

ورقة عمل

تقييم عقارات صناديق الاستثمار العقارية المتداولة "الريت"

مقدمة

هناك علاقة وطيدة بين سوقي النقد و المال و السوق العقاري و تتشكل هذه العلاقة بمنتجات و أدوات مالية و نقدية كثيرة من أهمها على سبيل المثال لا الحصر (التمويل و الرهن العقاري، و صكوك الرهن العقاري، و الصناديق العقارية الاستثمارية المتداولة "ريت") وقد أقرت الكثير من الدراسات و الأبحاث التي عملت على أزمة الرهن العقاري الأخيرة بأن أحد الاشكالات التي أدت إلى تفاقم أزمة الرهن العقاري هو وجود الفجوة المعرفية بين أسواق المال من جهة و السوق العقاري من جهة أخرى، و لذلك كانت الكثير من القرارات تبني بنظرة مالية استثمارية بحتة بعيدة عن منطق السوق العقاري و تغيراته، و تأتي أهمية التقييم العقاري بأنها مقياس الأمان إن صح التعبير لضبط علاقة و توازن سوقي النقد و المال بسوق العقار، و ذلك لأن سوق العقار يفتقر إلى المعلومات الآنية و تعتبر المنتجات فيه غير متجانسة و غير متماثلة، لذا لا بد من إجراء عملية التقييم العقاري في وقت إبرام الصفقات حتى تتم مبادلة الأصول العقارية على أساس القيمة الموثقة من قبل مقيم معتمد أو مبلغ لا يزيد عنه، و لذلك يعتمد متخذي القرارات في المؤسسات التمويلية و الشركات المالية و الاستثمارية على المقيمين العقاريين لمعرفة مدى عدالة مبلغ الاستحواذ على الأصول العقارية المراد تمويلها أو استثمارها، و هنا تكمن أهمية دور المقيم العقاري كأحد الخطوات المهمة و الحساسة لتأسيس صناديق الريت.

تأثير الممارسات المهنية للتقييم على صناديق الريت

عملية التقييم لا بد أن تتبع معايير التقييم الدولية IVS و هي المعايير التي أقرتها الجهة المنظمة لمهنة التقييم في المملكة العربية السعودية (الهيئة السعودية للمقيمين المعتمدين)، لكن حتى نكون أكثر واقعية فإن هذه المعايير هي خطوط عريضة و عامة ينبغي اتباعها و لا يمكن أن تكون ضابطا في عملية التقييم بشكلها التنفيذي العملي، و لذلك ظهرت في الدول المتقدمة و التي سبقتنا في مجال التقييم العقاري مثل معهد التقييم الأمريكي و معهد التقييم الكندي برامج تؤهل متخصصين في مراجعة تقارير التقييم العقاري و هم مقيمون ممارسون وأصحاب خبرة عملية و تأهيل علمي و ذلك لمراجعة التقارير التي تحوم حولها الشكوك بأنها أعدت بجهل أو سوء نية، و لا يمكن أن يتعرف على هذه الأخطاء في تقارير التقييم إلا الممارسين الذين يعرفون أوجه القصور في أساليب التقييم و طرق التوصل إلى النتائج الصحيحة. نجد أن عملية التقييم على أرض الواقع تمر بخطوات و مراحل متعددة و تختلف بتفاصيلها بين مقيم و آخر لكن تعتمد جودة مخرجات التقييم على كل مما يلي:

أولاً: حجم البيانات المتوفرة في سوق العقار موضع التقييم و التي يمكن من خلالها استخراج المؤشرات الخاصة بالمقارنات و التكاليف و معدلات الرسملة و الاشغال و النمو و توقعات مصاريف التشغيل و الصيانة.

ثانياً: مدى توفير العميل الراغب بالتقييم للمستندات و المعلومات مثل توفر المؤشرات المالية الخاصة بالدخل و المصروفات للعقارات المراد تقييمها و يفضل أن تكون ضمن ميزانيات مدققة من محاسب قانوني، و كذلك توفر الأوراق الرسمية مثل صك العقار و الذي يوضح الكثير من تفاصيل العقار من حيث المساحة و الحدود و الأطوال و كذلك في بعض الأحيان الوضع القانوني للعقار في حال كان عليه أي رهونات أو غيره من التزامات.

