

ورقة رأي صادرة عن مجلس معايير التقييم الدولية

سد الفجوة: استكشاف التباين بين أسواق

العقارات العامة والخاصة

يوليو 2025

تقييم
TAOËEM
الهيئة السعودية للمقيمين المعتمدين
Saudi Authority of Accredited Valuers

MIND
THE
GAP

IVSC

صادرة عن مجلس معايير التقييم الدولية

هيئة مراجعة المعايير

مجموعة عمل تابعة لمجلس معايير التقييم الدولية

المملكة المتحدة	ألكسندر أرونسون
الولايات المتحدة	تيم ديل
الولايات المتحدة	سوزان دوروس
المملكة المتحدة	بيكي جوجان
دبي	سريفيديا جوبال
ألمانيا	ديرك هينينج (الرئيس)
أستراليا	كيم هيلدبراندت
أستراليا	إيان جيدلين
فرنسا	أوليفير بيرونيث
كندا	دارين سوليفان

يُصدر مجلس معايير التقييم الدولية ("المجلس") من حين لآخر أوراق رأي تركز على موضوعات التقييم والقضايا الناشئة ذات الصلة، وتخدم أوراق الرأي المذكورة أغراضًا مُتعددة، منها: تحفيز النقاش حول الموضوعات المتعلقة بمعايير التقييم الدولية ("المعايير")؛ وتقديم معلوماتٍ سياقية بشأن الموضوع المطروح من منظور جهة وضع المعايير؛ ودعم مجتمع التقييم في تطبيق المعايير من خلال توفير الإرشادات ودراسات الحالة ذات الصلة. أوراق الرأي هذه مُكتملة للمعايير وليست بديلاً عنها ولا تُلغ أحكامها، وتبقى مسؤولية الإلمام بالمعايير وتطبيقها على عاتق المُقيِّمين عند تنفيذ عمليات التقييم. تُعبر الآراء ووجهات النظر المطروحة في هذه الورقة عن وجهات نظر المؤلفين والمساهمين فحسب، ولا تُعبر بالضرورة عن توجهات المجلس أو أعضاء لجنة صياغة المعايير أو المؤسسات التي ينتمون إليها.

سد الفجوة: استكشاف التباين بين أسواق العقارات العامة والخاصة

تمهيد: تهيئة المشهد العام

لطالما شكّل التباين في القيم بين الأسواق العامة والخاصة موضوعاً متكرراً ومحوراً للنقاش المستمر، وتتفاقم هذه الإشكالية عادةً في فترات الأزمات أو التقلبات الحادة. ويُعد سوق العقارات¹ مثالاً معاصراً بارزاً على هذه الظاهرة، إذ يواجه قطاع الأصول العقارية المكتنبة تحدياً تحدياتٍ مُضاعفةٍ تتمثل في ارتفاع تكلفة رأس المال وصعوبات التأجير الناتجة عن تبعات جائحة كوفيد-19.

سلّطت العديد من المقالات الإعلامية في عددٍ من الولايات القضائية الضوء على المخاوف الناجمة عن التباين في القيمة بين أسواق الأصول العقارية العامة والخاصة، ويؤمن المجلس بأهمية تركيز جميع الأطراف ذات العلاقة على دراسة هذه الظاهرة بعناية.

ومن جانب آخر، قد يؤدي ارتفاع مستوى عدم اليقين في القياس خلال فترات التقلبات الحادة أو غير المستقرة إلى ردود أفعالٍ مبالغ فيها تجاه الأخبار الإيجابية أو السلبية الجديدة في الأسواق العامة، بينما تتسم استجابة الأسواق الخاصة بالبطء النسبي، خصوصاً في ظل قلة المعاملات المماثلة، ويرى المجلس أن المجال مفتوح لإدخال تحسيناتٍ، سواءً في تفسير عمليات التقييم أو الحوكمة التي تستند إليها، لتعزيز مستوى الشفافية.

تركز هذه الورقة على الفجوة بين الأصول العامة والخاصة في قطاع العقارات، ويُعزى ذلك جزئياً إلى الأهمية الكبيرة لهذا القطاع، بوصفه أحد أهم فئات الأصول عالمياً، حيث قُدّرت قيمته الإجمالية بنحو 380 تريليون دولار أمريكي بنهاية 2022² ونظراً لأهمية هذا الموضوع

1 يُقصد بالأصول العقارية العامة في هذه الورقة صناديق الاستثمار العقاري أو الشركات العاملة في العقارات المدرجة في البورصات العامة، أما الأصول العقارية الخاصة فيُقصد بها الأصول العقارية غير العامة التي يُمكن تداولها من خلال مُختلف هياكل الملكية المباشرة أو غير المباشرة.

