أصول الدولية للتقييم
OSOOL INTERNATIONAL EVALUATION

صناديق العقار المتداولة

نايف عوض بغلف

Assets International Appraisal

عضو اللجنة العقارية بغرفة جدة

عضو أساسي مؤقت الهيئة السعودية للمقيمين المعتمدين

عضوية رقم 121000258

"صناديق العقار المتداولة (الريت) رائحتها كالعقارات تشبه السندات وتتحرك كالأسهم"

جريج وايت ، محلل، بنك الاستثمار مورجان ستانلي

أصول الدولية للتقييم
Assets international Appraisal

الموضوع	الصفحة
الجزء الأول	
1.الخلاصة	3
2.مقدمة	3
3. مشكلة وتساؤلات الدراسة	4
4.فرضيات الدراسة	4
5.منهجية الدراسة	5
6.مدخل	6
7.خطوات التقييم	6
الجزء الثاني	
الجزء المالي	22
الجزء الثالث	
الاستبيان	30
المراجع	37

أصول الدولية للتقييم
Assets international Appraisal

الجزء الأول

1.الخلاصة

هناك الكثير من الاسباب التي قد تؤدي الى كفاءة التقييم والتسعير في صناديق العقار المتداولة REIT، وبالطبع فان الممارسة المهنية والالتزام بمعايير التقييم الدولية من اهم تلك الممارسات التي تساعد على ذلك. وتحويل بعض من تلك الممارسات الى قوانين ملزمة للمقيمين قد يساعد على الرفع من تلك الكفاءة وكما ان اطلاع العموم على عمل المقيم يجعله تحت المجهر والنقد طوال الوقت من المجتمع الاستثماري ككل وليس فقط من العميل او الجهات الحكومية الاخرى مما يرغمه على الاستجابة لتلك الانتقادات للتحسين من عملة . وبالطبع فان هناك تفسيرات اخرى غير مرتبطة بالمقيمين قد تساعد على فهم حركة اسعار صناديق العقار المتداولة وعدم اتساق الكفاءة في التقييم مع حركة اسعار صناديق العقار المتداولة وخاصة تلك الاسباب المتعلقة بوجوده في سوق مختلف عن السوق التقليدي للعقارات ووجوده في السوق العام. ولعل الايام المقبلة والتشريعات الاضافية بالإضافة الى فهم جميع تلك العوامل تحسن من كفائه هذه الصناديق ومن كفائه المقيمين بشكل عام.

أصول الدولية للتقييم
Assets international Appraisal

2-مقدمة :

تعد مهنة التقييم من المهن المهمة في أي دولة في العالم، ولا تقل تلك المنة اهميا عن اهمية المهن الأخرى كالمحماة او المحاسبة ، ولعل ما تمر به مهنة التقييم ككل بجميع فروعها من تقييم عقاري او تقييم لمنشئات الاعمال وخلافة من تغيرات في المملكة يجعل تلك المهنة تحت المجهر وتحت المراقبة والمراجعة المستمرة، وإذا أردنا التحدث عن مهنة التقييم العقاري بالتحديد فان التغيرات التي مرت بها خاصة في السنوات السابقة ومنذ انطلاق هيئة المقيمين المعتمدين تحديدا تجعل من التغيرات الي مرت بها هذه المهنة كبيرة ومتلاحقة وعمليات التغيير والتقنين التي مرت بها كبيرة ، واذا ما ضفنا لذلك تسارع التغيرات التي يمر بها اقتصادنا الوطني ومتطلبات خطة التحول الوطني فأن الجهد المطلوب لتحسين تلك المهنة يصبح اكبر واكثر صعوبة وذا اضفنا الى ذلك التغيرات التي تمر بالأسواق المالية وخاصة في فترات التحول الاقتصادي والركود فان المهمة تصبح اكثر مشقة . ولعل التحول الاقتصادي الذي تمر به المملكة يؤثر بشكل او اخر على جميع

القطاعات الاقتصادية بالمملكة ولايعد القطاع العقاري استثناء من ذلك وعند تحويل تلك المخاطر التي يمر بها القطاع العقاري الى أوراق مالية فان المخاطر تصبح أكبر بل وأصعب في التوقع والتعامل لكونها تجمع ما بين القطاعين المالي والعقاري. وليس هناك أدني شك في ان الجدل الدائر في الفترة الأخيرة عن صناديق العقار المتداولة التقييم ومدى الاحترافية في التقييمات وحتى التشكيك بمصداقيتها دليل على التحديات التي تواجها هذه المهنة ، وان كنت أرى ان التغيرات التي تمر بها أسعار تلك الوحدات منذ الطرح الاولي الى أسعار التداول لا يتحملها المقيمين بشكل كامل وان هناك الكثير من الدراسات التي سبقت في هذا المجال وفي أسواق مختلفة توضح الأسباب الأخرى وخاصة المالية التي قد تؤدي الى اختلاف سعر العقار في السوق الخاص (السوق العقاري) عنة في الأسواق المالية والذي يمكن قياسه بسعر تلك الوحدات العقارية المتداولة .

وأحب ان أنوه ان هذه الورقة ستركز أيضا للعوامل أخرى أقرب للمالية لمشكلة اختلاف سعر الوحدات العقارية المتداولة عن قيم العقارات في السوق العقاري والذي يعتمد بشكل كبير على القيمة السوقية للعقار.

3. المشكلة والتساؤلات

على الرغم ما تمر به مهنة التقييم في المملكة من تغير وتقنين وذلك عبر مجهودات هيئة المقيمين السعوديين في المملكة لفرض أسس التقييم الاحترافية والتي تشمل تطبيق معايير التقييم الدولية (IVS) عند اجراء عمليات التقييم ،والتطوير من مستوى المقيمين من خلال المناهج التعليمية وفرض عدد ساعات معين من الخبرة لأجراء عمليات التقييم الا ان طرح تلك العقارات في صناديق العقار المتداولة او تحويلها الى أوراق مالية اوجد تساؤلا لدى الأطراف المعنية عن تلك العمليات و عن مدى تأثير تلك الممارسات على أسعار تلك الأصول وهل للمقيم دور في تحقيق الكفاءة لتلك الصناديق وهل هناك دور لأي تشريعات جديدة مثل نشر تقارير التقييم في تحقيق الكفاءة لتلك الصناديق.

4.فرضيات الدراسة

للوصول الى إجابة للتساؤلات المطروحة في مشكلة الدارسة افترضنا بعض الإجابات وهي كالتالي:

1-ممارسات المقيمين المهنية لديها تأثير فعلي على أسعار تلك الأصول.

2- يمكن للمقيمين تحقيق المزيد من الكفاءة في تسعير تلك الأصول عن طريق تلك الممارسات المهنية.

3. التشريعات الجديدة مثل نشر تقارير التقييم لديها تأثير على قيمة تلك الصناديق.

5-منهجية الدراسة

تم استخدام المعايير التقييم الدولية (IVS) وأيضا المراحل التي تمر بها عملية التقييم وذلك لتوضيح الممارسات المهنية الواجب اتخاذها عند تقييم هذا النوع من الأصول وأيضا على معلومات مباشرة من أبحاث ودراسات سابقة وبعض المراجع خاصة فيما يتعلق الإجابة على السؤال الثاني. كما تم استخدام ورقة استبيان للحصول على معلومات أولية تدعم الفرضة الثالثة.

6-مدخل

من المهم تعريف صناديق العقارات المتداولة قبل ان نطرح أي تساؤلات متعلقة بها وأيضا ان نقوم بتصنيفها لمعرفة أي عوامل تؤثر عليها سواء كانت تختص بالمقيمين او عوامل اقتصادية او مالية أخرى. تعرف *هيئة السوق المالي* صناديق العقار المتداولة على انها صندوق استثمار عقاري مطروح طرحاً عاماً *تُ*تداول وحداته في السوق، ويتمثل هدفه الاستثماري الرئيسي في الاستثمار في عقارات مطورة تطوير ا إنشائيا، قابلة لتحقيق دخال دوريٍ وتدريجيي، وتوزع نسبة محددة من صافي أرباح الصندوق نقدا على مالكي الوحدات في هذا الصندوق خلال فرتة عمله، وذلك بشكل سنوي بحد أدنى (التعليمات الخاصة بصناديق الاستثمار العقارية المتداولة ،2016)

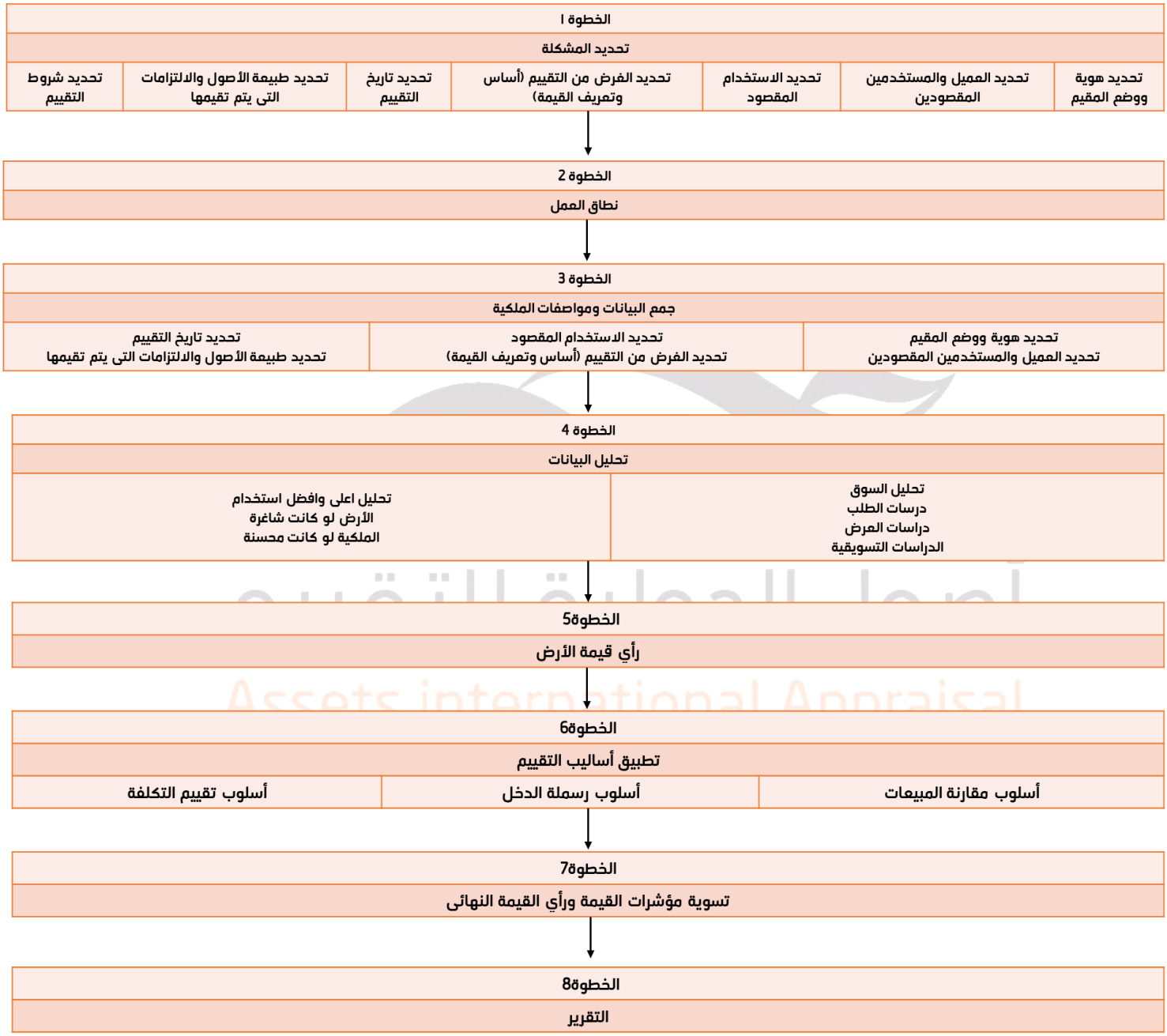
وتعرف لجنة الأوراق المالية الأمريكية (SEC) صناديق العقار المتداولة على انها شركات تمتلك او تشغل عقارات مدرة للدخل. (SEC,2018)