ثالثاً: وجود العقلية التحليلية و التي تمتلك الادوات و الخبرة اللازمة للربط بين وضع العقار و بياناته و مؤشرات السوق للوصول للطريقة الأنسب لتقييم العقار و التوصل إلى نتيجة سليمة للقيمة السوقية للعقار موضع التقييم.

أولاً، إحدى خصائص السوق العقاري على مستوى العالم كما أشرنا هو شح المعلومات المعلنة والتي تمكن للجميع الحصول على تفاصيل الصفقات العقارية، و لذلك عمدت الدول المتقدمة و تبعتها الناشئة بتأهيل مقيمين معتمدين للأصول العقارية، ليتمكن أطراف أي صفقة أو قضية الرجوع إلى هؤلاء المقيمين و الأخذ برأيهم لإنجاز الصفقات و حل القضايا المختلفة، و مع التطور التقني و ميل الحكومات في الدول المتقدمة إلى الشفافية و اظهار بيانات أكثر للعموم بدء المحترفين بالمجال العقاري بالاستفادة من هذه البيانات و تحليلها و الخروج بمؤشرات عقارية تعطي وضوحاً أكبر لحالة السوق و توجهاته، ثم وجد القطاع الخاص بأن تزويد هذه الجهات الاحترافية بمؤشراتها استطعت فوة أكبر للسوق العقارية و مصداقية تجذب المستثمرين بشكل أكبر، و لذا ظهرت شركات متخصصة بجمع البيانات العقارية من القطاعين العام و الخاص و تزويد السوق العقاري بمؤشرات أكثر دقة يستطيع من خلالها المحترفون العقاريون سواء كانوا مقيمين أو مستثمرين أو مطورين، و لذا بات من البديهي توفير الأدوات و من أهمها البيانات للمقيم قبل إلقاء اللوم عليه، و يمكن تشبيه الطلب من المقيم العقاري العمل بلا بيانات واقعية، بالطلب من النجار بالعمل دون منشار، أو المبرمج أن يعمل دون جهاز حاسوب.

لذا لا بد من حل اشكالية شح البيانات المتوفرة بالسوق من قبل الجهات الرسمية مثل وزارة العدل، و وزارة الشؤون البلدية و القروية و الأمانات التابعة لها، و الهيئات العليا لتطوير المدن، وغيرها من الجهات التي نتمنى من الهيئة السعودية للمقيمين المعتمدين و الهيئة العامة للعقار أن تقنع هذه الجهات بتوفير بياناتها للعقاريين المحترفين و أن تكون هذه المهمة أولوية يعملان عليها لتحسين بيئة السوق العقاري، و هنا من المتوقع أن يتمكن القطاع الخاص من مجاراة القطاع العام لنستطيع ترسيخ مبدأ الشفافية في السوق العقاري و جعل الجميع يعمل على بيئة و وضوح لنقل قدر المستطاع الفجوة في معلومات السوق و التي تجعل التباين بارزا بين المقيمين المعتمدين و إن كان كل منهم على مستوى عالي من الخبرة و المعرفة.

ثانياً، تمثل البيانات المستلمة من العميل عن العقار المراد تقييمه أهمية قصوى للتوصل إلى نتائج منطقية و حكم سليم، و عندما نتحدث عن العقارات المدرة للدخل و التي تعتبر الأصل في أصول صناديق الريت، فلا مناص من توفر المعلومات و البيانات الحالية و التاريخية للعقار، و ذلك لتحليل الوضع التاريخي و تصور المستقبل من حيث قدرة العقار على تحقيق الدخل مستقبلاً، و الذي يعتبر لب التقييم بطريقة الدخل وهو الأسلوب الأنسب للعقارات المدرة للدخل، و هنا سيكون الحكم على أساس بيانات تاريخية لدخل العقار و بيانات السوق الحالية و التي من الممكن أن تسند البيانات التاريخية أو تنفيذها، و هنا يحتاج المقيم لاعادة النظر في البيانات التاريخية و تعديلها للتوافق مع حالة السوق الراهنة لتعكس القيمة السوقية في تاريخ التقييم.

