آن است که تمایل به سرمایه‌گذاری در بازار مسکن باهدف حفظ ارزش، رشد قیمت‌ها را در محدوده تورم عمومی و حجم معاملات را در سطوح فعلی حفظ کند.

با توجه به سطوح بالای ریسک در سال‌های اخیر، به نظر می‌رسد تنها افزایش قابل توجه احتمال وقوع سناریوهای بسیار بدبینانه، قادر است سطح قیمت‌های مسکن را به‌طور جدی فراتر از تورم عمومی رشد دهد. در مقابل، با فرض تحقق سناریویی که در آن با کاهش ریسک‌ها، از فشارهای موجود برای بالا نگه‌داشتن بهای دارایی‌ها کاسته شود، امکان تعدیل قیمت مسکن به گونه‌ای که رشد بهای مسکن از تورم عمومی عقب بماند، وجود خواهد داشت.

در هر صورت و همچون گذشته، تورم عمومی عاملی تعیین کننده برای بهای اسمی مسکن خواهد بود. به نظر می رسد سطوح بالای تورم فعلی که ناشی از انتظار عمومی برای قیمت های بالاتر در شرایط ماندگاری ریسک ها و ناکارآمدی هاست، همچنان پایدار بماند. در صورت فروکاستن قابل توجه از ریسک ها، می توان انتظار داشت تورم عمومی نیز در مقادیر پایین (نه در مقیاس جهانی؛ بلکه در مقایسه با داده های دهه های اخیر کشور) بروز یابد.

تقریباً در هیچ یک از سناریوهایی که می توان برای بازار مسکن متصور بود، **امیدی به بازگشت تقاضای مصرفی به بازار در آینده نزدیک وجود ندارد.** از آنجاکه دولت برنامه جامع و منابعی برای تأمین مسکن اجتماعی ندارد، با افزایش نرخ اجاره، بی مسکنی و بد مسکنی تشدید خواهد شد. به دلیل نبود طرح آمایش سرزمین و بخشایش نامناسب ظرفیت های تولیدی و درآمدی در فلات ایران، فرصت های سفته بازانه پدید آمده در اطراف چند شهر بزرگ در میان مدت ادامه می یابد.

کمبود عرضه مسکن نیز در سال های پیشرو بیشتر احساس خواهد شد، چون واحدهای کمتری ساخته می شود. هنگامی که تقاضای مصرفی با افزایش درآمد و تعدیل قیمت ها به تدریج به بازار بازگردد، این کمبود عرضه می تواند فشار مضاعفی برای بالا ماندن قیمت ها ایجاد کند؛ این به ویژه در واحدهای با مترای متوسط و کوچک که بیشتر مورد توجه قشر متوسط است، صادق خواهد بود.

صورت‌های مالی پیش‌بینی شده

(۱) بر اساس امیدنامه صندوق، مدل اصلی درآمدی صندوق «سیاست تسهیل تبدیل به احسن کردن» است. بر این اساس درآمد صندوق از محل خرید واحدهای ساختمانی به کسر (به دلیل نیاز فروشنده به وجه نقد جهت خرید واحد مدنظر خود) و فروش به قیمت (بر اساس گزارش کارشناسی) تحقق می‌یابد. در خصوص معاملات خرید و فروش فرض شده است که گزارش ارزش‌گذاری کارشناسان، برابر ارزش ذاتی است و از مغایرت احتمالی چشم‌پوشی شده است.

(۲) در خصوص ارزش صندوق، با فرض هم‌پایی ارزش املاک و مستغلات با تورم (نرخ تورم در امیدنامه و بر اساس پیش‌بینی صندوق بین‌المللی پول، ۲۵٪ تخمین زده شده است) و ۷٪ بازدهی ناشی از مدیریت حرفه‌ای دارایی‌ها و معافیت مالیاتی، رشد سالانه از محل املاک و مستغلات ۳۲٪ برآورد شده است؛ همچنین با فرض همگرایی بازدهی بازارهای مختلف با یکدیگر، بازدهی پیش‌بینی شده برای سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار ۳۰٪ فرض شده است. بازدهی کلی صندوق نیز (با فرض کسر هزینه‌ها) ۳۰٪ برآورد شده است.