اما فيما يختص تصنيف صناديق العقار المتداولة فهي تصنف كورقة مالية وهي بالتالي من الأصول المالية بعكس العقارات المكونة لها (Underlying Assets) والتي تصنف كأصول حقيقة، وأيضا فان العقارات المكونة لصناديق العقار المتداولة يمكن وصف سوقها بالخاص بعكس الصناديق المتداولة والتي يوصف سوقها بالعام.

وتختلف العوامل المؤثرة على سوق العقار الخاص او السوق الأصول الحقيقة بشكل كبير عنه عن الأسواق المالية او سوق الأصول المالية وهو ما سيتم ذكره بإسهاب في الجزء الثاني.

وللوصل الى تأكيد الافتراض الأول فانة من المهم الاستعانة بمراحل عملية التقييم للمرور على الممارسات التي يقوم بها المقيم للوصل الى تقييم العقارات التي تتكون منها وحدات صناديق العقار المتداولة ويوضح الجدول بالأسفل تلك المراحل.

7-خطوات التقييم



(The Appraisal of real estate,2013).

أصول العالمية للتقييم
Assets international Appraisal

-الخطوة الأولى تعريف مشكلة التقييم

تحديد هوية ووضع المقيم : من المهم هنا ذكر وضع المقيم واذا كان هناك تعارض للمصالح في عملية التقييم وان المقيم مؤهل للقيام بعملية تقييم من هذا النوع خاصة فيما يتعلق بالخبرة ومستوى التأهيل العلمي ،وان التقييم تم عن طريق مقيم خارجي ليس له علاقة بأطراف المصالح المتصل بها التقييم وكما يجب ان يذكر أي نوع من المساعدة قد تلقها من أي شخص مع ذكرة للوصول الى القيمة على سبيل المثال تقديرات القيم الإيجاريه او ومصادر تلك القيم او حتى معدلات الرسملة والخصم المستخدمة وحتى نسب النمو ومصادر تلك المعلومات وأيضا نسب الاعتماد عليها.

تحديد العميل والمستخدمين المقصودين: يجب على المقيم تحديد العميل والذي يكون غالبا في هذه الحالة مجلس أدارة أحد تلك الصناديق ومن المجدي أيضا ذكر وصف لنشاط ذلك الصندوق والقطاع الذي يعمل به وقد يكون المستخدم المقصود احد ملاك تلك العقارات في حال كان الصندوق في مرحلة التفاوض لشراء او الاستحواذ على تلك العقارات.

تحديد الاستخدام المقصود: وهنا يتم تحديد ان الاستخدام المقصود لأغراض صناديق العقار المتداولة وهذا المتطلب له تأثير في استنتاج القيمة المطلوبة فمثلا القيمة المطلوبة في هذه الحلة هي القيمة السوقية وليس قيمة الاستثمار على سبيل المثال وهو أيضا يؤثر على نطاق العمل ومستوى المعلومات والأبحاث الواجب تقديمها فمثلا إذا كان المستخدم أحد الجهات الحكومية ذات اشتراطات معينة مثل مصلحة الزكاة وجب علية ان يقدم المعلومات والأبحاث وأيضا القيمة التي تتلاءم مع متطلباتها وهكذا.

اصول الدولية للتقييم
Assets international Appraisal

تحديد الغرض من التقييم(تعريف أساس القيمة): فيما يتعلق بصناديق العقار المتداولة فان أساس القيمة الأكثر اعتماد هو القيمة السوقية للأصول المكونة للمحفظة العقارية التي تستحوذ عليها تلك الصناديق ، لكن قد ينشئ من عملية الاستحواذ على عقارات معينة قيمة تكاملية تؤهل المحفظة لتحقيق عوائد اعلى من تلك العوائد التي تبنى عليها القيمة السوقية ورغم صعوبة قياس تلك القيمة في اغلب الحالات الا انها على الأقل ممكنة التحقيق خاصة فيما يتعلق بالتحكم في أسعار ايجارات عقارات من شريحة معينة وبشكل كبير مثلا مباني تشكل حصة كبيرة من السوق للمباني الإدارية للفئة A

ومن المهم ذكر انه في حال كون الغرض من التقييم هو اعداد التقارير المالية فان القيمة العادلة هي التي تستخدم كأساس للقيمة وهي المبلغ المقدر لنقل ملكية أحد الاصول او الالتزامات بين

أطراف محددين وراغبين وعلى معرفة بحيث تظهر هذه القيمة مصالح الأطراف المعنية. (معايير التقييم الدولية،2013) وهي عموما تتفق مع القيمة السوقية لكن مع بعض الأفصاحات التي تتعلق بمستوى القيمة وخلافة. وأيضا فان إيجاد قيمة الأجرة السوقية يساعد بشكل أكبر في تحديد القيمة السوقية للعقار خلافا لقيمة التعاقدية التي قد تكون اعلى او اقل من القيمة السوقية.

ومن الجدير بالذكر بان أسس القيمة المذكورة أعلاه ليست حكرا في عمليات تقييم الصناديق العقارية المتداولة فمثلا قد يتم استخدام قيمة الاستبدال في حال إيجاد قيمة التامين الازمة في حالات التعويض او قيمة التصفية سواء قيمة التصفية او التصفية المنظمة او حتى البيع القسري وخاصة عند عدم مقدرة الدخل المتولد من العقارات على استيفاء الالتزامات المالية المترتبة عليها مستقبلا، او عند رغبة هذه الصناديق في التخارج من بعض الأصول او العقارات المكونة للمحفظة. (معايير التقييم الدولية،2017). ومن الهم أيضا ذكر العملة التي تم بها التقييم وخاصة ان بعض من هذه الصناديق تستطيع الاستثمار في أصول أخرى في دول الخليج وبالتالي قد تختلف العملة المستخدمة في التقييم من حالة الى أخرى.

-تحديد تاريخ التقييم: من المهم ان يتم ذكر تاريخ سريان راي القيمة وهو تاريخ محدد او ان يكون ذلك الرأي صالحا في تاريخ محدد فقط وهو مهم جدا لان قوى السوق وعوامل التأثير علية متغيرة دوما ولا اعتقد انه يجب التذكير في ان السوق الاقتصاد السعودي تلك التغيرات ولذلك فان تلك النقطة مهمة جدا، وأيضا ذكر تاريخ اصدار تقرير التقييم الذي عادة يكون بتاريخ لاحق او بنفس تاريخ اصدار التقرير. ونظرا لان صناديق العقار المتداولة يكون لديها محفظة من العقارات فمن المهم ذكر تاريخ سريان راي القيمة لكل عقار على حدة.

أصول الدولية للتقييم
Assets international Appraisal

-تحديد طبيعة الأصول والالتزامات التي يتم تقيمها:

من المهم جدا ذكر طبيعة تلك الأصول العقارية كاستخدامها مثلا والقطاع الذي تتأثر به وأيضا ونسبها ان وجدت حصص المليكة او أي التزامات او أعباء مالية (قروض) عليها وهل التقييم يشمل تلك الالتزامات ام لا وأيضا هل التقييم يشمل أي أصول منقولة تحتويها تلك العقارات ام لا.

ويأتي ذكر الحق في العقار المراد تقييمه في مقدمة الأمور الوجب ذكرها هنا فهل هناك حق ملكية مطلقة او حق ملكية مقيد بشروط او حق منفعة كما هو معمول في الكثير من العقارات التابعة لصناديق العقار المتداولة.

-تحديد شروط التقييم: ويدخل من ضمن تحديد شروط المهمة الافتراضات ولافتراضات الخاصة التي يقوم عليها التقييم وتؤثر في مسار نطاق العمل وأيضا القيمة النهائية وحتى في اختيار أسلوب القيمة والمدخلات التي يحتاجها هذا الأسلوب.

الافتراضات: يجب على المقيم ان يذكر الافتراضات التي بني علها التقييم خاصة القانونية من الاطلاع على أوراق الملكية او الاطلاع فقط على صورها كما يجب ذكر افتراضات التي تتعلق باستخدام المباني وصلاحيتها للاستخدام المفترض او القائم، كما يجب ذكر أي افتراضات مثل سريان عقود الايجار وأيضا عقود المنفعة وصحتها وكذلك ملائة المستأجرين وتأثير تلك الملائمة على توقعات التدفقات النقدية المستقبلية. وأيضا عدم اهمال ما يتعلق بالافتراضات التي تتعلق بسلامة المباني الانشائية او خلوها من أي مواد خطيره او تأثيرها البيئي او خلافة واهليتها لتوليد التدفقات النقدية على مدى التنبؤ بالتدفقات النقدية.

الافتراضات الخاصة: يجب على المقيم ان يقنن أي افتراضات خاصة لصناديق العقار كونها افتراضات غير موجودة في وقت التقييم او لا يمكن تبنيها من مشارك نمطي في السوق وبالتالي قد تؤثر على أساس القيمة وأسلوب القيمة. وقد يكون تقييم بعض العقارات تحت الانشاء (تطوير العقارات التي يحق لصناديق العقار المتداولة الاستثمار بها بما لا يزيد عن 25%) وهنا يفترض ان قيمة العقار تعكس قيمة عند اكتمال الانشاء رغم انه غير مكتمل فعليا وربما الأجدر وضع ما يعكس قيمته حسب مراحل أنشائه وأيضا افتراض ان منحنى الريع (العوائد) لمحفظة العقار تساوي عوائد كل عقار مضروبة في نسبته من المحفظة (حسب نظرية المحافظ) وان وجود العقارات في محفظة واحد لن يؤثر على ريعها في النهاية او أساس القيمة الذي استخدم فيه معدل الريع او العائد.