2 القيمة الإجمالية لقطاع العقارات عالمياً: لا يزال قطاع العقارات أكبر مخزن للثروات على مستوى العالم، وفقاً لتقرير سافيلز.

ومع ذلك، وجّه عدد من المحللين والجهات التنظيمية انتقادات حادة إلى أسواق الأصول العقارية العامة والخاصة، ومقدمي خدمات التقييم التابعين لها، وذلك فيما يتعلق بمنهجية "التقييم حسب أوضاع السوق" للأصول العقارية الأساسية.

وتأثيره الكبير على مجموعة متنوعة من الأطراف ذات العلاقة، ومنهم المستثمرون وصناع السياسات، يحرص المجلس على إصدار سلسلة من أوراق الرأي التي تتناول الموضوعات التالية:

الانتقادات المتعلقة بأدوات الاستثمار العقاري العامة تبلغ ذروتها عندما يظهر تباين كبير بين سعر السهم المدرج وصافي قيمة الأصول المحسوبة بناءً على عمليات تقييم الأصول العقارية الأساسية، وقد عبّرت بعض الأطراف ذات العلاقة عن قلقها من عدم تطبيق خصومات مماثلة لتلك التي تُعتمد في تقييمات العقارات العامة (والخاصة أحياناً).

■ **الورقة الأولى:** سد الفجوة: استكشاف التباين بين أسواق العقارات العامة والخاصة

■ **الورقة الثانية:** حوكمة التقييم وتنظيمه: هل يتطلع المستثمرون والأطراف ذات العلاقة والجهات التنظيمية في الأسواق الخاصة إلى مزيدٍ من الشفافية في التقييم؟

والجدير بالذكر أن صافي قيمة الأصول لا تُعد مقياساً مالياً معيارياً في بعض الولايات القضائية، حيث تعتمد الإدارات في بعض المناطق مقاييس مختلفة لتقدير صافي القيمة في إفصاحاتها المالية، مما قد يسهم في حدوث تباين في التقييمات.

تهدف سلسلة أوراق الرأي إجمالاً إلى تعزيز الوعي بالموضوع وفهمه، وإثراء النقاشات والحوارات المطروحة بخصوصه، وإتاحة الفرصة أمام جميع الأطراف ذات العلاقة لتقديم آرائهم وتعقيباتهم، ويُسترشد بهذه الآراء والتعقيبات في توجيه عمليات وضع معايير التقييم المُستقبلية.

وقد تؤدي هذه الظواهر إلى تصاعد مستويات الشك، مما يُفوّض الثقة في التقييمات، بل ويثير في بعض الحالات جدلاً واسعاً في السوق. فمتى تحدث هذه التباينات؟ وما أسبابها؟

ويرى المجلس أن هذه الأهداف تتسجم مع رسالته العامة والمتتمثلة في: (1) "بناء الثقة في التقييم" (2) "الارتقاء بجودة ممارسات التقييم وتعزيز مصداقيتها على مستوى العالم"، (3) "خدمة المصلحة العامة".

ما الموضوعات المطروحة؟ وما مدى أهميتها؟

هياكل الاستثمار العقاري العامة، مثل صناديق الاستثمار العقاري، وسيلةٌ مُمكن للمستثمرين الأفراد من إمكانية الوصول إلى فئة أصولٍ لم يكن بوسعهم الوصول إليها فيما مضى، وتتميز هذه الأوراق المالية غالباً بمستوى سيولة أعلى مقارنةً بالأصول العقارية الأساسية، كما تسمح بالتنوع عبر مختلف الفئات الفرعية (مثل المكاتب وقطاع التجزئة، والوحدات السكنية وما إلى ذلك) والمناطق الجغرافية، وتتمتع بعض الأدوات بامتيازات ضريبية، مثل الإعفاء من الضرائب على مستوى الجهة.

شهدت الآونة الأخيرة اهتماماً متنامياً بالقضايا المتعلقة بتخصيص رأس مال الأصول الخاصة عبر أسواقٍ مُتعددة وقد قدمت تعليقات الجهات المُشاركة في السوق، مثل إدارة الاستثمارات في البنك النرويجي³ واي اف إم إنفستورز⁴، رؤيةً تُوضّح التوجّه السائد حالياً في الاستثمار في الأصول العامة والخاصة.