(۳) با توجه به این که سیاست اصلی صندوق مبتنی بر خرید و فروش است، صندوق سالانه صرفاً ۹۰٪ از درآمد حاصل از محل اوراق بهادار را تقسیم خواهد کرد.

(۴) هزینه‌های پیش‌بینی شده از محل منابع صندوق به شرح زیر است. بر اساس اساسنامه صندوق، مدیر صندوق موظف است هر ساله برای هزینه‌های پایان دوره ذخیره‌گیری نماید. در پیش‌بینی صورت‌های مالی صندوق، این مسئله رعایت شده است. در خصوص هزینه‌های عملیاتی (هزینه‌های صورت‌گرفته توسط مدیر بهره‌برداری صندوق که مطابق تشریفات و بر اساس بودجه پیش‌بینی شده و مصوب مجمع است) نیز ۲۰ درصد از درآمد املاک و مستغلات فرض شده است.

عنوان هزینه	شرح نحوه محاسبه هزینه
هزینه‌های تأسیس (شامل تبلیغ و پذیرهنویسی)	معادل ۲ درصد از وجوه جذب شده در پذیرهنویسی اولیه حداکثر تا مبلغ ۱۵۰ میلیون ریال با ارائه مدارک مثبت و با تصویب مجمع صندوق
هزینه‌های برگزاری مجمع صندوق	حداکثر تا مبلغ ۱۰۰ میلیون ریال برای برگزاری مجامع در طول یک‌ساله مالی با ارائه مدارک مثبت و با تصویب مجمع صندوق
کارمزد مدیر	۱/۵ از ارزش خالص دارایی‌های صندوق تا سقف ۱۰۰ میلیارد ریال
کارمزد متعهد پذیرهنویس	۱ درصد از مبلغ متعهدشدن در هر پذیرهنویسی
کارمزد بازارگردان	سالانه ۰/۲ درصد از متوسط روزانه ارزش خالص دارایی‌های صندوق
کارمزد مدیر بهره‌برداری	سالانه ۰/۲ درصد از متوسط روزانه ارزش خالص دارایی‌های صندوق
کارمزد متولی	سالانه ۱ درصد از متوسط روزانه ارزش خالص دارایی‌های صندوق (حداقل ۸۰۰ و حداکثر ۱۲۰۰ میلیون ریال)
حق الزحمه حسابرس	سالانه مبلغ ثابت ۱۱۰۰ میلیون ریال
حق الزحمه و کارمزد تصفیة مدیر صندوق	معادل ۰/۱ درصد ارزش خالص دارایی‌های صندوق
حق پذیرش و عضویت در کانون‌ها	معادل مبلغ تعیین شده توسط کانون‌های مذکور، مشروط بر این که عضویت در این کانون‌ها طبق مقررات اجباری باشد یا عضویت به تصویب مجمع صندوق برسد تا سقف ۴۰۰ میلیون ریال
هزینه‌های دسترسی به نرم‌افزار، تارنما و خدمات پشتیبانی آن‌ها	هزینه دسترسی به نرم‌افزار صندوق، نصب و راه‌اندازی تارنمای آن و هزینه‌های پشتیبانی آن‌ها سالانه تا سقف ۱۵۰۰ میلیون ریال با ارائه مدارک مثبت و با تصویب مجمع صندوق.