وأيضا ذكر أي شروط أخرى خاصة فيما يتعلق بالنشر والاستخدام للتقرير.

أصول الدولية للتقييم
Assets International Appraisal

الخطوة 2 نطاق العمل

-نطاق العمل: وهو تحديد عمق ومدى التحليل المطلوبة لعملية التقييم (The Appraisal of real estate,2013).

وأيضا فان نطاق العمل يجب ان يذكر مشكلة التقييم او جميع النقاط السابقة في الخطوة الأولى من علميات التقييم ويجب ابلاغ طالب التقييم بنطاق العمل قبل انتهاء عملية التقييم واحيانا يتم ذكرها في عقد التقييم او عرض السعر قبل الالتزام بعملية التقييم وهو ما يعطي طالب التقييم صورة واضحة عن ما يتوقعه من علمية التقييم والاسس التي سيبنى عليها واذا ما كانت مخرجات التقييم تطابق متطلباته مع عدم اغفال المعايير التي سيتم استخدامها في عملية التقييم وهي في هذه الحالة معايير التقييم الدولية، ورغم ان معايير التقييم الدولية تعطي الحق للمقيم بعدم كتابة نطاق العمل (20,5 معايير التقييم الدولية 2017) الا انه في حالة صناديق العقار المتداولة من المهم ذكرها كون عملية التقييم عملية تتضمن الكثير من الأطراف .

وقد نذكر هنا على سبيل المثال لا الحصر بينات ترد في نطاق العمل:

1-الى أي مدى تم فحص العقار (خارجيا -دون فحص ميداني على سبيل الثمال -فحص دقيق من خلال أخير الخ) التقييم (The Appraisal of real estate,2013).

2-نوع المعلومات المستخدمة وعمقها (مثلا هل هي معلومات ثانوية أي موجودة مسبقا او معلومات أولية تم استنتاجها بناء على أبحاث ومقابلات) التقييم (The Appraisal of real estate,2013).

وقد يكون المهم ذكر درجة موثوقية تلك المعلومات ومصادرها وتأثير تلك المعلومات على المدخلات في عملية التقييم.

أصول الدولية للتقييم
Assets international Appraisal

الخطوة الثالثة تجميع المعلومات ووصف العقار

-بيانات السوق

وهنا يجب على المقيم ان يذكر المؤثرات التي توثر على السوق او القوى الأربع المؤثرة على السوق وتؤدي الى تغير في القيمة او الى تغير في اتجاه السوق سواء بالارتفاع او الانخفاض. وهذه العوامل يكون لها تأثير أكبر خاصة إذا ما عرفنا ان صناديق العقار المتداولة موجودة في سوق عام وبالتالي فان التأثيرات المتوقعة لهذه العوامل وتغيرها خاصة الاقتصادية منها ذات تأثير أكبر وواضح وقد يكون هناك أهمية لبعض تلك العوامل بشكل أكبر من الاخر خاصة العوامل الاقتصادية وعوامل أسواق راس المال والأسواق النقدية. والعوامل الأربعة هي:

1-العوامل الاجتماعية

وتشمل بالتأكيد العوامل الديموغرافية من العمر والدخل وتكوين السكان الى مستوى التعليم وخلافة والملاحظ يرى ان هذه العوامل قد تكون ذات تأثير جوهري على مستويات الأشغار مثلا والايجارات مستقبلا فبالتالي من الأهمية ذكرها والتعرف عليها وخاصة في الوقت الحالي وما يحصل من تغير في التركيبة السكانية للملكة من الهجرة العكسية للأجانب الذين تعتمد إيجارات بعض المباني عليهم وقد تكون مثلا توجهات التعليم مهمة لبعض الصناديق خاصة تلك التي تستثمر في القطاع الصحي او مستوى الانفاق الذي يهم بعض الصناديق التي تستثمر في القطاع الفندقي وهكذا .

أصول الدولية للتقييم
Assets international Appraisal

2-العوامل الاقتصادية

تشمل تلك العوامل نسبة البطالة ومستوى الأسعار (التضخم) درجة التفاؤل في قطاع الاعمال والانفاق الحكومي (السياسة المالية) وأيضا أي تأثيرات في سوق راس المال (أسعار الفائدة -عرض النقود الخ) ويساعد تحليل الدورة الاقتصادية على معرفة العوامل التي تؤثر على السوق العقاري بشكل كبير ومن ثم يمكن التركيز على مستوى اقل من العوامل الاقتصادية أي على مستوى المنطقة ثم المدينة وحتى الحي. ومن الهم عند الحديث عن تلك العوامل ذكر ان بعض العوامل الاقتصادية ذات تأثير أكبر على قيم العقارات في صناديق العقار المتداولة كسعر الفائدة مثلا فهو يؤثر على السوق المالي ككل وسوق الإقراض ومستويات السيولة في القطاعين العقاري الخاص والعام ومن المهم أيضا ذكر بالتحديد مستويات التضخم وتأثيراتها على العوائد لتلك العقارات وأسعار الخصم او الرسملة المستخدمة تقييم العقارات.

3-العوامل الحكومية (التشريعات والأنظمة)

وتشمل أي ضرائب مستقبلية يمكن فرضها على سبيل المثال تؤثر على مستويات الدخل او القيم والتدفقات المتولدة من العقارات وقد تكون هناك أنظمة متوقع صدورها ويمكن ذكرها ويقع تأثيرها على مستويات التدفق النقدي، ومن امثلة الضرائب المطبقة في المملكة ضريبة القيمة المضافة وضرائب الأراضي البيضاء وأيضا يمكن ذكر نظام ايجار وتأثيره على زيادة ثقة المستثمرين في تحصيل أجيراتهم وحفض تكلفة نسب عدم التحصيل المستخدمة لإيجاد التدفقات النقدية للعقارات. ومن جهة أخرى قد تكون تلك عوامل تختص بالتنظيم المحلي كنظام البناء وتغيير الأنظمة مستقبلا وقد تكون تلك النقطة مهمة خاصة في العقارات ذات الاستخدام القطاعي الخاص مثل المدارس او الفنادق وكذلك تزداد أهميتها في حال ما كان المبنى تحت الانشاء.

4-العوامل البيئية

وتشمل العوامل البيئية مثلا التربة ونوعيتها وهل هي صالحة لأنشاء أنواع معينة من المشاريع او ان نوعية معينة من البناء، وقد يكون كذلك قابلية وصلاحية تضاريس المنطقة لتوسع مشروع معين، وقد يكون تحليل العوامل البيئية مهما مثلا عند انشاء او استحواذ صناديق العقار المتداولة على وحدات تصنف على انها صناعية، ويدخل من ضمن ذلك تأثير السيول او الاودية على التربة مستقبلا او على استمرارية المبنى وبالتالي توليد التدفقات النقدية من العقار.

أصول الدولية للتقييم
Assets international Appraisal

-بيانات العقار محل التقييم

ويتم هنا ذكر الخصائص الخاصة بالعقار محل التقييم من ضمن تلك الخصائص:

الخصائص القانونية: وهنا يتم التوصيف القانوني للعقار محل التقييم وخاصة نوع الملكية هل هي ملكية مطلقة او عبارة عن ملكية مقيدة بشروط معينة او عقود منفعة او خلافة. وقد يكون ذكر تواريخ انتهاء تلك العقود مهما ونسب الحصص في الملكية أيضا من الخصائص القانونية المهمة.

-الخصائص الجغرافية: وهنا يتم وصف موقع العقار في المنطقة او الحي وكذلك بعدة عن الخدمات الموجودة او مراكز الجذب في المدينة.

-الخصائص الجيولوجية: يأتي ذكر الخصائص الجيولوجية للعقار كقابلية التربة مثلا لتحمل أي توسعات مستقبلية او قرب العقار من مناطق تجمع السول او الفيضانات مثلا.

الخصائص الفزيائية: وتشمل شكل الأرض المقام عليها المبنى وقد يكون من الجيد ذكر مساحة المبنى الاجمالية (GBA)في مقابل المساحة القبلة للتأجير (GLA)والذي يظهر كفاءة المبنى في توليد الإيجارات وكذلك عدد الوحدات ونوع البناء او التشطيبات داخليا وخارجيا وجودتها والتي تؤثر بشكل كبير على الإيجارات المتولدة من تلك المباني او المعدات الموجودة بداخل المبنى والتي قد تكون متطلبات لمزاولة بعض الأنشطة مثل التعليمية او حتى وجود أنظمة الحريق في المباني الإدارية أيضا او خلافة من أجهزة التكييف.

-بيانات التكاليف والاهلاك والدخل ولنفقات: من المهم الحصول على قائمة الدخل الخاصة بالعقار المراد تقيمه لأنها تبين مستوي الدخل والتكاليف الخاصة بالمبني وخاصة التكاليف التشغيلية التي يكون لها تأثير على مستوى التدفق النقدي المراد خصمة. ومن المهم أيضا ان يتم ترتيب التكاليف التشغيلية الى تكاليف متغيرة وتكاليف ثابتة حيث يصبح من الممكن معرفة تأثير زيادة الاشغار او انخفاضه على التكاليف وكذلك زيادة الإيجارات او انخفاضها ومن امثلة التكاليف الثابتة الضرائب، التأمين والتكاليف المتغيرة التي تشمل الصيانة ومصاريف الإدارة والمصاريف القانونية الأخرى وذكر أي مخصصات قد تكون موجودة للإصلاح او التغيير. وقد توضح قائمة الدخل إذا ما كان على العقار أي أعباء تمويلية وتكاليف تلك الأعباء (الفائدة). ويذكر اذا ما كان العمر الفعال للمبنى اعلى من العمر الافتراضي او ان العقار قادر على تحقيق دخل لمدة أطول من عمرة الافتراضي او إضافة بعض التفصيل في ذكر نوع الاهلاك الخاص بالمبنى فهل هو اهلاك وظيفي او اهلاك مادي ودرجة تأثيره على استمرارية العقار في توليد الخل المطلوب سواء بسبب ارتفاع تكاليف الصيانة او انخفاض الإيجارات وفي بعض الأحيان يتم قياس الاهلاك عن طريق السوق وذلك بمقارنة المبيعات المنفذة في السوق واستنباط التكلفة التي يعطيها السوق للإهلاك وهو ما يجعل مصاريف الإهلاك السنوي اكبر او اقل عنها في حال بناء تكاليف الاهلاك على عمر المبنى الافتراضي ففي بعض الأسواق يكون الاهلاك اسرع خاصة ما يتعلق بالإهلاك المادي (القرب من البحر-سوء الاستخدام بسبب شريحة مستأجرين معينة) . وفي الأسفل جدول يوضح كيف يمكن ضبط التوقعات الخاصة بالتكاليف عن طريق مقارنة التكاليف السابقة ودرجة تباينها عن الفعلية مما يساعد في دقة التوقعات ويزيد من الثقة في القيمة الموجدة للعقار.