و حيث أن أنواع العقارات التجارية مختلفة و متنوعة و تتأثر بشكل مختلف وفقاً للقطاع الذي تخدمه، لذا يجب على العميل تزويد المقيم بالبيانات لكل نوع عقار بشكل تفصيلي، لأن البيانات المطلوبة للمبنى المكثبي مختلفة عن الفندقية و تختلف عن المعارض و المولات وغيرها من أنواع العقارات، و هنا ينبغي للشركة المالية التي تعتبر مسؤولة أمام هيئة السوق المالية بأن تتأكد بأن جميع البيانات التي يطلبها المقيم من مالك العقارات متوفرة لكل نوع من أنواع العقارات المختلفة، و هذه في الحقيقة معاناة يعانيها المقيمون حيث أن بعض أصحاب العقارات يعتقد أنه يجب أن يختبر قدرة المقيم من خلال التحفظ على المعلومات قدر المستطاع حتى و إن كانت متوفرة لديه، و هذه نظرة قاصرة لدور المقيم يمكن أن يتم احتوائها في حالة صناديق الريت عن طريق وضع قواعد ارشادية لتقييم العقارات لغرض الصناديق العقارية و هذا واقع في التجربة الماليزية و التي أصدرت قواعد ارشادية للصناديق العقارية و أشارت إلى أهمية اتباعها للقواعد الارشادية لتقييم الأصول، و الذي فصلت فيه طرق التقييم و المعايير الخاصة بكل طريقة و ما هو الحد الأدنى من البيانات الواجب توفرها لكل طريقة و ما هي المصادر المقبولة لهذه البيانات، و هنا يلاحظ أن المقيم و المالك و الشركة المالية و الجهة الرقابية ستكون لديهم معايير واضحة للاحتكام لها عند وجود أي تقصير أو خلل من قبل أحد الأطراف، و يمكن حصر المتطلبات الخاصة بأنواع العقارات الأخرى حيث أن أغلبها ثابت للنوع الواحد من العقارات، و المتغيرات جدا طفيفة و لا تكاد تذكر، و هذا مثال مقترح للمتطلبات الخاصة بعقار مكثبي:

| | |
|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> - صك الملكية - رخصة البناء - شهادة اتمام البناء - المخططات الإنشائية - المخططات المعمارية - المخططات الكهربائية - المخططات الميكانيكية - الضمانات على أعمال (الإنشاء، الكهرباء، السبابة، الميكانيك، المواد الصحية) خاصة إذا كان العقار عمره أقل من 5 سنوات | <p>بيانات الملكية و المبنى</p> |
| <ul style="list-style-type: none"> - قائمة بالمستأجرين الحاليين توضح اسم المستأجر، و المساحة التأجيرية، و مبلغ الايجار، و مدة العقد، و نسبة التحمل من المصروفات في حال لم تكن متضمنة في الإيجار. - الدخل من الاعلانات أو المواقف أو غيرها. - عقود الايجار المبرمة مع المستأجرين الحاليين. - إجمالي الدخل للسنوات الثلاثة الماضية، مفصلة وفقا لنوع الدخل. - قائمة بالمساحات الشاغرة، و تواريخ خروج المستأجرين لهذه المساحات. - قائمة بالمصاريف التشغيلية للسنوات الثلاثة الماضية، تشمل الصيانة، و الادارة، و الأمن، و فواتير الخدمات للمناطق المشتركة، و التأمين. | <p>بيانات الدخل و المصروفات و التكاليف</p> |