3 إدارة الاستثمارات في البنك النرويجي، "استراتيجية الاستثمار لصندوق المعاشات التقاعدية الحكومي العالمي - الأسهم غير مدرجة"، 28 نوفمبر 2023

4 صحيفة أستراليا إن ريفيو، "اختبار تقييم الأسواق الخاصة في انتظار صناديق التقاعد"، 8 نوفمبر 2022

وفيما يلي بعض الأمثلة على الفروقات في الخصائص بين النوعين، والتي قد تؤثر على اختلافات تحركات القيمة:

ما طبيعة المصلحة المأخوذة بعين الاعتبار؟

رغم أن أدوات الاستثمار العقاري العامة والخاصة تُصنّف ضمن فئة الأصول نفسها، فإن لكلٍ منها خصائص تميزها عن الأخرى، فضلاً عن اختلاف المشاركين النموذجيين في السوق الذين يستهدفون أدوات الاستثمار العقاري العامة والخاصة، مما قد يؤدي إلى استخدام افتراضات مختلفة عند تقدير القيمة.



الخصائص	الأصل العام	الأصل الخاص
الأصول المتداولة / المشمولة بالمعاملة	حصة جزئية (سهم)	عادةً ما تكون ملكية كاملة أو حصة كبيرة في الأصل
المشارك في السوق (نموذجي)	مستثمرون أفراد إلى رأس مال مؤسسي	مؤسسات أو مالكو رؤوس أموال كبيرة
السيطرة	منخفضة إلى معدومة	عالية إلى كاملة
فترة الاحتفاظ بالأصل	قصيرة	طويلة
توجهات المستثمر	إيجابية	سلبية
السيولة	عالية	منخفضة
أولوية الإدارة للأهداف قصيرة الأجل	عالي	منخفض
مستوى تواصل المستثمرين مع الإدارة	منخفض	مرتفع
مستوى توفر المعلومات لكل أصل على حدة	منخفض	مرتفع
متطلبات الشركات والمتطلبات التنظيمية	كثيرة	بسيطة

وقد يُطبق المُشاركون في السوق خصمًا على الحصّة المُسيطرة بسبب غياب السيطرة (ويُطلق عليها عادةً خصومات عدم وجود السيطرة)، وعلى النقيض، وكما هو الحال مع فئات الأصول الأخرى، قد يُيدي المشاركون في السوق الذين يتداولون الأصول العقارية استعدادًا لدفع علاوة نظير امتلاك حصّة مسيطرة (يُشار إليها عادةً بلفظ "علاوة السيطرة")، نظرًا لما توفره من منافع اقتصادية لمالك الأصل، ويحدث ذلك عادةً من خلال المساهمة في اتخاذ القرارات التشغيلية أو الاستراتيجية أو السيطرة عليها بالكامل.

في الواقع، تشير الملاحظات الميدانية إلى أن أدوات الاستثمار العقاري الخاصة غالبًا ما تستقطب المستثمرين الكبار الذين يسعون إلى امتلاك حصص مسيطرة أو كبيرة، والمشاركة في الحوكمة، والحصول على معلومات تفصيلية، إلى جانب إمكانية تحقيق أوجه تكامل استثماري معينة. وفي المقابل، قد لا يُيدي هؤلاء المستثمرون اهتمامًا بالعقارات العامة، تبعًا لاستراتيجيتهم الاستثمارية، مما يُسلط الضوء على الفروقات المُحتملة بين المُشاركين في السوق (أي المُشترين والبائعين) الذين يستهدفون الأصول العقارية العامة والخاصة.

يُعد النظر في طبيعة المصلحة المتداولة (أو وحدة الحساب) لكلٍ من أسواق الاستثمار العقاري العامة والخاصة أمرًا بالغ الأهمية، وقد تناول المعيار رقم (103) "أساليب التقييم" هذا الاختلاف، حيث ينص على إمكانية إجراء تعديلات تأخذ في الاعتبار الفروقات بين الأصل محل التقييم والمعاملات الإرشادية أو الأوراق المالية المتداولة علنًا. وتُعرف هذه التعديلات بالخصومات أو العلاوات و" تُطبق لتعكس الفروقات بين المقارنات والأصل محل التقييم فيما يتعلق بالقدرة على اتخاذ القرارات وإجراء التعديلات الممكنة نتيجة ممارسة السيطرة.⁵

يجب أيضًا مراعاة تأثير الرافعة المالية، حيث توجد أدوات استثمارية شديدة التعقيد والهيكلية في كلٍ من الأسواق الخاصة والعامة وقد تتفاوت مستويات الرافعة المالية لكلٍ منها، وقد يؤثر ذلك على المستثمرين في كلا السوقين من جوانبٍ عديدة، مثل درجة المخاطر أو العوائد أو السيولة أو مواعيد التدفقات النقدية أو عمليات الاسترداد.