أصول الدولية للتقييم
Assets International Appraisal

	المصاريف الفعلية للثلاث سنوات السابقة		المصاريف الفعلية للسنتين السابقتين		المصاريف الفعلية للسنة السابقة		ميزانية السنة الحالية	
	المبلغ	للمتر المربع	المبلغ	للمتر المربع	المبلغ	للمتر المربع	المبلغ	للمتر المربع
المصاريف الثابتة								
ضريبة العقارات								
التأمين								
المصاريف المتغيرة								
الكهرباء								
التسخين								
النظافة								
الرواتب								
الصيانة								
الماء و الصرف								
مصاريف ادارة و قانونية و محاسبية								
مصاريف ادارية								
أخرى								
أجمالى مصاريف التشغيل								

-بيانات العقار المقارنة

وهنا يتم ذكر جميع العوامل التي يمكن ان تساعد في مقارنة العقار محل التقييم باي عقارات من نفس المنطقة وفي بعض الحالات في قطاع معين. ومن امثلة تلك المقارنات بيانات العرض الموجود في المنطقة او الطلب وكذلك الخصائص لتلك العقارات سواء كانت خصائص فيزيائية او جغرافية او بيانات تتعلق بالتكاليف والاهلاك. ويساعد (وان كانت تلك البيانات ليس متوفرة بسهولة) مقارنة الدخل ولتكاليف التشغيلية للمبنى بتكاليف تشغيلية لمباني أخرى وبذلك يمكن ان تتضح تنافسية المبنى وكفائتة فيما يتعلق بالتكاليف والصيانة وأيضا توقع أي تكاليف غير اعتيادية مستقبلا قد تغير من مستوى الدخل ولا يجب اغفال ذكر أي مقترحات مستقبلية قد تغير من استخدام العقارات وتأثر على عملية المقارنة. وبالأسفل جدول يوضح طريقة القيام بتلك المقارنة وان لم تكن دارجة في علميات التقييم.

الخصائص المقارنة						
	العقار المقيم	أ	ب	ج	د	هـ
		شارع رئيسى	شارع داخلى	شارع رابع داخلى	شارع ثالث داخلى	مركز تجاري
سنة التشغيل	الحالية	قبل سنة	قبل سنة	قبل سنة	قبل سنة	قبل سنة
سنة التشييد	قبل ٧ سنوات	قبل ٧ سنوات	قبل ١٨ سنة	قبل ٢٥ سنة	قبل ٢٢ سنة	قبل ٨ سنوات
المساحة القابلة للايجار	٦٠٠٠	٧٥٠٠٠	٤٨٤١١	٥٦٤١١	٥٢٠٠٠	٦٦٠٠٠
مصاريف التشغيل						
المصاريف الثابتة						
ضريبة العقارات						
التأمين						
المصاريف المتغيرة						
الكهرباء						
التسخين						
النظافة						
الرواتب						
الصيانة						
الماء و الصرف						
مصاريف ادارة و قانونية و محاسبية						
مصاريف ادارية						
أخرى						
أجمالى مصاريف التشغيل						

لخطوة الرابعة تحليل البيانات

تحليل السوق:

أ-دراسة الطلب: والطلب يعرف على انه الطلب على نوع معين من العقارات او الخدمة العقارية لنوع معين من شاغلي المساحات العقارية في وقت محدد (market analysis for real estate ,2014) وهو دراسة أيضا لمختلف العوامل الديموغرافية والاقتصادية التي تؤثر على الطلب للعقار وأيضا توقع التأثيرات لتلك العوامل مستقبلا في حال تغيرها فمثلا التغير في التركيبة السكانية مستقبلا بناء على ارقام مصلحة الإحصاء قد يعطي تصورا عن التأثيرات المستقبلية لتغير الاعمار او التركيبة السكانية في قوة الطلب على نوع معين من العقارات وبالطبع فان النمو السكاني يعتبر من اقوى المحركات لزيادة الطلب . ومن المهم أيضا التنبؤ وتقدير مستوى الشواغر بنوعية الشواغر الهيكلية و الشواغر الدورية وهي التي تحصل نتيجة التغير في الدروة الاقتصادية فالأولى تكون موجودة بسبب انتقال البعض الى مباني أخرى تناسب احتاجتهم الطارئة او مناطق أخرى والتالية تكون بسبب الحال الذي يكون علية الدروة الاقتصادية وهل في حالة توسع او انكماش مما يسبب عرض زائد وبالتالي شواغر أكبر. وفي حالة صناديق العقار المتداولة فانة من المهم دراسة تأثير انخفاض أرباح الشركات او انخفاض القوة الشرائية بشكل عام على الطلب وقدرة المستأجرين على الالتزام بدفعاتهم الإيجاريه وفي حال التطوير فان تلك العوامل قد تؤثر على الطلب على الوحدات الجديدة. وأخيرا فان تحليل جدوى الإيجارات وهو القيام بإيجاد العائد المطلوب او صافي الدخل المطلوب (تكلفة المشروع مضروب في العائد المطلوب) وإعادة حسابة بطريقة معاكسة (من اسفل الى اعلى تقديرات التدفق النقدي) يساعد على معرفة مدى تأثير التغيرات في التكاليف على الايجار المطلوب وبالتالي على الطلب ومستواه.

أصول الدولية للتقييم
Assets international Appraisal

-دراسة العرض: من المهم ذكر المخزون من المساحات المتوفرة حاليا في السوق وأيضا المشاريع المستقبلية التي يمكن ام تضيف الى تلك المساحات مستقبلا ومن الهم ذكر مميزات تلك العقارات المنافسة او خصائصها ومدى تأثيرها على المعروض من العقارات. وقد يكون من المفيد ان نقوم بتحليل التكلفة لان تكلفة البناء من المؤثرات الرئيسية على زيادة العرض من العقارات وبالتالي الضغط على أسعار الأجيرات مستقبلا عند ارتفاع العرض خاصة في حال صناديق العقار المتداولة. وأيضا ذكر أي تأثيرات أخرى قد يسبب زيادة العرض على نوع معين من العقارات فعلى سبيل المثال التغير في الدخل يولد طلبا على نوع أصغر من العقارات مما يؤدي الى استجابة المطورين وزيادة العرض مستقبلا على هذا النوع من العقارات او بالعكس وقد يشكل التنبؤ بالعرض في بعض صناديق العقار المتداولة تنبؤ لقطاع معين كالقطاع التعليمي او الفندقي نسب الشواغر السنوية والموسمية

وخلافة التي قد تكون لقطاع معين دون اخر. وقد يكون من الجيد القيام بمى يدعى تحليل جدوى الإيجارات وتأثير أي من التكاليف على العرض من العقارات وخاصة تكاليف البناء.

-الدراسة التسويقية: من الجدير بالذكر ان تحليل العرض والطلب هو نقطة الوصل بين السوق ككل والعقار المراد تقييمه ففي الدراسة التسويقية ويجب ذكر كيفية تأثير عوامل الطلب على العقار المراد تقيمه لا على كل السوق او قطاع معين في السوق كما في تحليل الطلب او العرض. وما تقدير التدفقات النقدية على سبيل المثال للعقار المقيم الا تحويل لتقديرات العرض والطلب بما فيها الشواغر والعوامل الأخرى الى رقم يختص بالعقار المراد تقييمه (market analysis for real estate 2014,). وتقوم الدراسة التسويقية على مبدئ معدل الحصة من دراسة العرض او الطلب الى العقار المقيم فعلى سبيل المثال فاذا وجدنا ان معدل الطلب على وحدات معينة هو 100 وحدة سنويا وكان المبنى به 10 وحدات فأذن العقار سينافس على 10 % من نسبة الطلب الموجود إذا كان ثابتا وهكذا بالنسبة للبنود الأخرى.

-تحليل الاستخدام الأعلى والأفضل:

يعتمد تحليل اعلى وأفضل استخدام على الاختبارات الأربعة إمكانية تنفيذ المشروع واقعيا دون معوقات فيزيائية مثلا شكل الأرض التربة الخ وامكانيتها قانونيا أي انها التخالف الأنظمة المعتمدة للبناء واي أنظمة أخرى ونها قابلة للتحقيق ماليا دون تكلفة إضافية او غير معتادة وأيضا الأكثر الأعلى إنتاجية. وقد يذكر التقرير تحليل اعلى وأفضل استخدام بافتراضين اما افتراض ان الأرض خالية ولايوجد عليها تحسينات او بإضافة تحسينات الى البناء القائم ويتم مناقشة الفرق في القيمة الناتجة عنها وبالطبع فان القيمة الأكبر هي التي تحقق أكبر قدرا من الإنتاجية وقد لا يكون في جميع الأحوال الأعلى استخدما هو الأفضل وذلك نتيجة لتكاليف إضافية تقلل من الدخل الإجمالي للعقار كمثال وبالتالي تصبح الإشارة هنا الى الأفضل استخداما. من الجدير بالذكر ان هذه الخطوة مهمة كون هذا التحليل مطلوب لإنتاج القيمة حسب مبادئ اعداد التقارير المالية الدولية والني تطبقها الشركات السعودية بداية من 2018 ومن ضمنها الشركات المالية وبالتالي صناديق العقار المتداولة وتشير معايير اعداد التقارير المالية الدولية (IFRS)هذا التحليل في المعيار رقم 13 واهمية استخدامها لإيجاد القيمة العادلة والتي تتفق مع لقيمة السوقية حسب معايير التقييم الدولية.

أصول الدولية للتقييم
Assets International Appraisal

الخطوة رقم 5

-راي قيمة الارض

وهنا يتم الوصول الى قيمة الارض وخاصة باستخدام طرق مثل طريقة التنمية وخلافة ولان اغلب تقييمات صناديق العقار المتداولة تنطوي على تقييمات لأراضي محسنة وذلك حسب انظمة هيئة سوق المال حيث تمنع الاستثمار في الاراضي البيضاء فانة لن يتم التحدث بشكل أكبر عنها هنا.

الخطوة رقم 6

تطبيق اساليب التقييم

توجد هناك ثلاث طرق اساليب للوصول الى قيمة أي عقار وهي:

1-اسلوب مقارنة المبيعات

2-اسلوب التكلفة

3-اسلوب الدخل

ولكون أسلوب الدخل هو الأسلوب الاكثر شيوعا واستخداما عند تقييم نوعية العقارات التي تقوم بها صناديق العقار المتداولة في الاستثمار او الاستحواذ عليها ولذلك سيتم التركيز علية هنا دون أغفال اسلوب المبيعات مثلا في تقييم بعض العقارات السكنية او اسلوب التكلفة والذي له دور بارز في تحديد الاهلاك والقيمة الاجمالية للعقارات.