و تجدر الإشارة إلى أن أهم نقطة بالبيانات التي تلکم التي تؤكد دخل العقار، و أكثر ما يجب الانتباه له هو أن تكون عقود ايجار صورية تم ابرامها بمبالغ لا تتوافق مع السوق المحيطة و ذلك لمحاولة رفع قيمة العقار عند تقييمه بأسلوب الدخل، و قد عاجلت هيئة السوق المالية هذا الأمر بتكليف المقيم لتوضيح مدى عدالة عقود الايجار من خلال ايجاد القيمة التأجيرية من واقع السوق للعقارات المقارنة، و كذلك يعمل برنامج ايجار التابع لوزارة الإسكان على ادراج عقود ايجار العقارات التجارية خلال الربع الرابع من 2018، لتكون تلکم العقود سندا تنفيذيا و هذا بلا شك سيجعل الإلتزام أكبر على المستأجر و يقلل مخاطر المطالبة بالسداد، لكن حتى ذلك الحين لا بد أن تعمل الشركات المالية على التأكد من المقيم حصل على عقود الايجار و الدراسات النافية للجهالة سواء القانونية أو المالية حتى يستطيع البناء عليها لتأكيد الدخل و مدى الإلتزام بمدة العقد، و هنا نجد أن بعض صناديق الريت طلبت من المستأجرين ما يعرف بـ"سند لأمر" بمبلغ الايجار و ذلك لجعل المستحقات المالية سندا تنفيذيا يتوجه من خلاله الصندوق إلى محكمة التنفيذ بدلا من المحكمة العامة وهذا بلا شك سيوفر الوقت و الجهد لتحصيل أموال الايجار.

أما عند تقييم عقار عليه التزام بعقد إيجار لأكثر من 3 سنوات، فمن المعلوم شرعا أن عقد الإيجار لازم لا يمكن لأي من الطرفين الانفكاك عنه إلا بالتراضي، لذلك من الصعب أن لا يتم الأخذ بعقد الإيجار الحالي لا سيما إن كان لمدة طويلة، حتى وإن كان فيه نوع من الإرتفاع عن القيمة التأجيرية في السوق، و هنا تأتي حرفة المقيم باستخدام الأساليب المتوافقة مع هذه الحالة و التي تحقق العدالة بوجود العقد الملزم وكذلك توازن بين وضع السوق الحالي و عدم توافق الإيجار التعاقدى مع السوقى، و لذلك من الأفضل استخدام احدى الأسلوبين و التابعين لطريقة الدخل عند التقييم:

- أسلوب الشرائح: و مبدأ هذه الأسلوب هو مراعاة التعاقدات الحالية و أخذها بالاعتبار بحيث يتم تحويل المدة المتبقية بالعقد إلى قيمة رأسمالية، ثم رسملة القيمة التأجيرية من السوق، ثم إيجاد القيمة الحالية للعقار بالالتزام الحالي و كذلك بوضع السوق سواء كان الإيجار في السوق أعلى أو أقل من الإيجار التعاقدى.
 - أسلوب خصم التدفقات النقدية: و يعتمد هذا الأسلوب على توقع التدفقات النقدية المستقبلية للعقار، و هنا يمكن الأخذ بالإيجار التعاقدى خلال مدة الإلزام بالعقد، ثم توقع الإيجارات بناء على وضع السوق و الفرضيات التي يضعها المقيم.
- و باحدى هذين الأسلوبين نجد أن المقيم أصبح أكثر عدالة حيث أنه لم يرسم بشكل مباشر القيمة التأجيرية التعاقدية و التي إن كانت مرتفعة ستعطي العقار أكثر من قيمته بينما إن كانت منخفضة ستبخس حق العقار، كما أن في هذين الأسلوبين مراعاة لمكانة العقود و التزامها.