ينظر مُحللو السوق في كثيرٍ من الأحيان إلى الأصول العقارية باعتبارها تنتمي إلى فئة واحدة، ولكنها تختلف عن بعضها من حيث خصائصها.



يجب تجنب التعميم عند الإشارة إلى الأصول العقارية؛ فليست جميع العقارات متماثلة من حيث الخصائص.

ينظر محللو السوق في كثير من الأحيان إلى الأصول العقارية بوصفها تنتمي إلى فئة واحدة، ويفترضون أنه إذا طُبِّق تخفيض بنسبة (20%) على تقييم إحدى المحافظ، فيجب أن تخضع المحافظ الأخرى لتخفيضٍ مماثل.

بصرف النظر عن دوافع المشاركين في السوق، تختلف هذه الأصول من حيث خصائصها، رغم أنها جميعاً تُصنّف ضمن فئة العقارات، وتُسهم هذه الاختلافات بدورها في إحداث تأثيراتٍ جوهريةٍ فيما يتعلق بالمخاطر، ومن ثم القيمة.

قد تكون مواصفات الحصة المتداولة، والتي يُشار إليها غالباً بلفظ "وحدة الحساب"، سبباً جوهرياً للتباين بين قيم الأصول العقارية العامة والخاصة، وغالباً ما يتجلى هذا التباين على هيئة علاوة⁶ في سعر السهم يدفعها المشارك في السوق للاستحواذ على أصل عقاري عام وتحويله إلى أصل خاص، وقد يُعزى ذلك إلى أسبابٍ عديدةٍ، منها اختلاف استراتيجية الاستثمار والإطار الزمني وأسلوب التقييم والافتراضات التي يعتمدها المستثمرون في الأصول العقارية العامة والخاصة.

عادةً ما يكون المشترون المؤسسون للأصول العقارية الخاصة من المستثمرين ذوي الخبرة الذين يتمتعون بتوجهات استثمارية طويلة الأجل، وغالباً ما يكونون مستعدين للاستثمار في مختلف دورات السوق. وعلى النقيض، قد تتأثر أسعار أسهم صناديق الاستثمار العقاري في السوق العامة بشكلٍ كبيرٍ بتداولات المساهمين الأقلية وإعادة موازنة المحافظ وتوجهات الاستثمارات قصيرة الأجل، فضلاً عن وجهات نظر المستثمرين الشخصية، لذا من الضروري فهم خصائص الاستثمار والاعتبارات ذات الصلة بالمشاركين في السوق عند تقييم الأصول العقارية العامة والخاصة.

التباين بين عمليات التقييم لا يعني بالضرورة عدم دقتها، بل يُعد دلالةً على تباين البيانات الواقعية والافتراضات ومستوى الوصول إلى المعلومات بين الأسواق العامة والخاصة.

غير متطابقتين افتراضًا في غير محله. وعلى نفس المنوال، رغم التشابه الظاهري بين محفظتين من الأصول، إلا أن بعض العوامل الأساسية التي تؤثر في الطلب على كل منهما قد تختلف اختلافًا جذريًا،

غالبًا ما تؤدي الفروقات بين محفظتين من الأصول العقارية إلى وجود أسباب وجيهة لتباين الأداء بينهما، لذا قد تشهد محفظة أصول عقارية خاصة تغيرات حادة في القيمة مقارنةً بمحفظة عامة، وذلك خلال فترات زمنية مختلفة. فعلى سبيل المثال، لا سبيل للمقارنة بين المكاتب من الدرجة الممتازة والمكاتب من الدرجة الثانية، كما تختلف العقارات الصناعية في ألمانيا عن العقارات الصناعية في المملكة المتحدة، وهكذا.