-اسلوب الدخل:

ويعد اسلوب الدخل الافضل لقياس المنفعة المتولدة من العقارات لكونه يقيس الدخل المستقبلي المتولد من تلك العقارات ويقوم بخصمه احسب العائد الذي يتوقعه المشاركين النمطيين في السوق.

وعوما فان طريقة الدخل تعتمد على طريقتين رئيستين وهما:

أصول الدولية للتقييم
Assets International Appraisal

1-الرسملة المباشرة (Direct capitalization)

2-خصم التدفقات النقدية (DCF)

وتعتمد كلتا الطريقتين على تحويل الدخل التشغيلي الى قيمة وهو ما يمكن حسابة بالطريقة التالية:

اجمالي الدخل المتوقع PGI (تقدير الإيجارات مضروبا في عدد الوحدات)

- خسائر الشواغر (عدد الوحدات الغير مشغولة)

=اجمالي الدخل الفعال (EGP)

- خسائر غير المحصل (قد يكون هناك مستأجرين لا يمكن تحصيل الإيجارات منهم لسبب او اخر)
- نفقات التشغيل (تشمل جميع التكاليف المتغيرة والثابتة المشار اليها بالأعلى)

=صافي الدخل التشغيلي (NOI)

ويعتبر صافي الدخل التشغيلي مؤشر مهم لقدرة العقار على توليد التدفقات النقدية كونه يعطي مؤشر على الممكن الحصول علية او توزيعه قبل تكاليف التمويل (الفائدة) او الضرائب ان وجدت.

أصول الدولية للتقييم
Assets International Appraisal

-معدل الفائدة او الخصم:

يتم تحديد معدل الفائدة او الخصم عادة باشتقاقه من السوق وذلك بمقارنة العقار محل التقييم بعقارات مشابه من حيث التكلفة والمصاريف وايضا الدخل (الجدول لهذ الطريقة ي المقارنة موجود بالأعلى) ومن ثم استخلاص معدل الخصم المناسب او الرسملة المناسب وجردت العادة ان الارقام المشتقة من السوق هي عبارة عن معدل رسملة مما يعني انها تحتوي على سعر الخصم المناسب " d"بالإضافة الى معدل النمو حسب المعادلة بالأسفل "g" فبتالي يمكن استخدام ذلك المعدل في طريقة الرسملة بشكل مباشر لإيجاد القيمة .

NOI /Cap rate (r-g)

ومن الجدير بالذكر بان طريقة الرسملة قد تهمل مثلا وجود انخفاض او ارتفاع في الدخل التشغيلي مستقبلا وتستخدم فقط معامل الرسملة مباشرة من السوق دون تعديل علية وهي ايضا تحتسب العائد على راس المال وعائد راس المال في خطوة واحدة دون تفريق بينهما وهي ايضا تفترض استمرار التدفقات لصافي الدخل التشغيلي للأبد وهو ما قد لا يكون واقعيا في بعض الاحيان وهي ايضا لا تعكس القيمة الزمنية للنقود.

2-التدفقات النقدية المخصومة (DCF)

وهي الطريقة الاكثر استخداما عند تقييم العقارات الاستثمارية لكونها تعتمد على مبادئ القيمة الزمنية للنقود او القيمة الحالية للتدفقات النقدية. ويتم استخدام معدل الخصم "D" لخصم التدفقات النقدية NOI وكذلك يمكن تغيير مستوى النمو "و" ليعكس لنمو في تلك التدفقات النقدية سواء بالانخفاض او الازدياد وهو ما يعكس ايضا ما يمنكن ان يحدث في السوق العقاري واقعيا . ويمكن ايضا في نفس النموذج تغيير التكاليف حسب تقدم العقار في العمر. ومن الجدير بالذكر ان اغلب النماذج التي تستخدم التدفقات النقدية المخصومة تستخدم ما بين 5 الى 10 سنوات كحد اقصى عند خصم التدفقات النقدية ومن ثم ايجاد القيمة التخارجيه (Terminal Value)وذلك عن طريق معادلة الرسملة ومن ثم ايجاد القيمة الحالة لتلك القيمة ليتم جمعها مع مجموع التدفقات النقدية المخصومة لتوجد ما يدعى اجمالي القيمة الحالية GPV

ومن المهم معرفة ان تلك القيمة التخارجيه يمكن ايجادها اما عن طريق:

1- توقع سعر العقار في نهاية فترة التدفقات النقدية.
2- توقع سعر العقار عن طريق مبيعات مشابه للعقار من فترات سابقة.
3- 3-عن طريق معادلة الرسملة وذلك بخم النمو من معدل الخصم في حال كان هناك نمو او الجمع بينهما في خال كان هناك انخفاض في صافي الدخل التشغيلي.

وقد يقوم المقيم بإدخال تحليل للسناريو المتوقع لتلك التدفقات من خلال تحليل التدفقات الأكثر تفاؤلا والافل تفاؤلا والأكثر احتمالا وهو ما يعطي اوزان احتمالية لتلك التدفقات ويعطي لمعامل المخاطرة المزيد من التأثير لتوقع القيمة .

اصول الدولية للتقييم
Assets international Appraisal

ومن الجدير بالذكر ان ايجاد قيمة **عقود المنفعة** يتم باستخدام هذه الطريقة وذلك بإيجاد الفارق ما بين العقدين (العقد مع المالك التدفق النقدي الخارج، والعقد مع المستأجرين من الدرجة الثانية التدفق النقدي الداخل) ومن ثم خصم تلك التدفقات بمعامل خصم يكون عادة اعلى من معامل خصم العقود للمستأجرين من الدرجة الاولى لتعكس درجة المخاطرة المتضمنة لتلك العقود. وقد يكون من الجيد ايضا ذكر ان هناك طرق اخرى لتقييم تلك العقود تقوم على عقود الخيار الحقيقة باستخدام أحد النماذج الرياضية كنموذج بلاك شولز او عن طريق التحليل الثنائي.

الخطوة رقم 7

-تسوية مؤشرات القيمة والراي النهائي

وقد تكون هذه الخطوة مهمة جدا في حال قام المقيم باستخدام اسلوبين مختلفين والاحتياج الى تسوية بينهما او وضع نسبة لكل اسلوب مما يدل على قرب القيمة للراي النهائية للقيمة وقد تكون التسوية في نطاق الاسلوب الواحد بمعنى استبعاد أحد المقارنات مثلا او استبعاد طريقة الرسملة واستخدام خصم التدفقات النقدية. وقد لا يذكر المقيم صراحة انه استخدم اسلوب اخر لأجاد القيمة الا انه قد يستخدم ذلك الاسلوب للتأكد من القيمة النهائية.

اصول الدولية للتقييم
Assets international Appraisal

الخطوة 8

-تقرير التقييم

وبالطبع فان هذه الخطوة هي الخلاصة لجميع العمليات التي مررنا بها، وينبغي ان تذكر جميع المحددات التي ذكرت سابقا في تقرير التقييم كتابة مع ذكر مصادر المعلومات مثلا ومدى دقتها او حتى درجة الاعتماد عليها. مع ذكر التعريفات للمصطلحات المستخدمة وخاصة اساس القيمة والاساليب التي تم استخدامها لإيجاد القيمة. مع عدم اغفال ذكر تواريخ التقرير او نفاذ القيمة او حتى في بعض الحالات تواريخ المعلومات المستمدة من السوق لتلافي أي اشكال قد ينتج عن تغيرها وخاصة إذا كانت عملية التقييم طويلة. وقد يكون ذكر، والتأكيد على ان التقييم قد تم حسب معايير

التقييم الدوليةIVS من اهم النقاط وذلك لمعرفة منهجية وطريقة اعداد التقرير وخاصة في حال وجود مراجعين.

عند تطبيق خطوات التقييم السابقة فان النتيجة هي بلا شك تحسين الممارسة المهنية التي تأثر على قيم تلك الأصول ويمكننا رؤية ذلك من خلال العوامل السابقة واختيارها ودرجة تطبيقها وتأثيره على قيم العقارات (الأصول المقيمة) وبالتالي رفع كفاءة التقييم. ويمكن ان نذكر بالتحديد تطبيق المعايير التقييم الدولية كأفضل الممارسات التي ترفع من كفاءة التقييم. رغم انه في اغلب الحالات فان المقيم قد لا يستطيع ان يقوم بتطبيق التحليلات السابقة خاصة فيما يتعلق بعمق المعلومات والاستقصاء اما بسبب التكلفة او الوقت او حتى المجهود الغير الازم أحيانا في إيجاد القيمة والتأثير عليها. وبنهاية هذا الجزء نكون قد أثبتنا الافتراضين الاولين.

أصول الدولية للتقييم
Assets international Appraisal

الجزء الثاني

-الجزء المالي:

قد يدور جدل كبير في كون وحدات صناديق العقار المتداولة تقيم بأعلى من قيمتها او ان سعر طرحها قد يختلف عن السعر للأصول المكونة لها. والحقيقة ان هناك الكثير من الدراسة قد تناولت هذا الجانب بالكثير من البحث ومن المهم ذكر بعض من تلك الأراء والأسباب وحتى الاختلافات في طرق التقييم بين الجانبين.

-عند النظر في طريقة التقييم المستخدمة في القطاع المالي لتقييم وحدات الصناديق العقار المتداولة فان التقييم المستخدم يمكن ان يكون اما عن طريقة:

1-خصم التدفقات النقدية المستقبلية عن طريق نموذج DCF وهنا يستخدم العائد المخصوم لهذه الصناديق لإيجاد سعر الصناديق.

2-عن طريق المكررات او multiplesمثل العائد للسعر ومن ثم ايجاد القيمة لتلك الصناديق.

4- او عن طريق احتساب صافي قيمة الاصول NAVويتم عن طريق تحديد للسعر التقييم المستخدم على مستوى العقارات او سوق العقار الخاص والذي عادة ما يكون تقديرا للقيمة ويمكن احتساب صافي قيمة الأصول او بالطريقة التالية:

إيجاد قيمة العقارات المكونة للصندوق وهي القيمة عن طريق التقييم ومن ثم:

قيمة عقارات صناديق العقار المتداولة (يضاف لها أي نقد موجود لدى الصندوق) -الالتزامات (القروض)/عدد الوحدات = السعر للوحدة

وبمستخدم NAV على نطاق واسع للإشارة الى كون تلك الصناديق مسعرة بأعلى من قيمتها (علاوة) على NAVاواقل من قيمتها (خصم) على NAV.