۵) ترکیب دارایی‌های صندوق بر اساس دستورالعمل و اساسنامه این صندوق‌ها پیش‌بینی شده است. حدنصاب سرمایه‌گذاری‌های مختلف به شرح زیر است:

نسبت پیش‌بینی شده	حداکثر قانونی	حداقل قانونی	طبقه دارایی
٪۸۰	٪۱۰۰	٪۷۰	دارایی غیرمنقول
٪۲۰	٪۳۵	٪۰	اوراق بهادار مرتبط با دارایی غیرمنقول
٪۰	٪۵	٪۰	سهام شرکت‌های ساختمانی
جهت مدیریت نقدینگی و حفظ ارزش پول‌های پارک شده			صندوق‌های سرمایه‌گذاری درآمد ثابت

۶) بر اساس سیاست صندوق، تمام املاک و مستغلات صندوق در ردیف «دارایی ثابت نگه‌داری شده برای فروش» نگه‌داری می‌شود و مشمول استهلاک نیست.

۷) در ردیف سایر دارایی‌ها، نرم‌افزار صندوق به ارزش ۱۵۰۰ میلیون ریال (بر اساس امیدنامه صندوق) و با نرخ استهلاک سه‌ساله فرض شده است.

۸) برای محاسبه خالص ارزش دارایی‌های صندوق جهت ذخیره گرفتن کارمزد ارکان، از فرمول زیر استفاده شده است:

$$\frac{\text{ارزش ابتدای دوره} + \text{ارزش پایان دوره}}{۲}$$

در فرمول بالا، ارزش پایان دوره به صورت برآورده با ۳۰ درصد رشد نسبت به ارزش ابتدای دوره برآورد شده است.

۹) کارمزد متعهد پذیرهنویس در سه سال مستهلک می‌شود.

۱۰) برای پیش‌بینی کارمزد متولی و حسابرس و همچنین کارمزد عضویت در کانون‌ها، سالانه ٪۲۵ رشد فرض شده است.

هزینه ارکان	سال مالی منتهی به پایان سال اول	سال مالی منتهی به پایان سال دوم	سال مالی منتهی به پایان سال سوم	سال مالی منتهی به پایان سال چهارم	سال مالی منتهی به پایان سال پنجم
پذیره نویسی	۱۵۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال	- ریال	- ریال	- ریال	- ریال
مجمع	۱۰۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال	۱۰۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال	۱۰۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال	۱۰۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال	۱۰۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال
مدیر صندوق	۲۵,۸۷۵,۰۰۰,۰۰۰ ریال	۳۳,۶۳۷,۵۰۰,۰۰۰ ریال	۴۳,۷۲۸,۷۵۰,۰۰۰ ریال	۵۶,۸۴۷,۳۷۵,۰۰۰ ریال	۷۳,۹۰۱,۵۸۷,۵۰۰ ریال
متعهد پذیره نویسی	۴,۶۶۶,۶۶۶,۶۶۷ ریال	۴,۶۶۶,۶۶۶,۶۶۷ ریال	۴,۶۶۶,۶۶۶,۶۶۷ ریال	- ریال	- ریال
بازارگردان	۳,۴۵۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال	۴,۴۸۵,۰۰۰,۰۰۰ ریال	۵,۸۳۰,۵۰۰,۰۰۰ ریال	۷,۵۷۹,۶۵۰,۰۰۰ ریال	۹,۸۵۳,۵۴۵,۰۰۰ ریال
مدیر بهره برداری	۳,۴۵۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال	۴,۴۸۵,۰۰۰,۰۰۰ ریال	۵,۸۳۰,۵۰۰,۰۰۰ ریال	۷,۵۷۹,۶۵۰,۰۰۰ ریال	۹,۸۵۳,۵۴۵,۰۰۰ ریال
متولی	۱,۲۰۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال	۱,۵۰۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال	۱,۸۷۵,۰۰۰,۰۰۰ ریال	۲,۳۴۳,۷۵۰,۰۰۰ ریال	۲,۹۲۹,۶۸۷,۵۰۰ ریال
حسابرس	۱,۱۰۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال	۱,۳۷۵,۰۰۰,۰۰۰ ریال	۱,۷۱۸,۷۵۰,۰۰۰ ریال	۲,۱۴۸,۴۳۷,۵۰۰ ریال	۲,۶۸۵,۵۴۶,۸۷۵ ریال
حق الزحمه تصفیه	۱,۱۱۳,۸۷۹,۰۰۰ ریال	۱,۱۱۳,۸۷۹,۰۰۰ ریال	۱,۱۱۳,۸۷۹,۰۰۰ ریال	۱,۱۱۳,۸۷۹,۰۰۰ ریال	۱,۱۱۳,۸۷۹,۰۰۰ ریال
کانون ها	۴۰۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال	۵۰۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال	۶۲۵,۰۰۰,۰۰۰ ریال	۷۸۱,۲۵۰,۰۰۰ ریال	۹۷۶,۵۶۲,۵۰۰ ریال
نرم افزار	۱,۵۰۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال	- ریال	- ریال	- ریال	- ریال