ثالثا، و لعل هذه النقطة هي الأساس وهي توفر المقيم ذو الخبرة و الكفاءة و المعرفة لإنجاز مثل هذا النوع من التقييمات التي تتعلق بمصالح العامة، و لا يعقل أن أي مقيم و ان كان معتمدا (أي أنجز الدورات 101 إلى 107 و أمم 2000 ساعة خبرة) يستطيع أن يقيم كل أنواع العقارات، لذا لا بد من التأكد من قبل الشركة المالية و هيئة السوق المالية بأن المقيم سبق و أمم عمليات تقييم لعقارات ذات استخدامات تجارية تتوافق مع نوع العقارات المطروحة في صناديق الريت مثل العقارات الفندقية أو المجمعات السكنية، و هذا يعني أهمية النظر إلى خبرات المقيم و سابقة أعماله، و هنا أعود للتجربة المألوية و التي حددت شروط الكفاءة للمقيم الذي يحق إنجاز التقييمات الخاصة بالصناديق العقارية، حيث ورد فيها أهمية وجود تدريب كافي و خبرة سابقة لنوعية العقارات المراد تقييمها، و هذا لا يتوفر إلا من لديه شهادات دولية في التقييم العقاري أو أنهى المواد التعليمية لأكاديمية تقييم من 112 إلى 116 و المختصة بتقييم العقارات التجارية بشكل مفصل، و هذا يعني أهمية البحث عن هؤلاء الخبراء و أن يكون العمل في صناديق الريت مقتصر عليهم حتى ينضج السوق و يتبعهم بقية المقيمين بإنجاز التدريب العلمي و العملي اللازم.

تأثير القرارات و التشريعات على تقييم صناديق الريت

لا شك أن للجهات الرقابية دور جوهري في ضبط الاجراءات الخاصة بطرح صناديق الريت و ذلك يشمل المهنيين و المحترفين العاملين فيها، و هنا تجدر الإشارة إلى الجهود الممتازة التي بذلتها الهيئة السعودية للمقيمين المعتمدين و هيئة السوق المالية لتحسين أداء تقييم عقارات الريت، و بناء على ورش العمل التي تمت برعاية الطرفين قامت هيئة السوق المالية في 22 فبراير 2018، بنشر مشروع تعديل التعليمات الخاصة بصناديق الاستثمار العقارية المتداولة لاستطلاع مرئيات العموم حياله، و ساركر على الفقرات التي تختص بالتقييم حيث ورد في الفقرة 6/4-ج ما نصه " تقديم تقارير المقيمين، ونشرها على موقعه الإلكتروني للسوق أثناء فترة الطرح، على أن تتضمن التقارير تقييم للإيجارات السوقية وأن لا تكون مدة التقييم قد تجاوزت ثلاثة أشهر عند تاريخ بداية الطرح"، و هذه الفقرة تضمنت مفهوما جديلا و مهما وهو مبدأ الشفافية و اشراك جميع المهتمين بنقد تقارير التقييم و جعلها متاحة سواء للتعلم منها و الاستفادة من أسلوبها في حال كانت جيدة أو تصويبها و توضيح مكامن الخلل في حال وجود أخطاء أو اجتهادات غير موفقة في إنجاز التقييم، كما أشارت الفقرة 5/6 على وجوب تغيير المقيمين المعتمدين لأصول الصندوق كل سنتين كحد أقصى، و هذه خطوة جيدة تتوافق تقريبا مع ممارسة السوق

التايواني و الذي بدأت صناديق الريت فيه في عام 2005 و شهدت تطورات كثيرة على المستوى التشريعي خلال مسيرتها، حيث أوضحت أهمية تغيير المقيم كل 3 سنوات كحد أقصى وكذلك لا يمكن للمقيم أن يعود لتقييم عقارات الريت التي قيمها سابق إلا بعد مضي سنة من توقفه عن تقييمها، و هذا محدد جيد يمكن أن يضاف إلى معيار السنتين التي حددتها هيئة السوق المالية.