ومن المهم الاشارة الى اختلاف مستوى الدخل الذي يتم فيه خصم التدفقات النقدية في صناديق العقار المتداولة عنه في السوق العقاري الخاص ويمكن ايضاح ذلك بالجدول التالي:

أصول الدولية للتقييم
Assets International Appraisal

Cash Flows and Asset Valuation in the Private Property and Public REIT Markets

Private Property Market	Public REIT Market
Annual Cash Flows from Operations	*Annual Cash Flows from Operations*
Effective Gross Income (EGI) - Operating Expenses (OEs) **= Net Operating Income (NOI)** - Capital Improvement Expenditures (CI) **= Property-Before-Tax Cash Flow (PBTCF)** - Debt Service (DS) **= Equity-Before-Tax Cash Flow (EBTCF)**	Effective Gross Income (EGI) - Operating Expenses (OEs) **= Net Operating Income (NOI)** - Corporate Overhead (G&A Expenses) **= EBITDA** (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization) - Interest **= Funds from Operations (FFO)** - Adjustment for Straight-Lining Rents - Amortization of Mortgage Debt - Capital Improvement Expenditures (CI) **= Adjusted Funds from Operations (AFFO)**
Valuation	*Valuation*
$\text{Asset Value} = \frac{\text{NOI}}{\text{Cap Rate}}$	Share Price = (AFFO/share)*(P/AFFO Multiple) Share Price = (NAV/share)*(Prem. to NAV)

(Real estate investment trust, chapter 23, MIT course)

وكما يلاحظ من الجزء الخاص بتقييم العقارات في السوق الخاص فان مستوى التدفق النقدي الذي يستخدم لتقييم العقار هو مستوى صافي الدخل التشغيلي بينما التقييم الذي يتم على صناديق العقار المتداولة يستخدم تدفقات مختلفة من اهمها:

(FFO) التدفق النقدي من التشغيل وهو صافي الدخل التشغيلي الناتج من العقار مخصوما منة نفقات تشغيل ادارة الصندوق وايضا اضافة الاهلاك والاطفاء كون الاهلاك يشكل جزء كبير من مصاريف الاصول الثابتة كالعقار لكنة لا يخفض فعليا التدفق النقدي لأنه من المصاريف غير النقدية وتخصم ايضا تكاليف التمويل لتصل الى التدفق النقدي من التشغيل. وكل ذلك مردة الى ان الدخل في القوائم المالية لا يعكس فعليا التدفق النقدي للملاك ولا يعكس ما يمكن توزيعه عليهم كون تلك القوائم مبنية على مبادئ محاسبية عوضا عن التدفق النقدي ولذلك من الممكن ان تقوم تلك الصناديق بتوزيع نقدي أكبر من دخلها.

ويجد ايضا مستوى اخر من التدفقات النقدية يستعمل عند تقييم تلك الصناديق وهو (AFFO)وهو صافي التدفقات التشغيلية المعدل ويستخدم بداية FFOمعدلا للقسط الثابت للإيجارات والاطفاء للقرض (الرهن) واخيرا المصاريف الرأسمالية.

أصول الدولية للتقييم
Assets International Appraisal

ومن ثم يمكن استخدام AFFOاو FFO كمرر ربح يمكنك من ايجاد قيمة وحدات الصناديق العقار المتداولة.

وباختصار فانة يمكن ان ينظر لصافي الدخل التشغيلي NOI كمقياس على مستوى سوق العقار الخاص بينما FFO او AFFO كمقياس على مستوى الشركة او الصندوق المكون للعقارات.

وعند النظر العلاوات او الخصم التي توجد في السوق على سعر صافي قيمة الاصول NAV ففي العادة ترجع تلك العلاوات الى عدة أسباب منها:

1-التذبذب الأكبر لصناديق العقار المتداولة مقارنة بالعقارات المكونة لها في السوق العقاري الخاص. وهنا مؤشر صناديق العقار المتداولة مع الانحراف المعياري في قيم المؤشر ويظهر مؤشر التذبذب لفترة 20 يوم في الأسفل وعند محاولة مقارنة ذلك بأسعار العقار في السوق الحقيقي باستخدام الرقم القياسي لأسعار العقار تتضح مشكلة كون ذلك المؤشر متأخرا وليقدم تغيرا مستمرا يوميا على سبيل المثال بل هو قياس لتغير الأسعار في شهور معينة ويعتمد بشكل أكبر على أسعار التبادل (Transaction). وبالطبع فان تفسيرات ذلك التذبذب عديدة لكن أهمها هو القروض او الاستدانة (نسبة الرافعة المالية). مع التوضيح ان جميع العوامل التي سنذكرها لاحقا تضيف الى تذبذب صناديق العقار المتداولة وبالتالي الى علاوة او خصم اسعار صناديق العقار المتداولة عن صافي قيمة الأصول NAV

السنة	الربع الأول	الربع الثانى	الربع الثالث	الربع الرابع	المتوسط السنوي
Year	Qtr.1	Qtr.2	Qtr.3	Qtr.4	Annual average
General index					الرقم القياسى العام
٢٠١٥	٩٩٫٢	٩٨٫١	٩٦٫٤	٩٥٫٨	٩٧٫٤
٢٠١٦	٩٤٫٨	٩٢٫٩	٩٠٫٧	٨٧٫٥	٩١٫٥
٢٠١٧	٨٥٫٥	٨٤٫٩	٨٤٫٩	٨٤٫٦	٨٥٫٠

(الهيئة العامة للحصاء , 2018)

ولعلة من المفيد ذكر ان هناك أنواع من المؤشرات تبني على أسعار التقييم او الأسعار المنفذة للعقارات في سوق العقار الخاص وربما يكون مؤشر وزارة العدل أحد هذه المؤشرات رغم مايشوبة من نقاط ضعف واحتياجه الى تعديلات قبل استخدامه كمؤشر موثوق.

2-المؤشرات المبنية على التقييم تكون متأخرة في الاستجابة للمتغيرات التي يمر بها الاقتصاد وأيضا المؤشرات المبنية على أسعار التقييم قد تكون متأثرة بالتسوية لكونها عبارة عن متوسطات لأسعار العقارات المنفذة (Appraiser behavior and appraisal smoothing,2002) بينما أسعار صناديق العقار المتداولة قد تكون مؤشرا متقدما لاتجاه أسعار العقار في السوق الخاص مستقبلا. وعند النظر مثلا لأحد الأسواق المتقدمة حيث يمكن الحصول على بعض المؤشرات التي تعتمد على أسعار التقييم المقدمة للمؤسسات المالية وصناديق التقاعد كمؤشر, NCREIF Property Index (NPI) وأسعار صناديق العقار المتداولة وأيضا العلاوة او الخصم على أسعار تلك الصناديق ومن ثم ملاحظتها على الرسم البياني بالأسفل تقدم أسعار صناديق العقار المتداولة في التنبؤ باتجاه أسعار العقار في السوق الخاص والتي تبنى على التقييمات .

(Real estate working for you,2017)

ويبين هذا الرسم العلاوة او الخصم الموجود على أسعار صافي قيمة الأصول ويلاحظ ان هناك فترات اتسمت بوجود علاوات كبيرة وأخرى بوجود خصم كبير وخاصة في أوقات التقلبات الاقتصادية: :

(Greenstreet advisor , 2018)

3-اختلاف العائد المطلوب في السوق العام عنة في السوق الخاص (departure from NAV in REIT pricing .2002)

ويمكن تلخيص اختلاف العائد المطلوب في السوقين لعدة عوامل منها:

- درجة مخاطر القطاع (التعليمي-الفندقية الخ)
- الرافعة المالية (القروض)
- طريقة التداول وتبادل الأصول في السوق العام عنة في السوق الخاص.
- اختلاف السيولة في القطاعين
- هيكل الملكية المختلف في السوق العام والسوق الخاص.

وبالطبع فان اختلاف العائد المطلوب قد يكون مردة الى القطاع الذي تعمل به صناديق العقار المتداولة فمثلا العائد المطلوب لعقار استخدامه تعليمي لا يمكن ان يكون بنفس العائد المطلوب لعقار يستخدم استخدام فندقي لاختلاف درجة المخاطر والمؤثرات التي تؤثر على كل قطاع وقد يكون استخدام احد النماذج المالية مثل CAPM او build up مهما للوصول الى العائد المطلوب من هذه العقارات المتخصصة فيمكن إضافة علاوة للمخاطر القطاع إضافة الى مخاطر القطاع العقاري للوصول الى العائد المطلوب .

ومن جهة أخرى فان القروض لها تأثير اكبر على درجة المخاطر التي يتحملها المستثمر رغم انها تساعد على رفع العائد على الملكية ، فكلما زادت نسبة القروض اصبحه المخاطرة اكبر واصبح الاقتراب من التعثر في حال حدوث أي تغيرات في مستوى التدفقات النقدية او التكاليف (المدخلات ككل) اكبر ويصبح التغير في أسعار الفائدة هنا ذو تأثير اكبر على العوائد المطلوبة كونه يرفع من تكلفة الاقتراض خاصة في حال كان القرض عائما وهو ما يضيف درجة أخرى من المخاطر يقوم بتسعيرها السوق اما بالخصم او العلاوة على صافي قيمة الأصول NAV لصناديق العقار المتداولة ، ولعل هذا السبب قد يكون تفسيرا للتذبذب الذي قد يصاحب أسعار صناديق العقار المتداولة في السوق ، خاصة اذا ما عرفنا ان نظام تلك الصناديق يعطيها الحق في الاقتراض بنسبة 50% من اجمالي أصول الصندوق وهو ما يقوم السوق العام بتسعيرة واضافة خصم او علاوة لصافي قيمة الأصول NAV للوصول الى سعر تلك الوحدات . ومن المهم ملاحظة ان السوق العقاري في المملكة يعتمد بشكل كبير على التمويل الذاتي او التمويل عن طريق الملكية ولذلك قد يكون السوق حساسا لتسعير القروض او مخاطر القروض على العقارات في حال تنفيذها ومن المرجح ان السوق يقوم بتسعير ذلك الخيار ومردودة على العائد المطلوب دون ان يقوم الصندوق بالاقتراض فعليا وهذا يضيف أيضا الى تذبذب أسعار تلك الوحدات .

اما عن السيولة فهي تأتي من ضمن اهم الاعتبارات عند تفسير الاختلاف في تسعير الصناديق عن صافي القيمة للأصول ، فالسوق العقاري الخاص كما هو معروف اقل سيولة وذلك بسبب حجم العقارات وراس المال الضخم المطلوب للاستثمار فيها بعكس صناديق العقار المتداولة التي لا يتطلب الاستثمار فيها تلك الالتزامات الكبيرة ، وطبعا فان أسعار الفائدة هنا أيضا تلعب دورا كبيرا لكونها تعمل كعامل مهم لتفضيلات المستثمرين للاحتفاظ بالسيولة فهي تحدد تكلفة الفرصة البديلة للمستثمرين فكلما كان سعر الفائدة اعلى اصبح الاحتفاظ بالسيولة اكثر تكلفة ومن المهم معرفة ان الأسواق قد تسعر اما بعلاوة او خصم حسب الدورة الاقتصادية والتي تتبعها أسعار الفائدة في العادة .