گردش دارایی غیرمنقول	سال مالی منتهی به پایان	سال مالی منتهی به پایان سال	سال مالی منتهی به پایان سال	سال مالی منتهی به پایان سال	سال مالی منتهی به پایان سال
	سال اول	دوم	سوم	چهارم	پنجم
ابتدای دوره	-ریال	۱,۵۸۴,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال	۲,۰۵۹,۲۰۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال	۲,۶۷۶,۹۶۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال	۳,۴۸۰,۰۴۸,۰۰۰,۰۰۰ ریال
فروش: مانده از سال قبل	-ریال	۱,۷۱۰,۷۲۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال	۲,۲۲۳,۹۳۶,۰۰۰,۰۰۰ ریال	۲,۸۹۱,۱۱۶,۸۰۰,۰۰۰ ریال	۳,۷۵۸,۴۵۱,۸۴۰,۰۰۰ ریال
خرید: نوبت اول	۲,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال	۱,۷۱۰,۷۲۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال	۲,۲۲۳,۹۳۶,۰۰۰,۰۰۰ ریال	۲,۸۹۱,۱۱۶,۸۰۰,۰۰۰ ریال	۳,۷۵۸,۴۵۱,۸۴۰,۰۰۰ ریال
فروش: نوبت اول	۱,۲۹۶,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال	۱,۸۴۷,۵۷۷,۶۰۰,۰۰۰ ریال	۲,۴۰۱,۸۵۰,۸۸۰,۰۰۰ ریال	۳,۱۲۲,۴۰۶,۱۴۴,۰۰۰ ریال	۴,۰۵۹,۱۲۷,۹۸۷,۲۰۰ ریال
خرید: نوبت دوم	۱,۲۹۶,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال	۱,۸۴۷,۵۷۷,۶۰۰,۰۰۰ ریال	۲,۴۰۱,۸۵۰,۸۸۰,۰۰۰ ریال	۳,۱۲۲,۴۰۶,۱۴۴,۰۰۰ ریال	۴,۰۵۹,۱۲۷,۹۸۷,۲۰۰ ریال
فروش: نوبت دوم	۱,۳۹۹,۶۸۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال	۱,۹۹۵,۳۸۳,۸۰۸,۰۰۰ ریال	۲,۵۹۳,۹۹۸,۹۵۰,۴۰۰ ریال	۳,۳۷۲,۱۹۸,۶۳۵,۵۲۰ ریال	۴,۳۸۳,۸۵۸,۲۲۶,۱۷۶ ریال
خرید: نوبت سوم	۱,۳۹۹,۶۸۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال	۱,۹۹۵,۳۸۳,۸۰۸,۰۰۰ ریال	۲,۵۹۳,۹۹۸,۹۵۰,۴۰۰ ریال	۳,۳۷۲,۱۹۸,۶۳۵,۵۲۰ ریال	۴,۳۸۳,۸۵۸,۲۲۶,۱۷۶ ریال
فروش: نوبت سوم	۱,۵۸۴,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال	۲,۰۵۹,۲۰۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال	۲,۶۷۶,۹۶۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال	۳,۴۸۰,۰۴۸,۰۰۰,۰۰۰ ریال	۴,۵۲۴,۰۶۲,۴۰۰,۰۰۰ ریال
خرید: نوبت چهارم	۱,۵۸۴,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال	۲,۰۵۹,۲۰۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال	۲,۶۷۶,۹۶۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال	۳,۴۸۰,۰۴۸,۰۰۰,۰۰۰ ریال	۴,۵۲۴,۰۶۲,۴۰۰,۰۰۰ ریال
جریان نقد خروجی	۵,۴۷۹,۶۸۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال	۷,۶۱۲,۸۸۱,۴۰۸,۰۰۰ ریال	۹,۸۹۶,۷۴۵,۸۳۰,۴۰۰ ریال	۱۲,۸۶۵,۷۶۹,۵۷۹,۵۲۰ ریال	۱۶,۷۲۵,۵۰۰,۴۵۳,۳۷۶ ریال
جریان نقد ورودی	۴,۲۷۹,۶۸۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال	۷,۶۱۲,۸۸۱,۴۰۸,۰۰۰ ریال	۹,۸۹۶,۷۴۵,۸۳۰,۴۰۰ ریال	۱۲,۸۶۵,۷۶۹,۵۷۹,۵۲۰ ریال	۱۶,۷۲۵,۵۰۰,۴۵۳,۳۷۶ ریال