كما هو الحال عند تقييم أي أصل، يُعد التعريف الواضح والوصف الدقيق لذلك الأصل والحصة محل التقييم أمرًا بالغ الأهمية، وذلك وفقًا للمعيار رقم (101) بعنوان "نطاق العمل" والذي ينص على ما يلي: "يجب أن يُحدد نطاق العمل ما يلي: الأصل (الأصول) أو الالتزام (الالتزامات) محل التقييم ويجب تحديدها بوضوح."⁷

قد يتأثر تقييم الأصول العقارية بعدة عوامل، منها ما يتعلق بفئات الأصول الفرعية (مثل تصنيفها ضمن قطاعات التجزئة والصناعة والمكاتب والسكن والترفيهية والسياحة والرعاية الصحية والخدمات الاجتماعية والزراعة وغيرها) وعوامل أخرى مثل: اختلاف المواقع وتفاوت معدلات نمو الإيجارات ومعايير التصنيف واختلاف سمات المستأجرين ومعدلات الشغور وخصائص عقود الإيجار ومعدلات العرض والطلب وإمكانات التطوير واعتبارات أعلى وأفضل استخدام، إلى جانب عوامل أخرى.

وعليه، فإن الافتراض بضرورة وجود ارتباط شبه تام في تحركات القيمة بين محفظتي أصول عقارية (عامة أو خاصة)

تكمن أهمية تاريخ التقييم في كونه مجرد نقطة زمنية عابرة في رحلة الاستثمار

قد تكون العناوين الإعلامية مضللة في بعض الأحيان، فعلى سبيل المثال، نُشر مؤخرًا مقال بعنوان: “بيع برجين مكتبيين بخصوماتٍ تتجاوز 20%”

لكن المحتوى أوضح أن التخفيض بنسبة (20%) كان نسبيًا مقارنةً بأعلى قيمة مُقدرة سابقًا في ديسمبر 2021، بينما كان سعر البيع المُعلن مؤخرًا متوافقًا مع آخر تقييم للأصول أُجري في ديسمبر 2023.

وفقًا لدليل مصطلحات معايير التقييم الدولية، يُعرّف تاريخ التقييم بأنه: “النقطة الزمنية التي ينطبق عليها التقييم”. ويشكّل هذا التاريخ أساسًا جوهريًا لأي عملية تقييم، وهو منفصل عن مخاطر الاستثمار (أو تقلبات القيمة) التي تحدث خلال فترة الاحتفاظ بالأصل.

من الأمور المهمة في المعيار رقم 102 أن “تاريخ التقييم يؤثر كذلك على المعلومات والبيانات التي يأخذها المُقيّم في الحساب عند إجراء التقييم. وينبغي أن يدرك المُقيّم أن معظم أسس القيمة تحول دون النظر في معلومات أو توجهات السوق ما لم تكن معروفة للمشاركين أو لا يمكنهم معرفتها مع بذل العناية الواجبة المعقولة في تاريخ القياس أو التقييم.”⁸

لذلك، تأخذ مخاطر الاستثمار في الاعتبار احتمال ارتفاع أو انخفاض قيمة الاستثمار خلال فترة الاحتفاظ بالأصل، في حين أن تقييم الأصل يهدف فقط إلى تمثيل قيمته في نقطة زمنية محددة تُعرف بتاريخ التقييم. لا يهدف التقييم إلى تمثيل قيمة الأصل في أي وقت آخر، كما لا يهدف إلى الإشارة إلى ما قد تكون عليه قيمة الأصل في المستقبل.

عند تقييم أي أصل عقاري أساسي، من المرجح أن تختلف قيمته باختلاف تاريخ تقييمه، وقد تكون التغيرات كبيرة خاصة خلال فترات التقلب أو عدم الاستقرار، لذا، فإن الوعي بتاريخ التقييم أمر بالغ الأهمية عند استخدام أي بيانات تقييم، نظرًا لأن تقارير تقييم الأصول العقارية لا تُحدث عادةً بنفس وتيرة تداول المستثمرين للأسهم.

يجب الحفاظ دائمًا على توازن التقييم ووتيرته خلال فترة الاحتفاظ بالأصل، مع مراعاة الحقائق والأوضاع ذات الصلة بما يلي:

- المتطلبات التنظيمية؛
- الأصول الأساسية؛
- الكيان الحامل للأصول؛
- السوق نفسه..

التقييمات المتكررة (عندما لا تكون ذات جودة كافية) لا تستلزم بالضرورة تحقيق نتائج حوكمة أفضل، كما ينبغي لأي جهة تكلف مُقيّمًا أن تضع نصب عينها الموازنة بين التكلفة، ومستوى جودة التقييم، ومدى تكراره.