أصول الدولية للتقييم
Assets international Appraisal

اما هيكل المليكة فهو مختلف بشكل كبير في القطاعين الخاص والعام حيث ان الكثير من ملاك وحدات صناديق العقار المتداولة عبارة عن مؤسسات مالية بعكس العقارات في السوق الخاص التي مجمل ملاكها عبارة عن مستثمرين افراد وبالطبع فان هيكل التكلفة والاهداف الاستثمارية والمقدرة التنافسية (خاصة عندما نتحدث عن الحصول على قروض) يختلف ما بين الاثنين بشكل كبير. وعند النظر الى النظر الى العوائد المطلوبة مرة اخرى فأننا نرى بوضوح ان المالكين لصناديق العقار المتداولة ليست لديهم نفس درجة التحكم التي يتمتع بها مثلا المالك للعقار في السوق الخاص وخاصة انعكاس ذلك التحكم على درجة التدفق النقدي فالمالك للعقار في السوق الخاص يستطيع ان يمارس حقة برفع الايجارات او حفضها وكذلك تقليل المصاريف مثلا او الاعتراض على أحد المستأجرين او اخلائهم وهي حقوق ليست لمالكي الوحدات في صناديق العاقر المتداولة وبالطبع فان تلك الحقوق لها علاوة او فقدانها يكون له خصم يحدده السوق.

4-اختلاف مصادر النمو، حيث ان النمو في الدخل لنفس العقار يتم في العادة على نفس مستوى الاصول او العقار بينما النمو في مستوى صناديق العقار المتداولة يتم عن طريق نفس مستوى الاصول بالإضافة الى مقدرة الادارة على الاستحواذ على عقارت جديدة، وهو ما يقوم السوق بتسعيره وأضافته كالعلاوة او خصم لسعر صناديق العقار المتداولة عن صافي قيمة الأصول.

(Departure from NAV in REIT pricing ,2002)

وهو ما يمكن ان يرد سببه الى التغير في اسواق راس المال او الاقتراض بالإضافة الى الحالة التي تكون فيها الدورة الاقتصادية للعقار فبمرور الاقتصاد بحالة تباطؤ يصبح من الصعب الحصول على قروض او تمويل عن طريق الملكية بأسعار تنافسية مما ينعكس سلبا على مقدرة اسعار الصندوق على التوسع وبالتالي ينعكس ذلك سلبا على اسعار صناديق العقار المتداولة بخصم على سعر قيمة صافي الاصول وهو الحال عندما يكون هناك دورة تضييق للسياسة النقدية برفع اسعار الفائدة القصيرة مما يجعل الحصول على قرض منخفض التكلفة امرا اصعب وفي النهاية تصبح تكلفة راس المال اعلى والقيام بعمليات توسع غير مجدية .

ويمكن رؤية تأثير النمو بوضوح على القيمة (المتمثلة ب "و") في طريقة خصم التدفقات النقدية حيث ان انخفاض النمو يشير الى انخفاض التدفقات النقدية المتمثلة ب DIV في المعادلة بالأسفل او الرسملة المباشرة حيث ان "و" والتي تشير الى النمو المتوقع في دخل الصندوق تكون عاملا في تغيير

أصول الدولية للتقييم
Assets International Appraisal

معامل الرسملة المستخدم سواء في القيمة النهائية (Terminal Value)او معامل الخصم المستخدم في خصم التدفقات النقدية مما يؤثر على القيمة النهائية للعقار وبالتالي صافي قيمة الاصول NAV

$$E = \frac{DIV_1}{1+r} + \frac{DIV_2}{(1+r)^2} + \frac{DIV_3}{(1+r)^3} + \dots$$

$$E = \frac{DIV_1}{r - g^*}$$

5-اختلاف هيكل الإدارة في السوق الخاص عنة في السوق العام، مقارنة صناديق العقار المتداولة بالسوق العقاري الخاص نجد ان هناك المزيد من طبقات الادارة التي تضاف الى أدراه العقار مما يعني ان هناك المزيد من التكاليف الادارية التي ترتبط بصناديق العقار المتداولة عنها في السوق العقاري الخاص، فمثلا توجد هناك مصاريف متعلقة بالطرح العام، مصاريف الحفظ، مصاريف الإدارة، عدا عن مصاريف متفرقة وان كانت صغيرة تتعلق بالمهنيين امثال المحامين المقيمين المحاسبين ترتبط باي اصدار لصناديق العقار المتداولة. وبالطبع فان تلك المصاريف تقلل من التدفق النقدي من تلك العقارات وبالتالي على قيمة تلك الصناديق في النهاية.

أصول الدولية للتقييم
Assets International Appraisal

6-صناديق العقار المتداولة أقرب في تسعيرها للصناديق المغلقة حيث انه في الكثير من الأحيان يكون سعر الوحدة في تلك الصناديق مختلفا عن مجموع السعر لكل أصل من اصول تلك الصناديق وهو ما يعيدنا الى استخدام صافي قيمة الاصول NAV والذي تستخدمه تلك الصناديق ايضا أي ان بعض تلك الصناديق لدية خصم على NAVاو علاوة. وهي ظاهرة تم دراستها بشكل كبير ويمكن تفسيرها بنفس الاسباب التي تجعل اسعار صناديق العقار المتداولة مختلفة في سعرها عن قيم العقارات المكونة لها، عند النظر الى تلك الصناديق المقفلة فانة يمكن ملاحظة مثلا ان تلك الصناديق لها ادارة مختلفة عن كل إدارة كل شركة يتكون منها الصندوق وبالتالي لها تكلفة مختلفة ونفس الامر ينطبق على التمويل فتلك الصناديق لها هيكل تمويلي يضاف الى هيكل تمويل تلك الاسهم الموجودة في المحفظة وبالتالي لديها مستوى مخاطر مختلفة عدا عن كونه تسعير تلك الصناديق يتم في نهاية اليوم مثلا او في وقت محدد (يوم عمل معين)بينما الاسهم المكونة لها تتداول وتتغير اسعراها بشكل يومي .

الجزء الثالث:

للإجابة على التساؤل الاخير للبحث عن مدى تأثير التشريعات الجديدة على قيمة صناديق العقار المتداولة حاولنا قياس ذلك التأثير عن طريق استبانة تم ارسالها الكرتونيا الى المستهدفين بالاستبيان، تم اختصار الاسئلة في نقاط محددة واختصارها بسبع اسئلة نظرا لضيق الوقت وعدم اعتماد البحث على تلك الاسئلة بشكل كامل كما نرجو ملاحظة انه تم ارسالها الى أكثر من 400 مستدف لكن عدد الاستجابات لم بتعدى 56 استجابة او بنسبة 14% من مجمل المستهدفين، وتوزعت اسالة الاستبانة كالتالي:

1- فيما يختص بصناديق العقار المتداولة هل انت؟

مقيم عقارى

مستثمر

لدي تطلع للاستثمار فى تلك الصناديق

غير مهتم

- السؤال يهدف الى تصنيف العينة محل الدراسة

2-**اذا كنت مستثمرا فى صناديق العقار المتداولة -هل لديك اصول اخرى بالإضافة الى صناديق العقار المتداولة المحفظة تحتوي على (الاسهم-السندات و الخ)**

نعم

لا

- السؤال يهدف الى قياس درجة الخبرة فى التداول ودرجة التعرض لمخاطر لقطاع معين فقط.

3-هل تعتقد ان اسعار صناديق العقار المتداولة مبالغ فيها ؟

نعم

لا

- السؤال يهدف الى معرفة هل اسعار صناديق العقار المتداولة مرتفعة فى نظر العينة.
-

4-**إذا كان جواب السؤال السابق بنعم فلماذا برأيك هي مبالغ فيها؟**

مبالغة المقيمين العقاريين فى تقدير قيمة العقارات السوقية
مبالغة المقيمين العقاريين فى تقدير قيمة العقارات العادلة
الوضع الاقتصادي
اختلاف العوامل التى تؤثر على الاسواق المالية عنة فى الاسواق الخاصة كالسوق العقاري

- هذا السؤال يهدف الى تحديد السبب للسؤال السابق.

5-هل تعتقد انه يجب ان تفرض المزيد من التشريعات على صناديق العقارات المتداولة خاصة فيما يتعلق بالإفصاح ونشر المعلومات؟

نعم
لا

- هذا السؤال يهدف الى الاجابة بشكل مباشر على سؤال البحث.

6-تم إلزام صناديق العقار المتداولة مؤخرا بنشر تقارير التقييم للعقارات التى تكون تلك الصناديق -هل اطلعت على تلك التقارير؟

نعم
لا

- هذا السؤال يهدف الى الاجابة بشكل مباشر على سؤال البحث.

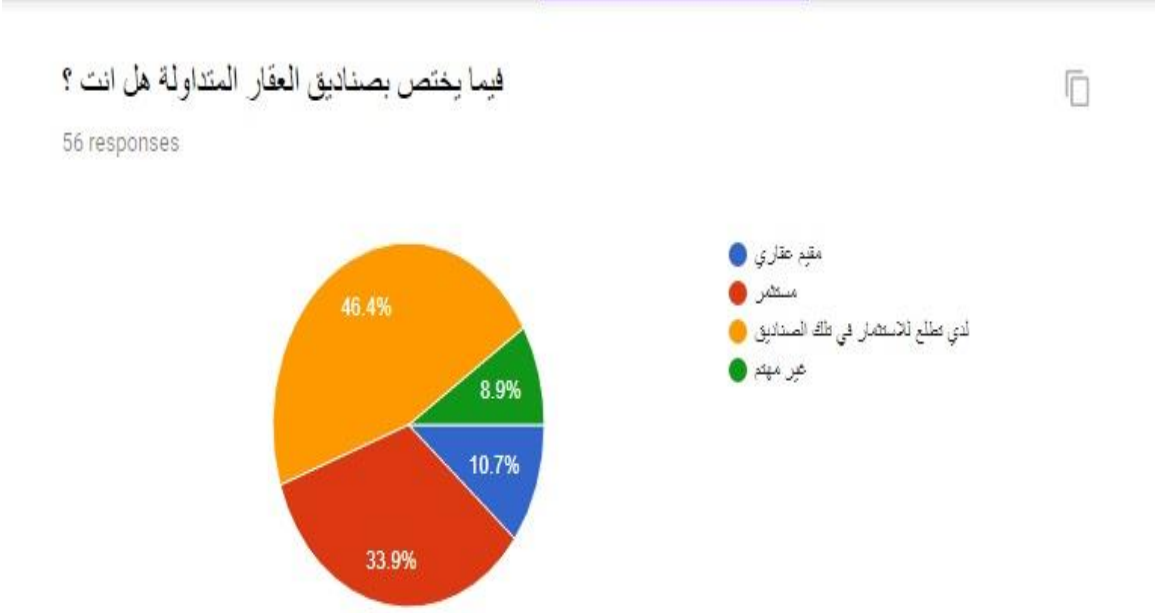
7-**إذا كان الجواب بنعم على السؤال السابق فهل اثرت المعلومات والتقييمات الواردة فى تلك التقارير على قراراك الاستثماري سواء بشراء تلك الوحدات او عدمه؟**