سال مالی منتهی به پایان سال پنجم	سال مالی منتهی به پایان سال چهارم	سال مالی منتهی به پایان سال سوم	سال مالی منتهی به پایان سال دوم	سال مالی منتهی به پایان سال اول	
درآمدهای عملیاتی					
۱,۰۹۶,۷۴۲,۴۰۰,۰۰۰	۸۴۳,۶۴۸,۰۰۰,۰۰۰	۶۴۸,۹۶۰,۰۰۰,۰۰۰	۴۹۹,۲۰۰,۰۰۰,۰۰۰	۳۸۴,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰	درآمد ناشی از خرید و فروش املاک و مستغلات
۲۵۷,۰۴۹,۰۰۰,۰۰۰	۱۹۷,۷۳۰,۰۰۰,۰۰۰	۱۵۲,۱۰۰,۰۰۰,۰۰۰	۱۱۷,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰	۹۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰	درآمد ناشی از سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار
۱,۳۵۳,۷۹۱,۴۰۰,۰۰۰	۱,۰۴۱,۳۷۸,۰۰۰,۰۰۰	۸۰۱,۰۶۰,۰۰۰,۰۰۰	۶۱۶,۲۰۰,۰۰۰,۰۰۰	۴۷۴,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰	جمع درآمدهای عملیاتی
-	-	(۵۰۰,۰۰۰,۰۰۰)	(۵۰۰,۰۰۰,۰۰۰)	(۵۰۰,۰۰۰,۰۰۰)	هزینه استهلاك دارایی نامشهود
(۲۱۹,۳۴۸,۴۸۰,۰۰۰)	(۱۶۸,۷۲۹,۶۰۰,۰۰۰)	(۱۲۹,۷۹۲,۰۰۰,۰۰۰)	(۹۹,۸۴۰,۰۰۰,۰۰۰)	(۷۶,۸۰۰,۰۰۰,۰۰۰)	هزینه‌های تحقق یافته توسط مدیر بهره‌برداری
(۱۰۱,۴۱۴,۳۵۳,۳۷۵)	(۷۸,۴۹۳,۹۹۱,۵۰۰)	(۶۵,۴۸۹,۰۴۵,۶۶۷)	(۵۱,۸۶۳,۰۴۵,۶۶۷)	(۴۳,۰۰۵,۵۴۵,۶۶۷)	هزینه‌های ارکان
(۳۲۰,۷۶۲,۸۳۳,۳۷۵)	(۲۴۷,۲۲۳,۵۹۱,۵۰۰)	(۱۹۵,۷۸۱,۰۴۵,۶۶۷)	(۱۵۲,۲۰۳,۰۴۵,۶۶۷)	(۱۲۰,۳۰۵,۵۴۵,۶۶۷)	جمع هزینه‌های عملیاتی
۱,۰۳۳,۰۲۸,۵۶۶,۶۲۵	۷۹۴,۱۵۴,۴۰۸,۵۰۰	۶۰۵,۲۷۸,۹۵۴,۳۳۳	۴۶۳,۹۹۶,۹۵۴,۳۳۳	۳۵۳,۶۹۴,۴۵۴,۳۳۳	سود خالص
سود حاصل از سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار (سود مشمول تقسیم)					
ریال ۱۹۶,۱۴۴,۶۶۴,۵۴۹	ریال ۱۵۰,۷۸۸,۸۱۱,۷۴۱	ریال ۱۱۴,۹۲۶,۳۸۳,۷۳۴	ریال ۸۸,۱۰۰,۶۸۷,۵۳۲	ریال ۶۷,۱۵۷,۱۷۴,۸۷۳	
نرخ رشد سود خالص					
۳۰٪	۳۱٪	۳۰٪	۳۱٪		