ومن ثمّ، ينبغي لأي استثمار في العقارات العامة أو الخاصة يعتمد على التقييمات، سواء لإعلام المستثمرين أو لتحديد أسعار الوحدات، أن يأخذ بعين الاعتبار بعناية مدى كفاية تواتر التقييمات لضمان تقييم الأصول الأساسية على فترات متقاربة بما يكفي لتوفير معلومات مفيدة للمشاركين في السوق في التوقيتات المطلوبة. وبالمثل، عندما يقارن المشاركون في السوق أو المحللون بين أسواق العقارات العامة والخاصة، ينبغي أن يكونوا على دراية خاصة بحساسية التوقيت المرتبطة بمؤشرات التقييم والتسعير في كلٍ منهما.

تباين المعلومات عاملٌ آخر يُسهم في
الفجوة بين أسواق العقارات العامة
والخاصة، وقد يشكل مصدرًا إضافيًا
لزيادة التقلبات في السوق العامة

أهمية أساس القيمة: ليست كل أدلة المعاملات متساوية بالضرورة، كما أن دوافع المشاركين في السوق قد تختلف.

ليست كل أدلة المعاملات متساوية، فأسس التقييم المختلفة قد تؤدي إلى نتائج متفاوتة جوهريًا

تقييم أي أصل وفقًا لمعايير التقييم الدولية يستند إلى "أساس القيمة"، ويُذكر هذا المفهوم ضمن المعيار رقم 101 "نطاق العمل"، ويُفصل في المعيار رقم 102 "أسس القيمة"، ويُؤخذ بعين الاعتبار في المعيار رقم 103 "أساليب التقييم"، كما يُعد مطلوبًا بموجب المعيار رقم 106 "التوثيق وإعداد التقارير". فعلى سبيل المثال،

يُعرّف "أساس (أو أسس) القيمة" في معجم المصطلحات الخاص بالمعايير الدولية للتقييم بأنه: "الافتراضات الأساسية التي تُبنى عليها القيم المُبلّغ عنها أو التي سَتبنى عليها". ويُوضح المعيار رقم 102 "أسس القيمة" هذا المفهوم بقوله: "يصف الفرضية أو المتطلبات الأساسية التي سَتبنى عليها القيم المُبلّغ عنها. ومن الضروري أن يكون أساس (أو أسس) القيمة مناسبًا لشروط التقييم واستخدامه المقصود، حيث أن أساس القيمة قد يؤثر أو يميل على المُقيّم اختيار الأساليب والمدخلات والافتراضات والقيمة النهائية."⁹

حتى وإن تصرف كل طرف "عن علم، وبصيرة، وبمحض إرادته".

وعلى النقيض، تستهدف "قيمة التصفية" المبلغ الذي سيُحصَل عند بيع أصل أو مجموعة من الأصول من خلال عملية تصفية، حيث يكون "البائع مُلزَمًا بالبيع في تاريخ محدد"، وتُصنف فترة التسويق على أنها إما "منظمة" أو "إجبارية".

تُصبح هذه الفروق ذات أهمية بالغة في سياق التباين بين تقييم الأصول العقارية العامة والخاصة؛ ففي أسواق العقارات الخاصة، غالبًا ما تكون شروط البيع واضحة (أو يمكن الكشف عنها)، مما يمكّن المُقيّم من اختيار الأدلة التي تتماشى مع أساس قيمة معين. أما في المقابل، فإن المعاملات في أسواق العقارات العامة تتسم في العادة بقدر من الغموض، وغالبًا ما تكون ظروف ودوافع أطراف المعاملة غير معروفة.

فعلى سبيل المثال، تشمل أسس القيمة المعرّفة ضمن معايير التقييم الدولية كلاً من القيمة السوقية¹⁰، وقيمة الاستثمار¹¹، وقيمة التصفية¹²، وتختلف هذه الأسس عن بعضها بفروقات دقيقة لكنها مهمة. ومن الجوهري أن تُحدّد أسس القيمة نوع الأدلة المقارنة المُستخدمة في مهمة التقييم، كما أن اختلاف أسس التقييم غالبًا ما يؤدي إلى نتائج تقييم مختلفة.

تنطوي القيمة السوقية على "صفقة عادلة" بين "مشتري راغب وبائع راغب"، بعد تسويق مناسب،

9 المعيار رقم 102، القسم 10، الفقرة 1 (إصدار 2025).