الإستنتاجات و التوصيات

- أهمية عمل الهيئة السعودية للمقيمين المعتمدين مع الهيئة العامة للعقار لاقناع الجهات الحكومية و الرسمية المختلفة لرفع مستوى الشفافية و اظهار البيانات المتعلقة بالسوق العقاري بشكل صحيح و مدقق و قابل للتحليل ليطمئئنه استخدامه من قبل المحترفين في المجال العقاري بيسر و سهولة.
- تفعيل تخصص مراجعة تقارير التقييم و نقدها و الاستفادة من التجارب العالمية في هذا المجال، بحيث يكون هناك مقيمون ممارسين قادرين على تمييز التقارير و توضيح مكامن الخطأ فيها في حال تطلبت الحاجة إلى ذلك.
- التوصية بإلزام وجود مقيمين معتمدين ذوي كفاءة و خبرة ضمن فريق إدارة الصناديق العقارية ذات الطرح العام، و كذلك توظيفهم لدى الجهات الرقابية مثل هيئة السوق المالية، حيث أن ضبط الجوانب العقارية و لغة التفاهم و التخاطب و الاستيعاب لتقارير التقييم و الدراسات العقارية ستكون أبلغ في حال وجود متخصص في المجال العقاري لدى هذه الجهات.
- أهمية وضع حد أدنى للمعايير التي يجب على الشركة المالية و مالك العقارات أن تزود المقيم بها، و يمكن عمل دليل ارشادي يحتوي على أبرز أنواع العقارات التجارية و ابرز المتطلبات الخاصة بها للتقييم.
- من المهم توصية الشركات المالية باتاحة الفرصة لتبادل المعلومات و مسودات التقارير بين المحترفين من التخصصات الأخرى الذين يعملون على إنجاز الدراسة النافية للجهالة Due Diligence لصندوق الريت، حيث يمكن أن يستفيد المقيمون من مخرجات التقرير القانوني للمحامي و المالي للمراجع المالي و الفني لفحص المباني، و هذا سيجعل المقيم أكثر ثقة بالتفاصيل المطلوبة للوصول لقيمة سوقية مناسبة و قريبة من الواقع.
- أهمية تصنيف المقيمين وفقاً لنوعية الخبرة و التجارب السابقة و الشهادات المحلية و الدولية، و أهمية تغيير فكرة أن يتم الاعتماد على أي نوع من أنواع التقييم.
- تحديد وقت لإمكانية عودة المقيم لتقييم عقارات صندوق الريت بعد انتهاء مدة السنتين المنصوصة في اللائحة المعدلة، و يقترح أن تكون المدة سنة أو سنتين ثم يحق له العودة لتقييم عقارات الريت نفسه بعد ذلك.
- ترتيب ورش عمل دورية نصف سنوية أو سنوية، تجمع هيئة السوق المالية و الهيئة السعودية للمقيمين المعتمدين، و مقيمين لصناديق الريت، و شركات مالية، ليطمئئنه الملاحظات و الاشكالات بهذا الخصوص و تحسين التشريعات بشكل مستمر.

المراجع:

Calvin Lin, T. (2007). The Development of REIT Markets and Real Estate Appraisal in Taiwan. *Journal of Real Estate Literature*, [online] 15(2). Available at: https://www.researchgate.net/publication/288169152_The_development_of_REIT_markets_and_real_estate_appraisal_in_Taiwan [Accessed 13 Apr. 2018].

Isaac, D. and O'Leary, J. (2012). *Property valuation principles*. Basingstoke: Palgrave Macmillan.

Securities Commission Malaysia (2008). *GUIDELINES ON REAL ESTATE INVESTMENT TRUSTS*. Securities Commission Malaysia.

Securities Commission Malaysia (2008). *GUIDELINES ON REAL ESTATE INVESTMENT TRUSTS*. Securities Commission Malaysia.

Available at: هيئة السوق المالية. (2016) التعليمات الخاصة بصناديق الاستثمار العقارية المتداولة. الرياض: هيئة السوق المالية. https://cma.org.sa/RulesRegulations/Consulting/Documents/REIT_ar.pdf

م. إبراهيم بن مزاحم الصحن

مدير المشاريع في شركة تثمين

- ماجستير في التمويل والاستثمار العقاري
- دبلوم عالي بالاقتصاد العقاري
- عضو الهيئة السعودية للمقيمين المعتمدين (فرع العقار) - عضوية رقم: 1210000837
- عضو معهد التقييم الكندي
- عضو مرشح في الهيئة الملكية للمساكين المعتمدين RICS