پایان سال مالی پنجم	پایان سال مالی چهارم	پایان سال مالی سوم	پایان سال مالی دوم	پایان مالی اول	روز اول	دارایی‌ها
۴,۵۲۴,۰۶۲,۴۰۰,۰۰۰	۳,۴۸۰,۰۴۸,۰۰۰,۰۰۰	۲,۶۷۶,۹۶۰,۰۰۰,۰۰۰	۲,۰۵۹,۲۰۰,۰۰۰,۰۰۰	۱,۵۸۴,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰	-	دارایی مشهود نگهداری شده برای فروش
-	-	-	۵۰۰,۰۰۰,۰۰۰	۱,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰	-	دارایی ثابت نامشهود
۱,۱۱۳,۸۷۹,۰۰۰,۰۰۰	۸۵۶,۸۳۰,۰۰۰,۰۰۰	۶۵۹,۱۰۰,۰۰۰,۰۰۰	۵۰۷,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰	۳۹۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰	-	سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار
-	-	-	-	-	-	حساب‌های دریافتی
۲,۷۳۸,۰۱۴,۰۷۶,۸۷۵	۱,۹۱۳,۹۶۶,۰۲۸,۵۰۰	۱,۲۸۹,۳۰۳,۹۷۰,۳۳۳	۸۰۶,۱۴۵,۲۵۸,۰۰۰	۴۳۸,۷۰۵,۵۴۵,۶۶۷	۱,۵۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰	موجودی نقد
۸,۳۷۵,۹۵۵,۴۷۶,۸۷۵	۶,۲۵۰,۸۴۴,۰۲۸,۵۰۰	۴,۶۲۵,۳۶۳,۹۷۰,۳۳۳	۳,۳۷۲,۸۴۵,۲۵۸,۰۰۰	۲,۴۱۳,۷۰۵,۵۴۵,۶۶۷	۱,۵۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰	جمع دارایی‌ها
بدهی‌ها						
۱۰۵,۸۶۹,۸۶۹,۳۷۵	۸۱,۸۳۵,۶۲۸,۵۰۰	۶۷,۷۱۶,۸۰۳,۶۶۷	۵۲,۹۷۶,۹۲۴,۶۶۷	۴۳,۰۰۵,۵۴۵,۶۶۷	-	حساب‌های پرداختی
-	-	-	-	-	-	سایر بدهی‌ها
۱۰۵,۸۶۹,۸۶۹,۳۷۵	۸۱,۸۳۵,۶۲۸,۵۰۰	۶۷,۷۱۶,۸۰۳,۶۶۷	۵۲,۹۷۶,۹۲۴,۶۶۷	۴۳,۰۰۵,۵۴۵,۶۶۷	-	جمع بدهی‌ها
۸,۲۷۰,۰۸۵,۶۰۷,۵۰۰	۶,۱۶۹,۰۰۸,۴۰۰,۰۰۰	۴,۵۵۷,۶۴۷,۱۶۶,۶۶۷	۳,۳۱۹,۸۶۸,۳۳۳,۳۳۳	۲,۳۷۰,۷۰۰,۰۰۰,۰۰۰	۱,۵۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰	خالص دارایی‌ها
۱۵۰,۰۰۰,۰۰۰	۱۵۰,۰۰۰,۰۰۰	۱۵۰,۰۰۰,۰۰۰	۱۵۰,۰۰۰,۰۰۰	۱۵۰,۰۰۰,۰۰۰	۱۵۰,۰۰۰,۰۰۰	تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری
ریال ۵۵,۱۳۴	ریال ۴۱,۱۲۷	ریال ۳۰,۳۸۴	ریال ۲۲,۱۳۲	ریال ۱۵,۸۰۵	ریال ۱۰,۰۰۰	خالص ارزش هر واحد