10 المعيار رقم 102، الملحق (أ) الفقرة 10 (إصدار 2025)

11 المعيار رقم 102، الملحق (أ) الفقرة 40 (الإصدار 2025)

12 المعيار رقم 102، الملحق (أ) الفقرة 60 (إصدار 2025)

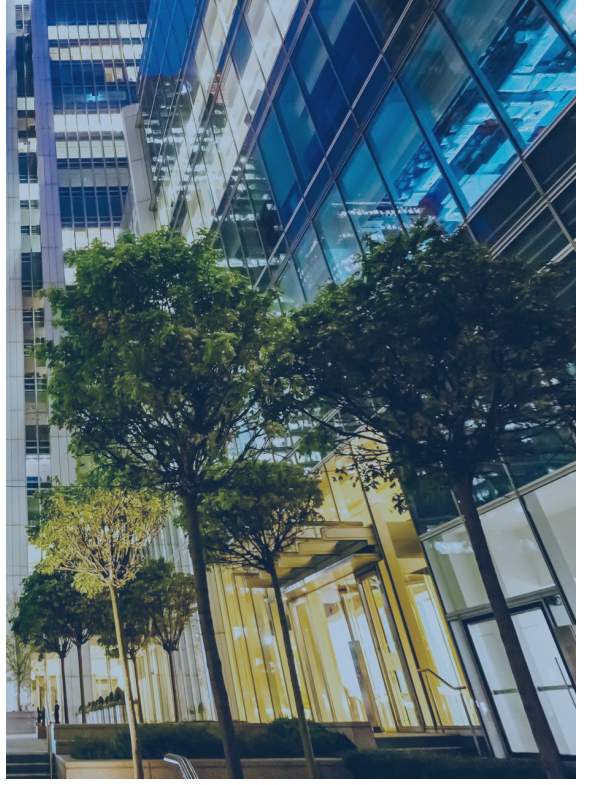
الاختلافات الجوهرية في خصائص الاستثمار والمشاركين في السوق.

تستلزم القيمة السوقية، كما هو موضح آنفًا، أن يتصرف كل من "المشتري الراغب والبائع الراغب" [عن علم، وبصيرة، ومحض إرادته]، وقد يُشكّل ذلك سببًا مشروعًا للتباين الظاهري في أداء أسواق العقارات العامة والخاصة. وفي نهاية المطاف، ينبغي أن يتماشى تطبيق أساليب التقييم الصارمة والافتراضات المتسقة مع الكيفية التي يُقِيم بها المشاركون في السوق العقارات الخاصة ويُرمون صفقاتهم بناءً عليها.

تباين المعلومات: هل تختلف المعلومات المتاحة للمستثمرين بين محافظ العقارات العامة والخاصة؟

كثيرًا ما يظهر تباين في المعلومات بين المستثمرين في كيانات العقارات العامة وأصول العقارات الخاصة. رغم أن الأسواق العامة تخضع غالبًا لمتطلبات إفصاح صارمة وأنظمة تنظيمية معمول بها، ثمة كم كبير من المعلومات الإضافية التي يمكن لمتخصصي التقييم الوصول إليها عند إجراء عمليات تقييم للعقارات الأساسية، والتي قد لا تكون متاحة لمستثمري العقارات العامة.

يظهر هذا الأمر بوضوح خاص في الكيانات العقارية العامة التي تتكوّن محافظها من عدد كبير من الأصول العقارية. فالمعلومات الصادرة للمستثمرين عبر إعلانات سوق الأوراق المالية غالبًا ما تُفصّل بيانات مالية مجمّعة، لكنها لا تكشف عن التفاصيل على مستوى كل أصل على حدة. وغالبًا ما لا تُنشر هذه المعلومات لأنها قد تكون حساسة تجاريًا، أو قد لا تُعتبر جوهرية أو عملية، أو لأنها قد تُضعف من الوضع التنافسي للكيان العقاري العام.



في الأسواق التي تشهد تقلبات غير طبيعية، قد تعكس أسعار الأصول المدرجة في أدوات الاستثمار العقاري العامة مؤشرات على النشاط أو الضغوط البيعية. وبينما لا يعني ذلك أن الأسواق العامة تتصرف باندفاع خلال فترات التقلب، إلا أن السيولة العالية التي توفرها الأسواق العامة تعني أن سيكولوجية المستثمرين يمكن أن يكون لها تأثير مادي على الأسعار المُعلّنة خلال هذه الفترات.