نعم
لا

- هذا السؤال يهدف الى الاجابة بشكل مباشر على سؤال البحث.
-

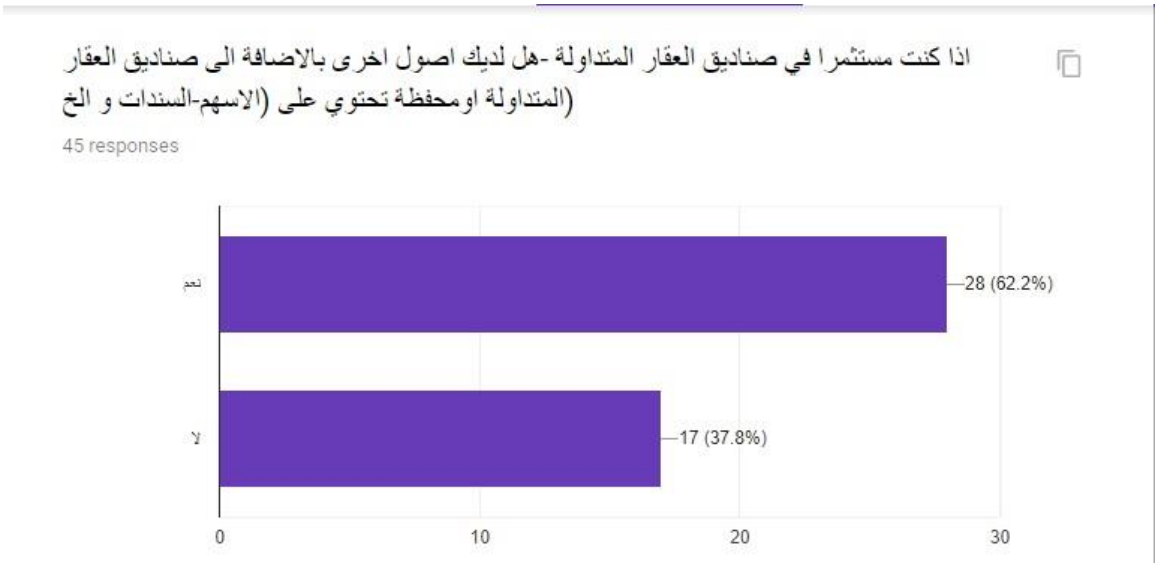
وتوزعت اجابات على النحو التالي:

السؤال الاول



أصول الدولية للتقييم

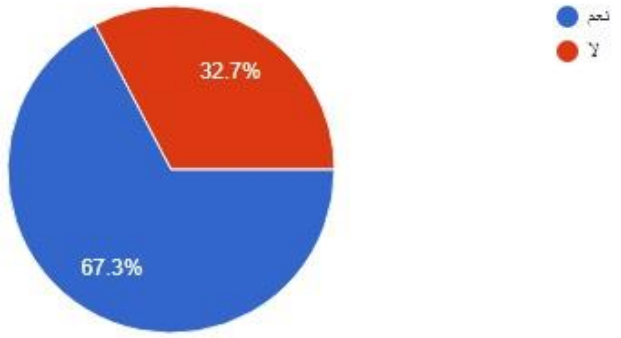
السؤال الثاني



السؤال الثالث

هل تعتقد ان اسعار صناديق العقار المتداولة مبالغ فيها ؟

55 responses



السؤال الرابع:

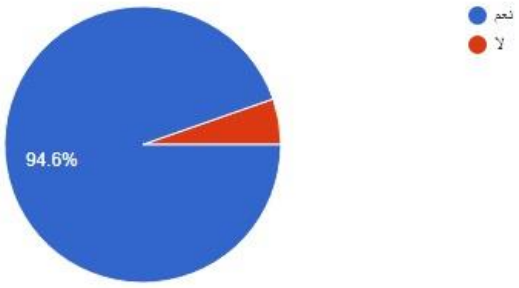
اذا كان جواب السؤال السابق بنعم فلماذا برايك هي مبالغ فيها ؟

40 responses

السؤال الخامس

هل تعتقد انة يجب ان تفرض المزيد من التشريعات على صناديق العقارات المتداولة خاصة فيما يتعلق بالافصاح ونشر المعلومات ؟

56 responses

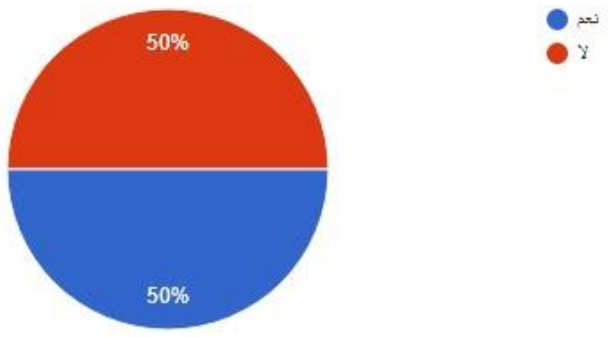


أصول الدولية للتقييم

السؤال السادس

تم الزام صناديق العقار المتداولة مؤخرا بنشر تقارير التقييم للعقارات التي تكون تلك الصناديق -هل اطلعت على تلك التقارير ؟

54 responses



السؤال السابع

تحليل البيانات:

1-43% من العينة ليست لديها استثمارات في صناديق العقار المتداولة انما لديها تطلعات الى ذلك وهي نسبة كبيرة تقارب النصف مما يعني ان تلك الصناديق مازالت غير جاذبة لقطعات كبير من المستثمرين او الراغبين في الدخول في تلك لصناديق وإذا اضفت غير المهتمين كونهم غير مستثمرين ايضا تصبح النسبة أكبر.

2-عند النظر الى شريحة المقيمين فنسبة 83% منهم يعتقدون بان اسعار تلك لصناديق مبالغ فيها و60% منهم أجابوا بان تقييمات صناديق العقار المتداولة مبالغ فيها بسبب المبالغ في تقدير قيمتها السوقية بينما اشار 20% الى القيمة العادلة و20 % اختلاف العوامل المؤثرة في القطاعين وذلك يدل على ان المقيمين لديهم اراء مختلفة للقيم السوقية لتلك العقارات المكونة للصناديق وانهم يرو انه تم المبالغة في تقييمها لسبب او اخر. بينما شريحة المستثمرين انقسمت عند أجابتها على ذلك السؤال ف 50% جاوبت بنعم و50% بلا مما يدل على ان هناك انقسام في تفكير وفي طريقة حساب قيم تلك الصناديق ما بين الاثنين المقيمين والمستثمرين (على اقل تقدير نظرتهم للمخاطر) اما عن تفسيرهم

أصول الدولية للتقييم
Assets International Appraisal

لسبب تلك القيمة المبالغ فيها ف 30% من المستثمرين ان ذلك مردة للقيمة العادلة و50% للقيمة العادلة بينما 20% اجابة بانة الوضع الاقتصادي والواضح من الاجابات ان المستثمرين لا ينظرون لتلك الصناديق كورقة مالية انما كعقارات في السوق الخاص وذلك لتجاهل جميع الردود للخيار الأخير وايضا عدم وجود تفريق كبير بين انواع القيم .

3-فيما يختص بسؤال الحاجة الى تشريعات جديدة فان الغالبية الساحقة 94% دعت الى ذلك وهذا يدل على ان هناك تطلع وحاجة الى مزيد من تلك التشريعات المقننة لتلك الصناديق او هكذا تعتقد العينة والملفت ان جميع من جواب بلا على المبالغة في أسعار الوحدات المتداولة ايضا جاوب بعدم الحاجة لمزيد من التشريعات مما يوضح ان التشريعات مرتبطة بجانب السعر أكثر منها لأي جوانب تنظيمه اخرى في نظر الكثيرين او بمعنى اخر الحاجة لتلك التشريعات حسب اجابتهم ترتبط بتسعير تلك الصناديق.

4-ويبين السؤال السادس مدى اهتمام العينة بمتابعة نشرات الاصدار المرافقة لأطلاق صناديق العقار المتداولة واللافت جدا ان جميع فئة المستثمرين جاوبت بلا، أي انها لم تطلع على تلك التقارير، بينما كانت النسبة للذين يتطلعون للاستثمار واطلعوا على تلك التقارير 53% وقد تكون تلك التقارير سببا في استثمارهم من عدمه في تلك الصناديق وهو ما سيجاوب علية السؤال التالي.

5-لبحث تأثير نشر التقارير فان التطلع الى شريحة المستثمرين بمكن ان يعطي فكرة عن تأثير تلك التقارير على تصرفات المستثمرين ف 40% من المستثمرين لم تغير تلك التقارير من قرارتهم الاستثمارية بينما 60% اثرت على قراراتهم ويظهر ان تأثير نشر تلك التقارير يمكن ان يكون جيدا على المستثمرين حيث انهم يأخذون بتلك التقارير عند اتخاذ قرارهم الاستثمارية اما عن المتطلعين للاستثمار او المستثمرين المستقبليين فان 40% لديهم قناعة بعدم جدوى تلك الصناديق وبالتالي اكدت لهم تلك التقارير ان استثمارهم في الصناديق غير مجدي ولذلك أجابوا بلا واما الذين كانت لديم قرار بالاستثمار في تلك الصناديق لكنهم لم يقدمو على ذلك بعد قراءتهم للتقارير فبلغ 60% ويتضح يتضح ان نشر تلك التقارير قد يكون له تأثير على الاقدام على الاستثمار من عدمه . وبذلك نصل لأثبات الفرضية الاخيرة من البحث وتأكيدها بتأثير تلك القرارات على المستثمرين.

أصول الدولية للتقييم
Assets International Appraisal

المراجع

مراجع باللغة العربية

–معايير التقييم الدولية، مجلس معايير التقييم الدولية ,2013 .

-المعيار الدولي للتقرير المالي 13 "قياس القيمة العادلة" 2014,مؤسسة المعايير الدولية للتقارير المالية.

- التعليمات الخاصة بصناديق الاستثمار العقارية المتداولة ,2016 هيئة سوق المال

-الهيئة العالمة للإحصاء مؤشر أسعار العقارات 2017

المراجع الأجنبية

-American institute of appraisals, The Appraisal of real estate ,2013,14th edition.

-International valuation standers, international valuation council ,2011.

--International valuation standers, international valuation council ,2013.

--International valuation standers, international valuation council ,2017.

-security exchange committee ,2018.

- Real estate investment trust, chapter 23 Massachusetts Institute of Technology

-Appraiser behavior and appraisal smoothing,2002

- Departure from NAV in REIT pricing .2002

- Greenstreet advisor, 2018

-Real estate working for you,2017

- market analysis for real estate ,2014

أصول للتقييم العقاري Assets International Appraisal