سال مالی منتهی به پایان سال پنجم	سال مالی منتهی به پایان سال چهارم	سال مالی منتهی به پایان سال سوم	سال مالی منتهی به پایان سال دوم	سال مالی منتهی به پایان سال اول	
۱,۰۸۱,۰۹۷,۰۴۸,۳۷۵	۸۲۲,۳۹۲,۰۵۸,۱۶۷	۶۳۵,۲۵۸,۷۱۲,۳۳۳	۴۸۴,۴۳۹,۷۱۲,۳۳۳	۴۴۰,۲۰۵,۵۴۵,۶۶۷	نقد حاصل از عملیات
-	-	-	-	-	پرداخت نقدی بابت مالیات
۱,۰۸۱,۰۹۷,۰۴۸,۳۷۵	۸۲۲,۳۹۲,۰۵۸,۱۶۷	۶۳۵,۲۵۸,۷۱۲,۳۳۳	۴۸۴,۴۳۹,۷۱۲,۳۳۳	۴۴۰,۲۰۵,۵۴۵,۶۶۷	خالص جریان نقد خالص فعالیت‌های عملیاتی
(۱۶,۷۲۵,۵۰۰,۴۵۳,۳۷۶)	(۱۲,۸۶۵,۷۶۹,۵۷۹,۵۲۰)	(۹,۸۹۶,۷۴۵,۸۳۰,۴۰۰)	(۷,۶۱۲,۸۸۱,۴۰۸,۰۰۰)	(۵,۴۷۹,۶۸۰,۰۰۰,۰۰۰)	پرداخت نقدی برای سرمایه‌گذاری در املاک
(۲۵۷,۰۴۹,۰۰۰,۰۰۰)	(۱۹۷,۷۳۰,۰۰۰,۰۰۰)	(۱۵۲,۱۰۰,۰۰۰,۰۰۰)	(۱۱۷,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰)	(۳۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰)	پرداخت نقدی برای سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار
۱۶,۷۲۵,۵۰۰,۴۵۳,۳۷۶	۱۲,۸۶۵,۷۶۹,۵۷۹,۵۲۰	۹,۸۹۶,۷۴۵,۸۳۰,۴۰۰	۷,۶۱۲,۸۸۱,۴۰۸,۰۰۰	۴,۲۷۹,۶۸۰,۰۰۰,۰۰۰	دریافت نقدی از فروش سرمایه‌گذاری در املاک
-	-	-	-	-	دریافت نقدی از فروش سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار
-	-	-	-	(۱,۵۰۰,۰۰۰,۰۰۰)	پرداخت نقدی بابت تحصیل دارایی ثابت نامشهود
(۲۵۷,۰۴۹,۰۰۰,۰۰۰)	(۱۹۷,۷۳۰,۰۰۰,۰۰۰)	(۱۵۲,۱۰۰,۰۰۰,۰۰۰)	(۱۱۷,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰)	(۱,۵۰۱,۵۰۰,۰۰۰,۰۰۰)	خالص جریان نقد فعالیت‌های سرمایه‌گذاری