غالبًا ما يتمتع المستثمرون في العقارات الخاصة بأفق استثماري طويل الأجل، ويضخون رؤوس أموال ضخمة، وعادةً ما يستثمرون في مختلف مراحل الدورة الاقتصادية. ويُقابل ذلك ما يحدث في العقارات العامة، حيث قد تتأثر أسعار الأسهم بتداول حصص صغيرة، أو تداولات المساهمين الأقلية التي تُظهر مؤشرات ضغط، أو إعادة توازن السوق بشكل عام، أو توجهات الاستثمار قصيرة الأجل. ونتيجة لذلك، قد تظهر فترات يحدث فيها تباين كبير بين عمليات تقييم الأسواق العامة والخاصة، ويتجاوز ذلك أحيانًا

التقييمات المتكررة (عندما لا تكون ذات جودة كافية) لا تلتزم بالضرورة بتحقيق نتائج حوكمة أفضل

وملاحظاتهم لإثراء مسار عمله. وللوقوف على المشكلات المستمرة (إن وجدت) التي رصدها القراء بشأن التباين بين أسواق العقارات العامة والخاصة في نطاق اختصاصكم القضائي، ستكون إجاباتكم على مجموعة الأسئلة التالية مفيدة:

■ **السؤال الأول:** ما العوامل الأخرى - في تقديركم - التي تسهم في حدوث التباين بين أسواق العقارات العامة والخاصة؟

■ **السؤال الثاني:** ما السبل التي يمكن من خلالها للجهات التنظيمية والإدارات ومجالس الإدارة في الشركات القابضة للعقارات العامة والخاصة الإسهام في تحسين جودة الإفصاح؟

■ **السؤال الثالث:** إلى أي مدى تعتقد أن العوامل النفسية في الأسواق العامة تسهم في تفسير "الفجوة" بين أسواق العقارات العامة؟

■ **السؤال الرابع:** كيف يمكن للأطراف ذات العلاقة في مجال تقييم العقارات الإسهام في تحسين جودة التقييم خلال فترات تقلب الأسواق أو في بيئة تتسم بانخفاض عدد المعاملات؟

■ **السؤال الخامس:** هل يتطلع المستثمرون والأطراف ذات العلاقة والجهات التنظيمية في أسواق العقارات العامة والخاصة إلى قدر أكبر من الشفافية في التقييم؟

يرجى إرسال أي تعليقات أو ملاحظات إضافية إلى المجلس عبر البريد الإلكتروني: contact@ivsc.org.

وعلى النقيض، فإن المُقيِّمين الذين يقيِّمون الأصول الأساسية ضمن هذه المحفظة غالبًا ما تكون لديهم معلومات تفصيلية عن كل أصل عقاري، إلى جانب إمكانية الوصول إلى مالكي الأصول أو مديريها أو كليهما. وقد تشمل هذه التفاصيل، على سبيل المثال، هوية المستأجرين، ومدة عقود الإيجار، وجدول مراجعات الإيجارات، وشروط الخيارات القائمة، والمسؤولية عن مصاريف الصيانة، ومستويات الإشغال، ومتطلبات النفقات الرأسمالية المستقبلية، وما إذا كانت هناك استخدامات بديلة ذات قيمة أعلى وأفضل للعقار.

عند تجميع المعلومات الإضافية من محفظة كبيرة من الأصول العقارية، غالبًا ما يتوفر لمتخصص التقييم مستوى من التفاصيل يفوق ما هو متاح للمشاركين في سوق العقارات العامة، مما يمنحه، من وجهة نظر منطقية، اطلاعًا أعمق وقدرة أكبر على تعديل نماذج التقييم بما يتوافق مع المخاطر على مستوى كل أصل على حدة. على الجانب الآخر، قد يحتاج المستثمرون في سوق العقارات العامة إلى الاعتماد على توقعات قصيرة الأجل وإجراء افتراضات مجمعة بشأن الأصول الأساسية التي قد لا تتسجم مع المعلومات المتوفرة على مستوى الأصل الواحد.

تباين المعلومات عاملٌ جوهري آخر للتباين بين أسواق العقارات العامة والخاصة، وقد يشكل بدوره مصدرًا إضافيًا لزيادة التقلبات في سوق العقارات العامة.

نود معرفة آرائكم قبل إصدار ورقة الرأي التالية!

ستتناول ورقة الرأي التالية موضوع "حوكمة التقييم والتنظيم: هل يتطلع المستثمرون والأطراف ذات العلاقة والجهات التنظيمية في الأسواق الخاصة إلى قدر أكبر من الشفافية في التقييم؟"

يرحب المجلس بآراء القراء الكرام وملاحظاتهم بشأن هذا الموضوع.