-	-	-	-	۱,۵۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰	دریافت نقدی ناشی از انتشار واحدهای سرمایه‌گذاری
(۱۳۵,۷۰۹,۹۳۰,۵۶۶)	(۱۰۳,۴۳۳,۷۴۵,۳۶۱)	(۷۹,۲۹۰,۶۱۸,۷۷۸)	(۶۰,۴۴۱,۴۵۷,۳۸۶)	-	پرداخت نقدی بابت سود واحدها
(۱۳۵,۷۰۹,۹۳۰,۵۶۶)	(۱۰۳,۴۳۳,۷۴۵,۳۶۱)	(۷۹,۲۹۰,۶۱۸,۷۷۸)	(۶۰,۴۴۱,۴۵۷,۳۸۶)	۱,۵۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰	خالص جریان نقد فعالیت‌های تأمین مالی
۱,۹۱۳,۹۶۶,۰۲۸,۵۰۰	۱,۲۸۹,۳۰۳,۹۷۰,۳۳۳	۸۰۶,۱۴۵,۲۵۸,۰۰۰	۴۳۸,۷۰۵,۵۴۵,۶۶۷	-	موجودی نقد ابتدای دوره
۸۲۴,۰۴۸,۰۴۸,۳۷۵	۶۲۴,۶۶۲,۰۵۸,۱۶۷	۴۸۳,۱۵۸,۷۱۲,۳۳۳	۳۶۷,۴۳۹,۷۱۲,۳۳۳	۴۳۸,۷۰۵,۵۴۵,۶۶۷	موجودی نقدی طی دوره
۲,۷۳۸,۰۱۴,۰۷۶,۸۷۵	۱,۹۱۳,۹۶۶,۰۲۸,۵۰۰	۱,۲۸۹,۳۰۳,۹۷۰,۳۳۳	۸۰۶,۱۴۵,۲۵۸,۰۰۰	۴۳۸,۷۰۵,۵۴۵,۶۶۷	موجودی نقدی پایان دوره
سود خالص					
۱,۰۳۳,۰۲۸,۵۶۶,۶۲۵	۷۹۴,۱۵۴,۴۰۸,۵۰۰	۶۰۵,۲۷۸,۹۵۴,۳۳۳	۴۶۳,۹۹۶,۹۵۴,۳۳۳	۳۵۳,۶۹۴,۴۵۴,۳۳۳	سود خالص
-	-	۵۰۰,۰۰۰,۰۰۰	۵۰۰,۰۰۰,۰۰۰	۵۰۰,۰۰۰,۰۰۰	اضافه می‌شود استهلاک دارایی نامشهود
۱۰۱,۴۱۴,۳۵۳,۳۷۵	۷۸,۴۹۳,۹۹۱,۵۰۰	۶۵,۴۸۹,۰۴۵,۶۶۷	۵۱,۸۶۳,۰۴۵,۶۶۷	۴۳,۰۰۵,۵۴۵,۶۶۷	اضافه می‌شود هزینه‌های پرداختی در سال بعد
(۷۷,۳۸۰,۱۱۲,۵۰۰)	(۶۴,۳۷۵,۱۶۶,۶۶۷)	(۵۰,۷۴۹,۱۶۶,۶۶۷)	(۴۱,۸۹۱,۶۶۶,۶۶۷)	-	کسر می‌شود هزینه‌های پرداختی از سال قبل
-	-	-	-	-	کسر می‌شود افزایش حساب‌های دریافتی
۲۴,۰۳۴,۲۴۰,۸۷۵	۱۴,۱۱۸,۸۲۴,۸۳۳	۱۴,۷۳۹,۸۷۹,۰۰۰	۹,۹۷۱,۳۷۹,۰۰۰	۴۳,۰۰۵,۵۴۵,۶۶۷	اضافه می‌شود: افزایش حساب‌های پرداختی
۱,۰۸۱,۰۹۷,۰۴۸,۳۷۵	۸۲۲,۳۹۲,۰۵۸,۱۶۷	۶۳۵,۲۵۸,۷۱۲,۳۳۳	۴۸۴,۴۳۹,۷۱۲,۳۳۳	۴۴۰,۲۰۵,۵۴۵,۶۶۷	نقد حاصل از عملیات